Tampereen yliopisto

Katariina Koljonen

VASTUULLINEN SIJOITUSTOIMINTA OSANA HENKIVAKUUTUSYHTIÖN RISKIENHALLINTAA

Johtamisen ja talouden tiedekunta
Pro gradu -tutkielma
Marraskuu 2021

TIIVISTELMÄ

Katariina Koljonen: Vastuullinen sijoitustoiminta osana henkivakuutusyhtiön riskienhallintaa
Ohjaaja: Timo Rintamäki
Pro gradu -tutkielma
Tampereen yliopisto
Kauppatieteiden tutkinto-ohjelma, Vakuutustiede
Marraskuu 2021

Vastuullinen sijoittaminen on kasvattanut merkitystään jatkuvasti, ja myös lainsäädäntö tulee vaatimaan yhä enemmän vastuullisuuden huomioimista sijoitustoiminnassa. Vastuullisuusriskeistä erityisesti ilmastoriskit ovat kasvattaneet merkitystään viime vuosina. Vastuullisuuden huomioiminen sijoitustoiminnassa on tärkeää, sillä vastuullisuusriskien realisoitumisella voi olla useita erilaisia negatiivisia seurauksia esimerkiksi arvon menetysten ja maineriskien kautta. Vastuullisen sijoittamisen puolesta puhuvat useat erilaiset motivaatiotekijät, joita voi olla esimerkiksi arvot, riskienhallinta ja sidosryhmien kasvaneet odotukset. Vastuullisen sijoittamisen merkityksestä kertoo yhtiöiden suhtautuminen erilaisiin kansainvälisiin yhteistyöhankkeisiin ja periaatteisiin.

Tämän tutkielman tavoitteena on selvittää vastuullisuuden roolia henkivakuutusyhtiöiden sijoitusriskien hallinnassa ja miten vastuullisen sijoittamisen keinoin voidaan tunnistaa, mitata ja hallita sijoitustoiminnan riskejä. Toisena tutkielman tavoitteena on selvittää vastuulliseen sijoittamiseen liittyviä mahdollisuuksia ja motivaatiotekijöitä sekä myös merkittävimpiä haasteita ja riskejä. Kolmantena tutkielman tavoitteena on ottaa selvää, mitkä periaatteet ja lainsäädäntö ohjaavat vastuullisuusraportointia. Tutkielmassa peilataan suomalaisten henkivakuutusyhtiöiden vastuullisen sijoittamisen käytänteitä Ranskaan, jossa on jo aikaisemmin otettu käyttöön laki, joka velvoittaa raportoimaan ESG-tekijöiden integroimisesta sijoitustoimintaan. Tutkielmassa halutaan lisäksi saada selville, pyrkivätkö henkivakuutusyhtiöt kehittämään vastuullisen sijoittamisen toimintamallejaan oma-aloitteisesti ja kokevatko he sen strategisesti arvoa luovaksi, vai nähdäänkö vastuullinen sijoitustoiminta vain ulkoisten sidosryhmien ja sääntelyn vaatimuksena.

Tutkielman teoriaosuudet koostuvat sijoitustoiminnan ja vastuullisen sijoitustoiminnan teorialuvuista. Sijoitustoiminnan teoriaosuus tarjoaa ymmärrystä sijoitustoiminnan peruskäsitteistä, sijoitustoimintaan liittyvistä riskeistä ja riskienhallinnasta. Lisäksi kyseisessä luvussa paneudutaan sijoitustoiminnan periaatteisiin ja erityspiirteisiin vakuutusyhtiöissä. Tutkielman toinen teoriaosuus tarjoaa perusteellisen teoriapohjan vastuullisesta sijoittamisesta kattaen muun muassa erilaisia vastuullisen sijoittamisen määritelmiä, motiiveja, strategioita ja raportointia. Lisäksi luvussa käsitellään alaan liittyvää sääntelyä ja ohjeistuksia keskittyen erityisesti EU:n kestävän rahoituksen lainsäädäntöön. Tutkielma sisältää kaksi empiriaosuutta, joista toinen koostuu suomalaisista asiantuntijahaastatteluista, ja toisessa osuudessa tutkitaan ranskalaisten henkivakuutusyhtiöiden vastuullisuusraportteja, joita analysoidaan sisällönanalyysin avulla. Empiriaosuuksien on tarkoitus täydentää toisiaan ja saada aikaan myös vertailua ranskalaisten ja suomalaisten henkivakuutusyhtiöiden vastuullisen sijoittamisen käytänteiden välillä.

Tässä tutkielmassa pystyttiin tunnistamaan erilaisia ESG-riskejä ja luokittelemaan niihin liittyviä hallintakeinoja. Tutkielmassa voidaan havaita, että vastuulliseen sijoittamiseen liittyy useita erilaisia motivaatiotekijöitä, mutta myös haasteita. Tutkielman pohjalta voidaan tunnistaa vastuullisen sijoittamisen hyötyjä muun muassa riskienhallinnan, riski-tuotto-profiilin ja pitkän aikavälin sijoitustavoitteiden edistämisen kannalta. Haasteiksi tunnistettiin esimerkiksi käsitteen ja vaatimusten ymmärtäminen, käytäntöjen epäyhteneväisyys ja tiedon laatu. Lainsäädäntö saattaa tuoda apua näihin ongelmiin yhtenäisten toimintatapojen ja lisääntyneen vertailtavuuden ja avoimuuden avulla. Tutkielmassa havaittiin erilaisten kansainvälisten sopimusten, aloitteiden ja lainsäädännön vaikuttaneen olennaisesti vastuullisen sijoittamisen kehittymiseen.

Avainsanat: vastuullinen sijoittaminen, vastuullisuusriski, riskienhallinta, ESG-riski, vastuullisuusraportointi

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

SISÄLLYSLUETTELO

1 JOHDANTO 1

1.1 AIHEALUEEN ESITTELY 1
1.2 TUTKIELMAN TAVOITTEET JA TUTKIMUSONGELMAT 3
1.3 TUTKIELMAN RAJAUKSET JA KESKEISET KÄSITTEET 4
1.4 TUTKIMUSMENETELMÄT- JA AINEISTO 7
1.5 AIEMMAT TUTKIMUKSET JA KIRJALLISUUS 11
1.6 TEOREETTINEN VIITEKEHYS JA TUTKIELMAN RAKENNE 14

2 SIJOITUSTOIMINTA JA RISKIENHALLINTA 16

2.1 SIJOITUSTOIMINNAN TEORIA 16
2.1.1 Riski ja tuotto 16
2.1.2 Portfolioteoria 18
2.1.3 Sijoitustoiminta eri omaisuuslajeissa 20
2.2 SIJOITUSRISKIT JA RISKIENHALLINTA 22
2.2.1 Sijoitusriskit 22
2.2.2 Vastuullisuusriskit 24
2.2.3 Maineriski 26
2.2.4 Vakuutusyhtiön riskienhallinta 28
2.3 VAKUUTUSYHTIÖIDEN SIJOITUSTOIMINTA 31
2.3.1 Sijoitustoiminnan periaatteet vakuutusyhtiössä 31
2.3.2 Vakuutusyhtiöiden vakavaraisuussääntely- ja valvonta 32

3 VASTUULLINEN SIJOITUSTOIMINTA 35

3.1 VASTUULLINEN SIJOITTAMINEN ERI OMAISUUSLAJEISSA 36
3.2 VASTUULLISEN SIJOITUSTOIMINNAN MÄÄRITELMÄT 38
3.3 VASTUULLISEN SIJOITUSTTAMISEN MOTIIVIT 41
3.4 VASTUULLISEN SIJOITUSTOIMINNAN STRATEGIAT 44
3.4.1 Seulonta ja poissulkeminen 45
3.4.2 Aktiivinen omistajuus 48
3.5 VASTUULLISEN SIJOITUSTOIMINNAN TIEDONLÄHTEET 48
3.6 VASTUULLISEN SIJOITUSTOIMINNAN RAPORTOINTI SIDOSRYHMILLE 50
3.7 SÄÄNTELY JA OHJEISTUKSET 52
3.7.1 Kansainväliset yhteistyöhankkeet, normit ja standardit 52
3.7.2 EU:n kestävän rahoituksen sääntely 55
3.8 VASTUULLINEN SIJOITUSTOIMINTA RISKIENHALLINTAKEINONA 59

4 VASTUULLISUUSRAPORTOINTI ARTIKLA 173 MUKAISESTI 61

4.1 AINEISTON KUVAUS JA ANALYSOINTI 61
4.2 VASTUULLISEN SIJOITTAMISEN KEHITYSKULKUJA 62
4.3 MOTIIVIT JA HAASTEET 67
4.4 RAPORTEISSA MAINITUT ESG-RISKIT 70
4.5 VASTUULLISUUSRISKIEN HALLINTAKEINOT RAPORTEISSA 72

5 ASIANTUNTIJAHAASTATTELUT 80

5.1 ASIANTUNTIJAHAASTATTELUIDEN TOTEUTUS 80
5.2 VASTUULLINEN SIJOITTAMINEN JA ESG-RISKIT 80
5.3 ESG-RISKIEN HALLINTA 84
5.4 VASTUULLISEN SIJOITTAMISEN MAHDOLLISUUDET JA RISKIT 86
5.5 LAINSÄÄDÄNNÖN MUUTOKSEN VAIKUTUKSET 89
5.6 TIIVISTELMÄ EMPIRIAOSUUKSISTA 92

6 YHTEENVETO 97

6.1 JOHTOPÄÄTÖKSET JA TUTKIMUSONGELMIIN VASTAAMINEN 97
6.2 TUTKIELMAN ARVIOINTI 99
6.3 JATKOTUTKIMUSEHDOTUKSIA 101

LÄHDELUETTELO 103

KIRJALLISUUSLÄHTEET 103
OIKEUDELLISET LÄHTEET 106
INTERNETLÄHTEET 107
HENKILÖLÄHTEET 110

LIITTEET 111

KUVIOLUETTELO

KUVIO 1 TEOREETTINEN VIITEKEHYS 15
KUVIO 2 VASTUULLISEN SIJOITTAMISEN KEHITYSKULUT 67
KUVIO 3 VASTUULLISEN SIJOITTAMISEN MOTIVAATIOTEKIJÄT RAPORTEISSA 69
KUVIO 4 ILMASTORISKIEN LUOKITTELU 71
KUVIO 5 RISKIENHALLINTAKEINOT 79

1 JOHDANTO

1.1 Aihealueen esittely

Vastuullisella sijoittamisella tarkoitetaan ESG-näkökulmien integroimista sijoitustoimintaan ja sijoitussalkun riski- ja tuottoprofiilin parantamista. Kestävää tuottoa turvataan huomioimalla entistä paremmin ESG-näkökulmia, joilla viitataan sosiaalisiin, ympäristöllisiin- ja hallinnollisiin kysymyksiin. Vastuullisen sijoittamisen osuus on merkittävä, ja yhä suurempi määrä globaalisti hallinnoidusta varallisuudesta sijoitetaan käyttäen vastuullisia strategioita. Edelläkävijäorganisaatioissa vastuullinen sijoitustoiminta on sijoitustoiminnan strateginen lähtökohta. (FinSif 2019.)

Tutkielman aihe on ajankohtainen ja tärkeä vastuullisen sijoitustoiminnan merkityksen kasvaessa niin globaalisti kuin suomalaistenkin sijoittajien keskuudessa. YK:n tukema vastuullisen sijoittamisen verkosto PRI on alan suurin vastuullisen sijoittamisen puolestapuhuja. Se on vaikuttanut merkittävästi käsitykseen vastuullisesta sijoittamisesta suomalaisissa sijoitusorganisaatioissa, ja useat suomalaiset yhtiöt ovatkin allekirjoittaneet PRI-periaatteet. Vastuullisen sijoittamisen kasvavaa merkitystä kuvaa se, että YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet allekirjoitti 1800 organisaatiota vuonna 2017 ja 2700 organisaatiota vuonna 2020. (FinSif 2019.)

Myös suomalaisella vakuutusalalla vastuullisuutta huomioidaan yhä enemmän. Esimerkiksi työeläkeyhtiö Varma teki 200 miljoonan euron sijoituksen yhden maailman suurimman varainhoitoyhtiön BlackRockin vastuullisen sijoittamisen ETF:ään tarkoituksenaan pienentää omien sijoitusten hiilijalanjälkeä ja tukea yhtiöitä hiilipäästöjen vähentämisessä. ETF sijoittaa yhdysvaltalaisiin yhtiöihin, joita siirtymä vähähiilisiin talouteen voi hyödyttää. (Varma 2021.) Koska osa yhtiöistä hyötyy ja osa kärsii siirtymästä vähähiiliseen talouteen, voi sijoittaja hyötyä vastuullisten yhtiöiden valitsemisesta. Kyse ei siis ole ainoastaan hyvän tekemisestä, vaan sijoittajilla on myös useita muita motivaatiotekijöitä sijoittaa vastuullisesti. Vakuutusyhtiö If on linjannut hiljattain edellyttävänsä jatkossa vastuullisuutta myös asiakasyrityksiltään, ja se onkin käynyt esg-mittaristoilla suuryritysasiakkaat läpi. If lisäsi YK:n Global Compact-periaatteet, jotka edistävät kestävää liiketoimintaa, suuryritysasiakkaiden asiakasvalinnan ja riskien arvioinnin osaksi. Ifin mukaan kysymys on pitkälti riskienhallinnasta ja huonolla tolalla olevien vastuullisuusasioiden

nähdään kasvattavan liiketoiminnan riskejä. (Kauppalehti 2021a.) Vastuullisuuden ja riskienhallinnan nähdään siis kulkevan käsi kädessä, ja näin ollen riskienhallinta on myös yksi olennainen motivaatiotekijä.

Nasdaq on tukenut yritysvastuuraportointia ja sen merkitystä pörssiyhtiöiden keskuudessa lanseeraamalla vuonna 2019 uuden globaalin ESG-raportointioppaan julkisille ja yksityisille yhtiöille. Uusi ohje sisältää viimeisimmät kolmansien osapuolien raportointimetodologiat, ja sen tavoitteena on auttaa yhtiöitä navigoimaan kehittyvien ja muuttuvien ESG-standardien parissa sekä paremman vastuullisuusviestinnän kehittämisessä sidosryhmille. (Nasdaq 2019.) Vastuullisen sijoitustoiminnan merkitystä korostaa myös sidosryhmien kasvavat odotukset. Vastuullisuus ja siitä viestiminen on tärkeää niin yhtiön maineelle kuin sijoitustoiminnan tuotoille. Myös lainsäädäntö ohjaa yhtiöitä vastuullisiin toimenpiteisiin ja raportointiin. Vuonna 2016 voimaan tulleessa laissa kirjanpitolain muuttamisesta velvoitetaan yleisen edun kannalta merkittävien suurien yhteisöjen sisällyttävän toimintakertomukseensa selvityksen taloudellisten asioiden lisäksi myös yhteiskuntavastuusta. Näitä asioita ovat ympäristöasiat, sosiaaliset asiat, henkilöstoasiat, ihmisoikeuksien kunnioittaminen sekä korruption ja lahjonnan torjunta. (1376/2016.) Velvoitteen piirissä olevat yhtiöt ovat luottolaitoksia, vakuutusyhtiöitä ja listayhtiöitä, joiden henkilömäärä ylittää keskimäärin 500 henkilöä ja liikevaihto 40 miljoonaa. Yhtiöiden tulee lisäksi antaa kuvaus liiketoimintamallistaan ja toimintalinjoihinsa liittyvistä riskeistä sekä niiden hallinnasta. (tem.fi.)

EU:n kestävän rahoituksen lakipaketti tulee lisäämään läpinäkyvyyttä vastuullisen sijoittamisen asioihin myös Suomessa, ja se koskettaa useita sijoitusalan toimijoita (Finsif, 2019, 4). Kestävän rahoituksen lakipaketissa pyritään ohjaamaan pääomia kohti kestävämpää taloutta, kestävyyden yleistämistä osaksi riskienhallintaa ja kasvattamaan pitkän aikavälin suuntautuneisuutta. Lakipaketti sisältää muun muassa luokittelujärjestelmän kestäville toimille ja vihreiden joukkovelkakirjalainojen standardin. (European Commission 2020a.) Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU 2019/2088) kestävyyteen liittyvien tietojen antamisesta rahoitussektorilla tuli voimaan 10.3.2021, ja asetuksen tavoitteena on lisätä avoimuutta siitä, kuinka finanssimarkkinatoimijat ja rahoitusneuvojat huomioivat kestävyysriskit sijoituspäätöksissään sekä sijoitus- ja vakuutusneuvonnassaan (EU2019/2088). Ranskassa ollaan vielä tätäkin pidemmällä, sillä laki Energy Transition for Green Growth tuli voimaan jo vuonna 2015 vaatien instituutiosijoittajia raportoimaan siitä, kuinka he ottavat ilmastoriskit huomioon ja integroivat ESG-tekijät sijoitusstrategiaansa (Novethic, 2017, 4). Vastuullisuuteen ja vastuulliseen sijoitustoimintaan liittyy muiden tekijöiden ohessa olennaisesti riskienhallinnallinen näkökulma.

Vastuullisuuden ja vastuullisen sijoittamisen merkityksestä kertovat useat kansainväliset ja kansalliset yhteistyöhankkeet ja periaatteet, joita useat yhtiöt ovat sitoutuneet noudattamaan. Fibs on Pohjoismaiden suurin yritysvastuuverkosto, jonka yli 300 yritystä panostavat vahvasti vastuullisuuteen ja vauhdittavat kestävää liiketoimintaa. Kestävän liiketoiminnan puolesta puhuu entistä vahvemmin yritysten tietoisuus maailman tilasta sekä tarve vastata eri sidosryhmien odotuksiin, hallita riskejä, erottua kilpailijoista ja varmistaa tulevaisuuden toimintaedellytykset. (FIBS 2021.) Climate action 100+ on globaali sijoittajien yhteistyöprojekti ilmastonmuutoksen torjumiseksi, ja sen tavoitteena on pyrkiä vaikuttamaan sataan maailman isoimpaan kasvihuonekaasuja tuottavaan yritykseen, jotta he muuttaisivat toimintaansa kestävämmäksi. Vaikuttamalla voidaan myös parantaa sijoitustuottoja. Tavoitteena on saada vaikuttamisen kohteena olevat yhtiöt ottamaan vastuuta ilmastonmuutoksesta ja raportoimaan eri ilmastoskenaarioiden vaikutuksia liiketoimintaan. Sijoittajien mahdollisuudet arvioida sijoituskohteiden riskejä ja mahdollisuuksia kasvavat raportoinnin myötä. (Keva 2019.) Vastuullisten sijoituskäytäntöjen puolesta puhuvatkin lukuisat erilaiset motivaatiotekijät, joista instituutiosijoittajien kannattaa olla tietoisia.

1.2 Tutkielman tavoitteet ja tutkimusongelmat

Tutkielman ensisijaisena tavoitteena on selvittää, millainen rooli vastuullisuudella on sijoitusriskien hallinnassa henkivakuutusyhtiöissä ja kuinka sijoitustoimintaan liittyviä riskejä voidaan tunnistaa, mitata ja hallita vastuullisen sijoittamisen keinoin. Samalla saadaan vastauksia siihen, mitä erilaisia vastuullisuusriskejä sijoitustoimintaan liittyy ja millaisia menettelytapoja niiden käsittelyyn on olemassa. Tutkielmassa tarkastellaan toisin sanoen sitä, miten sijoitusriski ja sijoitusriskien hallinta näyttäytyy vastuullisessa sijoittamisessa. Koska tutkielmassa analysoidaan myös ranskalaisia vastuullisuusraportteja, voidaan tehdä mielenkiintoista vertailua siitä, eroaako suomalaisissa henkiyhtiöissä tunnistetut riskit ja niiden mittaus- ja hallintakeinot ranskalaisista verrokeista.

Toisena tutkielman tavoitteena on selvittää vastuulliseen sijoittamiseen liittyviä mahdollisuuksia ja motivaatiotekijöitä sekä toisaalta myös riskejä ja merkittävimpiä haasteita. Vastuullisella sijoitustoiminnalla on paljon positiivisia vaikutuksia sijoitustoimintaan ja laajemminkin yhteiskuntaan, mutta toisaalta vastuullinen sijoitustoiminta voi olla myös riski itsessään. Tavoitteena on tutkia ilmiön molempia puolia objektiivisesti. Kolmantena tavoitteena on tutkia

vastuullisuusraportointia, sitä ohjaavia periaatteita ja lainsäädäntöä sekä peilata suomalaisten henkiyhtiöiden raportointia ja vastuullisen sijoittamisen käytänteitä Ranskaan, jota voidaan pitää vastuullisen sijoittamisen edelläkävijämaana raportoinnin ja uusien käytänteiden suhteen. Ranskan laki vaatii instituutiosijoittajat raportoimaan siitä, kuinka ilmastoriskit huomioidaan ja ESG-tekijät integroidaan sijoitusstrategiaan.

Tarkastelemalla suomalaisten asiantuntijoiden näkemyksiä raportoinnista, vastuullisten toimintatapojen kehittämisestä ja lainsäädännön tarpeellisuudesta sekä peilaamalla näitä huomioita tulevaan EU-lainsäädäntöön ja ranskalaisten vakuutusyhtiöiden raportointiin, voidaan tehdä päätelmiä vastuullisen sijoittamisen ja sen raportoinnin kehityskulusta niin suomessa kuin globaalimmallakin tasolla. Tässä kohtaa tavoitellaan jännitettä sen välillä, toimivatko vakuutusyhtiöt ainoastaan lain ja standardien mukaisesti vai lähdetäänkö vastuullisen sijoittamisen käytänteitä ja vastuullisuusraportointia kehittämään omaehtoisesti. Tämä heijastaa osittain myös asenteita vastuullista sijoittamista kohtaan. Onko se pelkkä välttämätön paha, jota ulkoiset sidosryhmät ja sääntely vaativat, vai koetaanko vastuullinen sijoittaminen oikeasti strategisesti arvoa luovaksi ja halutaan täten olla mukana kehittämässä innovatiivisia toimintatapoja kehittyvälle ilmiölle.

Tutkielman tutkimuskysymykset ovat:

Tutkimuskysymys 1: Kuinka sijoitustoiminnan riskejä voidaan tunnistaa ja hallita vastuullisen sijoitustoiminnan avulla?

Tutkimuskysymys 2: Mitä mahdollisuuksia ja riskejä vastuulliseen sijoitustoimintaan liittyy?

Tutkimuskysymys 3: Mikä merkitys vastuullisuusraportoinnilla on ja miten EU:n kestävän rahoituksen lakipaketti tulee vaikuttamaan henkivakuutusyhtiön vastuulliseen sijoitustoimintaan?

1.3 Tutkielman rajaukset ja keskeiset käsitteet

Tämän tutkielman painopiste on vahvasti vastuullisessa sijoitustoiminnassa, eikä vastuullisuuden toteutumista vakuutusyhtiöissä käsitellä muissa yhteyksissä. Vastuullisella sijoittamisella tarkoitetaan yhtiön kannalta olennaisten ESG-tietojen sisällyttämistä mukaan sijoituspäätöksiin perinteisiin talouslukuihin pohjautuvan analyysin rinnalle (Landau & Silvola, 2019 ,18).

Vastuullisessa sijoittamisessa integroidaan sosiaalisia, ympäristöllisiä ja hallinnollisia tekijöitä osaksi sijoituspäätöksiä (Renneboog, Horst & Zhang, 2008, 1723). Vastuullisen sijoittamisen menetelmät voidaan kategorisoida esimerkiksi poissulkemiseen, aktiiviseen omistajuuteen ja vastuullisuuden (ESG) integroimiseen osaksi sijoituspäätöksiä (Landau & Silvola ,2019, 32). Eurooppalaisen vastuullisen sijoittamisen järjestön Eurosifin määritelmän mukaan vastuullinen sijoittaminen on pitkälle aikavälille suuntautunut sijoittamisen lähestymistapa, joka integroi ESG-tekijät sijoitussalkun sijoituskohteiden tutkimiseen, analyysiin ja valintaprosessiin tarkoituksena tavoitella pitkän aikavälin sijoitustuottoja ja hyödyttää yhteiskuntaa vaikuttamalla yhtiöiden käyttäytymiseen (Eurosif, 2018, 12).

Useat instituutiosijoittajat ovat allekirjoittaneet YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet (UN PRI). Periaatteet ovat kehittyneet globaalisti vastuullisen sijoittamisen parhaiden käytäntöjen lähtökohdaksi. Periaatteet kehitettiin kansainvälisten instituutiosijoittajien toimesta. UN PRI-periaatteiden allekirjoittaja sitoutuu liittämään ESG-asiat osaksi sijoitusprosessia, toimimaan aktiivisena omistajana sisällyttämällä ESG-asiat omistajakäytäntöihinsä sekä edistämään sijoituskohteidensa ESG- raportointia ja vastuullisen sijoitustoiminnan periaatteiden käyttöä sijoitusalalla. Lisäksi allekirjoittajat sitoutuvat työskentelemään yhteistyössä muiden sijoittajien kanssa vastuullisen sijoittamisen edistämiseksi sekä raportoimaan periaatteisiin liittyvistä toimistaan ja edistymisestään niiden implementoinnissa. (UNPRI 2020.)

Tutkielmassa ilmiötä katsotaan puhtaasti instituutiosijoittajan eli tässä tapauksessa henkivakuutusyhtiön näkökulmasta, eikä esimerkiksi yhteiskunnan tai yksityishenkilön näkökulmasta. Tutkielmassa pyritään selvittämään, mitä vastuullisuusriskejä näiden henkivakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaan voi liittyä. Riski voidaan määritellä olosuhteeksi, jossa tapahtuman lopputulos poikkeaa odotetusta tai toivotusta. Riski sisältää menettämisen uhan ja tappion mahdollisuuden. (Kuusela & Ollikainen, 2005, 28.) Vakuutuksellisesti riski kuvaa tapahtumaa, joka voi kohdata ihmisten tai yritysten joukkoja ja näiden omistamia arvoja ja pääomia. Kun riskiä määritellään, tulee tarkastella ei-toivotun seuraamuksen todennäköisyyttä ja haitallisuutta. (Kuusela & Ollikainen,2005,17.) World Economic Forumin mukaan globaali riski määritellään epävarmaksi tapahtumaksi tai olosuhteeksi, joka tapahtuessaan voi aiheuttaa merkittäviä negatiivisia vaikutuksia useille valtioille ja aloille seuraavien 10 vuoden aikana (World Economic Forum, 2020, 86). Täytyy

kuitenkin muistaa, että riski sisältää sekä voiton että tappion mahdollisuuden (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2019, 12).

Tutkielmassa riskienhallinnalla on olennainen rooli, sillä se on yksi suurimmista motiiveista sijoittaa vastuullisesti. Lisäksi useat vastuullisen sijoitustoiminnan mahdollisuudet ja hyödyt johtavat parantuneeseen riskienhallintaan. Parantunut riskienhallinta voi siis olla motiivi sijoittaa vastuullisesti, mutta vastuullinen sijoittaminen voi motiivista riippumatta myös johtaa riskienhallinnan parantumiseen. Riskienhallinnan merkitys on kasvanut viime vuosikymmeninä ja erityisesti rahoituslaitokset ovat ymmärtäneet, että heidän täytyy lisätä riskienhallintaan käytettävien resurssien määrää. Riskienhallintatoiminnon tärkein velvollisuus on ymmärtää riskiportfolio, jota yhtiö tällä hetkellä ottaa ja aikoo tulevaisuudessa ottaa kantaakseen. Olennaista on ymmärtää, ovatko riskit hyväksyttäviä ja jos ne eivät ole hyväksyttäviä, mihin toimenpiteisiin tulee ryhtyä. (Hull, 2012,1.)

Rahoituslaitokset käyttävät tyypillisesti kahta laajaa riskienhallinnan strategiaa. Riskien erittelyllä (Risk decomposition) viitataan strategian, jossa riskejä tunnistetaan yksitellen ja käsitellään toisistaan erillään. Riskien yhdistämisellä (Risk aggregation) tarkoitetaan riskien pienentämistä hyvällä hajautuksella. (Hull, 2012, 17.) COSO ERM -mallissa kokonaisvaltaisella riskienhallinnalla tarkoitetaan organisaation hallituksen, johdon ja muun henkilökunnan toteuttamaa prosessia, joka kulkee läpi strategian laadinnan ja organisaation. Prosessin tarkoituksena on tunnistaa organisaatioon mahdollisesti vaikuttavia potentiaalisia tapahtumia ja hallita riskejä organisaation halukkuuden mukaan, jotta voidaan olla kohtuullisen varmoja, että organisaatio saavuttaa tavoitteensa. (COSO, 2004, 2.)

Tässä tutkielmassa tarkasteltavana näkökulmana on ensisijaisesti suomalaiset henkivakuutusyhtiöt. Jotta globaalia ja jatkuvasti kehittyvää ilmiötä voidaan kuitenkin tarkastella ja kehityskuluista tehdä ennustuksia, otetaan vertailukehikoksi edelläkävijämaa Ranskan raportointi, vastuullisen sijoittamisen käytänteet ja niiden kehityskulut. Ranskalaisia vakuutusyhtiöitä koskevat jo vastuullisen sijoittamisen raportointivelvoitteet, minkä vuoksi ne ovat valikoituneet vertailupohjaksi.

1.4 Tutkimusmenetelmät- ja aineisto

Tutkimusfilosofian käsitteellä viitataan uskomusten ja oletusten järjestelmään tiedon kehityksestä. Tutkija tekee tutkimuksen joka vaiheessa erilaisia oletuksia, joihin kuuluu ontologiset, epistemologiset ja aksiologiset oletukset. Ontologia viittaa oletuksiin, joita tehdään tutkimuksessa kohtaamista todellisuuksista, epistemologia oletuksiin ihmisen tietämyksestä ja aksiologia siihen, miten ja missä laajuudessa tutkijan arvot vaikuttavat tutkimusprosessiin. Nämä kaikki oletukset vaikuttavat muun muassa siihen, miten tutkija ymmärtää tutkimuskysymyksensä, tulkitsee havaintoja ja ymmärtää käyttämiään menetelmiä. (Saunders, Lewis & Thornhill, 2019, 131.) Tässä kappaleessa avataankin tutkijan tekemiä oletuksia ja niiden vaikutuksia tutkimuskysymyksien muotoiluun, käytettyihin tutkimusmenetelmiin sekä havaintojen tulkintaan.

Ontologinen oletus muokkaa sitä tapaa, jolla tutkija näkee ja tutkii tutkimuskohdettaan (Saunders ym., 2019, 133). Tämän tutkielman ontologinen oletus on, että vastuullisuus ja vastuulliset sijoituskäytännöt voivat näyttäytyä yhtiölle ensisijaisesti positiivisena asiana ja mahdollisuutena. Tutkielmassa pyritään siis selvittämään, kuinka tätä ilmiötä voidaan hyödyntää sijoitustoiminnassa. Tähän tutkijan ontologiseen olettamukseen vaikuttaa tutkijan oma käsitys vastuullisesta sijoitustoiminnasta, jota on muokannut tutkijan perehtyneisyys aikaisempiin tutkimuksiin ja myös väistämättä tutkijan omat subjektiiviset käsitykset ilmiöstä. Toinen ontologinen oletus on, että yrityksen riskienhallinta on jatkuvasti kehitettävä prosessi, johon tulee liittää jatkuvasti uudenlaisia ja kehittyviä riskejä ja mahdollisuuksia. Tämän vuoksi vastuullinen sijoittaminen tulisi liittää myös osaksi riskienhallintaa.

Aksiologialla viittataan arvojen ja etiikan rooliin. Yksi tutkijan kohtaamista avainvalinnoista on se, missä määrin omien arvojen ja uskomusten vaikutus halutaan nähdä tutkimukseen positiivisena asiana. Tutkijan tulee päättää, miten omia sekä tutkittavien ihmisten arvoja käsitellään tutkielmassa. (Saunders ym., 2019, 134.) Omien arvojen tunnistaminen on siis olennainen osa tutkimusprosessia. Omat arvoni vaikuttavat tutkielman toteutukseen jo itse tutkielman ja aiheen muotoilemisessa. Olen esimerkiksi nostanut riskienhallinnan tutkielman keskiöön. Mielestäni arvot saavat johdatella aiheen valinnassa, mutta muuten tutkielmassa on pyritty pitämään tutkijan omat arvot sivussa ja tutkimaan ilmiötä mahdollisimman objektiivisesti. Vastuullisuus on arvo, joka merkitsee eri asioita eri ihmisille. Voidaan siis sanoa, että tässä tutkielmassa subjektiivisuudella on osansa vastuullisuuden määrittelyssä ja sen tarjoamien mahdollisuuksien ja riskien pohdinnassa. Haastatteluosiossa annetaan

tilaa haastateltavien omille subjektiivisille käsityksille koskien tutkittavaa ilmiötä. Koska vastuullisuus on lähtökohtaisesti melko subjektiivinen asia, pyritään tutkielmassa keskittymään objektiivisen puolen vahvistamiseen luomalla laaja teoriapohja ja tarjoamalla erilaisia määritelmiä ilmiöstä. Ilmiötä pyritään katsomaan erityisesti ESG-käsitteen kautta.

Epistemologia viittaa oletuksiin tiedosta eli mikä katsotaan hyväksyttäväksi, päteväksi ja oikeutetuksi tiedoksi, ja siihen miten tietoa voidaan välittää toisille (Saunders ym.,2019, 134). Tämän tutkielman aiheen osittain subjektiivisen luonteen vuoksi myös mielipiteet ja käsitykset voidaan nähdä oikeutettuna ja pätevänä tietona. Tämä johtaa siihen, että tutkielmassa ei pyritä yleistyksiin ja ensisijaiseksi tutkimusmenetelmäksi on valittu haastattelu. Tutkittavan ilmiön luonne on monimutkainen, uusi ja kompleksinen, minkä vuoksi tutkielmassa halutaan saavuttaa ilmiöstä mahdollisimman laaja ja syvällinen ymmärrys. Tämä vaatii laadullisen tutkielman ominaisuuksia onnistuakseen. Johdonmukaisista ja harkituista olettamuksista muodostuu tutkimusfilosofia, joka puolestaan tarjoaa tukea metodologisiin valintoihin, tutkimusstrategiaan ja analyysimenetelmiin (Saunders ym., 2019, 132). Tässä tutkielmassa käytetään laadullista tutkimusotetta, jota voidaan luonnehtia useiden piirteiden avulla. Kvalitatiivisessa tutkimuksessa tapauksia käsitellään ainutlaatuisina ja tutkimuksen kohdejoukko valitaan tarkoituksenmukaisesti satunnaisotoksen sijaan. (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara, 2004, 164.) Tässä tutkielmassa on valittu vastuullisuusraporttien yhtiöt ja haastateltavat henkilöt mahdollisimman huolellisesti. Haastateltavien valinnassa tulee kiinnittää erityistä huomiota siihen, että kyseisiltä asiantuntijoilta löytyy osaamista juuri tutkimuskysymyksien mukaisilta osa-alueilta.

Tässä tutkielmassa ei ole varsinaista hypoteesia, vaikka kattavan teoriapohjan avulla voidaankin ennustaa tiettyjen teemojen esille nousemista. Tutkielmassa ei kuitenkaan haluta ennustaa asioita etukäteen, vaan tarkoituksena on antaa aineiston nostaa esille löytöjä, joita sitten peilataan teoriaan. Tarkoituksena on luoda vastuullisen sijoittamisen aiheesta vahva teoreettinen pohja, jota käytetään aineiston tulkinnan tukena. Teoria mahdollistaa tässä tutkimuksessa sen, että aineistosta voidaan tehdä mielekkäitä ja oikeita tulkintoja. Aineiston analyysissa teorialla on siis olennainen rooli, ja aineistosta tehdyille havainnoille etsitään tulkintaa teoriasta. Teoreettinen viitekehys ohjaa myös vahvasti tutkimuskysymyksien ja haastattelukysymyksien muotoilua. Koska tämä tutkielma vaatii teorian ja empirian vahvaa vuorovaikutusta, on kyseessä abduktiivinen lähestymistapa. Sen sijaan, että liikuttaisiin teoriasta dataan tai datasta teoriaan, abduktiivinen päättely liikkuu edestakaisin yhdistellen piirteitä deduktiivisesta ja induktiivisesta päättelystä. Useat liiketoiminnan ja johtamisen tutkijat käyttävät tätä lähestymistapaa. Abduktiivisessa lähestymistavassa kerätään tietoja ilmiön

tutkimiseksi, teemojen tunnistamiseksi ja mallien selittämiseksi. Jotkut ovat sitä mieltä, että koska puhtaan induktion ja deduktion saavuttaminen on hankalaa, useimmat johtamisen tutkijat käyttävät käytännössä ainakin jotain abduktiivisen päättelyn elementtejä. (Saunders ym, 2019, 153–157.)

Tämän tutkielman tavoitteena ei ole tilastollisten yleistysten tekeminen tai aikaisemman tiedon toimivuuden arviointi, vaan syvällisemmän ymmärtämisen saavuttaminen vastuullisen sijoittamisen merkityksestä osana riskienhallintaa. Kvalitatiivisessa tutkimuksessa ei pyritä tekemään päätelmiä yleistettävyyttä ajatellen, mutta tutkimalla tarpeeksi tarkasti yksittäistä saadaan esille se, mikä ilmiössä on merkittävää ja toistuu ylemmällä tasolla usein tarkasteltaessa (Hirsjärvi ym., 2004, 182). Tässä tutkielmassa ei siis pyritä luomaan yleistyksiä jatkuvasti kehittyvästä vastuullisen sijoittamisen ilmiöstä, mutta tutkielmassa pyritään nostamaan esille suuria linjoja, trendejä ja erilaisia ajattelutapoja, joita vastuulliseen sijoittamiseen liittyy.

Yleisimpiä aineistonkeruumenetelmiä laadullisessa tutkimuksessa ovat haastattelu, havainnointi, kysely ja dokumenteista kerätty tieto. Tutkielmaan valikoidut menetelmät valitaan aina tutkimusongelman ja tutkimusresurssien mukaisesti. Tässä tutkielmassa on hyödynnetty teemahaastatteluita ja dokumenteista kerättyä aineistoa. (Tuomi & Sarajärvi 2018, 105–107.) Triangulaatioksi voidaan kutsua eri aineistojen, menetelmien tai teorioiden käyttämistä samassa tutkimuksessa. Triangulaatiota on perusteltu sillä, että tutkimuskohteesta on hankalaa saada kattavaa kuvaa vain yhdellä tutkimusmenetelmällä. (Eskola & Suoranta, 1998.) Tässä tutkielmassa on käytetty aineistotriangulaatiota yhdistelemällä kahta erilaista aineistoa. Tässä tutkielmassa tehtiin haastatteluja ja lisäksi sisällönanalyysin keinoin tutkittiin jo valmista aineistoa. Tämä tutkielma tarvitsee kahta aineistoa tuekseen voidakseen vertailla suomalaisten ja ranskalaisten vakuutusyhtiöiden vastuullista sijoittamista. Triangulaatio parataa tämän laadullisen tutkielman luotettavuutta ja mahdollistaa laajemman näkökulman aiheeseen. Tutkielman tutkimuskysymyksiin ei saataisi tarpeeksi kattavia vastauksia vain yhteen aineistoon perehtymällä.

Tutkielman empiriaosuus on kaksiosainen. Ensimmäinen osa koostuu ranskalaisten vakuutusyhtiöiden vastuullisuusraporttien analysoinnista. Raportteja analysoidaan sisällönanalyysin keinoin muun muassa luokittelemalla, teemoittelemalla ja tyypittelemällä aineistoa johtopäätöksiä varten. Luokittelua voidaan pitää aineiston järjestämisen muodoista yksinkertaisimpana. Yksinkertaisimmillaan se voi olla sitä, että aineistosta määritetään luokkia ja sen jälkeen lasketaan,

montako kertaa mikäkin luokka esiintyy aineistossa. Luokiteltuja aineistoja on hyvä esittää taulukkoina. (Tuomi & Sarajärvi 2018, 105–107.)

Teemoittelussa aineistoja pyritään pilkkomaan ja ryhmittelemään eri aihepiirien mukaisesti, mikä mahdollistaa aineistossa esiintyneiden teemojen vertailun (Tuomi & Sarajärvi 2018, 105–107). Teemoittelun avulla voidaan nostaa esille aineistosta tutkimusongelmaa valaisevia teemoja ja vertailla tiettyjen teemojen esiintymistä. Onnistuakseen teemoittelu vaatii empirian ja teorian välistä vuorovaikutusta. (Eskola & Suoranta, 1998, 125.) Tyypittelyssä etsitään esimerkiksi tiettyjen teemojen sisältä näkemyksille tyypillisiä ominaisuuksia, joista muodostetaan eräänlainen yleistys (Tuomi & Sarajärvi 2018, 105–107). Tässä tutkielmassa on käytetty edellä mainittuja metodeja aineiston järjestelyssä ja yhtäläisyyksien etsimisessä vastuullisuusraporteista. Erityisesti teemoittelun keinoin on pyritty nostamaan aineistosta esille erilaisia luokkia esimerkiksi koskien vastuullisen sijoittamisen erilaisia strategioita ja motiiveja. Sisällönanalyysin keinoin on tarkoitus nostaa aineistosta esille raportoinnin kehityskulkuja sekä selvittää miten sääntelyn muutoksiin on reagoitu ja suhtaudutaanko vastuullisen sijoittamisen toimintamallien ja raportoinnin kehittämiseen enemmän proaktiivisesti vai lähinnä sääntelykehikkoihin mukautuen. Vastuullisuusraporttien avulla pyritään saamaan vastauksia sekä tutkimuskysymyksiin että auttamaan haastattelukysymyksien muodostamisessa. Vastuullisuusraporttien avulla voidaan lisäksi tehdä vertailua ranskalaisten ja suomalaisten vakuutusyhtiöiden käytänteisiin ja toimintamalleihin.

Tutkielman toisen empiriaosuuden aineisto hankitaan haastattelemalla suomalaisten henkivakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan asiantuntijoita useammasta eri vakuutusyhtiöstä. Haastattelumenetelmäksi tähän tutkielmaan soveltuu teemahaastattelu, sillä tutkielmaa määrittää ennalta määritellyt teemat. Haastattelurunko on koottu neljästä teemasta, jotka ovat vastuullinen sijoittaminen, riskit ja riskienhallinta, mahdollisuudet sekä raportointi ja lainsäädäntö. Teemahaastattelussa eli puolistrukturoidussa haastattelussa on ennalta määritetyt teemat ja tarkentavat kysymykset, mutta haastattelutilanteessa kysymyksiä voidaan tarkentaa ja syventää. Teemahaastattelun etukäteen määritellyt teemat liittyvät tutkimuksen viitekehykseen. (Tuomi & Sarajärvi 2018.) Haastatteluiden purkamisessa ja tiivistämisessä käytetään sisällönanalyysin menetelmää, jonka keinoin haastatteluja voidaan analysoida systemaattisesti ja objektiivisesti. Sisällönanalyysin avulla tutkittavasta ilmiöstä pyritään saamaan kuvaus tiivistetyssä ja yleisessä muodossa. (Tuomi & Sarajärvi, 2018, 117.) Haastatteluiden lisäksi lainsäädäntö ja aikaisemmat tutkimukset sekä selvitykset tulevat toimimaan sekundääriaineistoina. Erityisesti EU:n uuden

lainsäädännön valmisteluaineisto tulee toimimaan kolmannen tutkimuskysymyksen kannalta olennaisena aineistona.

1.5 Aiemmat tutkimukset ja kirjallisuus

Vastuullisen sijoitustoiminnan järjestöt ovat julkaisseet säännöllisesti markkinaselvityksiä ja tutkimuksia koskien vastuullista sijoitustoimintaa. Eurosif on johtava järjestö eurooppalaisen vastuullisen sijoittamisen edistämiseksi, ja sen tavoitteena on edistää parhaita vastuullisen sijoittamisen periaatteita ja niiden kehittämistä. EuroSif tarjoaa tutkimusta ja analyysejä vastuullisen sijoitustoiminnan markkinoiden kehittymisestä. Eurosif suorittaa joka toinen vuosi tutkimuksen, jossa korostetaan vastuullisen sijoitustoiminnan tilaa, käytäntöjä ja trendejä Euroopan maissa. (Eurosif 2020.)

Suomalainen FinSif on tehnyt vastuullisen sijoittamisen markkinaselvitykset vuonna 2017 ja 2019, ja niissä kartoitetaan vastuullisen sijoittamisen nykytilaa Suomessa. FinSifin markkinaselvityksessä on kartoitettu suomalaisten sijoitusalan organisaatioiden näkemyksiä ja vastuullisen sijoittamisen käytäntöjä. FinSif on selvittänyt muun muassa suomalaisten organisaatioiden käyttämiä lähestymistapoja ja alan toimijoiden näkemyksiä tulevaisuuden mahdollisuuksista ja vastuullisen sijoittamisen roolin kehittymisestä. Markkinaselvitys on toteutettu FinSifin jäseninä oleville varainhoitajille ja sijoittajille kohdistetuilla kyselyillä. (FinSif 2017.) FinSifin markkinaselvitys tarjoaa hyvää yleistä tietoa suomalaisilta sijoittajamarkkinoilta, mutta jättää tilaa kohdennetulle alakohtaiselle tutkimukselle. Joonatan Tiainen Tampereen yliopistosta on tehnyt vuonna 2018 Pro gradu -tutkielman yhteiskuntavastuusta työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa, joka käsittelee osittain samaa aihetta tämän tutkielman kanssa. Tiaisen tutkielma käsittelee myös vastuullisen sijoittamisen teemaa, mutta tutkielma on tehty työeläkeyhtiöiden näkökulmasta. Tiaisen tutkimus jättää siis vielä tilaa henkivakuutusyhtiöitä koskevalle tutkielmalle, jossa tutkielman pääpainot ovat erilaiset. Lisäksi vastuullisen sijoitustoiminnan merkitys on jatkuvassa kasvussa, mikä luo tarvetta tuoreelle tutkimukselle.

Kasvava määrä sijoittajia on alkanut käyttää ESG-seulontaa sijoituspäätöksissään (Kempf & Osthoff, 2007, 919). Instituutiosijoittajien lisäksi myös yksityissijoittajat ovat tunnistaneet vastuullisen sijoittamisen merkityksen (Verheyden, Eccles & Feiner, 2016, 47). FinSifin (2019)

markkinatutkimuksen kyselyyn vastanneiden mukaan vastuullisen sijoittamisen ensisijaisiksi motivaatiotekijöiksi luetaan arvot, parantunut riskienhallinta ja maineen hallinta sekä sidosryhmien kasvavat odotukset. Amel-Zadehin ja Serafeimin (2018) tutkimuksen haastatteluiden mukaan suurin osa sijoittajista on motivoitunut ESG-tiedon käyttöön ennemmin taloudellisista kuin eettisistä syistä, ja tutkimuksen mukaan iso osa käyttää ESG-tietoa asiakkaiden vaatimuksesta tai osana tuotteiden kehitysprosessia. Instituutiosijoittajia motivoi siis etenkin vastuullisen sijoittamisen merkitys riskienhallinnan menetelmänä, vastuullisuuteen liittyvä vaikuttavuus tarkoituksena edistää positiivisina näkemiä asioita ja taloudellisen tuoton parantaminen (Landau & Silvola, 2019, 198).

FinSifin (2019) markkinatutkimuksen mukaan yleisimmät käytettävissä olevat vastuullisen sijoittamisen lähestymistavat ovat ESG- integrointi, poissulkeminen ja aktiivinen omistajuus. Amel-Zadeh ym. (2018) tutkimuksessa suurin osa vastanneista on sitä mieltä, että ESG-tieto on olennaista sijoitusten menestymisessä, mutta se mikä on olennaista tietoa vaihtelee systemaattisesti maittain. Sijoittajat odottavat positiivinen seulonnan ja aktiivisen omistajuuden strategioiden olevan tärkeimpiä tulevaisuudessa (Amel-Zadeh & Serafeim,2018, 101). Salkunhoito on perinteisesti nojautunut kahteen eri tietojoukkoon sijoitusstrategioiden rakentamisessa. Fundamentaalinen tieto koostuu yhtiöiden tilinpäätöstiedoista ja tekninen tieto yhtiön menneestä suoriutumista osakemarkkinoilla. Perinteisen tiedon laajamittainen saatavuus ja teknologian edistyminen ovat tehneet ylituottojen saavuttamisesta haastavaa. ESG- tieto voi tarjota menneisyyteen pohjautuvan tiedon lisäksi käsitystä yhtiöiden tulevaisuuden suoriutumisesta. (Verheyden ym.,2016, 47.)

Tutkimusta ESG-kriteereistä ja yritysten taloudellisesta menestymisestä on tehty 1970-luvun alusta lähtien. Frieden, Buschin ja Bassenin (2015) tutkimuksessa on analysoitu noin 2200 tutkimuksen löydöksiä, ja suurin osa tutkimuksista raportoi positiivisia löydöksiä ESG-tekijöiden ja yhtiöiden taloudellisen suorituskyvyn välillä. Khanin, Serafeimin ja Yoon (2016) tutkimuksessa havaitaan kestävän kehityksen huomioimisen vaikuttavan positiivisesti yrityksen arvonkehitykseen. Tutkimuksessa ne yritykset, jotka voittivat viiteryhmän muut yritykset olennaisilla kestävyystekijöillä mitattuina, menestyivät parhaiten arvonkehityksessä ja omaavat edellytykset tulevaisuuden menestykselle (Khan ym., 2016). Sen sijaan, että parannettaisiin perinteisin keinoin riski-tuotto-suhdetta sulkemalla aloja pois, voidaan ESG- tietoa käyttää apuna pitkällä aikavälillä paremmin menestyneiden yhtiöiden etsimiseen. Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa, jossa ESG-tiedon saatavuus ja laatu ovat olleet korkealla tasolla, on Best-in-class menetelmällä havaittu positiivinen vaikutus tappioriskiin ja sijoitusten tuottoon. (Khan ym., 2016, 51–54.) Instituutiosijoittajien vastuullisessa sijoitustoiminnassa korostuu näkemykset yhtiöiden

tulevaisuudesta sekä kyvystä selviytyä ja mukautua tuleviin muutoksiin. Yhdelle yhtiölle riskeinä näyttäytyvät muutokset voivat olla toisille uusia liiketoimintamahdollisuuksia. (Silvola & Landau,2019, 252.)

Verheydenin, Ecclesin ja Feinerin (2016) tutkimuksen mukaan ESG-seulonnan avulla voidaan parantaa riskikorjattua tuottoa. ESG-seulonnan havaittiin lisäävän vuosittaista tuottoa ja pienentävän volatiliteettia. ESG-seulonnan avulla löydettyjen portfolioiden osakkeissa häntäriski (tail risk) pienentyi ja tuotot asettuivat päivittäisellä tasolla enemmän positiiviselle puolelle (Verheyden ym., 2016; 51, 54). Myös Khanin ym. (2016) mukaan yhtiöt, jotka menestyvät kestävyystekijöillä mitattuina, kasvattavat voittomarginaalia nopeammin ja tuottavat parempaa riskikorjattua tuottoa. Myös Kempfin ja Osthoffin (2007) tutkimuksessa on tutkittu ESG-seulonnan vaikutusta. Heidän tutkimuksessaan on tutkittu S&P 500 kuuluvien Yhdysvaltalaisten yhtiöiden osakkeita vuosina 1992–2004. Tutkimuksen mukaan sijoittajat voivat ansaita merkittäviä tuottoja positiivisen seulonnan menetelmällä ostamalla korkeiden ESG-luokituksen yhtiöitä ja myymällä huonojen luokitusten yhtiöitä pois. Sen sijaan negatiivisen seulonta eli poissulkeminen ei tutkimuksen mukaan johda parempiin tuottoihin. (Kempf & Osthoff 2007, 919–921.)

Sen sijaan Bauerin, Koedijkin ja Ottenin (2005) tutkimuksessa ei ole huomattu merkittäviä eroja riskikorjatuissa tuotoissa 1990–2001 aikavälillä tutkittaessa eettisiä ja perinteisiä rahastoja. Tutkimuksen tekohetkellä eettisen rahastosijoittamisen osuus markkinoilla on kuitenkin ollut vain pientä. Eettisten sijoitusrahastojen valtavirtaistumisen kriittisenä tekijänä on rahastojen taloudellinen suoriutuminen. Eettisten rahastojen havaittiin kuitenkin altistuvan vähemmän markkinatuoton vaihteluille. (Bauer ym., 2005, 176.) Tutkimukset vastuullisen sijoittamisen vaikutuksesta sijoitustuottoihin eivät ole olleet yksiselitteisiä, mutta suurin osa tutkimuksista vaikuttaa kuitenkin löytäneen positiivisen korrelaation joko parantuneiden tuottojen tai pienentyneiden riskien välillä.

Vastuullisuusnäkökohtien arviointi kuuluu sijoitusriskien hallintaan. Mikäli kohdeyhtiö jättää raportoimatta olennaisista asioista, sijoittajan riskit lisääntyvät kasvaneen epävarmuuden vuoksi (Landau & Silvola ,2019, 224). Sidosryhmät eivät ole ainoastaan kiinnostuneita yhtiöiden taloudellisesta suoriutumisesta, vaan he ovat myös kiinnostuneita yhtiön toimista liittyen ympäristöön, etiikkaan ja yhteiskuntaan. Yhteiskuntavastuuraportit ovat tapa, jolla yhtiöt voivat viestiä sidosryhmilleen, kuinka he ovat sitoutuneita sosiaalisesti vastuullisiin toimiin. (Scholtens ,2011, 146.) FinSifin (2019) markkinatutkimuksen mukaa yleisimmät vastuullisen sijoittamisen raportointitavat ovat suullinen raportointi sidosryhmille tilanteen mukaan, PRI-raportointi ja

verkkosivuilla raportoiminen. Amel-Zadehin ja Serafeimin tutkimuksessa (2018, 88) suurimmiksi haasteiksi ESG-tiedon hyödyntämiselle sijoituspäätöksissä katsottiin puutteet eri yhtiöiden raportoimien tietojen vertailtavuudessa. Myös FinSifin (2019) markkinatutkimuksessa vastuullisen sijoittamisen merkittävimmiksi haasteiksi koettiin ESG- tiedon puutteet määrässä, laadussa ja yhteismitallisuudessa.

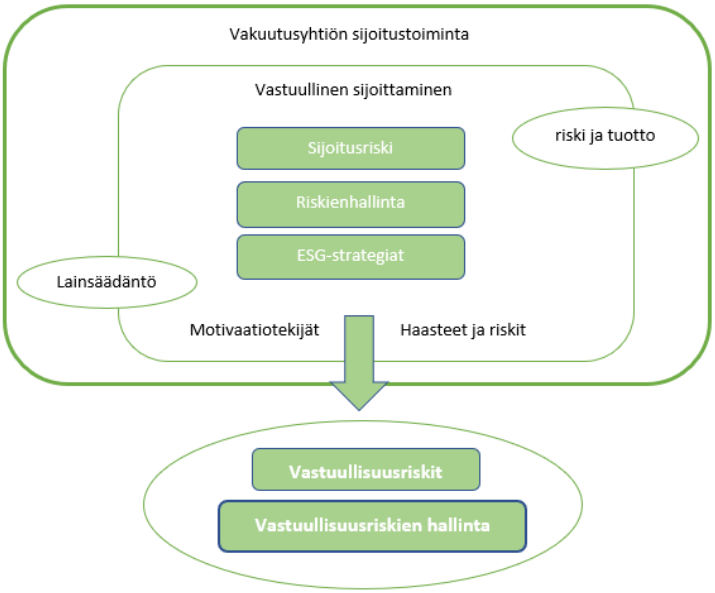
Joissain maissa on viime vuosina tehty muutoksia finanssialaa koskevaan lainsäädäntöön. Ranskassa on jo olemassa sitova lainsäädäntö, joka velvoittaa instituutiosijoittajia laajaan raportointiin sijoituksiin liittyvistä ilmastoriskeistä (Landau & Silvola, 2019, 244). Euroopan Parlamentti ja Euroopan Unionin Neuvosto antoivat 27.11.2019 asetuksen kestävyyteen liittyvien tietojen antamisesta rahoituspalvelusektorilla, joka tuli voimaan maaliskuussa 2021. Lopullisille sijoittajille annettavat tiedot kestävyysriskien huomioimisesta ja kestävistä sijoitustavoitteista eivät ole tähän mennessä olleet riittävän kehittyneitä, koska näiden tietojen antamiseen ei ollut vielä sovellettu yhdenmukaisia vaatimuksia. Tuore asetus edellyttää finanssimarkkinatoimijoilta ja rahoitusneuvojilta kirjallisten toimintaperiaatteiden julkaisemista siitä, miten kestävyysriskejä otetaan huomioon sijoituspäätöksissä sekä sijoitus- ja vakuutusneuvonnassa. (EU2019/2088, astui voimaan 10.3.2021.)

1.6 Teoreettinen viitekehys ja tutkielman rakenne

Tutkielman aihe liittyy sijoitustoimintaan ja tarkastelun keskiössä on vastuullinen sijoitustoiminta. Tutkielman taustalla vaikuttaa sijoitustoiminnan ja vastuullisen sijoitustoiminnan teoriat. Aihetta lähdetään tarkastelemaan ja tulkitsemaan erityisesti riskienhallinnan näkökulmasta. Tutkielman taustalla on ajatus, että vastuullisen sijoitustoiminnan avulla voidaan havaita ja hallita vastuullisuusriskejä. Tutkielmassa nähdään siis, että vastuullisesta sijoittamisesta voisi olla hyötyä riskienhallinnan näkökulmasta eli taustalla vaikuttaa myös ajatus kilpailukyvystä ja mahdollisesta kilpailuedusta. Vastuullinen sijoitustoiminta voi tarjota riskienhallinnan lisäksi myös muita mahdollisuuksia, joita voidaan tulkita myös kilpailuedun kannalta. Toisaalta vastuullinen sijoittaminen voi olla myös riski itsessään, minkä vuoksi ilmiötä tarkastellaan riskinäkökulmasta eli riskienhallinta toimii tulkintateoriana myös tältä kannalta.

Tämän tutkielman taustateoria koostuu vastuullisen sijoittamisen teoriasta ja siihen liittyvästä lainsäädännöstä sekä standardeista, joita kolmannessa luvussa käsitellään. Olennaisimpia käsiteltäviä lakeja ovat EU:n tuleva kestävän rahoituksen lakipaketti ja Ranskan Artikla 173, joka koskee

instituutiosijoittajien vastuullista sijoitustoimintaa ja siitä raportoimista. Tutkielman tulkintateorian muodostaa sijoitusriskejä ja riskienhallintaa koskevat teoriat, joiden pohjalta vastuullista sijoitustoimintaa ja sen mahdollisuuksia tarkastellaan. Myös strategisen kilpailukyvyn ajatus nähdään ilmiön tulkinnan taustalla.



Kuvio 1 Teoreettinen viitekehys

Tutkielman rakenne koostuu kahdesta teorialuvusta ja empirialuvusta. Koska sijoitustoiminta on tutkielman keskiössä, koskee ensimmäinen teorialuku sijoitustoiminnan yleistä teoriaa, sijoittamiseen liittyviä riskejä ja riskienhallintaa. Lisäksi ensimmäisessä luvussa tutustutaan vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan erityispiirteisiin. Ensimmäisessä luvussa otetaan käsittelyyn perustavanlaatuiset sijoitustoiminnan käsitteet, kuten riski ja tuotto. Lisäksi käsitellään portfolioteoriaa, portfolion muodostamista ja erilaisia omaisuuslajeja. Koska tutkielman keskiössä on vastuullisuus, sijoitusriskien alaluvussa painotetaan muiden sijoitusriskien lisäksi erityisesti vastuullisuusriskejä.

Tutkielman toinen teoriaosuus luo pohjaa vastuullisen sijoittamisen käsitteen, strategioiden, motiivien ja raportoinnin ymmärtämiselle. Koska lainsäädäntö on tärkeässä roolissa, on teoriaosuuteen otettu myös alaluku koskien sääntelyä, standardeja ja aloitteita. Näiden tiedostaminen on välttämätöntä, jotta voidaan tehdä päätelmiä vastuullisen sijoittamisen kehityksestä. Tutkielman ensimmäinen empiriaosuus koskee ranskalaisten henkiyhtiöiden vastuullisuusraportteja ja toinen suomalaisten asiantuntijoiden haastatteluja. Empiriaosuuksien on tarkoituksena täydentää toisiaan, luoda parempi ymmärrys ilmiöstä ja aikaansaada mielenkiintoinen vertailu eri maiden käytäntöjen välillä. Toisen empiriaosuuden päättää tiivistelmä molemmista empiriaosuuksista.

2 SIJOITUSTOIMINTA JA RISKIENHALLINTA

2.1 Sijoitustoiminnan teoria

Ensimmäisessä teorialuvussa käsitellään sijoitustoiminnan klassisia teorioita, kuten riskiä, tuottoa ja portfolioteoriaa, jotka mahdollistavat ymmärryksen sijoitustoiminnan perusvalinnoista. Lisäksi muodostetaan käsitys sijoitustoimintaan liittyvistä riskeistä ja riskienhallinnasta, jotta myöhemmässä teorialuvussa voidaan siirtyä ESG-riskien käsittelyyn. Viimeisessä alaluvussa otetaan tarkempaan käsittelyyn myös vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan erityispiirteet, sillä henkivakuutusyhtiöt ovat tutkielman keskiössä. Ensimmäinen teorialuku tarjoaa lukijalle hyvän pohjan sijoittamisesta, jotta toisessa luvussa voidaan siirtyä käsittelemään tarkemmin vastuullista sijoitustoimintaa ja sen mukanaan tuomia erityispiirteitä.

2.1.1 Riski ja tuotto

Riski ja tuotto ovat kaksi ensiarvoisen tärkeää kriteeriä sijoituspäätöksissä, ja vuoden 2008 finanssikriisistä lähtien sijoitusmaailmassa on alettu keskittyä enemmän riskiin (De & Clayman, 2015, 49). Tärkein vaihe sijoitusprosessissa on tunnistaa sijoittajan riskinsietokyky. Rahoitustieteellisestä näkökulmasta riskillä tarkoitetaan tuoton vaihtelua, ja riski sisältää voiton ja tappion mahdollisuuden. (Kallunki ym., 2019, 12.) Riski voidaan määritellä epävarmuudeksi joukosta mahdollisia lopputulemia. Useissa tapauksissa epävarmuus on kuitenkin yksinkertainen riskin mittari, ja on tärkeää erottaa riskin hyvät ja huonot puolet. Riski voi tarkoittaa myös laskettavissa olevaa todennäköisyyttä liittyen tiettyyn tulemaan tai tulemiin. Riski voi lisäksi viitata ongelmiin tai mahdollisuuksiin, jotka nousevat esiin tuleman johdosta, joka ei ollut odotetun kaltainen. (Sweeting, 2011,1.) Riskin käsite on tutkielman kannalta olennainen, sillä vastuullisuusriskien käsitteleminen on tutkielman keskiössä. Tässä tutkielmassa vastuullisuusriskiin liitetään edellä olevien määritelmien mukaan myös voiton mahdollisuus eli positiiviset lopputulemat.

Riskiä pystytään mittaamaan volatiliteetin tai betan avulla. Volatiliteetillä mitataan kokonaisriskiä. Beta sen sijaan mittaa yleisesti taloudessa tapahtuvista muutoksista johtuvaa osaa riskistä, jonka vaikutukset kohdistuvat samanaikaisesti kaikkiin yhtiöihin. Volatiliteetti voidaan määritellä tuoton keskihajonnaksi, jossa mitataan tuottojen hajontaa odotusarvon ympärillä. Volatiliteetti on sitä

suurempi, mitä useammin arvot poikkeavat keskiarvostaan suuresti. Suurempi volatiliteetti tarkoittaa suurempaa sijoituksen riskiä. Useiden sijoituskohteiden ottaminen salkkuun pienentää tyypillisesti kokonaisriskiä eli hajautettavissa olevaa yhteen sijoituskohteeseen liittyvää riskiä. Jäljellä jää kuitenkin systemaattinen riski, jota voidaan mitata betalla. Sijoittajat voivat siis hajauttaa epäsystemaattista riskiä pois, jolloin jäljelle jää markkinariskin aiheuttamat heilahtelut. Sijoittaja vaatiikin tästä epävarmuudesta tuottoa korvauksena, ja tämän vuoksi tuottovaatimuksien sanotaan määräytyvän betan eli markkinariskin avulla. Tuottovaatimuksen muodostavat riskitön tuotto ja riskipreemio. (Knüpfer & Puttonen, 2018; 83, 136; 163.)

Kun rakennetaan arvopaperisalkkua, tulee pohtia riskisalkun rakennetta ja päättää paljonko sijoitetaan riskillisiin omaisuusluokkiin. Loput sijoitusbudjetista ohjataan riskittömiin sijoituksiin. (Bodie, Kane & Marcus, 2014 ;168, 170.) Sijoitettaessa on tehtävä kompromissi riskin ja odotetun tuoton välillä (Hull, 2015,2). Yleinen tapa sopeuttaa tuotot sijoitussalkun riskiin on tuotto-odotuksien vertailu toisiin sijoitusrahastoihin, jotka sisältävät samanlaisia riskejä (Bodie ym., 2014; 840 ,870). Kun rahoitusmarkkinat toimivat oikein, määräytyvät sijoituskohteiden arvot kysynnän ja tarjonnan avulla ja riskisistä sijoituskohteista sijoittaja saa korvauksena parempaa tuottoa (Kallunki ym., 2019, 17). Jos sijoituskohteen tuotto ei ole riittävää suhteessa sen riskisyyteen ja näin ollen tuotto-odotus ei toteudu, voi sijoittajat vaatia korkeampaa riskipreemiota. Tällöin sijoittajat myyvät näitä sijoituksia laskien hinnat tasolle, jolla on riittävä tuotto-odotus. (Knüpfer & Puttonen, 2018, 138.)

Varmuusekvivalentilla kuvataan tasoa, jonka riskittömän sijoituksen tulisi tarjota tuottaakseen saman verran hyötyä kuin riskillinen portfolio. Sen avulla voidaan vertailla kilpailevia portfolioita. Riskiä sisältävää portfoliota voidaan pitää hyvänä, jos salkun varmuusekvivalenttitaso on suurempi kuin riskittömässä vaihtoehdossa. Valinta siitä, kuinka paljon sijoitusvaroja kohdistetaan riskilliseen portfolioon, riippuu sijoittajan riskin kaihtamisesta ja Sharpen luvusta. (Bodie ym.,2014; 171, 186.) Sijoittaja kilpailuttaa salkkuja odotettujen tuottojen ja riskin perusteella. Korkeampia hyötyarvoja saadaan portfolioista, joissa on houkutteleva riski-tuotto suhde. Korkea tuotto-odotus lisää hyötyä ja riskiä kuvaava volatiliteetti vähentää sitä. Yksi hyvä hyötyfunktio on $U= E(r)-1/2A\ \sigma^2$, jossa U on hyötyarvo, E(r) on odotetut tuotot, σ^2 on varianssi, ja A kuvaa sijoittajan riskien kaihtamista. Tämän funktion avulla voidaan vertailla erilaisten portfolioiden tuottamia hyötyarvoja huomioiden sijoittajan suhtautuminen riskiin. Hyötyfunktiossa A:n eli sijoittajan riskin kaihtamisen suuruus vaikuttaa siihen määrään, jolla riskisalkun varianssi pienentää portfolion hyötyä. (Bodie ym., 2014; 168, 170.) Tässä tutkielmassa on vahva oletus, että sijoittajat huomioivat sijoituskohteiden riski-tuotto profiilin ja

pyrkivät parantamaan sitä. Tutkielmassa selvitetään myös, voiko riski-tuotto profiilin parantaminen olla yksi vastuullisen sijoittamisen motiiveista.

Tuotto on helposti mitattavissa oleva prosenttinumero, joka indikoi kuinka paljon sijoituksen tai omaisuuslajin arvo on muuttunut edellisen periodin aikana (Leippold, 2015). Sijoituskohteesta saadun tuoton muodostaa sijoituksen arvonnousu ja sijoitusperiodin aikana mahdollisesti saadut sijoituksen omistamisen oikeuttamat maksut. Esimerkiksi kiinteistösijoituksen tuoton muodostaa nettovuokratuotto ja kiinteistön arvonnousu. Osakesijoituksen tuoton muodostaa osakkeen arvonnousu ja osingot. (Kallunki ym., 2019, 13.) Mahdollisia tuottoja ja niiden todennäköisyyksiä voidaan arvioida historiallisesta tiedosta tai arvioida subjektiivisesti (Hull ,2015,2). Eri sijoituskohteiden tuotot poikkeavat olennaisesti toisistaan tarkasteltaessa niitä pitkällä aikajaksolla. Vertailtaessa Yhdysvaltain rahoitusmarkkinoita aikavälillä 1928–2018, huomataan osakesijoitusten tuottaneen selkeästi korko- ja rahamarkkinasijoituksia paremmin. (Kallunki ym., 2019, 15.)

Osakesijoituksien tuotto on korkosijoituksia parempaa pitkällä aikavälillä, mutta osakesijoitusten arvot vaihtelevat korkosijoituksia enemmän eli osakesijoitukseen liittyy suurempi riski (Kallunki ym., 2019, 17). Ainoastaan valtio voi laskea liikkeelle luottoriskittömiä joukkovelkakirjalainoja, sillä valtio harjoittaa verotusta ja kontrolloi rahan tarjontaa. Vain täydellisesti hintaindeksiin sidottu bondi on täysin riskitön reaalisesti eli inflaatioon suhteutettuna, mutta myös se on taipuvainen korkoriskeille. Rahamarkkinainstrumentit eivät käytännössä kohtaa korkoriskejä lyhyiden laina-aikojen takia. Niiden luottoriski on myös suhteellisen pieni. Rahamarkkinainstrumentteihin kuuluvat valtion velkasitoumukset, pankin talletustodistukset ja yritystodistukset. (Bodie ym.,2014, 177–178.)

2.1.2 Portfolioteoria

Suuri osa sijoittajista sijoittaa useampaan kuin yhteen kohteeseen. Portfolioksi kutsutaan yksittäisten sijoituskohteiden muodostamaa yhdistelmää. (Knüpfer & Puttonen, 2018, 141.) Talousteorian perusoletuksena on resurssien niukkuus, minkä vuoksi kaikki taloudelliset päätökset kohtaavat valintatilanteen. Harry Markowitz (1952) tunnisti sijoittajaa kohtaavan valintatilanteen riskin ja odotettujen tuottojen välillä. (Kaplan,2012, 267.) Portfolioanalyysi alkaa yksittäisiä arvopapereita koskevasta tiedosta ja päättyy johtopäätelmiin portfoliosta kokonaisuudessaan. Tavoitteena

analyysissa on löytää portfolio, joka kohtaa parhaiten sijoittajan tavoitteiden kanssa. Monenlaista tietoa voidaan käyttää yksittäisen arvopaperin portfolioanalyysin raakamateriaalina. Yksi tiedonlähde on arvopaperin mennyt suoriutuminen. Toinen tiedonlähde on yhden tai useamman arvopaperianalysoijan uskomukset koskien tulevaa suoriutumista. (Markowitz,1971, 3.) Tässä tutkielmassa nähdään ESG-tiedon tuovan yhden ulottuvuuden lisää arvopapereiden arviointiin.

Sijoituspäätökseen kuuluu arvopapereiden valitsemisen lisäksi päätös siitä, kuinka sijoittaja jakaa omaisuutensa näiden arvopapereiden välillä. Tätä kutsutaan portfolion valinnaksi. Markowitzin portfolioteorian mukaan voidaan muodostaa sijoitussalkku, joka optimoi odotetun tuoton tietyllä riskitasolla. Portfolioteorian mukaan optimaalisesta portfoliosta voidaan muodostaa tehokas rintama (Efficient frontier), joka maksimoi odotetun tuoton. Tehokas rintama kuvaa valintaa riskin ja odotetun tuoton välillä, jonka sijoittaja kohtaa portfoliota muodostaessaan. (Kaplan,2012, 267.) Jos pystytään saavuttamaan korkeampia odotettuja tuottoja ilman lisääntynyttä tuoton vaihtelua, portfolio on tehoton. Portfolio on tehoton myös silloin, jos voidaan suuremmalla varmuudella saavuttaa tuottoja ilman pienentynyttä keskimääräistä tai odotettua tuottoa. (Markowitz,1971, 129.)

Arvopapereiden tuotot ovat taipuvaisia nousemaan ja laskemaan yhdessä. Korrelaatio ei ole kuitenkaan täydellinen, vaan yksittäiset arvopaperit ja kokonaiset alat voivat liikkua vastoin yleistä suhdannetta. Jos arvopapereiden tuotot eivät olisi korreloituneita, hajauttamalla voitaisiin poistaa riski. Jos korrelaatio arvopapereiden tuotossa olisi täydellinen, hajauttamisen avulla ei voisi tehdä mitään poistaakseen riskin. Fakta siitä, että arvopapereiden tuotot ovat vahvasti korreloituneita, mutta eivät täydellisen korreloituneita johtaa siihen, että hajautuksella voidaan vähentää riskiä, muttei poistaa sitä kokonaan. Tuottojen korrelaatio ei ole sama kaikilla arvopapereilla. Tuottojen odotetaan olevan korreloidumpia samalla kuin eri aloilla. Riskin pienentämiseksi on olennaista välttää portfoliota, jonka arvopaperit ovat kaikki vahvasti korreloituneita keskenään. (Markowitz, 1971, 4–5.)

Korrelaation kasvaessa hajauttamisen hyödyt pienenevät. Hajauttamisen hyödyt perustuvat salkussa olevien arvopapereiden hintojen eri aikaisiin muutoksiin. Osakkeissa hajauttamisen hyödyn suuruus määrittyy osakkeiden tuottojen välisen korrelaatiokertoimen ja salkussa olevien eri osakkeiden lukumäärän mukaan. (Knüpfer & Puttonen, 2018, 147.) Hajauttamalla ei voida poistaa riskiä kokonaan, sillä sijoitusmarkkinoiden systemaattinen riski jää ainakin jäljelle. Systemaattinen riski ei häviä hajauttamalla, sillä systemaattinen riski on yhteydessä markkinoiden yleisiin häiriöihin tai

valtioiden toimiin, joiden vaikutukset ulottuvat samaan aikaan kaikkiin sijoituskohteisiin. (Kivisaari & Kahola, 2017, 76.) Kun portfolio on hyvin hajautettu, epäsystemaattisen riskin suuruus on pieni ja jäljelle jäävä riski muodostuu systemaattisesta riskistä (Knüpfer & Puttonen, 2018, 148).

2.1.3 Sijoitustoiminta eri omaisuuslajeissa

Sijoituskohteella voidaan tarkoittaa sitä, millä perustein tuotto ja riski määräytyvät sijoituksessa. Yleisimpiin sijoituskohteisiin kuuluvat osakesijoitukset listattuihin- ja listaamattomiin yhtiöihin, korkosijoitukset ja kiinteistösijoitukset. Sijoituskohteita ovat lisäksi raaka-aineet, hyödykkeet, vaihtoehtoiset sijoitukset, absoluuttisen tuoton sijoitukset ja johdannaiset. Johdannaisten avulla voidaan suojata muita sijoituskohteita, ja niitä käytetäänkin osana sijoitusten riskienhallintaa. Sijoitusväline on keino tai tapa suorittaa sijoituskohteen valinta, ja ne jaetaan perinteisesti suoriin ja välillisiin sijoituksiin. Esimerkiksi asuntosijoitukset, pörssiosakkeet ja joukkolainat ovat suoria sijoituksia. Välillisiin sijoituksiin kuuluu esimerkiksi eri rahastot, joiden kautta voidaan sijoittaa useaan eri sijoituskohteisiin. (Kallunki ym., 2019, 60.) Tässä tutkielmassa ei rajata mitään sijoituskohdetta pois, vaan tarkasteluun otetaan kaikki eri sijoituskohteet, kun käsitellään vastuullista sijoitustoimintaa.

Passiivisessa sijoitusstrategiassa vältetään arvopaperianalyyseja, eikä uhrata resursseja tiedon hankkimiseen osakkeista. Tällöin seurataan neutraalia hajauttamisstrategiaa ja voidaan valita esimerkiksi hyvin hajautettu yleisten osakkeiden salkku tai sijoittaa valtion velkasitoumukseen. Aktiivinen sijoitusstrategia sen sijaan vaatii aikaa ja rahaa tiedon hankkimiseksi tai strategian delegoimiseksi ammattilaiselle. Passiiviset indeksirahastot ovat tuottaneet useita aktiivisesti johdettuja rahastoja paremmin viime vuosikymmeninä. (Bodie ym., 2014, 188–189.)

Pääoman kustannusta voi ajatella sijoittajien tuottovaatimuksena. Oman pääoman ehtoiset sijoitukset sisältävät enemmän riskiä, mutta tarjoavat suurempia tuotto-odotuksia. Oman pääoman ehtoisessa rahoituksessa sijoittajalla on äänioikeus yhtiökokouksessa. Vieraan pääoman sijoituksissa riskit ja myös tuotot ovat pienempiä. Osakkeet ovat tuottaneet selkeästi muita arvopaperiluokkia paremmin, mutta niiden riskisyys on ollut myös suurempaa. (Knüpfer & Puttonen, 2018, 33, 139.) Välirahoituksessa on piirteitä sekä vieraasta että omasta pääomasta. Välirahoitusinstrumentteihin kuuluu vaihtovelkakirjalaina, pääomalaina ja optiolaina. Optiolainassa yritys laskee liikkeelle lainan ja sijoittaja saa velkakirjan kanssa optiotodistuksen, jolla hän saa oikeuden ostaa osakkeita jollakin

etukäteen määritetyllä hinnalla. Vaihtovelkakirjalainassa sijoittaja saa yrityksen liikkeeseen laskeman velkakirjan, jonka sijoittaja voi vaihtaa osakkeisiin. (Knüpfer & Puttonen, 2018, 43.)

Vihreän joukkovelkakirjan ero tavalliseen joukkovelkakirjaan on se, että varoilla rahoitetaan vihreää investointia. Valtiot, kunnat, yritykset tai muut organisaatiot voivat toimia vihreiden joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskijoina. (Hyrske, Lönnroth, Savilaakso & Sievänen, 2020,170.) Vihreitä joukkolainoja voi laskea liikkeelle mikä tahansa entiteetti, jolla on sopivia vihreitä omaisuuseriä, kuten esimerkiksi uusiutuvaa energiaa, vähähiilistä kuljetusta, vähähiilisiä rakennuksia, kestävää maata tai kestävää veden- ja jätteiden hallintaa (Climate Bonds Initiative, 2018, 28). Vaikka vihreillä joukkovelkakirjoilla on perinteisten kanssa useita yhteisiä luonteenpiirteitä, niillä on myös omat uniikit piirteensä, kuten vapaaehtoinen vihreiden bondien sertifikaatti ja suhteellisesti pidemmät ehdot, sillä takaisinmaksu vihreiden projektien sijoituksilla kestää kauemmin (Li, Tang, Wu, Zhang & Lv, 2020, 2679). Koska tutkielma käsittelee vastuullista sijoittamista, on vihreät sijoitukset otettu tarkempaan käsittelyyn.

Siitä saakka kuin Maailman Pankki laski liikkeelle ensimmäisen vihreän joukkovelkakirjalainan vuonna 2008, globaalit vihreiden joukkovelkakirjojen markkinat ovat kasvaneet nopeasti. Samaan aikaan useat valtiot ja organisaatiot ovat ottaneet käyttöön erilaisia määritelmiä ja kriteereitä vihreille bondeille ilman globaalisti tunnistettua standardia. Vuodesta 2014 lähtien the International Capital Market Association on julkaissut vihreiden bondien periaatteet (GBP), joita on säännöllisesti päivitetty. The GBP on ensimmäinen markkinoiden sidosryhmien laajalti hyväksytty vapaaehtoinen ohjeistus vihreille bondeille. (Li ym., 2020, 2679.) Yhteisten standardien avulla voidaan määrittää investointikohteen vihreys ja ympäristöllinen vaikuttavuus. Vihreät joukkovelkakirjat investoivat esimerkiksi uusiutuvaan energiaan, jätteiden käsittelyyn, matalaenergisiin rakennuksiin ja vähähiiliseen liikenteeseen. (Hyrske ym., 2020,172.)

Vihreiden joukkovelkakirjojen markkinat on yleisesti hyväksytty paikkana sekä ESG-orientoituneille sijoittajille että perinteisille korkosijoittajille, jotka tavoittelevat tehokkaita tapoja saada portfolioitaan vihreämmäksi (Nanayakkara & Colombage,2019, 4425). Vaikka vihreät joukkovelkakirjat ovat ympäristöystävällisiä sijoituksia arvostavalle vastuulliselle sijoittajalle hyvä vaihtoehto, vihreiden bondien kysyntä pääomamarkkinoilla on rajoitettua markkinoiden matalan luottamuksen takia. Tämä johtuu siitä, että yleisesti hyväksytyistä vihreyden määritelmistä on pulaa ja toimintaperiaatteet, standardit ja sääntely ovat riittämättömiä. Standardisoinnin prosessiin kohdistuu korkeita kustannuksia. Liikkeellelaskijoiden tarve maksaa korkeita kustannuksia toisen osapuolen mielipiteen tarjoajille voitaisiin poistaa, jos sääntelevät viranomaiset siirtyisivät

standardisoimaan vihreiden joukkovelkakirjojen markkinoiden säädöksiä. (Nanayakkara & Colombage,2019, 4435.)

2.2 Sijoitusriskit ja riskienhallinta

2.2.1 Sijoitusriskit

Kaikki sijoitukset sisältävät aina jonkun määrän riskiä. Sijoittajat voivat joko hyväksyä riskin tai yrittää vähentää sitä sijoituspäätöksessä. Jos sijoittajat tekevät sopivia toimia ottaen huomioon heidän sijoitustavoitteensa ja riskitoleranssin, he pystyvät vähentämään sijoitustappioiden potentiaalia. (Baker & Filbeck, 2015, 4.) Ennen kuin kehitetään riskienhallintastrategia, tulee jokaisen ryhmän ymmärtää, kuinka riskinlähteitä voidaan tunnistaa ja mitata. Riskejä on yleisesti jaettu useisiin ryhmiin, kuten markkinariski, luottoriski, operatiivinen riski ja likviditeettiriski. Myös muut riskityypit ovat tärkeitä, ja esimerkiksi sijoittajien käyttäytymisellä on myös rooli markkinoiden dynamiikassa. Yrityskohtaista riskiä arvioitaessa hallinto on tärkeä tekijä, kun taas makrotasolla maan riskiarvio on tärkeää. (Baker & Filbeck, 2015, 15.)

Corporate governance tarkoittaa sitä, kuinka yritystä johdetaan ja kontrolloidaan. Hallinto muodostaa yhden vaikuttavimmista riskeistä mitä mikä tahansa organisaatio kohtaa. Parempi hallintoriskin tuntemus ei ainoastaan suojaa portfoliota, mutta tarjoaa myös tuottomahdollisuuden. (Cossin, 2015, 214–215.) Maariskin lähteitä voivat olla elinkaari, poliittinen riski, oikeusjärjestelmä ja taloudellinen järjestelmä. Valtion yksikön maksukyvyttömyysriskin täydellinen arviointi edellyttää, että arvioija ymmärtää maan talouden toiminnan, sen verojärjestelmän vahvuuden ja hallintoelinten luotettavuuden. (Damodaran, 2015; 156, 159.) Vaikka globaalisti hajauttavat sijoittajat voivat eliminoida osan maariskistä hajauttamalla läpi yksiköiden eri maissa, kasvava korrelaatio antaa ymmärtää, ettei sijoittajat voi täysin hajauttaa maariskiä pois (Damodaran, 2015, 177).

Taloudelliset riskit sisältävät tyypillisesti tappioiden ja voiton mahdollisuuden. Valuutat ja korot voivat esimerkiksi muuttua yrityksen kannalta sekä haitalliseen että edulliseen suuntaan. Taloudellisia riskejä voidaan luokitella rahoitusriskeihin ja perusliiketoiminnan riskeihin. Rahoitusriskeihin kuuluu luotto-, markkina- ja maksuvalmiusriski. Markkinariskeihin luetaan valuuttariski, korkoriski, osakkeiden hintariski ja hyödykemarkkinoiden hintariski, joilta yritys voi

pyrkiä suojautumaan esimerkiksi johdannaisinstrumenttien avulla. (Knüpfer & Puttonen, 2018, 219.) Markkinariski, jota joskus kutsutaan systemaattiseksi riskiksi, on hintojen yhteinen liike, jota ei voi poistaa hajauttamalla (Degennaro & Edirisinghe, 2015, 92). Vaikka omaisuuslajikohtaisen korreloimattoman riskin voi hajauttaa riittävän suurella määrällä varoja portfoliossa, jäljelle jäävä systemaattinen riski on yhteydessä talouden yleisiin riskitekijöihin. Varojen allokointi voi siten puolustaa markkinariskiä vastaan, koska eri osat markkinoilla ovat taipuisia alisuoriutumaan suhteessa markkinoihin tietyllä ajalla. (Degennaro & Edirisinghe, 2015, 81.) Yksittäisen osakkeen markkinariskit riippuvat siitä, kuinka vahvasti ne altistuvat koko taloudessa tapahtuviin muutoksiin (Knüpfer & Puttonen, 2018, 150). Valuuttamääräinen toiminta aiheuttaa valuuttariskejä ja korkoriskejä. Jopa yritykset, jotka käyvät kauppaa kotivaluutassaan ovat kansainvälisen kilpailun kautta alttiita valuuttakurssien vaihteluille. (Knüpfer & Puttonen, 2018, 220.) Henkivakuutusyhtiöille markkinariski omaisuuserien portfoliossa on yhteydessä moninaisiin taloudellisiin oletuksiin, joita käytetään vastuiden arvostuksessa. Markkinariski on tällaisille instituutioille tärkein riski. (Sweeting, 2011,94.)

Systeemiriskistä ei ole yhtä yleisesti hyväksyttyä määritelmää, mutta yleinen elementti useimmissa on, että yleensä eksogeenisella tapahtumalla on haitallisia vaikutuksia suureen osaan rahoitusjärjestelmän jäsenistä. Haitalliset vaikutukset viittaavat usein suuriin tappioihin tai jäsenten kuten pankkien epäonnistumisiin. Eksogeeninen tapahtuma voi olla makrotaloudellinen shokki, finanssi-instituution epäonnistuminen tai suuri markkinaliike, joka aiheuttaa tappioita joillekin markkinajäsenille. Systeemiriski tulee erottaa systemaattisesta riskistä, joka on hajauttamaton riski ja jolle jopa hyvin hajauttaneet sijoittajat altistuvat. Systeemiriski on huoli jonkin omaisuuslajin tappion vaikutuksista toisiin omaisuuslajeihin ja niiden sijoittajiin. Reaktiona tappioihin yhdessä omaisuuserässä, sijoittajat saattavat uudelleenallokoida portfolionsa aiheuttaen toisten omaisuuserien hintojen laskun tai nousun. Nämä liikkeet voivat puolestaan aiheuttaa tappioita toisille sijoittajille, jotka puolestaan uudelleenallokoivat portfolionsa. Finanssi-instituutiolla tarkoitetaan yleensä pankkeja, mutta systeemiriski koskee myös vakuutusyhtiöitä, hedgerahastoja, sijoitusrahastoja ja eläkerahastoja. (Krause, 2015, 179–180.)

Luottoriski voidaan jakaa kahteen komponenttiin, jotka ovat maksukyvyttömyysriski ja palautumisriski (recovery risk). Toinen arvioi maksukyvyttömyyden todennäköisyyttä ja toinen mittaa palautumista maksukyvyttömyyden sattuessa. Luottolaitokset kuten Standard & Poor's ja Moody's antavat luottoluokituksia, joita markkinaosapuolet käyttävät indikaattoreina luoton laadusta ja maksukyvyttömyysriskistä. (Jobst, 2015, 96.) Viime vuosikymmenet ovat osoittaneet kasvavaa

kiinnostusta maksuvalmiutta kohtaan rahoitusmarkkinatoimijoiden ja sääntelijöiden keskuudessa. Kiinnostus ei ole yllättävää ottaen huomioon likviditeetin monimutkaisen luonteen ja sen suorat vaikutukset varojen hintoihin, markkinatoimijoihin sekä rahoitusmarkkinoiden tehokkuuteen ja vakauteen. Likviditeettiriski voi syntyä, kun omaisuuden tai arvopaperin myyjä ei voi myydä sitä, koska kukaan ei ole valmis ostamaan sitä. Likviditeetti viittaa usein varojen markkinalikviditeettiin tai rahoituslikviditeetiin. Markkinalikviditeetti on helppous, jolla sijoittaja voi käydä kauppaa omaisuudesta tai arvopaperista. Rahoituslikviditeetti tarkoittaa helppoutta, jolla hankitaan pääomaa. Likviditeettiriski voi liittyä omaisuuteen tai arvopaperiin, jota ei pystytä myymään tarpeeksi nopeasti, jotta vältytään pääomatappioilta. (John, Saadi & Zhu,2015, 141–142.)

2.2.2 Vastuullisuusriskit

EU:n uusi asetus kestävyyteen liittyvien tietojen antamisesta tuo finanssimarkkinoille uusia määritelmiä. Kestävyysriskillä tarkoitetaan tapahtumaa tai olosuhdetta, joka liittyy ympäristöön, yhteiskuntaan tai hallintotapaan ja joka voi toteutuessaan vaikuttaa tosiasiallisesti sijoituksen arvoon tai jolla voi olla siihen kielteinen vaikutus. Kestävyystekijöillä tarkoitetaan 2. artiklan mukaan asioita, jotka liittyvät ympäristöön, yhteiskuntaan, työntekijöihin, ihmisoikeuksien kunnioittamiseen sekä korruption ja lahjonnan torjuntaan. (EU 2019/2088.) Kestävällä sijoituksella tarkoitetaan EU:n asetuksen (2019/2088) 2.artiklan mukaan sijoitusta, joka kohdistuu taloudelliseen toimintaan ja edistää ympäristötavoitetta tai yhteiskunnallista tavoitetta. Ympäristötavoitetta voidaan mitata esimerkiksi energiaa, uusiutuvaa energiaa, raaka-aineita, maan käyttöä, jätteen syntymistä ja kasvihuonepäästöjä koskevilla resurssitehokkuuden indikaattoreilla. Yhteiskunnalliset tavoitteet voivat liittyä esimerkiksi eriarvoisuuden torjuntaan, sosiaalisen yhteenkuuluvuuden edistämiseen ja työmarkkinasuhteisiin. Määritelmän mukaan sijoitus ei saa aiheuttaa merkittävää haittaa edellä mainituille tavoitteilla ja sijoitettavan kohdeyhtiön täytyy noudattaa hyviä hallintotapoja. (EU 2019/2088.) Tässä tutkielmassa kestävyysriskillä ja vastuullisuusriskillä tarkoitetaan samaa asiaa eli edellä kuvattua EU:n asetuksen mukaista tapahtumaa, joka liitetään ympäristöön, yhteiskuntaan tai hallintotapaan eli niin kutsuttuihin ESG-tekijöihin, ja jolla voi olla vaikutusta sijoituksen arvoon. Tässä tutkielmassa vaikutus sijoituksen arvoon voi olla negatiivinen tai positiivinen.

Suurin osa ranskalaisista vakuutusyhtiöistä vaikuttaa arvioineen ilmastoriskin merkittävyyttä ACPR:n tutkimuksessa. 55 prosentilla vastaajista oli sisäinen määritelmä ilmastoriskille ja 60

prosentilla riskianalyysi kaikille tai osalle varoistaan. Ranskalaisella vakuutusalalla vaikuttaa olevan konsensus ilmastoriskin määritelmästä. Melkein kaikki vakuutusyhtiöt, joilla on sisäinen määritelmä näille riskeille, käyttävät Englannin keskuspankin pääjohtajan Mark Carneyn kolmen suuren kategorian luokittelua, jonka hän antoi Lontoossa Lloyd'sissa antamassa puheessaan syyskuussa 2015. 93 prosenttia vastaajista mainitsi fyysiset riskit, 79 prosenttia siirtymäriskit ja 51 prosenttia vastuuriskit. (ACPR, 2019, 11.) Ranskan Artikla-173 edellyttää, että ilmastoriskien osalta raportoidaan fyysiset riskit ja siirtymäriskit. Myös Novethicin tutkimuksessa ranskalaisten finanssilaitosten raporteista yli puolet mainitsivat jatkuvat ponnistelut molempiin riskeihin liittyen (Novethic, 2017, 10).

Mark Carneyn vuonna 2015 Lontoon Lloyd'sissa pitämässä puheessaan hän painottaa tarvetta hallita uusia megariskejä ja keskittyy ilmastonmuutoksen riskeihin. Hänen mukaansa ilmastonmuutoksella on potentiaalisesti syvällisiä vaikutuksia vakuutusyhtiöihin, taloudelliseen vakauteen ja talouteen. (Carney, 2015.) Carneyn mukaan on olemassa kolme laajaa kanavaa, joiden kautta ilmastonmuutos voi vaikuttaa rahoitusjärjestelmän vakauteen. Ensimmäinen on fyysiset riskit, jotka nousevat ilmastoon liittyvistä tapahtumista ja vahingoittavat omaisuutta sekä häiritsevät kauppaa. Toisena hän mainitsee vastuuriskit. Niitä voi syntyä, jos ilmastonmuutoksen vaikutuksista vahinkoa kärsineet hakevat korvauksia vastuullisilta. Kolmantena hän mainitsee siirtymäriskit, jotka ovat taloudellisia riskejä seurauksena sopeuttamisprosessista kohti vähähiilistä taloutta. (Carney, 2015.) Siirtymäriskit voivat sisältää politiikkaa, lainsäädäntöä, teknologiaa ja markkinamuutoksia (PwC, 2019, 15). Myös tässä tutkielmassa ilmastoriskien katsotaan sisältävän edellä mainitut fyysiset riskit, siirtymäriskit ja vastuuriskit, joiden mukainen luokittelu vaikuttaa vakiintuneen alalla.

Riskiluokittelun käyttäminen auttaa yhtiöitä tunnistamaan, arvioimaan ja hallitsemaan riskejä. Ilmastoriskien integroiminen olemassa oleviin prosesseihin pitää sisällään sen määrittelemisen, käsitelläänkö riskejä yksittäisinä, olemassa olevien riskien poikkileikkaavana ajurina vai molempien yhdistelmänä. Ilmastoriskien integroimisen tapa voi vaihdella osittain riskikategoriasta tai alakategoriasta, joihin ne on määritelty. Yleisimpiä riskikategorioita ovat finanssi, operationaalinen ja strateginen. TCFD uskoo ilmastoriskien olevan useimmissa tapauksissa olemassa olevien riskien ajureita. Finanssiriskien kategoriaan kuuluu muun muassa luottoriski ja likviditeettiriski. Esimerkiksi kustannusten nousu, joka johtuu hiilipäästöjen veroista tai maksuista kuuluisi tähän kategoriaan. Operationaaliseen riskiluokkaan kuuluu muun muassa toimitusketju, liiketoiminnan jatkuvuus ja raakamateriaalin saatavuus. Operationaalinen ilmastoriski voi olla esimerkiksi raakamateriaalien kustannusten nousu, joka aiheutuu kestävän metsänhoidon hoitamisen vaatimuksista. Toimitusketjun

häiriöitä voi aiheutua esimerkiksi äärimmäisten sääolojen vaikutuksesta tavarantoimittajan alueella. Strategiseen riskiluokkaan lasketaan kilpailu ja vaihtuvat asiakkaiden preferenssit. Tästä esimerkki on asiakkaiden preferenssien muutokset kohti tuotteita, joiden tuottaminen aiheuttaa vähemmän päästöjä. (TCFD, 2020,10–11.)

Myös vastuullinen sijoittaminen voi sisältää riskejä. Jos yrityksen raportoima ESG-tieto ei ole luotettavaa, viherpesu voi olla esteenä ja vaikeuttaa ESG-tekijöiden integroimista sijoituspäätöksiin. Yu, Luu & Chenin (2020) tutkimuksessa määritellään viherpesijät yhtiöiksi, jotka vaikuttavat hyvin avoimilta ja paljastavat suuria määriä ESG-tietoja, mutta heidän toimintansa on huonoa ESG-näkökulmasta. Tutkimuksen mukaan yhtiöt, jotka ovat alttiita suuremmalle valvonnalle, ovat vähemmän taipuvaisia viherpesulle. Tästä esimerkkinä on instituutiosijoittajat. Viherpesun ymmärtäminen on olennaista ottaen huomioon yhtiöiden kasvavat vaatimukset toimia paremmin ja tarjota luotettavampaa ESG-tietoa täydentämään taloudellisia raportteja. ESG-tiedon raportoinnin haasteena on puute ESG-tiedon raportoinnin standardisoinnista, eikä ole globaalia hallintaelintä varmistamaan raportoinnin oikeellisuutta. Tutkimuksessa korostetaan läpinäkyvyyttä ja ESG-toiminnan yhdenmukaistamista. Tutkimuksessa annetaan empiiristä tukea tehokkaalle ja vastuulliselle aktiiviselle omistajuudelle, koska suuremman valvonnan alla ovat yhtiöt ovat vähemmän alttiita viherpesulle. (Yu, Luu & Chen, 2020.) Myös tässä tutkielmassa selvitetään, voiko vastuullinen sijoittaminen sisältää viherpesun riskin.

2.2.3 Maineriski

Maineriskillä tarkoitetaan yleisesti olosuhteita, joita ympäröi epävarmuus ja jossa uhkana on jonkinlainen maineen pilaantuminen tai tahriintuminen. Myös huonon maineen parantaminen on kuitenkin mahdollista. Silloin riski ei ole uhka, vaan mahdollisuus. Tämä katsotaan kuitenkin harvoin maineriskiksi, joka nähdään yleisesti arvon alenemisen riskinä. Arvojen kohtaamattomuus voi johtaa maineriskiin. Maineriski liittyy sidosryhmien odotuksiin ja organisaation käyttäytymiseen, joka ei vastaa näitä odotuksia ja siten ylittää tai alittaa ne. Riskienhallinnalla pyritään poistamaan tai pienentämään tätä odotusten ja suoriutumisen kuilua. Sidosryhmien erilaiset odotukset voivat aiheuttaa hankaluuksia. (Honey, 2009,13–15.) Maineriskiä on laiminlyöty kokonaisvaltaisessa riskienhallinnassa usein sen vaikean mitattavuuden takia (Lamont, 2015, 10). Maineriski nähdään tässä tutkielmassa yhtenä ESG-riskien mahdollisena epäsuotuisana vaikutuksena. Sidosryhmillä voi

olla entistä enemmän odotuksia yhtiöiden vastuullisuuden suhteen, mikä voi johtaa edellä mainittuun kuiluun odotusten ja käyttäytymisen välillä.

CEA:n ja Groupe Consultatif:in sanastoprojekti on Euroopan vakuutusalan asiantuntijoiden yhteistyössä toteutettu, ja ohessa on sen määritelmä maineriskistä:

> *”Liiketoimintariskin tyyppi. Riski siitä, että epäedullinen julkisuus koskien vakuutuksenantajan liiketoimintakäytäntöjä ja mielleyhtymiä, olivatpa ne paikkansapitäviä tai ei, aiheuttavat luottamuksen menettämisen instituution eheydessä. Maineeseen liittyvä riski voi syntyä muista organisaation toimintaan liittyvistä riskeistä. Luottamuksen menettämisen riski liittyy sidosryhmiin, joihin kuuluvat muun muassa nykyiset ja mahdolliset asiakkaat, sijoittajat, toimittajat ja valvojat. ” (Comité Européen des Assurances & Groupe Consultatif Actuariel Européen, 2007,48)*

Lundgrenin ja Olssonin (2010, 1293) kansainvälisen tutkimuksen mukaan uutiset ympäristöllisistä vahingoista ovat yleisesti yhteydessä arvon menetykseen. Eurooppalaisille yhtiöille menetys on tilastollisesti merkittävä ja epätavallisten tuottojen suuruudella pitäisi olla taloudellista merkitystä yhtiöille ja sijoittajille. Ympäristöllisellä vahingolla tarkoitetaan ympäristöasioihin liittyvien kansainvälisten normien rikkomista. Sijoittajat ovat kiinnostuneita, kuinka osakkeiden hinnat reagoivat näiden uutisten julkaisemiseen ja onko tuottavaa kauppaa mahdollista käydä tämän tiedon valossa. (Lundgren & Olsson, 2010, 1293.) Novethicin tutkimuksessa käy ilmi, että useissa ranskalaisten instituutiosijoittajien vastuullisuusraporteissa käsitellään kiistanalaisia yhtiöitä joko tarjoamalla lista portfolioiden kiistanalaisista yhtiöistä tai mainitsemalla yhtiöitä, jotka ovat erityisen tarkastelun alla. Raporteissa käsitellään joitain yritysskandaaleja aikaisemmilta vuosilta ja kuvataan pelkoa tulla yhdistetyksi näihin mainetta kohtaaviin takaiskuihin. Raporteissa mainittiin esimerkiksi Volkswagenin päästötestihuijaus ja Shellin aiheuttamat saasteen Niger Deltassa. (Novethic, 2017, 14.)

Lisääntynyt kestävän kehityksen tavoitteisiin sitoutuminen sisältää myös riskin ”impact washing”. Se tarkoittaa sitä, että sijoituksilla on merkittävämpi tavoitteisiin sitoutuminen tai positiivinen vaikutus, kun voidaan todistaa. Kyseisiä väitteitä saatetaan myös käyttää kääntämään huomioita pois muista sijoituksista, joissa on tehty vähemmän positiivisia toimia. ”Impact washing” on merkittävä maineriski niille instituutioille, jotka eivät pysty todistamaan väitteitään myötävaikutuksestaan vastuulliseen sijoittamiseen tai positiivisiin vaikutuksiin. (PwC, 2019, 8.) Maineriskit voivat liittyä kasvavissa määrin ihmisoikeuksiin, joiden kunnioittamista lainsäätäjät ja sidosryhmät odottavat. Maineriski voi kohdistua yhtiön lisäksi myös sijoittajiin, minkä vuoksi sijoittajien on tunnistettava sijoituskohteensa mahdolliset haitalliset ihmisoikeusvaikutukset. (Landau & Silvola, 2019, 270.)

Maineriski on pohjimmiltaan riski, joka syntyy muista operatiivista riskeistä (Sweeting, 2011,109). Tässä tutkielmassa nähdään, että maineriski voi olla seurausta ympäristöllisten, sosiaalisten tai hallinnollisten tekijöiden realisoitumisesta eli minkä tahansa ESG:n osa-alueen realisoitumisesta.

2.2.4 Vakuutusyhtiön riskienhallinta

Riskejä hallittaessa on tärkeää olla tietoinen riskien joukosta, joita organisaatio voi kohdata (Sweeting, 2011,94). Vakuutusyhtiölain (18.7.2008/521) ensimmäisen luvun 3a § mukaan vakuutusyhtiön riskeihin kuuluu vakuutusriski, markkinariski, luottoriski, operatiivinen riski, maksuvalmiusriski ja keskittymäriski (VyL1:3a §). Vakuutusyhtiön riskienhallintatoiminnon tulee tehokkaan riskienhallinnan takaamiseksi seurata riskienhallintajärjestelmän toimivuutta ja vakuutusyhtiön riskiprofiilia, tunnistaa ja arvioida kehittyviä riskejä sekä raportoida riskeille altistumisesta. Riskienhallintatoiminto neuvoo riskienhallintaa koskevissa asioissa hallitusta. Näitä asioita voi olla esimerkiksi keskeiset hankkeet, vakuutusyhtiön liiketoimintastrategian valmisteleminen tai sijoitukset. Vakuutusyhtiön riskienhallintastrategia ei voi olla ristiriidassa liiketoimintastrategian kanssa. (VyL 6: 10§.) Tässä tutkielmassa riskienhallinnalla on keskeinen rooli ja riskienhallinnan katsotaan sisältävän edellä mainitut Vakuutusyhtiölain mukaiset toiminnot riskienhallintajärjestelmän toimivuuden seuraamisesta aina riskeille altistumisen raportoimiseen saakka. Erityisesti tässä tutkielmassa on keskitytty tunnistamaan ja arvioimaan kehittyviä riskejä eli tässä tapauksessa ESG-riskejä.

Riskienhallinnalla pyritään yrityskäyttäytymiseen, jossa vältetään yrityksen tulevaisuutta uhkaavat riskit samalla valjastaen yrityksen voimavaroja mahdollisimman hyvän lopputulokseen saavuttamiseksi. Riskienhallinnan avulla voidaan tehdä päätöksiä riskeistä aiheutuvien tappioiden rajoittamiseksi ja ottaa perusteltuja riskejä voiton tavoittelussa. Nykyaikaisessa riskienhallinnassa riskejä luonnehditaan sekä positiiviseksi että negatiiviseksi. (Kivisaari & Kahola, 2017; 14, 73.) Riskienhallinnan tavoitteena on tukea yrityksen päätöksentekoa niin, että johto pystyy tekemään merkittäviä liiketoimintapäätöksiä tietoisena yrityksen riskikuvasta eli yhtiön merkittävimpien riskien kokonaisuudesta ja tiedostamaan millainen todennäköinen vaikutus päätöksellä on yhtiön riskikuvaan. Päätöksenteon jälkeen riskienhallinnan tulisi tukea päätöksen toimeenpanoa siten, että tavoite voidaan saavuttaa tai jopa ylittää. (Ilmonen, Kallio, Koskinen & Rajamäki, 2016.)

Riskienhallinnassa olennainen osa on systemaattisten ja yrityskohtaisten riskien erottaminen. Systemaattisiin riskeihin kuuluu esimerkiksi suhdanteet, riskittömän koron muutos ja koko väestöä koskevan kuolleisuuden muuttuminen. Näihin yritys ei voi itse vaikuttaa. Yrityskohtaiset riskit sen sijaan ovat yrityksen omaan tilaan ja valintoihin liittyviä riskejä. (Kivisaari & Kahola, 2017, 76.) Riskien aggregointi (risk aggregation) on termi, jota käytetään kuvaamaan yhden tai useamman riskityypin yhdistelmää koko salkussa, jotta saadaan kuva kokonaisriskistä. Riskien aggregointi on tärkeä osa riskien suunnittelua, valvontaa ja hallintaa riskienhallinnan arvoketjussa. (Mathur, 2015, 261, 276.)

Yhtiöt käyttävät laajasti erilaisia tekniikoita ja käytäntöjä riskienhallinnassaan. Jotkut käyttävät koko yhtiön laajuisia integroituja riskienhallinnan prosesseja ja toiset taas yksilöllisiin uhkiin keskittyneitä riskienhallintaprosesseja. (TCFD, 2020, 1–2.) Kokonaisvaltaisen riskienhallinnan (ERM) prosessissa kaikki riskialueet kuuluvat osaksi integroitunutta yhtiön laajuista järjestelmää. Työntekijöitä kaikilla organisaatiotasoilla kannustetaan näkemään riskienhallinta olennaisena ja jatkuvana osana työtään. (Fraser & Simkins, 2010.) ERMille olennaista on kaikkien riskien hallinta kokonaisvaltaisella lähtökohdalla, eikä vain yksittäinen riskienhallinta jokaiselle eri riskille. Lisäksi sen tulisi sisältää sekä helposti mitattavat riskit kuten sijoituksiin sisältyvät riskit, että vaikeammin mitattavat riskit kuten menetyksen mahdollisuus mainehaitoissa. Osana riskienhallintaa kokonaisvaltaisella tavalla on riskien jatkuva arviointi koko organisaation läpi. Tämä tarkoittaa riskien keskittymien ja hajauttamisen tunnistamista. Nämä vaikutukset voivat kadota, jos riskienhallinnassa käytetään siilomaista näkökulmaa, jossa riskejä hallitaan vain jokaisessa yksilöllisessä osastossa tai liiketoimintayksikössä. (Sweeting, 2011,2.) Kokonaisvaltaisen riskienhallinnan käyttöönotolla strategisessa suunnittelussa pyritään maksimoimaan arvoa asettamalla strategisia tavoitteita niin, että luodaan tasapainoa tavoitteiden ja niihin liittyvien riskien välillä. Kun riskejä pohditaan strategiasuunnittelussa, voidaan löytää uusia mahdollisuuksia ja saavuttaa parantuneita tuottoja. Riskienhallinnan jättäminen pois strategisesta suunnittelusta voi estää joidenkin strategisten riskien huomioimisen. (Fraser & Simkins, 2010.)

Riskien käsittely jatkuvalla tavalla voi olla erityisen tärkeää vakuutusyhtiöille, koska pääoman määrä, jota tarvitaan epäsuotuisilta tapahtumilta suojautumiseksi, voidaan määritellä tarkemmin (Sweeting, 2011,3). Vakuutusyhtiön pääoman hallinnassa on olennaista se, kuinka yhtiö turvaa pitkälle aikavälille suuntautuneet vastuut. Pääomavaatimuksien avulla yrityksen johto saa kannusteita välttää

liiallista riskinottoa, ja niillä tuetaan vakuutusyhtiön riskien mittaamisen ja riskienhallinnan kehitystä. Pääoman merkitys on suuri vakuutusyhtiön riskienhallinnassa, ja riskienhallinnalla tulisi pyrkiä lähelle mahdollisimman oikeaa pääomituksen tasoa. (Kivisaari & Kahola, 2017, 63–65.) Vakuutusyhtiön riskienhallintajärjestelmän täytyy kattaa vakavaraisuuspääomavaatimuksen laskentaan kuuluvien riskien lisäksi ne riskit, joita vakavaraisuuspääomavaatimuksen laskenta ei huomioi. Vakuutusyhtiön riskienhallinnan tulee sisältää yksittäisten vakuutusyhtiöön kohdistuvien riskien ja niiden yhteisvaikutusten tunnistamisen, mittaamisen, hallinnan ja jatkuvan raportoinnin. (VyL 6: 10§.) Kun riskit liitetään pääomaan, voidaan riskejä priorisoida ja resursseja allokoida oikein eri alueilla. ORSA eli yrityksen oma riski- ja vakavaraisuusarvio rakentuu riskienhallintakehikko ERMin ympärille. Sen mukaan olennaiset ja kehittyvät riskit tulee tuntea, hallita ja mitata suhteuttaen ne yrityksen riskipääomaan. Riskipääoma sidotaan yrityksen riskinottohalukkuuteen. (Kivisaari & Kahola, 2017, 75–78.) Vakuutusyhtiön tuloslaskelma ja tase luovat pohjan yhtiön talouden ja vakavaraisuuden ymmärtämiselle. Solvenssi II- kehikko asettaa vaatimuksen yrityksen omalle vakavaraisuus- ja riskiarviolle. (Kivisaari & Kahola, 2017, 14.)

Keskeisiä työkaluja riskienhallinnassa ovat riskiä vähentävät toimet, riskin rahoittaminen, riskin siirtäminen ja riskiltä suojautuminen esimerkiksi johdannaisilla (Kivisaari & Kahola, 2017, 76). Finanssialan riskienhallinnassa keskeinen käsite on VaR (Value at Risk). VaR-käsite kiteyttää monimutkaisen teknisen tiedon yrityksen riskeistä yhdeksi riskin mittariksi. VaR-luku kuvaa tiettyyn sijoitussalkkuun kohdistuvaa todennäköisyydeltään suurinta mahdollista tappiota. VaR on alun perin luotu sijoitusten riskimittariksi, jolla sijoitusriski on yritetty tiivistää helposti ymmärrettävään käsitteeseen. (Kivisaari & Kahola, 2017, 93.) VaR- mittarin täydentäminen muilla mittareilla, kuten odotetulla vajeelle (Expected Shortfall), ja mittareiden potentiaalisten puutteiden ymmärtäminen tarjoaa selkeän kuvan salkun riskiprofiilista ja mahdollistaa kattavan riskien seurannan. Nykyisten löytöjen mukaan luottamista yhteen yksittäiseen riskimittariin tulisi välttää, koska jokainen mittari tarjoaa omat etunsa. (Leippold,2015, 301.)

Varojen allokoinnilla tarkoitetaan portfolion valintaa useiden omaisuuslajien väliltä toisin kuin, että valittaisiin kaikki varat samasta luokasta (Fisher, Nguyen & Tiu, 2015, 348). Sijoitustoiminnassa riskienhallintaa voi toteuttaa hajauttamisen avulla käyttämällä omaisuuden allokointia, johon kuuluu vaihtoehtoisia sijoituksia kuten hedgerahastoja ja kiinnitysvakuudellisia avopapereita sekä johdannaisia kuten optioita, futuureja ja swapeja. (Baker & Filbeck, 2015, 15.)

Johdannaismarkkinoiden kaupankäynti on kasvanut viimeisen 20 vuoden aikana pohjautuen sijoittajien tietoisuuden lisääntymiseen riskeistä ja riskienhallinnan tarpeesta. Esimerkiksi osakemarkkinoilla riskienhallintakeinoja ovat hajauttaminen, alkuperäisen position muuttaminen pienempiriskiseksi ja vakuutuksen ostaminen johdannaismarkkinoilta. Osakkeet voidaan hajauttaa sijoitussalkussa useisiin eri kohteisiin, jolloin yksittäisen riskilähteen satunnaisheilahtelut kumoavat toisensa ja salkun arvon heilahteleminen vähenee. (Knüpfer & Puttonen, 2018, 225–227.)

2.3 Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta

2.3.1 Sijoitustoiminnan periaatteet vakuutusyhtiöissä

Vakuutusyhtiö voi sijoittaa varojaan ainoastaan omaisuuteen ja rahoitusvälineisiin, joihin liittyvät riskit vakuutusyhtiö pystyy tunnistamaan, mittaamaan, seuraamaan, hallitsemaan, valvomaan ja raportoimaan. Nämä riskit vakuutusyhtiöiden tulee huomioida kokonaisvakavaraisuustarvetta arvioidessaan. Vakuutusyhtiön sijoitustoiminnassa tulee varmistaa sijoitusten rahaksi muutettavuus, turvaavuus, tuottavuus ja saatavuus sijaintipaikasta. (VyL 6:20a §.) Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan olennainen periaate on tuottava ja turvallinen sijoittaminen, jossa yhdistyvät tulevien korvausten maksamisen varmistaminen ja vakuutusmaksujen säilyttäminen kohtuullisina. Näiden periaatteiden samanaikaisuus on haaste, sillä korkeampi tuottotavoite tarkoittaa korkeampaa riskiä. Hajauttaminen on keino etsiä turvallista tuottoa. (Rantala & Kivisaari, 2020, 137.)

Vakuutusyhtiön tulee sijoittaa varat huomioiden vakuutussopimuksista aiheutuneiden vastuiden kesto ja luonne. Lisäksi vakuutusyhtiön tulee huomioida yhtiön julkaisemat sijoitustoimintaa koskevat tavoitteet ja muut tavoitteet sekä sijoittaa varat vakuutettujen etujen mukaisesti. Jos yhtiön ja vakuutettujen edut ovat ristiriidassa, vakuutusyhtiön täytyy sijoittaa varat vakuutettujen etujen mukaan. (VyL 6:20a §.) Luonteva sijoituskohde henkivakuutusyhtiöille on ollut pitkäaikaiset sijoitukset (Rantala & Kivisaari, 2020, 148). Sijoitususkomukset, normatiiviset periaatteet, lainsäädännöllinen kehys sekä instituution riskikapasiteetti ja riskiorientoituneisuus määrittävät sijoitusstrategian eli sen, kuinka saavuttaa sijoittamisen tavoitteet parhaiten. Vakuutusyhtiöiden riskikapasiteetti määrittyy omavaraisuusasteen (solvency ratio) mukaan. (Staub-Bisang, 2012, 101.)

Sijoittamisen reunaehdot ovat erilaiset eri vakuutuslajeissa. Olennaista vakuutusyhtiön sijoitustoiminnassa on vakuutustoiminnan luonne, käytettävät sijoituskohteet ja lainsäädännön asettamat reunaehdot. Tärkeä määrittävä tekijä sijoitusten aikahorisontissa on vakuutuksesta ulos maksettavien korvauksien muodostuminen eli odotettavissa oleva ulosmaksettava kassavirta. (Rantala & Kivisaari, 2020, 140.) Henkivakuutuksien osalta erilliseen tarkasteluun tulee ottaa perinteiset ja sijoitussidonnaiset vakuutukset. Sijoitussidonnaisten vakuutuksien osalta riski sijoitustuottojen vaihtelusta on vakuutuksenottajalla, joka valitsee sijoituskohteet itse. Perinteisen osalta sen sijaan vakuutusyhtiö kantaa sijoitusriskin ja valitsee sijoituskohteet. Perinteinen henkivakuutus sisältää vakuutussäästöille maksettavan vähimmäistuoton, ja suuri vähimmäistuottovaatimus voi aiheuttaa vakuutusyhtiön toiminnalle haasteita. (Rantala & Kivisaari, 2020, 141.)

Vakuutusyhtiön sijoitusomaisuus voi muodostua korkosijoituksista, joukkovelkakirjalainoista, osakesijoituksista, kiinteistösijoituksista, pääomasijoituksista, sijoitusrahastoista, hedge-rahastoista ja hyödykesijoituksista. Eri sijoituskohteiden tuottovaatimukset, riskisyys ja likvidisyys eroavat toisistaan. (Rantala & Kivisaari 2020, 141–144.) Vakuutusyhtiö saa sijoitussidonnaisia vakuutuksia lukuun ottamatta käyttää johdannaissopimuksia vain, jos johdannaisten avulla pystytään pienentämään riskejä tai helpottamaan sijoitusomaisuuden tehokasta hoitamista. Vakuutusyhtiön tulee hajauttaa sijoitukset riittävästi välttääkseen liiallista riippuvuutta liikkeellelaskijasta, tietystä omaisuuserästä, yritysryhmästä tai maantieteellisestä alueesta. (VyL 20a §.) Pääomasijoituksia tehdään suoraan tai rahaston kautta listaamattomiin yhtiöihin. Pääomasijoituksia tekevät riskipitoisuuden ja vaadittavien minimisijoitusten vuoksi lähinnä instituutiosijoittajat ja varakkaat yksityishenkilöt. Pääomasijoituksien pitoaika yksittäisissä sijoituksissa on yleensä kolmesta viiteen vuoteen ja rahastoissa kymmenen vuotta. Pääomarahastosijoitukset ovat hyvä tapa riskin hajauttamiseen. (Hyrske ym., 2020,184.)

2.3.2 Vakuutusyhtiöiden vakavaraisuussääntely- ja valvonta

Useimmat finanssilaitokset ovat vahvasti säänneltyjä, sillä hallitukset ympäri maailman haluavat vakaan finanssisektorin. On tärkeää, että yhtiöt ja yksityishenkilöt luottavat pankkeihin ja vakuutusyhtiöihin harjoittaessaan liiketoimintaa. Sääntely on suunniteltu varmistamaan, että

todennäköisyys sille, että suuri pankki tai vakuutusyhtiö kokee vakavia taloudellisia ongelmia, on matala. Lainsäätäjät ovat huolissaan kokonaisriskistä, eikä vain systemaattisesta riskistä. (Hull, 2015, 6.) Vakuutusyhtiön sijoitustoimintaa tulee säädellä siksi, että vakuutusyhtiön kyky maksaa vakuutussopimusten mukaiset korvaukset säilyvät kaikissa olosuhteissa. Sääntely koostuu vakavaraisuus- ja maksuvalmiussääntelystä. (Rantala & Kivisaari,2020, 145.)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/138/EY vakuutus- ja jälleenvakuutustoiminnan aloittamisesta ja harjoittamisesta eli Solvenssi II annettiin marraskuussa 2009. Solvenssi II-direktiiviä sovelletaan henki-, vahinko- ja jälleenvakuutusyhtiöihin, mutta sitä ei sovelleta lakisääteiseen sosiaaliturvaan kuuluvaan vakuutustoimintaan. (2009/138/EY.) Solvenssi II on sisällytetty Suomessa vakuutusyhtiölakiin (521/2008) ja kyseessä on täysharmonisointidirektiivi. Solvenssi II uudisti henki- ja vahinkovakuutusyhtiöiden vakavaraisuussääntelyn- ja valvonnan. Solvenssi II:n tavoite on riskiperusteinen ja kokonaisvaltainen vakavaraisuuskehikkoa, jonka avulla edistetään pääomien tehokasta hyödyntämistä ja yritysten riskienhallintaa. (Finanssivalvonta 2018.) Direktiivin (2009/138/EY) mukaan vakuutusyrityksellä tulee olla liiketoiminnan vakaan ja järkevän johtamisen mahdollistava tehokas hallintojärjestelmä. Vakuutusyritykseltä edellytetään kirjallisia toimintaperiaatteita koskien riskienhallintaa, sisäistä valvontaa ja sisäistä tarkastusta. Direktiivin mukaan valvontaviranomaisella tulee olla asianmukaisia keinoja, menetelmiä ja valtuuksia, jolla he voivat tarkistaa hallintojärjestelmän ja arvioida yhtiöiden yksilöimiä uusia riskejä, joilla voi olla vaikutusta yhtiöiden vakavaraisuuteen. (2009/138/EY.)

Direktiivi (2009/138/EY) edellyttää yhtiöltä tehokasta riskienhallintajärjestelmää, joka on integroitava hyvin vakuutusyhtiön organisaatiorakenteeseen ja päätöksentekoprosesseihin. Riskienhallintajärjestelmän tulee kattaa strategioita, prosesseja ja ilmoitusmenettelyjä, joiden avulla voidaan tunnistaa, mitata, seurata, hallita ja ilmoittaa yhtiöön kohdistuneista tai mahdollisesti kohdistuvista riskeistä. Riskienhallintajärjestelmän tulee kattaa vakavaraisuuspääomavaatimuksen laskennassa huomioidut riskit ja riskit, joita ei ole huomioita laskennassa. Riskienhallintajärjestelmän tulee kattaa muun muassa aloja, kuten vakuutusten merkintä, varojen ja velkojen hallinta, sijoitukset, likviditeetti- ja keskittymäriskin hallinta, operatiivisten riskien hallinta ja jälleenvakuuttaminen. (2009/138/EY.) Vuonna 2016 implementoidun riskipohjaisen pääomastandardi Solvenssi II:n tavoitteena on EU-valtioiden vakuutusyhtiöiden sääntelyn modernisointi ja harmonisointi. Etenkin pienemmille yrityksille, joilla on vähemmän hienostunutta riskienhallintaa ja mallinnuskapasiteettia, sääntely tarjoaa standardiformulan, joka sallii vakavaraisuuspääomavaatimuksen laskemisen huomioiden kaikenlaiset erilaiset riskityypit. (Braun, Schmeiser & Schreiber 2017, 177.)

Vakavaraisuuspääomavaatimus lasketaan vähintään kerran vuodessa, ja tulokset ilmoitetaan valvontaviranomaiselle. Vakavaraisuuspääoman avulla varmistetaan, että kaikki vakuutusyhtiöön kohdistuvat kvantifioitavissa olevat riskit huomioidaan. Vakavaraisuuspääomaan kuuluu olemassa oleva liiketoiminta ja odotettavissa oleva uusi liiketoiminta vuoden kuluessa. Vakavaraisuuspääomavaatimuksessa huomioitavat riskit ovat vahinkovakuutusriski, henkivakuutusriski, sairausvakuutusriski, markkinariski, luottoriski ja operatiivinen riski. Operatiivinen riski sisältää tässä tapauksessa oikeudellisia riskejä, muttei maineriskejä tai strategisiin päätöksiin liittyviä riskejä. Vakavaraisuuspääomavaatimus on laskettava uudelleen, mikäli vakuutusyhtiön riskiprofiili poikkeaa uusimmasta ilmoitetusta vakavaraisuuspääomavaatimuksesta ja sen perusoletuksista. (2009/138/EY.) Solvenssi II on saanut myös kritiikkiä, koska standardikaava ei pysty kunnolla laskemaan odotettuja tuottoja ja hajautuksen vaikutuksia. Solvenssi II:n on havaittu rajoittavan sijoitusvalintoja merkittävästi ja edistävän tehottomuutta tehokkaissa portfolioissa. Useissa tapauksissa vakuutusyhtiöt voivat kokea vaikeaksi täyttää sopimuksenmukaisia velvoitteitaan samalla kun kannustetaan valitsemaan portfolioita, jotka nostavat osakepääoman volatiliteettia ja sisältävät tarpeettoman korkean markkinariskin suhteessa odotettuihin tuottoihin. (Braun, Schmeiser & Schreiber 2017.)

Lain vakuutusyhtiölain muuttamisesta (20.3.2015/303) 8a luku koskee vakavaraisuutta ja taloudellista tilaa koskevien tietojen julkaisemisesta. Laki edellyttää vakuutusyhtiötä julkaisemaan hallituksen hyväksymän kertomuksen vakavaraisuudesta ja taloudellisesta tilasta vuosittain. Kertomuksen tulee sisältää yhtiön liiketoiminnan ja tuloksen kuvaus, hallintajärjestelmän kuvaus ja kuvaus sen sopivuudesta yhtiön riskiprofiilin kanssa. (20.3.2015/303.) Jokaisen riskiluokan osalta tulee esittää erillinen kuvaus riskikeskittymästä, riskialttiudesta, riskien vähentämisestä ja riskiherkkyydestä. Lisäksi tulee kuvailla varojen, vastuuteknisen vastuuvelan ja velkojen arvostuksessa käytetyt perusteet ja menetelmät. Viimeisenä edellytetään kuvausta pääoman hallinnasta, joka sisältää muun muassa oman varallisuuden rakenteen, määrän ja laadun sekä vakavaraisuuspääomavaatimuksen ja vähimmäispääomavaatimusten määrät. (2009/138/EY.) Solvenssi II edellyttää vakuutusyhtiöiltä myös riski- ja vakavaraisuusarvion tekemistä osana riskienhallintajärjestelmää. Vakuutusyhtiön velvoitteisiin kuuluu riski- ja vakavaraisuusarvion säännöllinen tekeminen ja päivittäminen silloinkin, jos riskiprofiilissa tapahtuu merkittäviä muutoksia. Vakuutusyhtiö raportoi riski ja vakavaraisuusarvion tulokset Finanssivalvonnalle. (VyL 12a§.)

3 VASTUULLINEN SIJOITUSTOIMINTA

Ympäristöhaasteet ovat merkittävä riski globaalille taloudelle ja ympäristötuhojen kustannukset ovat jatkuvassa kasvussa. Pitkällä aikavälillä kustannusten kasvut heijastuvat väistämättä vakuutusmaksujen, verojen ja hintojen nousuun, millä on puolestaan negatiivinen vaikutus tulevaisuuden kassavirtoihin ja sijoitusportfolion arvopapereiden osinkoihin. Vakuutusyhtiöiden, joilla on pitkän aikavälin sijoitushorisontti, tulisi ottaa nämä haasteet sijoituspäätöksissään huomioon. Yhtiöt, jotka eivät huomioi globaaleja haasteita strategisissa tulevaisuudennäkymissään, voivat saavuttaa tuottoja lyhyellä tai keskipitkällä välillä, mutta tulevat häviämään tuottoja pitkällä aikavälillä. (Staub-Bisang, 2012, 8.) Erityisesti vakuutusyhtiöiden, joita tässä tutkielmassa tarkastellaan, voisi olla hyödyllistä pitkien vastuiden ja pitkän aikavälin sijoittamisen luonteen vuoksi perehtyä vastuulliseen sijoittamiseen. World Economic Forumin vuoden 2019 globaalissa riskikyselyssä todennäköisimmiksi riskeiksi koettiin äärimmäiset sääolosuhteet, ilmastonmuutoksen lieventämisen ja siihen sopeutumisen epäonnistuminen sekä luonnonkatastrofit. Merkittävimpien riskien joukkoon ylsivät myös tietomurrot ja kyberhyökkäykset. Vaikutuksiltaan suurimmiksi riskeiksi oli edellisten ilmastoon liittyvien riskien lisäksi koettu joukkotuhoaseet ja vesikriisi. (World Economic Forum, 2019, 5.)

World Economic Forumin globaaleja riskiraportteja voidaan vertailla vuosina 2009–2019. Vertailemalla voidaan huomata ilmastoon liittyvien riskien merkityksen kasvaneen niin todennäköisyyksien kuin vaikuttavuudenkin osalta vastaajien keskuudessa. Vuosina 2009–2014 vaikuttavuudeltaan suurimmiksi riskeiksi oli vastattu talouteen liittyviä riskejä, kuten omaisuuserien hintojen romahdus ja finanssikriisit. Vuosina 2015–2019 vaikuttavuudeltaan merkittävimmiksi riskeiksi vastattiin ympäristöön, geopolitiikkaan ja yhteiskuntaan liittyviä riskejä, kuten vesikriisi. Vuosina 2009–2010 viiden todennäköisimmän riskin listaukseen ei päässyt yhtään ympäristöriskiä, mutta tästä eteenpäin ne ovat hallinneet todennäköisimpien riskien listaa. (World Economic Forum, 2019, 8.) Riskien vertailu osoittaa selkeästi ympäristöriskien merkittävyyden kasvun, mikä tukee myös vastuullisen sijoittamisen merkitystä. Voidaan huomata, että ilmastoon liittyvät riskit ovat merkittävässä asemassa, ja tämän vuoksi yritysten tulisi tuntea ja varautua näihin uusiin ja kehittyviin riskeihin.

3.1 Vastuullinen sijoittaminen eri omaisuuslajeissa

Vastuullista sijoittamista voidaan tehdä osakkeiden lisäksi laajasti myös muissa omaisuuslajeissa, esimerkiksi korko-, kiinteistö-, hyödyke- ja pääomasijoituksissa. Sijoittajan tulee kuitenkin ottaa selvää omaisuuslajikohtaisista ominaisuuksista koskien vastuullisuusnäkökulmien haasteita ja mahdollisuuksia. Sijoittajan tulee myös ymmärtää erilaisten omaisuuslajien tuotto- ja riskiprofiilit ja erityispiirteet, jotka vaikuttavat käytettyihin vastuullisen sijoittamisen lähestymistapoihin. (Hyrske ym., 2020,144–146.) Instituutiosijoittajilla on taipumusta tavoitella sellaisia vastuullisen sijoittamisen strategioita, joilla ei ainakaan lyhyellä aikavälillä ole isoja vaikutuksia sijoitusluokan riskiin ja tuotto-odotuksiin verrattuna perinteiseen sijoittamiseen. Tämä johtuu myös heidän velvollisuudestaan raportoida sijoitustuloksistaan säännöllisesti ulkopuolisille sidosryhmille. (Staub-Bisang, 2012, 102.) Tässä tutkielmassa tutkitaan vastuullista sijoittamista keskittyen erityisesti perinteisiin omaisuusluokkiin, ja niissä käytettyihin erilaisiin vastuullisen sijoittamisen strategioihin.

Osakesijoituksissa vastuullinen sijoittaminen voi tarkoittaa sitä, että sijoittaja esimerkiksi oman yritysanalyysin perusteella sijoittaa vastuullisiin yrityksiin, välttää tiettyjen yhtiöiden osakkeita, toimii aktiivisena omistajana vaikuttaen yhtiön toimintaan, käyttää ESG-arviointiin perustuvia indeksisijoituksia ja sijoittaa kestävän kehityksen teemarahastoihin. (Hyrske ym., 2020,148.) Sijoitukset osakkeisiin on vanhin ja relevantein vastuullisen sijoittamisen muoto. Vuonna 2009 Eurosifin markkinatutkimus havaitsi ensimmäisen kerran, että vastuulliset joukkovelkakirjasijoitukset saavuttivat suuremman volyymin kuin osakkeet. (Schumacher-Hummel, 2012, 143.) Pääomasijoituksissa vastuullisen sijoittamisen mahdollisuudet ja toimintatavat riippuvat pääomarahastojen käyttämästä sijoitusstrategiasta, kohdeyhtiöiden toimialasta ja resursseista. Enemmistöomistuksen tavoitteleminen on usein osa pääomasijoittajan sijoitusstrategiaa, ja mikäli varhaisen vaiheen yritystoiminnassa ollaan mukana, vastuullisen yrityskulttuurin luomiseen voi olla mahdollista osallistua. Pääomarahastoissa sijoittaja voi seurata rahaston raportointia ja käydä tapaamisissa rahastoyhtiön kanssa. (Hyrske ym., 2020,184.)

Korkosijoituksissa vastuullisuus voi tarkoittaa vastuullisia sijoituskäytänteitä hyödyntävien varainhoitajien käyttöä, vastuullisia korkorahastoja, sijoittamista oman yritysanalyysin pohjalta vastuullisiin yrityksiin, vihreitä joukkovelkakirjalainoja, talletuspankkien vastuullisuuden arvioimista ja esimerkiksi tiettyjen yhtiöiden tai valtioiden joukkovelkakirjalainojen välttelemistä. (Hyrske ym., 2020,148.) Instituutiosijoittajat haluavat varmistua entistä enemmän siitä, että heidän

ostamansa joukkovelkakirjalainat on liikkeeseen laskettu yhtiöiden tai valtion toimesta, jotka huomioivat ihmis- ja työntekijäoikeudet sekä taistelevat korruptiota vastaan. Joukkovelkakirjan vastuullisuus riippuu valtaosin vastaavasta liikkeeseenlaskijan vastuullisuusratingista. Seulontakriteereitä valtioille voivat olla esimerkiksi ihmisoikeuksien rikkominen, ympäristönsuojelu, kuolemanrangaistukset, autoritäärinen hallinto, korruptio, rahanpesu ja lapsityövoima. (Hässler, 2012; 125,127.) Finanssikriisit ja taloudelliset kriisit ovat osoittaneet, että välttämällä joukkovelkakirjoja, joita heikon vastuullisuusarvioinnin saanut valtio on liikkeeseen laskenut, voidaan vähentää portfolion riskiä (Hässler, 2012, 136).

Vastuullisessa kiinteistösijoittamisessa voidaan huomioida vihreän rakentamisen kriteereitä suunnitteluvaiheessa, rakentamisessa, peruskorjauksessa ja rakennusten ylläpidossa (Hyrske ym., 2020,148). Lisäksi se voi näkyä vaikuttamisprosessissa kiinteistöjen suunnittelijoihin ja rakennuttajiin sekä kiinteistörahastoissa, jotka noudattavat vastuullisia kriteereitä. Kiinteistöt ovat suoraan yhteydessä kasvihuonekaasupäästöjen tuotantoon ja energian kulutukseen. EU:n 2018 päivitetty rakennusten energiatehokkuusdirektiivi (EPBD) sisältää vaatimuksen laatia pitkän aikavälin peruskorjausstrategia siten, että rakennuskantaa muutetaan vuoteen 2050 mennessä vähähiiliseksi ja erittäin energiatehokkaaksi. (Hyrske ym., 2020, 174–178.) Kiinteistösijoitukset ovat olennainen sijoitusluokka myös vakuutusyhtiöille, jonka vuoksi tutkielmassa käsitellään myös vastuullisen kiinteistösijoittamisen tapoja ja ominaisuuksia.

Vihreän rakentamisen kiinnostus on kasvanut maailmanlaajuisesti ja ympäristöhyötyjen lisäksi vihreät rakennukset ovat hyviä ja vakaita sijoituskohteita, joissa takaisinmaksukyky on parempi elinkaarisuunnittelun ja energiasäästön takia. Vihreiden rakennuksien investointikulut on arvioitu hieman tavallisia kiinteistöjä korkeammiksi. Sen sijaan käyttökustannukset, tuotto ja arvonkehitys voidaan olettaa paremmaksi. Kohteen kassavirran riskittömyyttä ja pitkän aikavälin arvonkehitystä tukevat nykyisiä asiakastarpeita ja tulevaisuuden odotuksia palvelevat tilat. Välillisestä kiinteistösijoittamisesta on kyse silloin, kun omistetaan kiinteistösijoitusrahastojen osuuksia. Kiinteistörahastosijoittajien yleisenä käytäntönä on lisätä sopimuksiin ehtoja vastuullisuusnäkökulmien huomioimiseksi. Ympäristösertifikaattien avulla sijoittajien on mahdollista tehdä energiatehokkuuden vertailua. Näitä ovat esimerkiksi Leadership in Enegy and Environmental Design (LEED) ja Building Research Establishment's Environmental Assessment Method (BREEAM). (Hyrske ym., 2020, 175–181.)

3.2 Vastuullisen sijoittamisen määritelmät

Vastuullisen sijoittamisen juuret ajoittuvat satojen vuosien taakse. Sukupolvien ajan uskonnolliset sijoittajat, joiden traditiot omaksuvat rauhan ja väkivallattomuuden periaatteet, ovat välttäneet sijoituksia yhtiöihin, jotka hyötyvät orjuuttamiseen suunnitelluista tuotteista. On todennäköistä, että englantilaiset metodistit ja kveekarit loivat vastuullisen sijoittamisen konseptin. Kveekarit eivät ole koskaan suvainneet sijoittamista sotaan tai orjuuteen. Modernit juuret sosiaaliselle sijoittamiselle voidaan jäljittää 1960-luvulle, jolloin useat teemat Vietnamin sodan vastaisista liikkeistä siviilioikeuksiin sekä huolet kylmästä sodasta ja naisten tasa-arvosta vauhdittivat sosiaalisen vastuun ja vastuullisuuden sensitiivisyyttä. (Schuet,2003,189.)

Iso-Britanniassa termi eettinen sijoittaminen tuli laajempaan tietoisuuteen 1970-luvun lopun ja 1980-luvun alun taitteessa, kun yksityishenkilöille tarkoitettuja rahastoja alettiin esittelemään. Samanlainen kehitys oli USA:ssa 1970-luvulla. Ensimmäinen Yhdysvaltalainen vastuullisen sijoittamisen kuluttajille suunnattu sijoitusrahasto lanseerattiin 1971. (Sparkes, 2001, 196.) Iso-Britanniassa huoli rotuerottelusta oli massiivinen kannuste eettisen sijoittamisen kehittymiselle (Cowton 1999, 100). Ensimmäinen Iso-Britannian eettinen rahasto Friends Provident perustettiin vuonna 1983, ja sen juuret ovat kveekareiden perustamassa henkivakuutusyhtiössä. Kyseinen rahasto toimii edelleen, mutta toisella nimellä. (Hyrske ym., 2020,32.) Instituutiosijoittajat ovat adoptoineet vastuullisen sijoittamisen käytäntöjä vuosikymmeniä, mutta todellista edistystä tapahtui vuonna 2006, kun PRI periaatteet lanseerattiin (De Graaf & Slager, 2009,70).

Termit sosiaalinen sijoittaminen, vastuullinen sijoittaminen, eettinen sijoittaminen, sosiaalisesti tietoinen sijoittaminen, vihreä sijoittaminen, arvopohjainen sijoittaminen ja tavoitepohjainen sijoittaminen viittaavat kaikki samaan yleiseen prosessiin, ja niitä on usein käytetty keskenään vaihtoehtoisesti (Schuet,2003,189). Sosiaalinen sijoittaminen voidaan jakaa esimerkiksi vastuulliseen sijoittamiseen ja sosiaalisesti suuntautuneeseen sijoittamiseen (socially directed investind SDI) (Sparkes,2001, 195). Sosiaalisesti suuntautuneessa sijoittamisessa hyväksytään vapaaehtoisesti markkinatuottoja matalampia tuottoja yhteiskunnan kehittämiseksi tai muissa tarkoituksissa. Vastuullisen sijoittamisen (SRI) tapauksessa edelliset olettamat eivät päde. (Sparkes, 2001, 195.) Eroja vastuullisen sijoittamisen terminologiassa, määritelmissä, strategiassa ja

käytännössä on selitetty muun muassa kulttuurisilla ja ideologisilla eroilla ja arvoilla (Sandberg, Juravle & Hamilton, 2008, 529). Tässä tutkielmassa käytetään pääosin vastuullisen sijoittamisen termiä.

Jotkut ihmiset kieltäytyvät käyttämästä sanaa eettinen, koska se antaa ymmärtää, että muut valtavirtaiset lähestymistavat ovat epäeettisiä. Sellaiset ihmiset käyttävät mieluummin termiä sosiaalinen tai sosiaalisesti vastuullinen sijoittaminen. Cowtonin mukaan eri termien ja määritelmien käyttämisestä ei ole haittaa, jos ne näyttävät kohtuullisen samanlaisilta kuvaillessaan monimuotoista ja kehittyvää sosiaalista ilmiötä. (Cowton,1999, 100.) Langbeinin ja Posnerin (1980) määritelmän mukaan sosiaalisella sijoittamisella tarkoitetaan sellaisten arvopaperien poissulkemista sijoitussalkuista tiettyjen muuten houkuttelevien yhtiöiden osalta, koska yhtiöt ovat tuomittu vastuuttomiksi ja niiden muuten ei- houkuttelevien yhtiöiden sisällyttämistä sijoitussalkkuun, joiden arvioidaan käyttäytyvän sosiaalisesti kiitettävällä tavalla.

Yleisin termi, jolla viitataan sosiaalisten, eettisten, ympäristöllisten ja hallinnollisten tekijöiden integroimista sijoituksiin kutsutaan vastuulliseksi sijoittamiseksi (socially responsible investment) (Hyrske ym., 2020,43). Vastuullisen sijoittamisen keskeinen ominaisuus on se, ettei sijoittajien tarvitse poissulkea yhtiöitä ja he voivat silti pyrkiä tuottonsa maksimoimiseen niin kauan, kuin he ottavat huomioon ympäristöllisten, sosiaalisten ja hallinnollisten tekijöiden aiheuttamat riskit (Yu ym., 2020). Seuraavaksi yleisimpiä termejä ovat eettinen sijoittaminen ja arvopohjainen sijoittaminen (Sandberg ym., 2008). Vastuullinen sijoittaminen ja eettinen sijoittaminen on yleisesti ajateltu samoiksi termeiksi. Eettinen sijoittaminen on kuitenkin vanhempi ilmaisu, jota on myöhemmin alettu korvaamaan vastuullisen sijoittamisen käsitteellä. (Sparkes,2001, 195.) Eettinen sijoittaminen liitettiin enemmän osakesijoituksiin ja osittain korkosijoituksiin soveltuvaksi, mutta vastuullista sijoittamista harrastetaan myös muissa omaisuuslajeissa, kuten kiinteistösijoituksissa, pääomarahastoissa ja absoluuttisen tuoton sijoituksissa (Hyrske ym., 2020,43).

Eettisellä sijoittamisella tai vastuullisella sijoittamisella tarkoitetaan laajasti määriteltynä henkilökohtaisten arvojen, sosiaalisen huomioimisen ja taloudellisten tekijöiden liittämistä sijoituspäätöksiin. Jotkut saattavat olettaa, että eettisiin tai vastuullisiin rahastoihin sijoittavat eivät sijoita ei-eettisiin rahastoihin. On kuitenkin yleistä sijoittaa vastuullisiin ja standardoituihin perinteisempiin rahastoihin. (Michelson, Wailes, Van der Laan & Frost,2004, 1.) Myös tässä tutkielmassa oletuksena ja lähtökohtana on, että vastuulliset sijoittajat voivat sijoittaa myös muihin

kuin varsinaisiin vastuullisiin kohteisiin. Eettisen sijoittamisen tärkeä tavoite on vaikuttaa yhtiöihin parantaakseen niiden eettistä ja ympäristöllistä suoriutumista (Lewis & MacKenzie, 2000, 215). Eettisessä sijoittamisessa on kysymys sijoittajien arvoista, ja eettiset sijoittajat hyväksyvät matalamman tuotto-odotuksen (Landau & Silvola, 2019, 32). Ajatus mahdollisista alemmista sijoitustuotoista pohjautuu moderniin portfolioteoriaan. Portfolioteorian mukaan hajauttamisen rajoittaminen voi vaikuttaa sijoitustuottoihin negatiivisesti. (Hyrske ym., 2020,21.) Tässä tutkielmassa käytetään pääosin vastuullisen sijoittamisen käsitettä, sillä oletuksena on, ettei tuotto-odotuksesta tarvitse lähtökohtaisesti luopua voidakseen sijoittaa vastuullisesti.

Eettisellä sijoittamisella on tarkoitettu tiettyjen aktiviteettien välttämistä (Sparkes, 2001, 195). Cowtonin (1999,99) mukaan eettisellä sijoittamisella viitataan joukkoon lähestymistapoja, jotka sisältävät sosiaalisia tai eettisiä tavoitteita perinteisien taloudellisten kriteereiden lisäksi sijoituskohteen päätöksenteossa. Näitä lähestymistapoja yhdistävät niiden kontrasti taloudelliseen sijoittamiseen ja valtavirtasijoittamiseen, jossa keskitytään ainoastaan taloudelliseen riskiin ja tuottoon. Eettisessä sijoittamisessa ollaan kiinnostuneita siitä, kuinka yhtiö tekee rahansa, eikä ainoastaan siitä, kuinka paljon rahaa yhtiö tekee. Jotkut yrittävät erottaa vihreät tai ympäristölliset sijoitukset muista eettisen sijoittamisen muodoista. Jos sijoitusstrategia liittyy ainoastaan rahan tekemiseen ilman kasvavaa huolta ympäristöstä, ei ole järkeenkäypää kutsua sitä termillä eettinen. Jos sijoitetaan ympäristöasioita tukevalla tavalla, eikä ainoastaan käytetä hyväksi ympäristöllisen huolen kasvua, vihreät sijoitukset on järkevä lukea osaksi eettistä sijoittamista. (Cowton ,1999, 99–100.)

Vastuullisessa sijoittamisessa huomioidaan ESG-tekijöistä aiheutuvien riskien ja mahdollisuuksien yhteys sijoituskohteen arvoon (Landau & Silvola, 2019, 32). Jos sijoituskohteita suljetaan pois arvoperusteiden sijasta tuottoperustein, kyseessä ei ole impaktinen vaan vastuullinen sijoittaminen. (Hyrske ym., 2020,21). Sparkesin (2001, 201) mukaan erottava tekijä vastuullisessa sijoittamisessa (SRI) on yhdistelmä sosiaalisista ja ympäristöllisistä tavoitteista yhdessä taloudellisen tavoitteen kanssa tavoiteltaessa markkinatuottoa sijoitetulle pääomalle. Tässä tutkielmassa käytetään termiä vastuullinen sijoittaminen, eikä esimerkiksi eettinen sijoittaminen. Vastuullisen sijoittamisen termillä tarkoitetaan tässä tutkielmassa juuri erilaisista ESG-tekijöistä lähtöisin olevien riskien ja mahdollisuuksien vaikutusta sijoituksen arvoon. Käsite ymmärretään tässä tutkielmassa siten, ettei tuottotavoitteista tarvitse tinkiä ja vastuullisesta toimintatavasta voivat hyötyä niin yhtiö kuin yhteiskuntakin. Kyseessä ei siis ole edellä mainittu impaktinen sijoittaminen.

Revellin (2017, 711) päätelmän mukaan vastuullisen sijoittamisen valtavirtaistuminen globaaleissa sijoitusrahastoissa on muuttanut alkuperäisen tavoitteen hyvän tekemisestä tuottoisuuden etsimiseen. Hänen mukaansa vastuullisen sijoittamisen tarvitsee asettaa etiikka keskiöön saavuttaakseen alkuperäisen hyveellisin logiikan, ja tällöin siitä voisi tulla jälleen osa niche- markkinoita houkutellen ainoastaan sijoittajia, jotka hylkäävät perinteiset markkinat. (Revelli,2017, 711.) Adlerin ja Kritzmanin (2008) mukaan ei ole kyse vastuullisesta sijoittamisesta, jos sijoittajat ovat motivoituneita omistamaan hyviä yhtiöitä, koska he odottavat niiltä parempia tuottoja. Tällöin he ainoastaan tavoittelevat aktiivista hallintastrategiaa, jonka ydintä on usko, että hyvät yhtiöt tuottavat keskiarvoa paremmin ja huonot keskimääräistä heikommin. Heidän käyttämänsä määritelmän mukaan vastuullinen sijoittaminen vaatii sijoittajia välttämään huonoja yhtiöitä, vaikka he olettaisivat niiden suoriutuvan paremmin kuin hyvät yhtiöt. (Adler & Kritzman, 2008.) Tässä tutkielmassa voidaan puhua vastuullisesta sijoittamisesta ensisijaisesta motivaatiotekijöistä riippumatta eli esimerkiksi tuottoisuuden hakeminen ei ole este vastuulliselle sijoittamiselle. Tutkielmassa nähdään vastuulliselle sijoittamiselle useita erilaisia motivaatiotekijöitä, eikä arvojen tai etiikan tarvitse olla ensisijainen motivaatiotekijä.

Dorfleitnerin ja Utzin (2012, 155) mukaan vastuullisuus tarkoittaa eri asioita eri sijoittajille, eivätkä he näe yleistä määritelmää vastuullisesta sijoittamisesta tarpeellisena. Heidän mukaansa vastuullinen sijoittaminen tiivistää riittävästi kaikki suotavat ei-taloudelliset vaikutukset, joita sijoituksella voi olla. Jokaisella sijoituksella voi olla ei-taloudellisia vaikutuksia, jotka ovat jollekin sijoittajalle suotavia. (Dorfleitner & Utz, 2012, 155.) Alaa vaivaa edelleen puute määritelmistä ja selkeistä mittareista. Keskustelu määritelmien ympärillä johtaa huoleen viherpesusta, mikä luo esteitä vastuulliselle sijoittamiselle. Huoli viherpesusta on keskeinen painopiste Euroopan komission työssä osana sen kestävän rahoituksen toimintasuunnitelmaa. Suurin osa Euroopan komission ehdotuksista lisää tarvittavaa läpinäkyvyyttä siitä, mitä kestävä rahoitus on ja ohjaa sijoittajia oikeaan suuntaan. (Eurosif,2018, 10.) Tässä tutkielmassa selvitetään, miten vastuullisen sijoittamisen käsite voidaan kokea ja voiko lainsäädäntö tuoda selkeyttä määritelmiin.

3.3 Vastuullisen sijoittamisen motiivit

Vastuullinen sijoittaminen voidaan määritellä ytimekkäästi prosessiksi, jossa henkilökohtaisia arvoja ja sosiaalisia huolia integroidaan sijoituspäätöksiin (Schuet 2003, 190). Lewis ja Mackenzie (2000) ovat tutkineet vastuullisten sijoittajien motiiveja ja osoittavat suurimman osan pyrkivän välttämään

haitallisia yhtiöitä. Tutkimuksen mukaan sijoittajat eivät ole innokkaita sijoittamaan yhtiöihin, jotka ovat suoriutuneet eettisesti heikosti. Mikäli yritys on kuitenkin aiemmin suoriutunut eettisesti hyvin, rahastojen tulisi lobata niitä muutokseen kannustaen. (Lewis & MacKenzie,2000, 221.) Hong ja Kacperczyk (2009) todistavat pääomamarkkinoiden rankaisevan niin kutsuttuja ”syntiyhtiöitä” korkeammalla pääomakustannuksella, jota niiden täytyy maksaa rahoittaakseen toimintaansa. Tämä nähdään kannusteena toimia vastuullisemmin. (Heinkel, Kraus & Zechner, 2001, 431, 447).

Institutionaalisten sijoittajien täytyy miettiä, mikä vaikutus vastuullisella sijoittamisella on yrityksen arvostukseen, koska heidän päätavoitteenaan on osakkeenomistajien arvon maksimointi (Von Wallis & Klein, 2015, 65). Pankkien ja vakuutusyhtiöiden lyhyen aikavälin ajattelutapa edistää välittömiä voittoja, mikä estää ESG- tekijöiden integroimista osaksi sijoituspäätöksiä. Tämä johtuu siitä, että sosiaaliset ja ympäristölliset tekijät eivät ole suoraan yhteydessä tuottoon. Ajattelutapa pitkän aikavälin riskeihin pohjautuvista sijoituksia kuitenkin edistää vastuullista sijoittamista. Se tekee sijoituksien linkittämisen vastuullisuusasioihin helpommaksi edistäen sijoituksia vastuullisiin yhtiöihin ja ennakoivien vastuullisten sijoituskäytäntöjen adoptoimista. (Risi, 2020, 1420;1426.) Tässä tutkielmassa ei käsitellä pankkeja, vaan ainoastaan vakuutusyhtiöitä. Vastuullinen sijoittaminen nähdään tässä tutkielmassa tärkeäksi vakuutusyhtiöille ennen kaikkea pitkän aikavälin sijoitushorisontin vuoksi.

Taloudellinen suoriutuminen ja maine ovat voimakkaita motiiveja sijoittaa vastuullisesti (Capelle-Blancard & Monjon, 2012). PwC uskoo ei-taloudellisten ulottuvuuksien arvioimisella ja hallinnalla olevan järkeä talouden ja maineen kannalta sekä ESG-tekijöiden hallinnan vaikuttavan pitkän aikavälin kasvuun sijoitusriskejä vähentäen. PwC:n tutkimuksen mukaan pääomasijoitusalalla merkittävin vauhdittaja kasvavalle vastuulliselle sijoittamiselle on riskienhallinta ja toisena yhtiön arvot. (PwC, 2019, 2–3, 8.) Myös tässä tutkielmassa riskienhallinta nähdään erittäin olennaisena vastuullisen sijoittamisen motivaatiotekijänä, ja se onkin tutkielman ja tutkimusongelmien keskiössä. Vaikka data vastuullisen sijoittamien riskeistä ja tuotoista on taipuvainen kattamaan vain suhteellisen lyhyitä aikajaksoja ja vain tietyissä omaisuusluokissa, voidaan päätellä, että vastuullinen sijoittaminen ei vaikuta haitallisesti portfolion tuottoihin ja riskeihin. Vastuulliset sijoitukset ovat päinvastoin pärjänneet hyvin markkinalaskujen aikana ja voivat merkittävästi lisätä portfolion hajautusta. Finanssikriisin seurauksena tietoisuus ESG-kriteerien tärkeydestä on selvästi kasvanut. (Staub-Bisang, 2012, 76.)

De ja Claymanin (2015, 50) tutkimuksessa löydettiin yhteys ESG-luokitusten ja osakkeiden tuottojen välillä, jossa korkeampien tuottojen yhtiöillä oli paremmat ESG-luokitukset. ESG-luokitusten ennustekyky osakkeiden suoriutumisen osalta oli kuitenkin merkityksellisin riskien osalta. Tutkimuksessa löydettiin vahvasti negatiivinen suhde ESG:n ja volatiliteetin välillä korkeampien ESG-luokitusten korreloiden matalamman volatiliteetin kanssa. Tämä suhde oli vahvempi markkinoiden volatiliteetin ollessa korkeampi. (De & Clayman, 2015, 50.) Sijoituslähtökohdalla, joka pohjautuu vastuullisuuden kriteereihin, voi olla arvokas myötävaikutus tehokkaaseen riskienhallinnan lähestymistapaan. Luottaminen perinteisiin riskitekijöihin ei riitä, vaan sijoittajien tulee ottaa vastuullisuuskriteerit huomioon sijoituspäätöksissään lisäriskiluokkana. Vastuullisen sijoittamisen näkökulma voi auttaa välttämään tiettyjä ylimääräisiä taloudellisia riskejä, kuten maineriskiä tai riskejä, jotka ovat peräisin ilmastonmuutoksesta. Lisäksi vastuullinen lähtökohta voi johtaa tehokkaiden portfolioiden rakentamiseen, joiden riskit suhteessa äärimmäiseen arvonmenetykseen ovat pienentyneet huomattavasti. (Staub-Bisang, 2012, 119.)

Adlerin ja Kritzmanin (2008) tutkimuksessa kiistetään, että vastuulliseen sijoittamiseen ei kuuluisi kustannuksia. Heidän mukaansa sijoittajien pitäisi arvioida vastuullisen sijoittamisen kustannuksia varmistuakseen, onko parempi rajoittaa sijoitusvaihtoehtoja vai sijoittaa rajoituksetta ja sen jälkeen sijoittaa säästöt suoraan sosiaaliseen hyvään, kuten tupakasta aiheutuneiden sairauksien hoitoon. He havainnoivat, että vastuullinen sijoittaminen sisältää kustannuksia osaaville sijoittajille, vaikka hyvät yhtiöt tuottavatkin keskimäärin paremmin kuin huonot. Jos yksittäinenkin huono yhtiö päihittää hyvän yhtiön substituutin, sijoittajaa kohtaa kustannuksen. (Adler & Kritzman, 2008, 55–56.)

De ja Claymanin (2015,51) tutkimuksen tärkein johtopäätös on sen sijaan, että matalimpien ESG-luokitusten yrityksien poistaminen ei välttämättä aiheuta vaihtoehtoiskustannuksia, vaan itseasiassa näyttäytyy lisäarvona sijoittajille. Sijoitusuniversumin rajoittamisella oli taipumus parantaa tuottojen todennäköisyysjakaumaa korkeammilla portfolion keskimääräisillä- ja maksimituotoilla. Varainhoitajat voisivat saada hajautusetua matalampien keskimääräisten osakekohtaisten riskien avulla valitsemalla parempia ESG-osakkeita. Tutkimuksessa havaittiin, että matalat ESG-luokitukset olivat riski-indikaattori ja tämän tiedon käyttäminen osakkeiden valinnassa ja huonoimpien ESG-osakkeiden poisjättämisessä paransi osakkeiden riski-tuotto profiilia. (De & Clayman, 2015; 51, 69.) Tutkimuksissa ESG-tiedon integroimista sijoituspäätöksiin on ajateltu tulevaisuuden kilpailuetuna, mutta vastuullisen sijoittamisen yleistymisen vuoksi kilpailuetu ei välttämättä kestäisi pitkälle tulevaisuuteen. Tällöin tuottoja olisi vaikeampi saavuttaa, kun iso osa sijoittajista osaa jo yhtä hyvin

käyttää ESG-tietoa hyväkseen. (Landau & Silvola, 2019, 203.) Myös tässä tutkielmassa ajatellaan vastuullista sijoitustoimintaa kilpailuetuna ja jopa kilpailukykyyn vaikuttavana asiana.

3.4 Vastuullisen sijoitustoiminnan strategiat

Vastuullisen sijoittamisen strategioita on Eurosifin luokittelun mukaan poissulkeminen, normipohjainen seulonta, Best-in-Class menetelmä, vastuullisuusteemainen sijoittaminen, ESG-integroiminen, aktiivinen omistajuus ja vaikuttavuussijoittaminen. Eurosifin luokittelu on linjassa alan muiden viitekehysten kanssa. (Eurosif, 2018, 12.) Vastuullisen sijoittamisen strategiat voidaan jakaa aktiivisiin ja passiivisiin strategioihin. Aktiivisessa strategiassa tavoitellaan muutoksen saavuttamista, kun taas passiivisissa strategioissa luotetaan ennalta määriteltyjen kriteereiden ja sääntöjen implementointiin. Ainoastaan aktiivinen vuoropuhelu ja omistajuus voidaan laskea aktiivisiksi strategioiksi. (Staub-Bisang, 2012, 15.) Vastuullinen sijoittaja käyttää yleensä yhdistelmää positiivisista ja negatiivisista sijoituskriteereistä. Sijoittaja voi esimerkiksi jättää pois yhtiöt, jotka valmistavat aseita tai hyödyntävät ydinvoimaa. Vastuulliset rahastot voivat taas suosia yhtiöitä, jotka ovat ympäristön kannalta järkeviä, joilla on hyvät työntekijäsuhteet ja hyvä saastuttamisen kontrollointi. (Hamilton, Jo & Statman, 1993,62.)

Vastuullisen sijoitustoiminnan strategioita voi periaatteessa ottaa käyttöön kaikissa omaisuuslajeissa. Esimerkiksi osake- ja joukkovelkakirjasijoituksiin sopii hyvin negatiivinen ja positiivinen seulonta, best-in-class-menetelmä, teemasijoitukset ja ESG-integrointi. Aktiivinen omistajuus soveltuu pääosin osakesijoituksiin. (Staub-Bisang, 2012, 37.) UN PRI-periaatteet tarjoavat hyödyllisen ohjeen sijoittajille, jotka haluavat integroida ESG-kriteereitä sijoituspäätöksiinsä (Staub-Bisang, 2012, 31-33). UN PRI-periaatteiden allekirjoittaminen osoittaa sitoutumista ja kiinnostusta vastuullisten sijoituskäytäntöjen kehittämiseen. UN PRI-periaatteet allekirjoittaneilta sijoittajilta kerätään tietoa parhaista käytännöistä, ja allekirjoittajat voivat hyödyntää niitä. (Hyrske ym., 2020,146.)

Kestävän kehityksen teemasijoituksilla tarkoitetaan kestävään kehitykseen liittyviä teemakohtaisia sijoituksia, joita ovat esimerkiksi ilmastorahastot (Finsif,2019, 17). Temaattisten sijoitusten luonteen takia ne voivat olla keskittyneitä ja yhteydessä korkeampaan riskiin sekä potentiaalisesti korkeampiin tuottoihin. Taloudellisesti motivoituneet sijoittajat valitsevatkin ne niiden houkuttelevan riski-tuotto-profiilin vuoksi. Temaattiset sijoitukset esimerkiksi puhtaaseen teknologiaan, infrastruktuuriin tai

mikrolainoihin toimivat lisänä konservatiiviselle portfoliolle vahvistaen sen tuottoja. Lisäksi niiden yleensä matala korrelaatio toisiin pääomasijoituksiin saa aikaan positiivisen myötävaikutuksen portfolioriskin hajautukseen. (Staub-Bisang, 2012, 83.) Vaikuttavuussijoittamisella (Impact investing) tarkoitetaan lähestymistapaa, jossa sijoitustuottojen lisäksi tavoitellaan huomattavia muutoksia ympäristöön tai yhteiskunnallisiin asioihin (Finsif, 2019, 17). Vaikuttavuussijoittamisessa sijoittajan tulee ennen sijoittamista pohtia sijoituksen aikaansaamaa vaikuttavuutta ja vaikuttavuuden realistisia mittaamistapoja (Hyrske ym., 2020,22).

Suomessa yleisin vastuullisen sijoittamisen lähestymistapa on ESG-integrointi. ESG-integroinnissa hyödynnetään järjestelmällisesti ESG-tietoa sijoituspäätöksissä ja sijoitusanalyyseissä, ja ESG-tiedolla odotetaan olevan vaikutusta sijoituskohteen pitkän aikavälin tuotto- ja riskiprofiiliin. (Finsif, 2019, 17.) Myös Novethicin tutkimuksen raporteista ilmenee ESG-integroinnin olevan suosituin ESG- sijoittamisen strategia ranskalaisten instituutiosijoittajien keskuudessa (Novethic, 2017, 15). ESG-integrointi sopii hyvin valtaosalle instituutiosijoittajista, jotka haluavat sisällyttää ESG-asiat mukaan riskitarkoituksella ilman, että perinteistä sijoitusprosessia radikaalisti muutetaan tai sijoitusuniversumia rajoitetaan. ESG-integroinnin tapauksessa lyhyen ja keskipitkän aikavälin riskit ja tuotto-odotukset yleisesti eroavat todella vähän perinteisistä sijoituksista. ESG-kriteerit on pääosin integroitu analysointiprosessiin riskienhallinnan vuoksi. (Staub-Bisang, 2012, 31–33.)

3.4.1 Seulonta ja poissulkeminen

Yleinen vastuullisen sijoittamisen lähestymistapa muodostuu seulontamenetelmistä, joissa ensin valitaan sijoitettavat kohteet ja sitten optimoidaan portfolio. Sijoittajan preferenssit tulevat esille sisällyttämisen (inclusion) tai poissulkemisen kriteereissä. (Dorfleitner & Utz, 2012, 155.) Seulonta on käytäntö sisällyttää ja poissulkea yhtiöitä portfoliosta sosiaalisten ja ympäristöllisten kriteereiden perusteella. Sosiaaliset sijoittajat tietävät, ettei ole täydellisiä yhtiöitä, mutta sosiaalinen seulonta tavoittelee hyvin johdettujen yhtiöiden tunnistamista. (Schueth, 2003, 190.) On olemassa kaksi tapaa näyttää toteen, onko sijoitus eettinen. Ensimmäinen on negatiivisen seulonnan asettaminen, jolloin tiettyä ihmisterveydelle haitallista liiketoimintaa vältetään. Toinen tapa on asettaa positiivinen seulonta niille yhtiöille, jotka pysyvät mahdollisina sijoituskohteina. Erityisesti ne yhtiöt, jotka ovat identifioituneet sitoutumaan vastuullisiin käytäntöihin nähdään houkuttelevampina sijoitusvaihtoehtoina. (Michelson ym., 2004, 2.) Normipohjainen seulonta sallii sijoittajien valita yhtiöitä portfolioonsa linjassa compliance-tasonsa kanssa kansainvälisin

standardein ja normein. Normit keskittyvät muun muassa ympäristönsuojelun, ihmisoikeuksien ja korruption vastaisten periaatteiden alueisiin. Ne on määritelty kansainvälisissä aloitteissa ja ohjesäännöissä, kuten OECD:n ohjeessa monikansallisista yhtiöistä, ILO:n kolmiosaisessa julistuksessa periaatteista koskien monikansallisia yhtiöitä ja sosiaalipolitiikkaa ja YK:n Global Compact aloitteessa. (Eurosif, 2018, 20.)

Berryn ja Junkusin (2013, 707) tutkimuksessa sijoittajat käsittelevät vastuullisen sijoittamisen kysymyksiä mieluummin kokonaisvaltaisella tavalla poissulkevan strategian sijaan. Sijoittajat vaikuttavat haluavan ennemmin palkita yrityksiä positiivisesta käytöksestä, kuin sulkea niitä pois tiettyjen tuotteiden tai käytäntöjen perusteella. Positiiviset piirteet voivat liittyä siihen, mitä yhtiö tekee tai miten se harjoittaa liiketoimintaansa. Hyvän liiketoiminnan voidaan nähdä rakentavan tai suojelevan yksilöä, yhteiskuntaa tai ympäristöä. Esimerkkejä hyvistä tuotteista ja palveluista ovat terveellinen ruoka, asuminen, terveydenhuolto ja saasteiden kontrolloimisen välineet. (Cowton, 1999,102.) Yhtiöiden sisällyttäminen portfolioon tiettyjen kriteereiden avulla sisältää haasteita esimerkiksi painoarvojen asettamisessa arvioitaessa toiminnan vastuullisuutta. Sijoittajan tulisi kyetä pisteyttämään yhtiötä positiivisesta vastuullisesta toiminnasta, mutta tähän liittyy paljon subjektiivisuutta. Sijoittajan tulee päättää, mitä käyttäytymistä painotetaan ja kuinka tärkeäksi eri aktiviteetit arvostetaan. Näistä haasteista johtuen suhteellisen helppo poissulkemisen strategia on ollut suosittu. (Berry & Junkus ,2013, 708.)

Poissulkeminen on vanhin vastuullisen sijoittamisen strategioista, ja sen juuret ovat uskonnollisissa ryhmissä, jotka alkoivat yhdistää sijoittamisvaihtoehtoja moraalisiin sääntöihinsä. Tässä näkökulmassa jätetään systemaattisesti ulos yhtiöitä, sektoreita tai maita sallitusta sijoitusjoukosta, jos ne ovat yhteydessä määriteltyihin kriteereihin. (Eurosif, 2018, 22.) Sijoitusportfolio tulee pitää puhtaana myös yhtiöiden sulautuessa, niiden hankkiessa toisia liiketoimintoja tai muuttaessaan toimintojaan. Useat sijoittajat ovat poissulkeneet niin kutsuttuja syntiosakkeita, jotka ovat sisältäneet esimerkiksi alkoholia, uhkapelejä, tupakkaa sekä kasvavissa määrin ympäristöllisiä huolenaiheita. Jotkut välttävät myös yhtiöitä, jotka käsittelevät eläinpohjaisia tai eläimillä testattuja tuotteita. (Cowton, 1999, 100.) Poissulkemiskriteereinä voi olla lisäksi työntekijänormien loukkaukset, kuten lapsityövoima, hikipajat tai yhteistyö sortavien hallitusten kanssa (Berry & Junkus, 2013, 708).

Ympäristön alueella poissulkemisen kriteerit voivat sisältää ydinvoiman käyttöä, fossiilisia polttoaineita, trooppisia metsiä, haitallisten aineiden valmistamista sekä markkinointia tai toimintoja, jotka edistävät ilmastonmuutosta, kuten öljy- ja kaasuteollisuus. Poissulkevia kriteereitä ei käytetä ainoastaan sijoitettaessa osakkeisiin tai yrityslainoihin, vaan myös valtionlainoja valittaessa. Poissulkevan strategian käyttö tarjoaa instituutiosijoittajille, jotka hallitsevat julkista rahaa ja joiden

sijoitusstrategian tulee olla täysin transparentti, mahdollisuuden luoda puhtaan portfolion. Negatiivinen seulonta johtaa kuitenkin sijoitusuniversumin rajoitteisiin, mikä voi johtaa negatiiviseen vaikutukseen portfolion riski-tuotto suhteessa. (Staub-Bisang, 2012, 17.) On tärkeää huomata, että matalien ESG-luokitusten osakkeiden poissulkeminen ei ole sama asia kuin poissulkevat seulonnat, joissa seulotaan pois syntisillä alueilla toimivia osakkeita. Syntiosakkeiden poissulkemisella poissuljetaan kaikki osakkeet, jotka operoivat tietyllä alalla. ESG-luokitukset perustuvat "best-in-class"- vertailumenetelmään, ja arvopapereiden poissulkeminen ESG-luokituksen pohjalta on vastaavaa kuin arvopapereiden poissulkeminen huonoimman ESG-profiilin vertaisvertailussa. (De & Clayman, 2015, 50.)

Best-in-class strategian avulla sijoittajat voivat valita yhtiöitä, joilla on parhaat pisteet tietyllä sektorilla. Sijoittajat voivat valita kriteerit, ja lopullinen pisteytys on yhteydessä kriteereiden painotukseen. Best-in-class mallin mukainen portfolio sisältää tyypillisesti yhtiöitä, jotka täyttävät taloudellisten ja ESG- tekijöiden tarkastelemisen tavoitteet. (Eurosif, 2018, 17.) Suosimisen ja toimialansa parhaiden lähestymistavassa valitaan sijoituskohteiksi yrityksiä, joiden palvelut ja tuotteet ovat kestävästi tuotettuja tai yrityksiä, jotka tarjoavat palveluitaan kestävämmällä tavalla kuin muut toimijat. (Finsif,2019, 17.) Yleisesti tämä menetelmä ei sulje pois yhtään sektoria, hyödykettä tai palvelua sijoitusuniversumista, vaan ne ovat taipuvaisia tiukalle arviointiprosessille. Esimerkiksi yhtiöitä, jotka ovat aktiivisia öljy- tai kaasusektorilla, analysoidaan myös koskien ympäristöllisiä ja sosiaalisia kriteereitä, jotta voidaan löytää sektorilta johtaja. (Staub-Bisang, 2012, 18.)

Best-in-class tai Best-in-industry lähestymistavat ovat joidenkin rahastojen suosiossa, jossa kuuluminen näennäisesti pahaan toimialaan ei automaattisesti tee yhtiöstä kelpaamatonta sijoitusta. Yhtiöitä samalla toimialasektorilla vertaillaan ja pisteytetään keskenään, eikä verrata alan ulkopuolisiin yhtiöihin. (Michelson ym.,2004, 3.) Esimerkiksi yhtiö, joka kierrättää jätettä ja paperituotteita, voidaan arvostaa korkealle ympäristöllisen suoriutumisen vuoksi, mutta se voi adoptoida heikkoja käytänteitä toisilla alueilla, esimerkiksi asiakkaiden ja työntekijöiden suhteen. Best-in-industry lähestymistapa voisi sallia sijoitukset kaivosyhtiöön edellyttäen, että ne pyrkivät vastuullisuuteen siivoamalla jälkensä ja ottamalla käyttöön turvallisia suorituskäytäntöjä. Haasteena erilaisten seulojen käytössä best-in-industry mallissa on yhtiön suoriutumisen arvioiminen. (Michelson ym., 2004, 3.) Best-in-class mallin positiivinen puoli on se, että malli ottaa huomioon kaikki vastuullisuuden aspektit. Toinen hyvä puoli on, että se sisältää kaikki sektorit ja siten edistää kilpailua yhtiöiden välillä. Huono puoli mallissa on erityisen tiukat kriteerit, jotka voivat rajoittaa sijoitusuniversumia liiaksi. (Staub-Bisang, 2012, 23.)

3.4.2 Aktiivinen omistajuus

Aktiivinen omistajuus on kasvamassa etenkin instituutiosijoittajien keskuudessa, joita sitoo lainsäädännölliset tavoitteet saada sijoitusportfolioilleen parasta tuottoa (Sparkes, 2001, 203). Aktiivisessa omistajuudessa sijoittaja käyttää omistusoikeuksiaan edistääkseen vastuullisempaa yritystoimintaa ja varmistaakseen sijoitustuottoja. Lisäksi tavoitteena voi olla vaikuttaminen alan markkinakäytäntöihin ja standardeihin, esimerkiksi ESG-raportointivaatimuksiin. (Finsif, 2019, 17.) Aktiivisella omistajuudella tavoitellaan positiivista vaikutusta yhtiöiden käytökseen. Sosiaaliset sijoittajat työskentelevät usein yhteistyössä ohjatakseen johtoa suuntaan, jonka uskotaan parantavan taloudellista suoriutumista ajan saatossa ja parantavan kaikkien yhtiön sidosryhmien hyvinvointia. (Schueth, 2003, 190.) Aktiivinen omistajuus on kallista ja aikaavievää, ja se voi näyttää tehokkuutensa kunnolla vasta, kun osakkeenomistajat yhdistävät voimansa (Staub-Bisang, 2012, 35).

Aktiivisella omistajapolitiikalla pyritään suoraan vaikuttamaan yhtiön johtamiseen. Yksinkertaisin tapa on äänioikeuksien käyttäminen yhtiön vuosittaisissa kokouksissa, joissa osakkeenomistajilla on mahdollisuus kommunikoida näkemyksiään yhtiön päätöksistä ja näkymistä. Metodeihin kuuluu muun muassa kirjelmien kirjoittaminen yhtiön johdolle, vetoomuksien tekeminen osakkeenomistajien kokouksiin, julkisten vetoomuksien tekeminen ja jaloilla äänestäminen eli osakkeiden myyminen. Käytännössä suora dialogi johdon kanssa on ollut tehokkain menetelmä. (Staub-Bisang, 2012, 33.) Aktiivinen omistajuus tarkoittaa osakkeisiin liittyvän äänestysoikeuden käyttämistä vakuuttamaan ja saavuttamaan poliittisia, taloudellisia tai muita tavoitteita. USA:ssa on ryhmiä, jotka käyttävät aktiivista omistajuutta keinona pakottaa alisuoriutuneita yhtiöitä muutokseen tavoitteenaan nostaa osakkeiden hintoja. Tämä tehdään vain taloudellisista syistä. (Sparkes, 2001, 202.) Myös kansalaisjärjestöt voivat käyttää aktiivista omistajuutta osana normaalia kampanjointia esimerkiksi nostaakseen julkista profiilia asioille, joita he kokevat tärkeäksi tai saadakseen median huomion tietyille yhtiön toimille. (Sparkes, 2001, 202.)

3.5 Vastuullisen sijoitustoiminnan tiedonlähteet

Tieto on elintärkeää onnistuneelle eettisen sijoittamisen kriteereiden implementoinnille, ja tiedon saaminen voi olla iso työ. Potentiaalisia tiedonlähteitä on paljon, ja ne ovat vaihtelevia. Tietoa voi

saada muun muassa yhtiöiden vuosittaisista raporteista, lehdistötiedotteista, lehtien artikkeleista, valtion tilastoista, lainsäädännöllisistä raporteista ja lobbaajaryhmien tuottamasta materiaalista. Osa tiedosta on vaikeaa hankkia, epätäydellistä ja vaikeasti tulkittavissa. (Cowton, 1999, 103.) Listaamattomien sijoituskohteiden arviointia vaikeuttaa saatavilla olevan tiedon pienempi määrä verrattuina listayhtiöihin, ja yleensä listaamattomat yhtiöt raportoivat vastuullisuusasioistaan vähemmän. Lisäksi näiden yhtiöiden analyysiin on vähemmän ESG-työkaluja, koska monet toimijat eivät huomioi listaamattomia yhtiöitä. Apuna listaamattomien yhtiöiden analyysissa voidaan hyödyntää listattujen yhtiöiden toimialakohtaisia vastuullisuusanalyyseja, jotta voidaan havaita toimialan yleisiä teemoja, toimialan yhtiöiden ESG-tasoa ja toimintaympäristön kehitystä. (Landau & Silvola, 2019, 180.)

Finsifin tutkimuksen mukaan useat suomalaiset sijoitusorganisaatiot ostavat ulkopuolisten palveluntarjoajien palveluita vastuullisen sijoitustoiminnan toteuttamiseksi. Näitä palveluita ovat esimerkiksi yritysten vastuullisuusluokitukset, ESG-tietokantapalvelut, sijoitussalkun seulontapalvelut, vastuullisen sijoittamisen kehittämisen palvelut, raportoinnin palvelut ja hiilijalanjäljen mittauspalvelut. (Finsif, 2019, 19.) Sijoittajille on tarjolla myös ilmaisia tietolähteitä, kuten Global 100 ja The Sustainability Yearbook, jotka arvioivat ja luokittelevat yrityksiä vastuullisuuden perusteella (Hyrske ym., 2020, 215). Vastuullisuusluokittajat ovat syntyneet vastauksena tarpeeseen saada luotettavaa dataa yhtiöiden vastuullisuudesta (Avetisyan & Hockerts, 2017, 316).

Luokituslaitokset kehittävät järjestelmiä vangitakseen relevantteja kestävyyden ja yritysvastuullisuuden kriteereitä. Informaation lähteitä ovat vuosittaiset raportit, kestävyysraportit ja haastattelut täydennettynä ulkoisella informaatiolla. (Staub-Bisang, 2012, 38.) Vastuullisuusluokittelijoiden ja vastuullisuustiedon tarjoajien arviointikriteerejä on tutkittu vuonna 2008 ja 2018. Tulosten mukaan vuonna 2018 havaittiin suurempi kiinnostus ympäristöllisiin asioihin kuin kymmenen vuotta aikaisemmin. Vuonna 2018 arviointikehikkoa täydennettiin lisäämällä uusia kriteereitä liittyen suurien yhtiöiden yrityksiin vähentää esimerkiksi päästöjä ja kulutusta. (Escrig-Olmedo, Fernandez-Izquierdo, Ferrero-Ferrero, Rivera-Lirio & Muñoz-Torres, 2019, 10.) Vastuullisuusluokittajat tarkastelevat liiketoimintoja ja arvioivat yhtiön vastuullisuutta käyttämällä omia tutkimusmetodejaan. Vastuullisuusluokittajat ovat vastanneet uusiin globaaleihin haasteisiin integroimalla uusia kriteereitä arviointimalleihinsa mitatakseen yhtiön suoriutumista luotettavammin. Syvällinen analyysi kriteereistä osoittaa kuitenkin, että vastuullisuusluokittajat eivät täysin integroi vastuullisuuden periaatteita yhtiön vastuullisuuden arvioinnin prosessiin. (Escrig-Olmendo ym., 2019,1.)

Jotkut sijoittajat voivat sulkea suoraan pois heikoimpien vastuullisuusluokitusten yhtiöitä palveluntarjoajien luokitusten perusteella tai omiin arvioihinsa pohjautuen (Landau & Silvola, 2019,106). Luokituslaitoksissa yhtiöitä arvioidaan erilaisiin ESG-kriteereihin pohjautuen antaen vertailukelpoisia arvosanoja sijoittajien sijoituspäätöksien tueksi. Esimerkkejä luokituslaitoksista on MSCI ja RobecoSAM. (Hyrske ym., 2020, 270.) Sijoitustutkimusyhtiö Morningstar otti vuonna 2016 käyttöön vastuullisuusluokitukset rahastoille, jotka auttavat sijoittajia vertailemaan eri rahastojen suoriutumista vastuullisuuskriteerien mukaan (Hyrske ym., 2020, 270). Artikla 173 mukaan sijoittajien tulee mainita käytetyt ESG-kriteerit. Novethicin tutkimuksen 69 raportista ESG-analyysien lähteeksi paljastui useimmiten ulkopuolinen tarjoaja, kuten luokituslaitos tai varainhoitaja. Talon sisäisiä analyyseja löytyi ainoastaan kymmenen. Raporttien mukaan sijoittajat luottavat ulkoisiin luokituslaitoksiin portfolioidensa analyyseissä, kuten MSCI, Vigeo Eiris, oekom research ja Sustainalytics. (Novethic, 2017, 13.) MSCI ESG Ratings on ESG-indeksi instituutiosijoittajille, jotka tavoittelevat korkeimpien ESG-pisteiden mukaan arvostettuja yhtiöitä. Indeksi tavoittelee yhtiöitä, joilla on korkeimmat pisteet ympäristön, yhteiskuntavastuun ja hallinnon saralla ja käyttää best-in-class näkökulmaa apuna. Indeksi on kohdennettu globaaleille sijoittajille helpottaakseen heitä integroimaan ESG-tekijöitä sijoituspäätöksiinsä. Indeksi auttaa sijoittajia pienentämään lyhyen ja pitkän aikavälin ESG-riskiä, pienentämään maineriskiä ja säilyttämään sektorihajautuksen. (MSCI 2018.)

3.6 Vastuullisen sijoitustoiminnan raportointi sidosryhmille

Sijoitusorganisaatioiden sidosryhmät ovat kiinnostuneita raportoinnista, ja raportointi lisää vastuullisen sijoittamisen läpinäkyvyyttä ja yhteismitallisuutta. Raportoinnin avulla voidaan myös seurata vastuullisen sijoittamisen kehitystä ja asetettuja tavoitteita. PRI-periaatteet allekirjoittaneelta organisaatiolta edellytetään julkista raportointia. Myös Suomen laki edellyttää osaa sijoitusorganisaatiosta raportoimaan vastuullisuudestaan julkisesti. Näitä ovat yleisen edun kannalta merkittävät yhteisöt. Suurimpien sijoitusorganisaatioiden yritysvastuun raportoimisessa yhdistyy myös vastuullisesta sijoittamisesta raportointi. (Finsif, 2019,15.) Tässä tutkielmassa keskitytään tutkimaan EU:n uutta kestävän rahoituksen lainsäädäntöpakettia, joka pitää sisällään myös raportointiin liittyviä velvoitteita. Lakipakettia käsitellään seuraavassa sääntelyä koskevassa luvussa, ja lisäksi empiriaosuudessa selvitetään lainsäädännön mahdollisia vaikutuksia.

Vastuullisen sijoitustoiminnan raportoinnin tapoja on suullinen raportointi sidosryhmille, PRI-raportointi, verkkosivuilla raportointi, raportointi osana vuosikertomusta tai kvartaaliraportointia, erillinen vuosiraportti tai raportointi osana yritysvastuuraporttia. Suomalaisissa sijoitusalan organisaatioissa tyypillisin vastuullisen sijoittamisen sisältöalue, josta raportoidaan, on sijoitusten hiilijalanjälki. Useat sijoitusorganisaatiot raportoivat myös esimerkiksi ESG-mittareista, sijoitustoiminnan vaikutuksien esimerkeistä, kestävän kehityksen teemasijoituksista, käydyistä vaikuttamisprosesseista, sijoituskohteiden vastuullisuusluokituksista ja sijoitustoiminnasta poissuljettavista yhtiöistä. (Finsif, 2019, 15–16.)

TCFD kehittää suosituksia tehokkaampaan ympäristöön liittyvään raportointiin, joka edistää tietoisempia sijoituspäätöksiä ja mahdollistaa sidosryhmille paremman ymmärryksen varojen hiilipitoisuudesta finanssisektorilla ja finanssijärjestelmän altistumista ympäristöriskeille. Tämän tiedon avulla yhtiöt voivat sisällyttää ympäristöön liittyvät riskit ja mahdollisuudet riskienhallintaansa ja strategisiin suunnitteluprosesseihin. Yhtiöiden ja sijoittajien ymmärrys ilmastonmuutoksen taloudellisista vaikutuksista kasvaa kannustaen markkinoita ohjaamaan sijoituksia kestäviin ja joustaviin ratkaisuihin, liiketoimintamalleihin ja mahdollisuuksiin. (TCFD 2021.) TCDF käyttää COSO ERM-riskienhallintakehikkoa suositustensa perustana riskienhallintaprosesseja käsitellessään (TCFD, 2020, 3).

TCFD:n vuoden 2017 raportti sisältää neljä suositusta ympäristöön liittyvästä taloudellisesta raportoinnista, joihin kuuluu hallinto, strategia, mittarit ja tavoitteet (TCFD, 2020, 2–3). Hallinnon osalta tulee TCFD:n suositusten mukaan raportoida hallituksen näkemys ilmastonmuutokseen liittyvistä riskeistä ja mahdollisuuksista sekä johdon rooli näiden arvioinnissa. Strategiaa koskevien suositusten mukaan raportoidaan tunnistetut riskit ja mahdollisuudet liittyen ilmastonmuutokseen lyhyellä, keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Lisäksi raportoidaan näiden riskien ja mahdollisuuksien sekä useiden erilaisten skenaarioiden vaikutukset organisaatioon, strategiaan ja taloudelliseen suunnitteluun. Riskienhallinnan osalta raportoidaan käytetyt metodit ilmastoriskien tunnistamiseen, arviointiin ja hallintaan ja näiden sisällyttäminen kokonaisvaltaiseen riskienhallintaprosessiin. Lisäksi raportoidaan käytetyt mittarit ilmastonmuutokseen liittyvien riskien ja mahdollisuuksien arvioinnissa ja kasvihuonepäästöt. (CNP Assurance, 2019, 3.)

3.7 Sääntely ja ohjeistukset

Tässä kappaleessa on tarkoituksena käsitellä vastuullisen sijoittamisen kenttään läheisesti liittyviä ja olennaisia kansainvälisiä aloitteita, sijoittajien yhteistyöhankkeita ja vastuullista sijoittamista ohjaavaa lainsäädäntöä. Kuten tämän tutkielman ensimmäinen empiriaosio todistaa, on aloitteilla, yhteistyöhankkeilla ja lainsäädännöllä suuri merkitys myös vastuullisen sijoittamisen kehittymisen kannalta. Kappaleessa paneudutaan erityisesti EU:n kestävän rahoituksen lainsäädäntöön, jolla on vaikutusta vastuullisen sijoittamisen kehittymiseen EU-alueella.

3.7.1 Kansainväliset yhteistyöhankkeet, normit ja standardit

Vuonna 2015 voimaan tulleen Pariisin sopimuksen toisen artiklan mukaan sopimuksen tarkoituksena on vahvistaa globaalia vastausta ilmastonmuutokseen kestävän kehityksen kontekstissa. Sopimus sisältää tavoitteen pitää globaali maapallon keskilämpötilan nousu alle kahdessa asteessa suhteessa esiteolliseen aikaan ja tavoitteen keskilämpötilan nousun rajoittamisesta 1,5 asteeseen tiedostaen, että nämä toimenpiteet voisivat merkittävästi vähentää ilmastonmuutoksen riskejä ja vaikutuksia. Sopimuksen mukaan tulee nostaa valmiutta sopeutua ilmastonmuutoksen haitallisiin vaikutuksiin ja edistää ilmaston kestävyyttä sekä matalien kasvihuonepäästöjen kehitystä. (Pariisin sopimus, 2015.) Pariisin sopimuksen toinen artikla viittaa myös sijoittajien rooliin tavoitteiden saavuttamisessa, ja esimerkiksi kaikki tutkielman vastuullisuusraporttien yhtiöt mainitsivat useaan otteeseen Pariisin sopimuksen tavoitteet.

Pariisin sopimus on myötävaikuttanut useiden ilmastotekijöiden integroimista sijoituspäätöksiin ajavien standardien ja kehikkojen syntymiseen Euroopassa ja maailmalla. Ranskalaiset pääomasijoittajat lanseerasivat Climate Initiative IC20- aloitteen vuonna 2015 edesauttamaan sektoria ottamaan fyysisten- ja siirtymäriskien vaikutukset huomioon sijoituksissaan ja myötävaikuttamaan Pariisin sopimuksen tavoitteisiin. (PwC, 2019, 15.) Net-Zero Asset Owner Allianceen kuuluvat yhtiöt ovat sitoutuneet tekemään sijoitusportfolioistaan hiilineutraaleja 2050 vuoteen mennessä Pariisin ilmastosopimuksen tavoitteiden mukaisesti niin, ettei ilmaston lämpötila nouse yli 1,5 asteen. Jäsenien tulee raportoida edistymisestään ja julkaista välitavoitteita viiden vuoden välein, mikä on linjassa Pariisin sopimuksen artikla 4.9 kanssa, jossa vaaditaan viiden vuoden

välein päivitettyä päästöjen vähentämissuunnitelmaa. Jäsenten tulee huomioida paras saatavilla oleva tieteellinen tieto, kuten IPCC:n löydökset. (Net-Zero Asset Owner Alliance,2021, 7–8.)

Kestävän kehityksen tavoitteet (SDGs) ovat 17 tavoitteen kokoelma, jonka kaikki YK:n jäsenvaltiot ovat hyväksyneet. Tavoitteena on torjua muun muassa ilmastonmuutosta, taloudellista epätasa-arvoa ja edistää kestävää kulutusta ja innovointia. Yksityisellä sektorilla on kriittinen rooli tavoitteiden täyttymisen kannalta. Tavoitteet tarjoavat kokonaisvaltaisemman näkökulman riskienhallintaan ja voivat auttaa vahvistamaan sijoittajan vastuullisen sijoittamisen lähestymistapoja. (PwC, 2019, 7.) Pääomasijoittajille ja pääomarahastomanagereille tehdyssä kyselyssä 67 prosenttia vastaajista tunnisti ja priorisoi kestävän kehityksen tavoitteet, jotka olivat relevantteja heidän sijoituksilleen (PwC, 2019, 2–3). Global Compact on kansainvälinen yritysvastuualoite tavoitteenaan edistää kansainvälisiä universaaleja ympäristöllisiä ja sosiaalisia periaatteita. Global Compact sisältää kymmenen periaatetta, jotka koskevat ihmisoikeuksia, työntekijän oikeuksia, ympäristöä ja korruption vastaista toimintaa. (Scholtens, 2011, 147.)

Vähähiilisyyteen liittyviä aloitteita on useita. IIGCC (The Institutional Investors Group on Climate Change) on eurooppalainen sijoittajien yhteenliittymä ilmastonmuutoksen vastaiseksi toiminnaksi ja sijoittajien ääni toiminnassa vähähiilisen tulevaisuuden mahdollistamiseksi. IIGCC:n jäseniä ovat pääosin eläkerahastot ja varainhoitajat yli 15 maassa. IIGCC toimii edistääkseen julkisia toimintaperiaatteita, sijoituskäytäntöjä ja yrityskäyttäytymistä, jotka huomioivat ilmastonmuutokseen liittyviä pitkän aikavälin riskejä ja mahdollisuuksia. (IIGCC 2020.) Montreal Carbon Pledge on vuonna 2014 julkistettu aloite, jonka allekirjoittaneet sijoittajat mittaavat ja raportoivat sijoitussalkun hiilijalanjäljen säännöllisesti tarkoituksena samalla vähentää sijoitussalkkunsa hiilijalanjälkeä (Hyrske ym., 2020. 266). Mittaamalla hiilijalanjäljen sijoittajat voivat paremmin ymmärtää, määrittää ja hallita ilmastonmuutokseen liittyviä vaikutuksia, riskejä ja mahdollisuuksia. Allekirjoittaneiden hiilijalanjälki mitataan ja ilmoitetaan vuosittain nettisivuilla, vuosittaisessa raportissa, vastuullisuusraportissa, vastuullisen sijoittamisen raportissa tai jossain muussa julkisesti nähtävissä olevassa raportointikanavassa. (Montreal Pledge, 2017.) Myös Portfolio Decarbonization Coalition (PDC) on kansainvälinen aloite, joka ajaa kasvihuonekaasujen vähentämistä mobilisoimalla kriittisen joukon instituutiosijoittajia sitoutumaan vähitellen portfolion hiilijalanjäljen pienentämiseen. Aloitteen jäsenet mittaavat ja ilmoittavat säännöllisesti pääomansa hiilijalanjäljen ja tekevät toimia vähentääkseen sijoitusportfolionsa hiili-intensiteettiä. (The Portfolio Decarbonization Coalition 2015.)

Climate Action 100+ on vuonna 2017 lanseerattu sijoittajien yhteistyöprojekti, jonka tavoitteena on pyrkiä varmistamaan, että maailman suurimmat kasvihuonekaasuja saastuttavat yritykset tekevät välttämättömät toimet ilmastonmuutoksen vuoksi. Yli 600 sijoittajaa kannustaa yhtiöitä hillitsemään saastuttamista, parantamaan hallintoa ja vahvistamaan ympäristöön liittyviä taloudellisia tiedonantoja. (Climate Action 100+.) Muun muassa Keva on allekirjoittanut Climate Action 100+ hankkeen ja haluaa pitkän aikavälin sijoittajana olla mukana vaikuttamassa yrityksiin, jotta ne muuttaisivat toimintaansa kestävämmäksi. Vaikuttamalla voidaan ilmastonmuutoksen hillitsemisen lisäksi parantaa sijoitustuottoja. Climate Action 100+ sijoittajaryhmä tavoittelee sitä, että kohteena olevat yhtiöt ottavat vastuuta ilmastonmuutoksesta ja raportoisivat eri ilmastoskenaarioiden vaikutuksia liiketoimintaan. Sijoittajien mahdollisuudet arvioida sijoituskohteiden riskejä ja mahdollisuuksia kasvavat raportoinnin myötä. (Keva 2019.) Climate Action 100+ on aloite, joka toistuu usein tämän tutkielman molemmissa empiriaosuuksissa.

CDP eli Carbon Disclosure Project perustettiin vuonna 2000 tavoitteena muuttaa pääomamarkkinoita tekemällä ympäristöraportoinnista ja riskienhallinnasta uuden normin. Nykyään yli 9600 maailman suurinta yhtiötä julkaisee tietoa ilmastonmuutoksesta, metsien hävittämisestä ja veden turvallisuudesta CDP:n kautta. CDP on globaali voittoa tavoittelematon organisaatio, joka tarjoaa alustan raportoida ilmastonmuutoksen vaikutuksista. CDP on ympäristöraportoinnin standardi, jolla on hallussaan maailman rikkain ja kattavin tietojoukko siitä, kuinka yhtiöt, maat, kaupungit ja alueet mittaavat, ymmärtävät ja arvioivat heidän ympäristöllisiä vaikutuksiaan. CDP kerää tietoa ilmastonmuutoksen riskeihin ja sen mahdollisuuksiin liittyen korkeasti saastuttavilla aloilla. (CDP, 2021.)

GRI perustettiin vuonna 1997 seurauksena julkisesta paheksunnasta, jota Exxon Valdezin öljyonnettomuus aiheutti ympäristölle. Ensimmäinen versio GRI-ohjeesta julkaistiin vuonna 2000, ja se tarjosi ensimmäisen globaalin kehikon vastuullisuusraportoinnille. GRI visioi kestävää tulevaisuutta, jonka mahdollistaa läpinäkyvyys ja avoin dialogi seurauksista. Tässä tulevaisuudessa kaikki maailman organisaatiot raportoisivat yleisesti vaikutuksista. GRI on maailman laajimmin käytetty kestävyyden raportointistandardi. GRI auttaa organisaatioita olemaan läpinäkyviä ja ottamaan vastuuta seurauksista. GRI luo globaalin yhteisen toimintamallin, jolla organisaatiot voivat raportoida. (GRI 2020.)

Jo vuonna 2010 Grenelle II- lain artikla 224 vaati ranskalaisia varainhoitoyhtiöitä sisällyttämään tiedon vuosiraportteihin siitä, kuinka ESG-tekijöitä integroidaan. Ranskan laki Energy Transition for

Green Growth tuli voimaan 2015 ja vaatii nyt myös instituutiosijoittajia raportoimaan siitä, kuinka he ottavat ilmastoriskit huomioon ja integroivat ESG-tekijät sijoitusstrategiaansa. (Novethic, 2017, 4.) Artikla 173:n piiriin kuuluu kaikki omaisuuslajit. Asetuksen implementoinnin kevyempää versiota voivat käyttää sijoittajat, joiden konsernitase on alle 500 miljoonaa. Kevyemmässä versiossa edellytetään niiden metodien kuvailemista, joilla ESG-tekijöitä on sisällytetty sijoitusstrategiaan. Laajemmassa versiossa isommat yhtiöt joutuvat lisäksi tekemään ilmastoraportin ja kuvailemaan keinot, joilla energia- ja ympäristömurrosta (The Energy and Ecological Transition) on tuettu. (FIR, 2016, 12.)

Ranskan laki Energy Transition for Green Growth (LTECV) sisältää Artikla 173-VI:n. Artikla 173-VI toimii noudata tai selitä-periaatteella, jolloin sijoittajilla on joustavuutta valita paras tapa täyttää lain vaatimuksia. Siten säädöksessä raportoidut tiedot esittävät parhaita käytäntöjä. Ranskasta on tullut edelläkävijä sisällyttämällä tämän raportointivelvoitteen lainsäädäntöönsä ja käynnistämällä kansainvälisen liikkeen uusien käytäntöjen ja välineiden suhteen. (FIR, 2016, 5–6.) Artikla 173-VI:n neljästä perusperiaatteesta ensimmäinen on ESG-tekijöiden sisällyttämisen velvollisuuden ulottaminen varainhoitoyhtiöistä instituutiosijoittajiin. Toinen periaate on ilmaston ydinrooli. Kolmas periaate on integroida ESG- näkökulma kahdella tapaa sijoitusstrategiaan, joka tarkoittaa sitä, että tulee huomioida sijoituksen vaikutus ESG-tekijöihin ja ESG-tekijöiden vaikutus sijoitukseen. Neljäs periaate on joustavuus, sillä sijoittajat voivat itse valita noudata ja selitä-periaatteen mukaan käytetyt analyysivälineet ja keinot, jotka parhaiten sopivat heidän strategiaansa. (FIR, 2016, 14.) Novethic on suorittanut tutkimuksen analysoimalla 100 ranskalaista finanssilaitosta ja onnistui tunnistamaan yli 70 artikla 173-VI:n mukaista raporttia. Artikla 173 on laittanut liikkeelle tärkeän liikevoiman, sillä noin 20 tutkimuksen sijoittajaa on ilmoittanut lanseeranneensa ensimmäisen prosessinsa vuonna 2015 tai ilmoittanut suorittaneensa ensimmäisen ESG-analyysin harjoittelun kyseistä raporttia varten. (Novethic, 2017; 2, 13.)

3.7.2 EU:n kestävän rahoituksen sääntely

Euroopan unionilla on iso merkitys suomalaisen vakuutustoiminnan kehittymiseen ja lainsäädäntöön, sillä unionin oikeus on osa suomalaista oikeusjärjestystä velvoittaen kansallisia viranomaisia. EU-lainsäädännössä asetus on voimakkain väline, joka on jäsenmaissa sellaisenaan noudatettavaa oikeutta. (Rantala & Kivisaari, 2020, 98–99.) Sijoittajien on oleellista tunnistaa muuttuvan sääntelyn vaikutukset omiin sijoituspäätöksiin, sijoitusstrategiaan ja käytettyihin vastuullisen sijoittamisen

työkaluihin Vastuulliselle sijoittamiselle on ollut tyypillistä sääntely ohjeistusten ja suositusten muodossa, mutta esimerkiksi Ranskassa, Iso-Britaniassa ja Alankomaissa on jo alan lainsäädäntöä (Hyrske ym., 2020; 56, 275). Iso-Britannian yksityisen sektorin eläkerahastot ovat olleet 3.7.2000 lähtien lain mukaan velvoitettuja huomioimaan vastuullisen sijoittamisen tekijöitä osana kokonaisvaltaista sijoituspolitiikkaansa. Heitä ei ole pakotettu sijoittamaan vastuullisesti, mutta heidän tulee ottaa sosiaaliset ja ympäristölliset tekijät huomioon. (Sparkes, 2001, 194.) EU:n kestävän rahoituksen lakipaketti vaikuttaa suomalaiseen sijoitusalaan lisäämällä läpinäkyvyyttä vastuullisen sijoittamisen asioihin. Lakipaketti koskettaa useita sijoitusalan toimijoita ja tulee odotettavasti vaikuttamaan ja kehittämään vastuullista sijoittamista Suomessa. (Finsif, 2019, 4.)

Kestävä rahoitus tarkoittaa sitä, että sijoittamista koskevassa päätöksenteossa otetaan huomioon ympäristöön ja yhteiskuntaan liittyvät näkökohdat. EU:n komissio lanseerasi vuonna 2018 kestävän rahoituksen toimintasuunnitelman tavoitteena ohjata rahoitusmarkkinoita edistämään kestävän kehityksen tavoitteita. (Finanssivalvonta 2021.) EU:n kestävän rahoituksen lakipaketin osana asetettiin minimistandardi positiivisten ilmastovaikutusten indekseille ja matalahiilisille indekseille tavoitteena lisätä vertailukelpoisuutta, yhteismitallisuutta ja eteenpäin katsovuutta (Landau & Silvola, 2019, 175). EU:n kestävän rahoituksen toimintasuunnitelmassa instituutiosijoittajia koskevia velvoitteita selkeytettiin niin, että instituutiosijoittajien tulee ottaa kestävä kehitys huomioon omassa sijoitusprosessissaan ja sijoitustoiminnasta raportoinnissa (Hyrske ym., 2020, 305). Kestävyystekijöiden huomioiminen sijoitusten päätöksentekoprosessissa voi lisätä rahoitusjärjestelmän vakautta, lisätä reaalitalouden häiriön sietokykyä ja näin vaikuttaa rahoitustuotteiden riski-tuotto-suhteeseen. Tarvittavien tietojen antaminen on tärkeää, jotta lopulliset sijoittajat voivat tehdä sijoituspäätöksensä tietoon pohjautuen. (EU2019/2088.)

EU:n politiikan kontekstissa kestävä rahoitus ymmärretään rahoitukseksi, joka tukee taloudellista kasvua pienentäen samalla ympäristöön kohdistuvia paineita ja huomioiden sosiaaliset ja hallinnolliset näkökohdat. Euroopan komissio on määritellyt kestävän rahoituksen finanssisektorin prosessiksi, jossa huomioidaan ESG-tekijät sijoituspäätöksissä lisäten pitkän aikavälin sijoituksia kestäviin taloudellisiin toimiin ja projekteihin. Ympäristölliset tekijät voivat viitata esimerkiksi ilmastonmuutoksen hillitsemiseen, biodiversiteetin säilyttämiseen, saasteiden vähentämiseen ja kiertotalouteen. Sosiaaliset tekijät voivat viitata esimerkiksi epätasa-arvoon, ihmisoikeuksiin ja investointeihin inhimilliseen pääomaan. Hallinnolliset tekijät tarkoittavat esimerkiksi johtamisrakenteita, työntekijäsuhteita ja johdon palkkioita. (European Commission 2020b.)

Euroopan Komission maaliskuussa 2018 hyväksymä kestävän rahoituksen toimintasuunnitelma pohjautuu High-Level Expert Group on sustainable finance (HLEG) asiantuntijaryhmän suosituksiin.

Kestävän rahoituksen toimintasuunnitelmassa määritetään kokonaisvaltainen strategia rahoituksen ja kestävyyden yhdistämiseksi. Toimenpidesuunnitelma koostuu kymmenestä avaintoimenpiteestä, jotka voidaan jakaa kolmeen kategoriaan. Näitä ovat pääomien ohjaus kohti kestävämpää taloutta, kestävyyden yleistäminen osaksi riskienhallintaa ja avoimuuden sekä pitkän aikavälin suuntautuneisuuden kasvattaminen. (European Commission 2020a.) TCFD:n suositukset sisältyvät High-Level Expert Group on Sustainable Financen (HLEG) vuoden 2018 toimintasuunnitelmaan, jossa neuvottiin tukemaan TCFD:n ohjeita ja implementoimaan suositukset EU-tasolle vetäen johtopäätökset Ranskan Artikla 173:n implementoinnin kokemuksista (PwC, 2019, 15). Toukokuussa 2018 Euroopan komissio hyväksyi paketin toimenpiteistä, joilla toteutetaan useita toimintasuunnitelman avaintoimenpiteitä. Tähän pakettiin sisältyy ehdotus EU:n luokittelujärjestelmän eli taksonomia säädöksestä, ehdotus kestävyyteen liittyvien tietojen antamisen säädöksestä ja vähähiilisten suorituskykymittareiden kehittämisestä. Taksonomiassa luodaan yhtenäistä luokittelujärjestelmää siitä, mitä voidaan kutsua ympäristöllisesti vastuulliseksi taloudelliseksi toiminnaksi. (European Commission 2020a.)Kestävän rahoituksen toimintasuunnitelman toimenpiteisiin kuuluu selkeän luokittelujärjestelmän kehittäminen kestäville toimille, vihreiden joukkovelkakirjalainojen standardi, sijoitusten vauhdittaminen kestäviin projekteihin, kestävyyden sisällyttäminen rahoitusneuvontaan ja kestävyyden suorituskykymittareiden kehittäminen. Lisäksi avaintoimenpiteisiin kuuluu kestävyyden integrointi luottoluokitteluihin, varainhoitajien ja instituutiosijoittajien kestävyyttä koskevien velvollisuuksien selkeyttäminen, vihreyttä tukevan osatekijän esitteleminen EU:n vakavaraisuussäännöissä pankeille ja vakuutuslaitoksille ja kestävän corporate governancen edistäminen. (European Commission 2020a.)

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU 2019/2088) kestävyyteen liittyvien tietojen antamisesta rahoitussektorilla tuli voimaan 10.3.2021. Se edellyttää, että finanssimarkkinatoimijat ja rahoitusneuvojat, jotka tarjoavat vakuutusmuotoisiin sijoitustuotteisiin liittyvää sijoitus- tai vakuutusneuvontaa, julkaisevat kirjalliset toimenpiteet kestävyysriskien huomioon ottamisesta. Asetuksen tavoitteena onkin lisätä avoimuutta siitä, kuinka finanssimarkkinatoimijat ja rahoitusneuvojat huomioivat kestävyysriskit sijoituspäätöksissään sekä sijoitus- ja vakuutusneuvonnassaan. Mikäli kestävyysriskit arvioidaan merkityksellisiksi, asetus velvoittaa ilmoittamaan laadullisesti tai määrällisesti, kuinka kyseiset kestävyysriskit voivat vaikuttaa rahoitustuotteen tuottoon. (EU2019/2088.) EU:n asetuksen tavoite on sijoittajan suojan parantaminen

ja sijoitustoiminnan läpinäkyvyyden edistäminen lisäämällä sijoittajien saamaa tietoa esimerkiksi sijoitustuotteiden kestävän kehityksen tavoitteesta ja kestävyysriskeistä (Finanssivalvonta 2020b).

EU:n asetus (2019/2088) velvoittaa finanssimarkkinatoimijoita ilmoittamaan vuosittaisissa määräaikaiskatsauksissa, mitä kestävyyden vertailuarvoa he käyttävät kestävän tuoton mittaamisessa, kun he tarjoavat rahoitustuotteita, jotka tavoittelevat positiivista vaikutusta ympäristöön ja yhteiskuntaan. Finanssimarkkinatoimijat velvoitetaan julkaisemaan verkkosivuillaan tietoa niistä toimintaperiaatteista, joita sijoitusten päätöksentekoprosessissa käytetään kestävyysriskien huomioimiseksi. Lisäksi rahoitusneuvojat velvoitetaan ilmoittamaan tiedot sijoitus- ja vakuutusneuvontaa koskevista kestävyysriskien huomioimisen toimintaperiaatteista. (EU2019/2088.) Finanssimarkkinatoimijalla tarkoitetaan EU:n asetuksen (2019/2088) 2.artiklan mukaan vakuutusyritystä, joka asettaa saataville vakuutusmuotoisia sijoitustuotteita, salkunhoitoa tarjoavaa sijoituspalveluyritystä tai luottolaitosta, ammatillista lisäeläkettä tarjoavaa laitosta, eläketuotteen kehittäjää, vaihtoehtoisen sijoitusrahaston hoitajaa ja yleiseurooppalaisen yksilöllisen eläketuotteen tarjoajaa. Lisäksi finanssimarkkinatoimijaksi katsotaan vaatimukset täyttävää riskipääomarahaston hoitajaa ja yhteiskunnalliseen yrittäjyyteen erikoistunutta rahaston hoitajaa. (EU 2019/2088.)

Kesäkuussa 2020 julkaistiin taksonomian säännökset. Kiireellisin ja tärkein EU:n kestävän rahoituksen toimintasuunnitelman toimenpide on luoda kestävien toimintojen yhtenäinen luokitusjärjestelmä. Asetus kestävää (EU2020/852) sijoittamista helpottavasta kehyksestä eli taksonomia-asetus on tullut voimaan heinäkuussa 2020, mutta sen soveltaminen alkaa porrastetusti 1.1.2022 ja osan ympäristötavoitteiden osalta 1.1.2023. Asetuksessa (EU2020/852) kestävää sijoittamista helpottavasta kehyksestä vahvistetaan kriteerit, joiden mukaan voidaan pitää jotain taloudellista toimintaa ympäristön kannalta kestävänä ja pystytään määrittämään sijoituksen ympäristökestävyyden aste. Asetusta sovelletaan rahoitustuotteita saataville asettaviin finanssimarkkinatoimijoihin ja yrityksiin, joilla on velvoite julkistaa selvitys muista kuin taloudellisista tiedoista. (EU2020/852.)

Taloudellista toimintaa pidetään EU:n asetuksen (2020/852) mukaan ympäristön kannalta kestävänä, mikäli taloudellinen toiminta täyttää neljä kriteeriä. Ensinnäkin taloudellisen toiminnan tulee edistää merkittävästi yhtä tai useampaa 9. artiklan mukaista ympäristötavoitetta. Nämä tavoitteet ovat ilmastonmuutoksen hillintä, ilmastonmuutokseen sopeutuminen, vesivarojen ja merten luonnonvarojen kestävä käyttö ja suojelu, kiertotalouteen siirtyminen, ympäristön pilaantumisen ehkäisy ja vähentäminen sekä biologisen monimuotoisuuden ja ekosysteemin suojelu ja ennallistaminen. Toisekseen taloudellinen toiminta ei saa aiheuttaa listatuille ympäristötavoitteille

merkittävää haittaa. Kolmanneksi taloudellinen toiminta tulee toteuttaa 18. artiklan mukaisten vähimmäistason suojatoimien mukaan. Vähimmäistason suojatoimet tarkoittavat OECD:n monikansallisten yhtiöiden toimintaohjeiden noudattamista, yritystoimintaa ja ihmisoikeuksia koskevia YK:n ohjaavia periaatteita sekä periaatteita, jotka vahvistetaan Kansainvälisten työjärjestöjen julkistuksessa, joka koskee työelämän perusperiaatteita ja oikeuksia. Neljänneksi taloudellisen toiminnan tulee täyttää tekniset arviointikriteerit, jotka vahvistetaan delegoidulla asetuksella myöhemmin. (EU2020/852.) Euroopan pankkiviranomainen EBA on julkaissut marraskuussa 2020 keskustelupaperin ESG-riskien sisällyttämisestä luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten hallintoon, riskienhallintaan ja valvontaan. Keskustelupaperissa tarjotaan ehdotuksia, miten ESG-tekijät ja ESG-riskit voidaan sisällyttää luottolaitoksia ja sijoituspalveluyrityksiä koskevaan sääntely- ja valvontakehikkoon. Keskustelupaperissa yksilöidään EU:n taksonomian pohjalta ESG-riskin määritelmiä ja tarjotaan yleiskatsaus nykyhetken arviointimenetelmiin. (Finanssivalvonta 2020a.)

3.8 Vastuullinen sijoitustoiminta riskienhallintakeinona

Vastuullisen sijoitustoiminnan avulla voidaan tunnistaa riskejä ja mahdollisuuksia, joita perinteinen taloudelliseen tietoon pohjautuva analyysi ei kykenisi välttämättä tunnistamaan (Finsif, 2019, 23). Vastuullisuusanalyysiä hyödyntämällä voidaan tunnistaa sijoituksen riskejä ja mahdollisuuksia. Kohdeyhtiöön liittyvät riskit voivat olla esimerkiksi sellaisia, jotka vaikuttavat sijoittajan omaan maineeseen merkittävästi. (Landau & Silvola, 2019, 106.) Vastuullinen sijoittaminen on tärkeä riskienhallintakeino, jonka avulla voidaan saavuttaa sijoituksille hyvää tuottoa ilman liian suuria riskejä. Jos vakuutusyhtiö sivuuttaa vastuullisuuden, se voi altistua vaikeasti hallittaville ja huomattaville riskeille. (Rantala & Kivisaari 2020, 150.) Vastuullinen sijoittaminen kuuluukin osaksi riskienhallintaa, parempaa sijoituskohteiden tuntemista ja pitkäaikaisten hyvien sijoitustuottojen tavoittelemista (Hyrske ym., 2020,26). Vastuullisuuden huomioiminen riskienhallinnassa koetaan tässä tutkielmassa lähes välttämättömäksi kehittyvien riskien tunnistamisen ja hallinnan kannalta.

Laskusuhdanteet ovat osoittaneet, että klassisen riskienhallinnan, joka pohjautuu historiallisen suoriutumisen tietoon ja tuottojen normaalijakaumaan, käyttö on rajallista. Tässä näkökulmassa pienen todennäköisyyden, mutta suuren vaikutuksen tapahtumat ovat käytännössä eliminoitu ja niin kutsuttua häntäriskiä ei ole otettu kunnolla huomioon. Ammattimaisessa ja tehokkaassa

riskienhallinnassa on tärkeää, että normaalit ja äärimmäiset riskit on dokumentoitu oikein ja niitä on pienennetty niin paljon kuin mahdollista ilman, että rajoitetaan riskillisen omaisuuserän odotettua riskipreemiota liian radikaalisti. Nämä oletetusti pehmeät ESG-tekijät voivat pitkällä aikavälillä muuttua äärimmäisiksi riskitekijöiksi vakavin taloudellisin seurauksin, ja niillä voi olla merkittäviä vaikutuksia sijoitusten tuloksellisuuteen kaikissa omaisuuslajeissa. (Staub-Bisang, 2012, 119.)

Ilmastoriskien integroiminen olemassa oleviin riskienhallintaprosesseihin edellyttää yhteisen ymmärryksen rakentamista ilmastonmuutoksen käsitteistä ja riskeistä yhtiössä ja nykyisten prosessien mukauttamista niin, että ne huomioivat ilmastoriskien uniikit piirteet (TCFD, 2020,18). Vastuullisen sijoitustoiminnan kontekstissa riskienhallinta seuraa samaa polkua, kuin perinteiset sijoitukset. Ensimmäiseksi tunnistetaan potentiaaliset riskit, kuten markkinariskit, luottoriskit, likviditeettiriskit ja operatiiviset riskit. Toisessa vaiheessa preferenssit kuvataan sopivassa riski-tuotto-profiilissa. Kolmannessa vaiheessa hallitaan portfolion riskejä, ja neljännessä vaiheessa kontrolloidaan riskejä sen arvioimiseksi, onko valitut riskiparametrit kohdattu ja tarvitseeko prosessia mukauttaa. Riskienhallinnan kannalta on olennaista varmistaa, ettei ydinportfolion seulontakriteerit johda merkittävään sijoitusuniversumin kaventumiseen. Lisäksi esille nousee kysymys, tarvitseeko syvällinen kestävyyden tutkimus ostaa ulkoisista lähteistä vai luotetaanko talon sisäiseen tutkimukseen. Suhteellisen tuntemattomille ja riskisille sijoitusteemoille, kuten aurinkoenergialle, voidaan tarvita lisääntynyttä valvontaa ja mahdollisesti taktista asemointia. (Staub-Bisang, 2012, 118.)

TCFD:n periaatteiden mukaan kaikki relevantit toiminnot, yksiköt ja asiantuntijat ovat mukana ympäristöriskien integroimisessa ja jatkuvassa hallinnassa. Periaatteiden mukaan ympäristöön liittyvät fyysiset riskit ja siirtymäriskit pitäisi analysoida lyhyellä, keskipitkällä ja pitkällä ajanjaksolla operatiivista ja strategista suunnittelua varten, mikä voi vaatia perinteistä pidempää suunnitteluhorisonttia. Yhtiöiden, joissa ympäristöriskeistä ei olla perinteisesti keskusteltu tai niitä ei ole arvioitu osana riskienhallintaprosessia, on tärkeää varmistaa perustason ymmärrys ilmastonmuutoksen käsitteistä ja vaikutuksista. (TCFD, 2020, 7–9.) Fyysisten ympäristöriskien lisäksi yhtiöiden tulee ottaa huomioon riskit, jotka liittyvät yhteiskunnan vastaukseen koskien ilmastonmuutosta ja muutosta kohti vähähiilistä yhteiskuntaa, mikä tarkoittaa muutoksia politiikassa, mainevaikutuksia ja muutosta markkinoiden preferensseissä ja teknologiassa. Nousevat teknologiat, kuten uusiutuva energia, vaikuttaa tiettyjen yhtiöiden kilpailuun, tuotantoon, kulujen jakautumiseen sekä heidän tuotteiden kysyntään. (TCFD, 2020, 5.)

4 VASTUULLISUUSRAPORTOINTI

Tämä luku muodostaa tutkielman ensimmäisen empiriaosion, jossa analysoidaan tarkemmin kolmen ranskalaisen henkivakuutusyhtiön vastuullisuusraportteja, jotka on raportoitu Ranskan 173-VI artiklan mukaisesti. Raportit auttavat vastaamaan asetettuihin tutkimuskysymyksiin, ja raporttien analysointi toimii myös apuna haastattelukysymyksien muotoilussa toista empiriaosuutta varten. Raporttien avulla voidaan tutkia ja saada kuva vakuutusyhtiöiden vastuullisen sijoittamisen periaatteista ja niistä riskienhallintakeinoista, joita yhtiöt ovat ottaneet käyttöön. Lisäksi raporteista etsitään vastuullisen sijoittamisen kehityskulkuja ja trendejä sekä syitä sijoittaa vastuullisesti.

Ranskalaiset vakuutusyhtiöt on valittu tarkasteluun, sillä heiltä on edellytetty jo kattavaa ESG-asioiden ja ilmastoriskien raportointia. Koska Ranskaa voidaan pitää vastuullisen sijoittamisen edelläkävijämaana, on mielekästä tutkia heidän käytäntöjään ja tehdä vertailua suomalaisen henkivakuusalan vastuulliseen sijoittamiseen, jota tutkitaan toisessa empiriaosiossa. Uuden EU-lainsäädännön myötä vastuullisen sijoittamisen raportointia aletaan vaatimaan myös EU-tasolla. EU:n asetus kestävyyteen liittyvien tietojen antamisesta on tullut voimaan 10.3.2021. Asetus edellyttää, että finanssimarkkinatoimijat julkaisevat kirjalliset toimenpiteet kestävyysriskien huomioon ottamisesta. Asetus lisää avoimuutta siitä, kuinka kestävyysriskit huomioidaan sijoituspäätöksissä. (EU2019/2088.)

4.1 Aineiston kuvaus ja analysointi

Tutkittava aineisto koostuu kolmen ranskalaisen vakuutusyhtiön CNP Assurances Groupin, BNP Paribas Cardiffin ja AXA Groupin vastuullisen sijoittamisen raporteista. Kaikki raportit ovat vertailukelpoisuuden vuoksi vuodelta 2019. Kaikki kolme vakuutusyhtiötä ovat koostaneet vastuullisuusraporttinsa noudattaen Artikla 173:n vaatimuksia, ja lisäksi ne ovat raportoineet TCFD:n suositusten mukaisesti. Artikla 173 on pakollista lainsäädäntöä, mutta TCFD:n raportointisuositukset ovat vapaaehtoisia. Kaikkien yhtiöiden raporteissa on huomioitu TCFD:n suositukset koskien hallintoa, strategiaa, riskienhallintaa, mittareita ja tavoitteita.

CNP Assurances on Ranskan johtava henkilövakuuttaja. Se tarjoaa henkivakuutuksia, eläkevakuutuksia, henkilökohtaisia riskivakuutuksia ja terveysvakuutuksia. (CNP 2021.) AXA tarjoaa yksilöllisiä henkivakuutuksia ja ryhmähenkivakuutuksia, jotka kattavat säästö- ja eläketuotteita sekä terveys- ja henkilövakuutuksia. Lisäksi AXA tarjoaa myös omaisuus- ja

vahinkovakuutuksia. (AXA 2021.) BNP Paribas Cardif on maailmanlaajuinen johtaja lainaturvavakuutuksien markkinoilla toimien 33 maassa Euroopassa, Aasiassa ja Latinalaisessa Amerikassa. BNP Paribas Cardifin vakuutusratkaisut tarjoavat turvaa tapaturmien, sairauksien, kuoleman ja työpaikan menetyksen varalta. Lisäksi he tarjoavat erilaisia säästöratkaisuja eläkkeelle siirtymistä varten. (BNP 2021.)

Kolmessa raportissa on yhteensä 210 sivua analysoitavaa materiaalia. Aineiston käsittely on aloitettu alleviivaamalla aineistosta kaikki tutkimuskysymyksien kannalta olennainen. Raporteista on alleviivattu kaikki ESG-riskeihin, ESG-riskien hallintaan, vastuullisen sijoittamisen haasteisiin ja mahdollisuuksiin liittyvät asiat. Raporttien analysoinnin tavoitteena on myös ollut selvittää vastuullisen sijoittamisen, siihen liittyvien menetelmien ja raportoinnin kehityskulkuja. Raporteista on siten alleviivattu myös vastuullisen sijoittamisen tavoitteita ja vuosilukuja, jolloin erilaisia vastuullisen sijoittamisen menettelytapoja on alettu ottaa käyttöön ja sijoittaja-aloitteisiin sitouduttu. Lisäksi huomiota on kiinnitetty kansainvälisiin sopimuksiin ja tavoitteisiin, joita raporteissa on tuotu esille. Alleviivausten seurauksena varsinaista analyysia varten kertyi 17 sivua olennaista materiaalia. Tämä materiaali luokiteltiin ESG-riskeihin, riskienhallintakeinoihin, mahdollisuuksiin, haasteisiin ja vastuullisen sijoittamisen kehityskulkuihin. Näiden teemojen sisällä aineistoa jäsennettiin, luokiteltiin ja teemoiteltiin sisällönanalyysin keinoin johtopäätelmiä varten.

Raportoinnin ja vastuullisen sijoittamisen käytänteitä on analysoitu vastuullisuusraporttien pohjalta. Raporteista on nostettu esille erityisesti vastuullisen sijoittamisen eri käytänteiden käyttöönottoajankohtia, vastuullisen sijoittamisen tavoitteita ja erilaisiin sijoittaja-aloitteisiin sitoutumista. Vastuullisen sijoittamisen kehityskulkujen analyysi tehtiin listaamalla erilaiset vuosiluvut aikajanaksi ja muodostamalla näistä johtopäätelmiä. Vastuullisuusriskien hallinnan osuus käsiteltiin keräämällä ja luokittelemalla excel-tiedostoon vastuullisuusriskien erilaisia hallintakeinoja ja niihin liittyviä mittareita ja välineitä. Näistä saatiin muodostettua 8 riskienhallintakeinon luokat.

4.2 Vastuullisen sijoittamisen kehityskulkuja

Vastuullisuusraporteista voidaan huomata, että vastuullisen sijoittamisen historia ulottuu jopa 18 vuoden taakse. CNP on harjoittanut metsäsijoitustensa sertifikointia ja kuulunut Global Compact-aloitteeseen sitoutuen puolustamaan ihmis- ja kansalaisoikeuksia jo vuodesta 2003. Se on myös äänestänyt osakkeenomistajien kokouksissa jo 2015 vuodesta lähtien. (CNP, 2019.) Vuotta 2006

voidaan pitää merkityksellisenä vastuullisen sijoittamisen kannalta, sillä silloin syntyi YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet. Nämä periaatteet ovat vaikuttaneet vastuulliseen sijoittamiseen merkittävästi, ja tyypillisiä vastuullisen sijoittamisen strategioita ja menettelytapoja alkaa näkyä analysoitavien yhtiöiden raporteissa kyseisen vuoden jälkeen. CNP on ottanut käyttöön vastuullisen sijoittamisen strategian ja implementoinut Best-in-class-menetelmän ensimmäisen kerran osakesalkkuunsa samana vuonna. Vuonna 2008 CNP otti myös käyttöön poissulkemisen kriteerit henkilömiinojen ja rypälepommien osalta, ja vuonna 2019 se alkoi integroida ESG-kriteereitä sijoitustoimintaansa. (CNP, 2019.)

BNP kertoi vuoden 2019 vastuullisuusraportissaan, että ESG-kriteereitä on sovellettu sijoituksiin jo 12 vuoden ajan ja vastuullinen sijoittaminen on kuulunut sijoitusstrategian ytimeen viimeisen 10 vuoden ajan. Nämä vuosiluvut ajoittuvat siis pian UN PRI-periaatteiden lanseeraamisen jälkeiseen aikaan. AXA puolestaan allekirjoitti UN PRI-periaatteet heti vuonna 2007 ja lanseerasi ESG-suoriutumista mittaavan pistetyökalun samana vuonna (AXA, 2019). Raporttien pohjalta voidaan siis huomata, että UN PRI-periaatteiden lanseeraamisen jälkeen analysoitavat yhtiöt ovat alkaneet harjoittaa vastuullista sijoittamista ja implementoimaan perinteisiä menetelmiä sijoitustoimintaansa.

Vuotta 2015 voidaan pitää seuraavana merkittävänä vuotena vastuullisen sijoittamisen kehittymisen kannalta, sillä kyseisenä vuotena solmittiin Pariisin ilmastosopimus, Ranska hyväksyi Artikla-173 asetuksen ja TCFD:n raportointisuositukset lanseerattiin. Lisäksi YK:n kestävän kehityksen tavoitteet lanseerattiin kyseisenä vuonna. Muun muassa BNP on tämän jälkeen analysoinut suoraan hallussa olevien osakkeiden osuutta kestävän kehityksen tavoitteissa. Vastuullisuusraporttien perusteella voidaan huomata, että vastuullisen sijoittamisen kenttä on aktivoitunut merkittävästi 2015 vuoden jälkeen ja ilmastoriskien huomioimiseen on alettu erityisesti panostamaan. Esimerkiksi CNP lanseerasi kyseisenä vuonna ensimmäisen ilmastostrategian määrällisin tavoittein ja AXA on pyrkinyt muuttamaan kansainvälisiä ilmastotavoitteita määrällisiksi investointitavoitteiksi. Vuonna 2017 CNP suoritti perusteellisemman tutkimuksen kiinteistöomaisuutensa fyysisistä riskeistä ,ja vuonna 2018 valmistui analyysi suoraan hallussa olevien osakkeiden sekä yritys- ja valtionlainasalkun fyysisistä riskeistä. (CNP, 2019.) Vuonna 2016 yhtiöt ovat raportoineet ensimmäisen kerran ESG-tekijöiden sisällyttämisestä investointistrategiaan Artikla 173:n mukaisesti. Kaikki analyysin yhtiöt ovat vastuullisen sijoittamisen raporteissaan lisäksi hyödyntäneet TCFD:n vapaaehtoisia raportointiohjeita.

Pariisin ilmastosopimuksen jälkeen vastuullisuusraporttien yhtiöissä on alettu painottamaan energia- ja ympäristömurroksen merkitystä. Vuonna 2017 CNP Assurances ja BNP Paribas Cardif painottivat energiamurrosta suorissa sijoituksissa. CNP yhdenmukaisti vuonna 2017 suoraan pidettyjen osakkeiden hallinnan mallisalkkujen kanssa, jotka painottavat voimakkaasti energia- ja ympäristömurrosta (CNP, 2019). Myös BNP julkaisi samana vuonna suoraan omistuksessa olevien yritys- ja joukkovelkakirjasalkkunsa yhdenmukaistamisen Pariisin sopimuksen tavoitteiden kanssa, jossa lämpötilaa rajoitetaan kahteen asteeseen (BNP, 2019).

Yhtiöiden hiililipolitiikka näyttää raporttien perusteella aktivoituneen samoihin aikoihin. AXA raportoi sijoitustensa hiilijalanjäljestä jo vuodesta 2014 lähtien, ja vuonna 2015 se luopui hiiliteollisuudesta (AXA, 2019). CNP aloitti aktiivisen hiilipolitiikan ja hiilijalanjäljen pienentämisen vuonna 2015, jolloin se allekirjoitti Montreal Carbon Pledge-aloitteen, ja vuonna 2016 CNP allekirjoitti myös Carbon Disclosure-aloitteen (CNP, 2019). BNP puolestaan allekirjoitti Montreal Carbon Pledge-aloitteen vuonna 2016 (BNP, 2019). Raporteista voidaan siis selkeästi huomata, että kaikkien analysoitavien yhtiöiden hiilipolitiikka on aktivoitunut Pariisin ilmastosopimuksen lanseeraamisen jälkeen. Vuonna 2018 CNP alkoi sulkea pois yhtiöitä, jotka hankkivat kivihiiltä ja tuottavat kivihiilipohjaista energiaa, kun yli 10 prosenttia niiden tuloista saadaan lämpöhiilestä. Lisäksi se poissulki 120 yritystä, jotka osallistuvat eniten uusien kaivosten ja hiilivoimalaitosten kehittämiseen. (CNP, 2019.) Myös vihreiden sijoitusten kasvattaminen ja niihin liittyvät tavoitteet ovat lisääntyneet vuoden 2015 jälkeen. Vastuullisuusraporttien mukaan vuonna 2015 CNP aloitti vihreät sijoitukset ja vuonna 2016 AXA teki vaikuttavuussijoituksia, jotka kohdistuivat ympäristö- ja sosiaalisiin vaikutuksiin. Vuodesta 2018 AXA on sijoittanut 2,7 miljardia euroa vihreisiin joukkovelkakirjoihin (AXA, 2019).

Ilmastoriskien painottaminen vastuullisuusraporteissa voidaan yhdistää TCFD:n suosituksiin, Artikla 173-asetukseen ja Pariisin ilmastosopimuksen solmimiseen. TCFD:n suosituksissa kehitetään ympäristöön liittyvää raportointia, ja sen mukaan ilmastoriskien integroiminen riskienhallintaprosesseihin edellyttää ymmärrystä ilmastonmuutoksen käsitteistä ja riskeistä yhtiössä (TCFD, 2020). Pariisin sopimuksessa tavoitellaan keskilämpötilan nousun rajoittamista 1,5 asteeseen tiedostaen, että toimenpiteet voisivat merkittävästi vähentää ilmastonmuutoksen riskejä ja vaikutuksia. Sen mukaan tulee nostaa valmiutta sopeutua ilmastonmuutoksen haitallisiin vaikutuksiin. (Pariisin sopimus, 2015.) Artikla 173 vaatii raportoimaan, kuinka ilmastoriskit otetaan huomioon ja ESG-tekijät integroidaan sijoitusstrategiaan. Asetuksen laajemmassa versiossa isoimmat

yhtiöt joutuvat tekemään ilmastoraportin ja kuvailemaan keinot, joilla energia- ja ympäristömurrosta (The Energy and Ecological Transition) on tuettu. (FIR, 2016.)

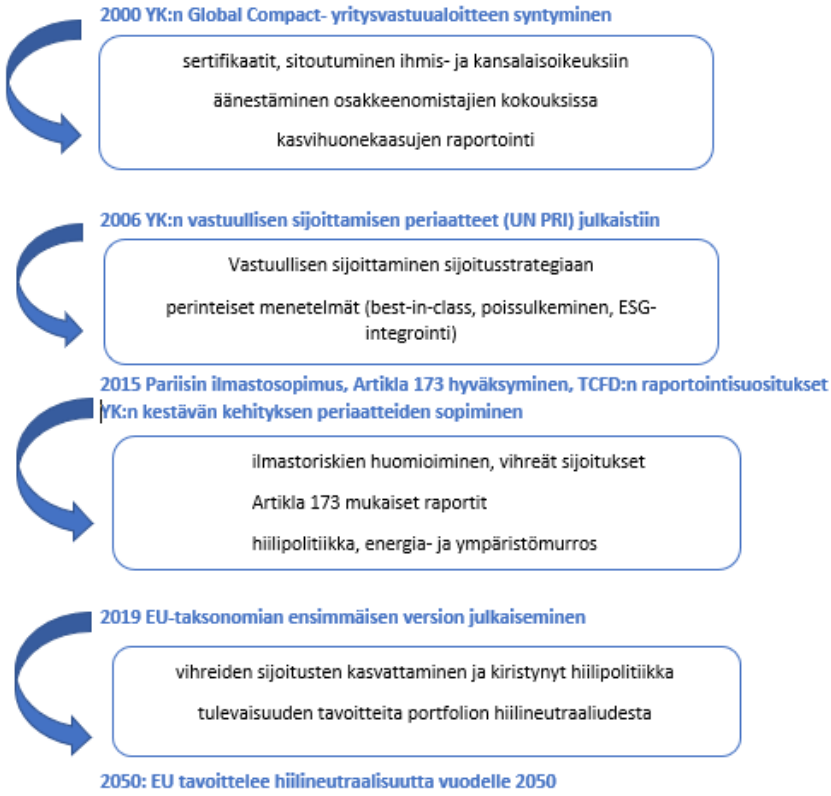
Vuoden 2019 aikana lisättiin vihreitä sijoituksia ja sitouduttiin kunnianhimoisempaan hiilipolitiikkaan. Esimerkiksi CNP sitoutui Net-Zero Asset Owner Allianceen, jonka myötä se sitoutui saattamaan portfolionsa hiilineutraaliksi vuoteen 2050 mennessä Pariisin ilmastosopimuksen tavoitteiden mukaisesti ja kiristi poissulkemisen kriteereitä hiilen osalta (CNP, 2019). EU on asettanut ilmastotavoitteita vuodelle 2030 ja tavoittelee hiilineutraalisuutta vuoteen 2050 mennessä. Vastuullisuusraporttien mukaan CNP on tavoitteen mukaisesti sitoutunut muuttamaan sijoitusportfolionsa hiilineutraaliksi 2050 vuoteen mennessä ja BNP on sitoutunut vahvemmin aikatauluun, jolloin 2030 vuonna luovutaan höyryhiilestä teollisuudessa OECD alueella ja koko maailmassa vuonna 2040. Raporteista voidaan tehdä johtopäätelmä, että yhtiöt seuraavat ja pyrkivät aktiivisesti noudattamaan kansainvälisiä ilmastotavoitteita ja suosituksia sijoituspäätöksissään, sillä he ovat reagoineet niihin. Lisäksi kaikki yhtiöt ovat sitoutuneet useisiin vastuullisen sijoittamisen aloitteisiin. Yhtiöt ovat sitoutuneet näihin oma-aloitteisesti, sillä ainoastaan Artikla 173:n säännökset ovat velvoittavaa lainsäädäntöä ja aloitteisiinkin sitoutuminen on vapaaehtoista.

Raporttien yhtiöt huomioivat sijoitustoiminnassaan kaikki ESG:n osa-alueet eli ympäristölliset, sosiaaliset ja hallinnolliset näkökulmat. Raporteista voidaan kuitenkin huomata, että fokus on viime vuosina yhä enemmän siirtynyt ilmastoriskeihin. Pariisin ilmastosopimuksen tavoitteiden, TCFD:n suositusten ja Artikla 173, joka vaatii isoimmilta yhtiöiltä ilmastoriskien raportointia, voidaan olettaa vaikuttaneen tähän kehityskulkuun. AXA on lanseerannut kolme vaikuttavuusrahastoa, joista vuonna 2013 lanseerattu rahasto keskittyi taloudelliseen osallisuuteen, terveydenhuollon saatavuuteen ja koulutukseen. Vuonna 2016 se lanseerasi toisen vaikuttavuusrahaston, joka keskittyi ympäristö- ja sosiaalisiin vaikutuksiin. Vuonna 2019 perustettu kolmas vaikuttavuusrahasto sen sijaan keskittyi biologiselle monimuotoisuudelle ja ilmastonmuutokselle. Myös tämä on esimerkki fokuksen siirtymisestä ilmastoaiheisiin teemoihin. (AXA, 2019.)

Vastuullisen sijoittamisen kehitys, jossa painotetaan entistä enemmän ilmastoriskejä, korreloi olennaisesti myös World Economic Forumin vuoden 2019 globaaliin riskikyselyyn. Kyseisen vuoden kyselyssä todennäköisimpiä riskejä olivat äärimmäiset sääolosuhteet, ilmastonmuutoksen lieventämisen ja siihen sopeutumisen epäonnistuminen sekä luonnonkatastrofit (World Economic Forum, 2019, 5). World Economic Forumin riskiraporttien vertailu vuosilta 2009–2019 osoittaa ilmastoon liittyvien riskien merkityksen kasvaneen. Vuosina 2009–2010 viiden todennäköisimmän

riskin listaukseen ei päässyt yhtään ympäristöriskiä, mutta tästä eteenpäin ne ovat hallinneet todennäköisimpien riskien listaa. (World Economic Forum, 2019, 8.) Lisäksi tähän kehitykseen voi luonnollisesti vaikuttaa yleinen yhteiskunnallinen kehityskulku kohti ympäristöystävällisempiä yhteiskuntia ja päästövähennyksiä.

Vaikka ESG-asioiden integroiminen tulikin ranskalaisille yhtiöille pakolliseksi Artikla 173 myötä, yhtiöt ovat harjoittaneet vastuullista sijoittamista aktiivisesti jo ennen tätä. Artikla 173:n voidaan kuitenkin ajatella vauhdittaneen etenkin ilmastoriskien hallintaa. Lisäksi yhtiöt alkoivat tämän myötä raportoimaan ESG-asioiden sisällyttämisestä sijoitusstrategiaansa. Raporteista voidaan havaita useita tapoja, joilla yhtiöt ovat pyrkineet kehittämään ja sitoutumaan ESG-asioihin proaktiivisesti. Raporttien perusteella voi tehdä päätelmän, että yhtiöt ovat sitoutuneita ESG-asioihin ja pyrkivät aktiivisesti myös itse kehittämään vastuullisen sijoittamisen käytänteitä ja rahoittamaan tähän liittyvää tutkimusta. Esimerkiksi AXA on testannut useita lähestymistapoja ymmärtääkseen paremmin, miten kansainväliset ilmastotavoitteet voidaan muuntaa sijoitusriskien ja -mahdollisuuksien analyysiksi. Lisäksi se on hyvin varustautunut myötävaikuttamaan ilmastonmuutoksen ymmärtämiseen riskienhallinnan asiantuntemuksen kautta, isolla korvausdatan määrällä ja tutkimuksilla, joita rahoitetaan ilmastoriskien käsittelemiseksi. (AXA, 2019, 2.) BNP osallistuu keskusteluihin etsimällä ja omaksumalla uusia indikaattoreita ilmastotavoitteiden integroimiseksi pitkän aikavälin sijoituspäätöksiin (BNP, 2019, 42). CNP kommunikoi yritysten kanssa säännöllisesti varmistaakseen, että yritykset ovat tietoisia heihin kohdistuvista riskeistä ja mahdollisuuksista ja auttaakseen siirtymässä vähähiiliseen talouteen. Myös äänestysperiaatteissa CPN kannustaa yhtiöitä parantamaan kestävää kehitystä ja raportoimista. (CNP, 2019.)



Kuvio 2 Vastuullisen sijoittamisen kehityskulut

Yllä oleva kuvio 2 tiivistää vastuullisen sijoittamisen kehityskulun, joka on luotu vastuullisuusraporttien pohjalta. Kuvioon on merkitty olennaisimmat vastuullisen sijoittamisen kehitykseen vaikuttavat tapahtumat ja niiden seuraukset.

4.3 Vastuullinen sijoittamisen motiivit ja haasteet

Raporteista nousi esille erilaisia vastuulliseen sijoittamiseen liittyviä mahdollisuuksia ja motivaatiotekijöitä. CNP:n mukaan ESG-kriteerien huomioiminen parantaa arvonluomista ja optimoi tuotto-riski suhdetta ajan kanssa (CNP, 2019). Myös AXA:n mielestä ESG-integrointi voi vaikuttaa pitkän aikavälin sijoitusten menestymiseen, sillä vastuullinen sijoittaminen tarjoaa parantuneen käsityksen riskiajureista (AXA, 2019). Taloudellinen tuotto on olennainen osa vastuullista sijoittamista. AXA kertoo seuraavansa vaikutusinvestointiensa taloudellista tuottoa ympäristö- ja sosiaalisten vaikutusten lisäksi. (AXA 2019, 11) Tarkasteltavat yhtiöt mainitsevat ympäristöriskien yhteydessä sekä potentiaaliset taloudelliset tappiot että tuotot. Esimerkiksi CNP:n raportissa kerrotaan VaR-ilmasto-indikaattorin antavan arvion siirtymä- ja fyysisiin riskeihin liittyvistä mahdollisista taloudellisista tappioista ja voitoista (CNP, 2019, 49). AXA kertoo pyrkivänsä

ymmärtämään paremmin, miten kansainvälisiä ilmastotavoitteita voidaan muuttaa sijoitusriskien ja -mahdollisuuksien analyysiksi (AXA, 2019, 2).

Yksi vastuullisen sijoittamisen olennaisimmista motiiveista on sen riskienhallinnallinen rooli. AXA on integroinut kestävyysriskien hallinnan laajempaan riskienhallintakehykseen ja pyrkii mallintamaan ilmastoriskien vaikutuksia investointeihinsa. AXA arvioi, että "yrityksen ilmastokustannukset" saattavat vähentää keskimäärin 4,8 % niiden yritysten liikevaihtoa, joihin AXA sijoittaa. Tämä puolestaan tarkoittaa 0,2 % sijoitusarvon laskua eli keskimääräisiä "portfolion ilmastokustannuksia". (AXA, 2019.) CNP:n ilmastoriskikomitea seuraa neljännesvuosittain toimenpiteitä, joita on otettu käyttöön ilmastoriskien ulottuvuuksien integroimiseksi kaikille liiketoiminnan osa-alueille sijoitukset mukaan lukien (CNP 2019, 40). Myös BNP:n mukaan vastuullisen sijoittamisen avulla voidaan vaikuttaa sijoitussalkun ilmastoriskeille altistumiseen, ja BNP:n tekemän ilmastoriskianalyysien alustavat tulokset osoittavat toteutetulla ESG-politiikalla olevan positiivinen vaikutus salkkujen tulevaan altistumiseen (BNP, 2019, 56). Riskienhallinta on siis selkeä motiivi kaikissa tarkasteltavissa yhtiöissä. Ilmastonmuutos ei kuitenkaan tarkoita pelkkiä riskejä, vaan se voi tarjota myös mahdollisuuksia. Esimerkiksi CNP:n raportissa muutosriskien jaottelussa oli huomioitu myös varat, joihin energismuutoksella on myönteinen vaikutus (CNP, 2019, 45).

Yksi motivaatiotekijä on myös pyrkimys vaikuttaa koko yhteiskuntaan myönteisesti. CNP:n sijoittamisen lähtökohdat myötävaikuttavat YK:n kestävän kehityksen tavoitteisiin, jotka ovat kohtuullinen työ ja taloudellinen kasvu, vähentynyt epätasa-arvo, kestävä kulutus ja tuotanto, ympäristötoimet, rauha, oikeudenmukaisuus ja vahvat instituutiot. (CNP, 2019.) Myös AXA:n mielestä se on tapa edistää laajempaa sijoittamisen ja yritysvastuun kohdentumista (AXA, 2019). BNP on tietoinen sijoittajien tärkeästä roolista sosiaalisesti oikeudenmukaisemman yhteiskunnan kehittämisessä, ja se on lisännyt sijoituksiaan rahastoihin, joilla on suuri sosiaalinen ja yhteisöllinen vaikutus. (BNP, 67).

Myös sitoutuminen ilmastonmuutokseen näkyy raporteissa. Esimerkiksi AXA uskoo, että jokaisella maailmantalouden toimijalla tulisi olla vastuu vähähiilisen siirtymän tukemisessa ja energiamurrosta tukevien sijoittajien tulisi tunnistaa eri aloilta parhaiten siirtymään valmistautuneet yhtiöt (AXA 2019, 16). BNP tavoittelee instituutiosijoittamisen siirtämistä kohti ympäristömurrosta ja sijoittajien tietämyksen lisäämisen globaalista lämpenemisestä (BNP 2019, 12;23). Kaikki yhtiöt vaikuttavat raporttien perusteella tukevan aidosti energia- ja ympäristömurrosta ja tehneen erilaisia toimenpiteitä

sen eteen. Yhtiöt myös viestittävät, että ympäristöongelmiin puuttuminen on kollektiivista toimintaa, johon sijoittajilla on vastuu osallistua. BNP:n mukaan vastuullinen sijoittaminen auttaa siirtämään taloutta kestävämpään suuntaan, ja kestävän rahoituksen tulisi ottaa osaan kollektiiviseen innovointiin (BNP 2019, 6). Myös AXA kertoo, että ilmastonmuutoksen torjuminen edellyttää kollektiivisia toimia ja että heidän sijoituksillaan voidaan lähettää signaaleja sijoitusyhteisölle (AXA, 2019, 8).

Raporteista nousi esille myös sijoittamisen pitkän aikavälin luonne, joka pohjautuu vastuille vakuutuksenottajia kohtaan. Vastuullinen sijoittaminen voi olla myös pitkän aikavälin arvonluomisen ja arvon säilyttämisen keino. CNP kertoo velvollisuudekseen sitoutua yhä enemmän ilmastonlämpenemisen torjuntaan ja sen aiheuttamaan taloudelliseen riskiin, mikäli se haluaa ylläpitää pitkäaikaisia sitoumuksia vakuutuksenottajia kohtaan. CNP:n mukaan vastuullisen sijoittamisen omaisuuseriin sijoittaminen on keino suojella omaisuuden arvoa, vaikka se voikin vaikuttaa kompastuskiveltä lyhytaikaiselle tuotolle. (CNP, 2019.) Myös BNP painottaa hoitavansa asiakkaidensa säästöjä pitkällä aikavälillä, ja asiakkaat odottavatkin positiivista tuottoa ja myönteisiä vaikutuksia ympäristöön ja yhteiskuntaan (BNP 2019, 6). Vastuullisuusraporttien pohjalta löydetyt olennaisimmat motivaatiotekijät on kuvattu alla olevassa kuviossa 3.

Kuvio 3 Vastuullisen sijoittamisen motivaatiotekijät raporteissa

Yksi olennaisimmista raporteissa esiintyvistä haasteista liittyy mittareihin ja metodologioiden puutteisiin. AXA:n mukaan kansainvälisten ilmastotavoitteiden muuntaminen määrällisiksi

sijoitusmittareiksi on uusi ja monimutkainen riskien mallintamistyö. AXA kertoo joidenkin kokeellisten työkalujen ja mittareiden olevan käytettävissä ja vaativan parannuksia ajan myötä. (AXA 2019, 1.) Mikään indikaattori ei BNP:n mukaan yksinään pysty täyttämään kaikkia rahoitusvarojen suorituskyvyn ja riskianalyysin ilmastoon liittyviä näkökohtia (BNP 2019, 35). Myös AXA on sitä mieltä, että mikään työkalu ei mahdollista nykyään täysin tyydyttävää riskinarviointia. AXA painottaa oikeiden ilmastoskenaarioiden valinnan merkitystä ja erilaisten oletusten ymmärtämistä ja analysointia. (AXA 2019.) BNP kertoo, että ilmastoindikaattoreihin sisältyy metodologinen puolueellisuus ja kattavuusrajat, ja siksi sijoittajan on otettava huomioon nämä rajoitukset (BNP 2019, 35). AXA mainitsee myös ilmastonmuutoksen olevan keskipitkän ja pitkän aikavälin riski, jonka vaikutuksien arviointi toimintaan on monimutkaista (AXA 2019, 8).

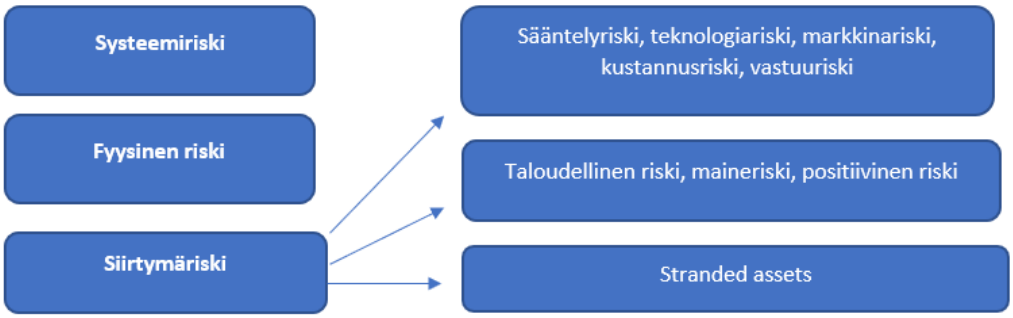
4.4 Raporteissa mainitut ESG-riskit

Vastuullisuusraporteista nousi esille runsaasti erilaisia ESG-riskejä, joita sijoitustoimintaan voi liittyä. Suurin osa raporteista mainituista riskeistä liittyi ilmastoon, mikä on linjassa myös World Economic Forumin vuoden 2019 riskikyselyn kanssa, jossa todennäköisimmät riskit olivat ilmastoon liittyviä (World Economic Forum, 2019, 8). Suuret ympäristöongelmat voivat aiheuttaa taloudellisen riskin, jota vastaan CNP kokee velvollisuutenaan suojautua, mikäli se haluaa ylläpitää pitkäaikaisia sitoumuksia vakuutuksenottajia kohtaan (CNP, 2019, 8). AXA:n mukaan ilmastonmuutos on keskipitkän ja pitkän aikavälin riski, jonka vaikutuksia toimintoihin on vaikea määritellä (AXA, 2019, 8). ESG-riskien katsotaan eroavan perinteisistä ja yleensä hallituista riskeistä ja vaativan asianmukaisia prosesseja (BNP, 2019, 49).

Riskienhallinnassa on olennaista olla tietoinen organisaatiota kohtaavien riskien joukosta (Sweeting, 2011, 94). Tämä pätee perinteisten sijoitusriskien hallinnan lisäksi myös vastuullisuusriskien hallintaan. Myös Vakuutusyhtiölaki kertoo, että vakuutusyhtiö voi sijoittaa varojaan ainoastaan omaisuuteen, joihin liittyvät riskit se pystyy tunnistamaan (VyL 6:20a §). AXA on sisäisessä riskiarvioinnissa tunnistanut kestävyysriskiensä tärkeimmiksi ryhmiksi sosiaaliset riskit, ihmisoikeusriskit, ympäristöriskit ja liiketoimintaan liittyvät riskit. Maiden asemaa AXA kertoo arvioivansa perustavanlaatuisissa kysymyksissä suurten sosiaalisten, ilmastollisten, ja poliittisten riskien suhteen. (AXA 2019.) CNP kertoo luokittelevansa maita erilaisten kriteerien, kuten vapauden, demokratian ja korruption perusteella. CNP:n mukaan heidän omaisuutensa arvo voi olla mahdollisesti altis sääntely-, teknologia-, maine- ja markkinariskeille. (CNP, 2019.) Useisiin eri sektoreihin voi liittyä ESG-riskejä. Esimerkiksi AXA poissulkee sektoreita, kuten hiili- ja öljyhiekka,

kiistanalaiset aseet ja tupakanvalmistajat (AXA, 2019, 3). CNP sulkee sijoituksista esimerkiksi jalkaväkimiinojen, lämpöhiilen, tupakan ja rypäleammusten tuottajia sekä yrityksiä, jotka eivät noudata Global Compactin perusperiaatteita. CNP:llä on sijoitustoimintaa koskevia sääntöjä koskien rahanpesun ja terrorismin rahoituksen torjuntaa ja veroparatiiseja. (CNP, 35;37.)

Systeemiriskin käsite nousee esille BNP:n raportissa, ja yhtiön mukaan ilmastonmuutos aiheuttaa systeemiriskejä kaikille talouden toimijoille. Tämän vuoksi se pyrkii sisällyttämään ilmastokysymykset sijoituspolitiikkaansa edistääkseen vähähiiliseen talouteen siirtymistä. (BNP, 2019.) Yleinen riskijaottelu kaikissa raporteissa ilmastoriskien osalta oli jakaa riskit fyysisiin- ja siirtymäriskeihin. Näiden muutosten luonteesta, nopeudesta ja painopisteestä riippuen siirtymäriskit voivat aiheuttaa organisaatiolle erilaisia taloudellisia ja maineellisia riskejä (AXA, 2019). Fyysiset riskit ovat ilmastonmuutosilmiön aiheuttamia mahdollisia vahinkoja, jotka voidaan jakaa akuutteihin ja kroonisiin riskeihin. Akuutit riskit ovat kertaluonteisia äärimmäisiin ja vakaviin sääilmiöihin liittyviä tapahtumia, ja krooniset riskit johtuvat ilmastojärjestelmien pitkäaikaisista muutoksista. (BNP, 2019, 49.) CNP on suorittanut fyysisten riskien analyysia kiinteistöjen, metsäomaisuuden, suoraan hallussa olevien osakkeiden sekä yritys- ja valtionsalkun osalta saadakseen paremman kuvan ilmastoriskeistä, joille se voi altistua (CNP, 2019).



Kuvio 4 Ilmastoriskien luokittelu.

Siirtymäriskit aiheutuvat siirtymisestä vähähiiliseen talouteen ja pitävät sisällään sääntelyriskejä, teknologisia riskejä, markkina- ja kustannusriskejä sekä vastuuriskejä. Sääntelyriskit aiheutuvat muutoksista poliittisissa toimissa tarkoituksena pakottaa yrityksiä saastuttamaan vähemmän tai tukemaan vihreämpiä käytäntöjä. Teknologiset riskit koskevat teknisiä parannuksia ja innovaatioita, jotka edistävät siirtymistä vähähiilisiin päästöihin. Markkina- ja kustannusriskit ovat tuotteiden ja palvelujen tarjonnan ja kysynnän muutoksia esimerkiksi raaka-ainekustannuksien nousemisen ja kuluttajien käyttäytymisen kautta. Vastuuriskit voivat olla esimerkiksi mahdollisia ilmaston

lämpenemiseen liittyviä vahingonkorvausvaatimuksista. (BNP, 2019, 50.) CNP luokittelee omaisuuserät markkinatutkimuksen perusteella neljään luokkaan koskien siirtymäriskejä. Luokitukseen kuuluu varat, joihin energiamuutos tarjoaa mahdollisuuden, siirtymäriskeille marginaalisesti alttiit varat, TCFD:n mukaan alttiilta sektoreilta olevat varat ja suuririskisiset varat eli stranded assets. (CNP, 2019, 45.) Stranded assets- varat liittyvät fossiilisten energioiden hyödyntämiseen. Nämä varat ovat alttiita arvonalenemisille, jotka voivat liittyä esimerkiksi lainsäädäntöön, kuten hiiliveron täytäntöönpanoon, ympäristörajoituksiin ja teknologisiin innovaatioihin. (BNP, 2019.)

4.5 Vastuullisuusriskien hallintakeinot

Raporttien pohjalta löytyneet vastuullisuusriskien hallintakeinot on luokiteltu ja teemoiteltu. Hallintakeinot voidaan jakaa kahdeksaan teemaan, joista jokainen sisältää lisäksi välineitä ja mittareita. Löydetyt ESG-riskien hallintakeinot ovat hiilijalanjäljen pienentäminen, poissulkeminen, energia- ja ympäristömurroksen mukaisen mallisalkun muodostaminen, analyysi portfolion ilmastoriskeistä, ESG-analyysi, aktiivinen omistajuus, varainhoitajien valvonta sekä vaikuttavuussijoitukset ja vihreät sijoitukset. Nämä luokat sekä niihin liittyvät välineet ja mittarit on kuvattu kuviossa 5. Näiden teemojen lisäksi raporteista löytyneitä hallintakeinoja ovat henkilöstön kouluttaminen ja sertifikaattien käyttäminen metsä- ja kiinteistösijoituksissa.

Poissulkemisen menetelmä on suosittu riskienhallinnan keino. Kaikki CNP:n varat kuuluvat poissulkemissääntöjen piiriin. CNP määrittelee luettelon poissulkemisista ja valvonnassa olevista arvopapereista omiin analyyseihin, rahastoyhtiöiden vastuullisen sijoittamisen asiantuntijoihin ja julkisiin indekseihin luottaen. (CNP, 2019; 31, 35.) Yhtiön energiamurroksen strategiaa voidaan arvioida käyttämällä Carbon transition filteriä, joka luokittelee yritykset niiden hiilipäästöjen mukaan, ja BNP poissulkeekin huonoimpien luokituksen yritykset pois sijoitusmaailmasta. (BNP, 2019.) Poissulkukriteereitä on useita. CNP:n poissulkemispolitiikka perustuu Ranskan hallituksen ja EU:n laatimiin luetteloihin sekä Tax Justice Network -veroparatiisi-indekseihin. Freedom Housen ja Transparency Internationalin luetteloita haetaan myös maista, joilla on ongelmia demokratian, ihmisoikeuksien ja korruption suhteen. Tärkeimmät kriteerit ovat tasapainoinen hallinto, yhteistyö ja julkisen talouden avoimuus. Arvopapereiden negatiivista seulontaa CNP tekee UN Global Compact-periaatteiden mukaisesti. (CNP, 2019.)

Hiilen poissulkeminen on yksi merkittävimmistä poissulkukriteereistä. CNP myy yrityksiä, jotka saavat vähintään 20 prosenttia tuotoista lämpöhiilestä ja sulkee pois yritykset, jotka kehittävät uusia kaivoksia ja hiilivoimaloita (CNP, 2019, 35). BNP sulkee pois yrityksiä, jotka tuottavat sähköä siten, että yli 30 prosenttia sähköstä tuotetaan tosiasiallisesti kivihiilestä. Lisäksi se poissulkee kaivosyhtiöt, joissa yli 10 prosenttia tuloista syntyy lämpöhiilestä. (BNP, 2019.) AXA poissulkee tiettyjä hiili-intensiivisiä aloja, kuten kivihiilen ja öljykentät. Lisäksi se poissulkee muun muassa kiistanalaisten aseiden ja tupakan tuottajat. (AXA, 2019,3.) BNP on perustajajäsen vuonna 2018 perustetussa Tobacco-Free Finance Pledgessä, jossa sitoudutaan irtautumaan tupakkasektorista (BNP, 2019). Myös CNP on pysäyttänyt kaikki uudet tupakka-alan investoinnit, ja se on poissulkenut jalkaväkimiinojen ja rypäleammusten tuottajia jo vuodesta 2008 (CNP, 2019, 35).

Tutkittavilla yhtiöillä on erilaisia tavoitteita, joissa hiiliteollisuuden sijoituksia vähennetään tai niistä hankkiudutaan eroon. CNP:n tavoitteena on pienentää hiilijalanjälkeä portfolion suorissa osakesijoituksissa ja kiinteistöissä. CNP kuuluu Net-Zero-Asset Owner-Allianceen, jossa se on sitoutunut muuttamaan sijoitusportfolionsa hiilineutraaliksi vuoteen 2050 mennessä ja raportoimaan edistyksestään säännöllisesti. (CNP, 2019.) BNP on sitoutunut vahvemmin aikatauluun, jossa vuonna 2030 luovutaan höyryhiilestä teollisuudessa OECD alueella ja vuonna 2040 koko maailmassa. Montreal Carbon Pledgen allekirjoittamalla sitoudutaan mittaamaan portfolion hiilijalanjälki ja julkaisemaan tulokset vuosittain. BNP julkaisee myös Trucost-analyysin, joka mittaa yritysten pääoma- ja joukkolainasalkussa olevien yritysten fossiilivarannoista tulevaisuuden hiilidioksidipäästöt. (BNP, 2019.) AXA on myös raportoinut 2014 vuodesta lähtien sijoitustensa hiilijalanjäljen, joka näyttää jatkuvaa laskua (AXA, 2019).

Osakesalkut voidaan perustaa ja yhdenmukaistaa mallisalkkuihin, joissa painotetaan vahvasti tapaa, jolla yritykset osallistuvat energia- ja ympäristömuutokseen edistämiseen. Vuoden 2017 lopusta lähtien CNP:n suoraan hallittujen osakkeiden hallinta on yhdenmukaistettu mallisalkkujen kanssa, jotka painottavat voimakkaasti energia- ja ympäristömuutosta. (CNP, 2019, 24.) Samana vuonna BNP on julkaissut suorassa omistuksessa olevien yritys- ja joukkovelkakirjalainasalkkujensa yhdenmukaistamisen Pariisin sopimuksen tavoitteen kanssa, jossa rajoitetaan lämpeneminen alle kahteen asteeseen. BNP käyttää tähän kahta menetelmää, jotka ovat The Carbon Impact Analytics (CIA) ja tiedepohjainen 2 ° C- alignment (SB2A). Esittelemällä molempien menetelmien tulokset BNP osallistuu keskusteluihin ja myötävaikuttaa uusien menetelmien etsimiseen ja omaksumiseen. (BNP, 2019, 42.) Salkun mukauttaminen kansainvälisiin ilmastotavoitteisiin edellyttää innovatiivisten ja tulevaisuuteen katsovien mittareiden testausta. AXA testaa erilaisia

lähestymistapoja ymmärtääkseen paremmin, miten kansainväliset ilmastotavoitteet voidaan muuttaa sijoitusriskien ja -mahdollisuuksien analyysiksi. Vuodesta 2018 AXA on hyödyntänyt sveitsiläisen fintechin Carbon Deltan siirtymäriskimallia, joka tuottaa lämpenemispotentiaali- mittarin. (AXA, 2019; 3, 16.)

Aktiivinen omistajuus on keskeinen ESG-riskien hallintatyökalu ja vaikuttamiskeino kaikissa tarkasteltavissa yhtiöissä. Aktiivinen omistajuus toteutuu äänestämällä ja käymällä dialogia yhtiöiden kanssa. CNP on äänestänyt systemaattisesti osakkeenomistajien kokouksissa jo vuodesta 2005. Äänestysperiaatteissa se puolustaa oikeuksiaan pienenä osakkeenomistajana ja kannustaa yhtiöitä parantamaan kestävää kehitystä, hallinnointia ja raportoimista. (CNP, 2019.) AXA äänestää joko suoraan yhtiöiden kanssa tai osana sijoittajien liittoutumia, kuten Climate Action 100+ (AXA, 2019). BNP:n vuoden 2019 sijoitusstrategiassa vahvistetaan aktiivista omistajuutta, ja BNP on lähettänyt kirjeitä kannustaakseen yrityksiä avoimuuden lisäämiseen ja ympäristöasioiden hallinnan parantamiseen. BNP:n mukaan yhtiökokouksissa äänioikeuden käyttö on välttämätöntä, koska se myötävaikuttaa hyvään hallintotapaan. (BNP, 2019.) Keskusteluissa yhtiöiden kanssa saa paremman käsityksen yhtiöiden valinnoista etenkin suhteessa hallintoon ja energia- ja ympäristömurrokseen. CNP pyrkii kannustamaan yrityksiä luovuttamaan tietoa ilmastonmuutokseen liittyvistä riskeistä ja parantamaan yhtiöiden hallintoa. (CNP, 2019, 19.)

Vaikuttavuussijoituksilla (impact investing) tavoitellaan positiivista sosiaalista ja ympäristöllistä vaikutusta. Kaikki analyysin kohteena olevat yhtiöt olivat kehittäneet näitä sijoituksia. AXA on vaikuttavuussijoittamisen proaktiivinen pelaaja. Se on lanseerannut kolme vaikuttavuusrahastoa, jotka käsittelevät sosiaalisia- ja ympäristövaikutuksia. (AXA, 2019, 3.) Myös CNP on sijoittanut useisiin yhteiskunnallisesti hyödyllisiin rahastoihin (CNP, 2019). AXA, CNP ja BNP ovat kaikki kasvattaneet vihreitä sijoituksiaan. BNP on ottanut osaa innovatiivisiin ilmastorahastoihin Climate Target Fund, jotka levittävät Pariisin ilmastosopimuksen tavoitteisiin mukautuvia käytäntöjä (BNP, 2019, 12). CNP on sijoittanut puhtaan energian ja teollisuuden sekä cleantech-sektorien pääomarahastoihin. Se on myös tehnyt suoria ja epäsuoria investointeja uusiutuvan energian infrastruktuuriin, kestävään liikkuvuuteen sekä veden ja jätteiden käsittelyyn. CNP laski vuonna 2019 liikkeelle ensimmäisen green bondin, jolla se rahoittaa vihreitä hankkeita muun muassa korkean energiatehokkuuden rakennusten, kestävästi hoidetun metsän ja vihreän infrastruktuurin parissa. (CNP, 2019.)

Vastuullisuusraporttien mukaan ESG-analyysin tekeminen on yleinen hallintakeino. BNP:n ESG-analyysi sisältää BNP Paribas Groupin ja BNP Paribas Cardifin sektoripolitiikat. Analyysin toinen vaihe on ESG-kriteerien integrointi, johon sovelletaan best-in-class menettelyä. Prosessi perustuu Vigeo Eirisin luokitusmenetelmään, jonka avulla voidaan arvioida kunkin yrityksen ESG-suorituskykyä ja riskejä 38 kriteerin avulla. Kriteerit on ryhmitelty kuuteen luokkaan, jotka ovat ympäristö, henkilöresurssit, ihmisoikeuksien kunnioittaminen työssä, markkinakäyttäytyminen, kansalaisten sitoutuminen ja hallinnointi. Arvopaperille tai yritykselle annetaan luokitus sektorin ja suoritustason perusteella kussakin kuudessa luokassa, ja toimialallaan parhaan tuloksen saaneita suositaan lopullisessa sijoituspäätöksessä. Prosessiin kuuluu myös carbon transition-filtteri. Kun kyseessä on BNP:n itse hallinnoimat suorat sijoitukset, ESG-tietoa kerätään ja analysoidaan yhtiön tasolla ja ESG-analyysi integroidaan sijoitusjoukkoon. Kun ulkoinen hallintayhtiö hallinnoi sijoituksia, ESG-dataa kerätään ja analysoidaan rahastotasolla sekä arvioidaan ESG-tiedon integroimista rahastoihin ja hallintayhtiön sitoutumista. (BNP, 2019.)

Vuonna 2019 BNP vahvisti ESG-analyysiään valtion obligaatioihin, ja siinä arvioidaan valtioiden ympäristö-, sosiaalisia ja yhteiskunnallisia kysymyksiä koskevaa politiikkaa ja toimenpiteitä. Esimerkiksi ympäristövastuun taso heijastaa maan energiayhdistelmää, kansallista hiilijalanjälkeä ja Pariisin sopimuksen kaltaisten sopimusten hyväksyntää. BNP integroi analyysiinsä myös esimerkiksi kasvihuonekaasupäästöjä ja hiilidioksidipäästöjä koskevia indikaattoreita. (BNP, 2019.) CNP käyttää systemaattista ESG-integrointia kiinteistö-, metsä-, ja osakesijoituksissa. CNP on päättänyt tehdä suurimmaksi osaksi suoria sijoituksia yhtiöihin, valtioihin, kiinteistöihin ja metsiin, jolloin ESG-integroiminen on helpompaa. ESG-kriteereiden integroimista ohjaavat ehdot ovat ihmisoikeuksien kunnioittaminen, ympäristönsuojelu, energia- ja ympäristömurroksen tukeminen ja korruption vastainen taistelu. Best-in-class menetelmässä etusija annetaan sijoituksille yrityksiin, joilla on sektorinsa parhaat ESG- luokitukset. (CNP, 2019.)

CNP:n omaisuudenhoitaja LBPAM tarjoaa SRI- ja finanssianalyytikkoryhmän, joka käyttää ulkoisia lähteitä analysoidakseen ESG-haasteita keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Kunkin yrityksen tuotteita arvioidaan suhteessa energiansiirtoon, kasvihuonekaasujen vähentämiseen ja pitkän aikavälin haasteisiin vastaamiseen. SRI-tiimi laatii SRI-luokituksen luomista varten kutakin toimialaa varten painopistematriisin, joka on sidottu toimialakohtaisiin kysymyksiin. Omaisuudenhoitaja Mirovan ESG-analyysi CNP:lle pohjautuu riskejä ja mahdollisuuksia koskevaan lähestymistapaan, jossa keskitytään tekijöihin, joilla todennäköisesti on konkreettinen vaikutus tarkasteltavaan omaisuuteen ja yhteiskuntaan. Analyysi edellyttää tuotteiden ja palvelujen koko elinkaaren tarkastelua aina raaka-

aineiden louhinnasta loppuun asti. Analyysissa käytetään laadullista luokitusasteikkoa ja arvioidaan omaisuuserän kestävän kehityksen tavoitteet luokissa negatiivinen, riskialtis, neutraali, positiivinen ja sitoutunut. (CNP, 2019.)

AXA seuraa sijoitustensa ESG-suorituskykyä yksityiskohtaisesti hyödyntämällä omia työkaluja, joissa yhdistetään perustavanlaatuinen ja määrällinen analyysi erikoistuneeseen ulkoiseen tutkimukseen päävarallisuusluokkiin keskittyen. AXA integroi ESG-tekijöitä ja hiilimittareita sijoitusprosessiin useimmissa omaisuuslajeissa käyttämällä KPI-mittareita ja laadullista tutkimusta. Tähän kuuluu ESG: n "vähimmäisstandardien" täytäntöönpano, jotta voidaan tarkastella ja sulkea pois sektoreita ja yhtiöitä, jotka kohtaavat akuutteja sosiaalisia-, ihmisoikeus-, eettisiä- ja ympäristöhaasteita. ESG-pisteytyskehys pohjautuu julkisille tietolähteille, kuten OECD, YK ja Maailmanpankki. (AXA, 2019.)

Vastuullisuusraporttien mukaan portfolion ilmastoriskeistä voi tehdä monenlaista analyysia useiden eri mittareiden avulla. Raporttien mukaan kaikki yhtiöt ovat tehneet portfolion ilmastoriskeistä analyysia, jossa on huomioitu niin siirtymä- kuin fyysisetkin riskit. Ilmastoriskejä voidaan mallintaa käyttämällä altistumis- ja korvausdataa ilmastotieteen ja "riskinottohalukkuuden" kanssa. Ilmastoriskianalyysiä tehdään sijoitusriskien näkökulmasta yhdistämällä liiketoiminnan siirtymäriskikustannukset, fyysiset kustannukset ja vihreät tulot, jolloin saadaan määriteltyä yritysten ja portfolion ilmastokustannukset. AXA arvioi myös, miten ilmastonmuutos ja äärimmäiset sääolosuhteet voivat vaikuttaa reaalivaroihin käyttämällä sisäistä metodia, joka on ensisijaisesti suunniteltu vakuutuskorvausriskien analysointiin. (AXA, 2019, 3.)

Eri omaisuuslajien ilmastoriskien mittaamiseen on raporttien mukaan sovellettu hieman erilaisia mittareita. Yritysten joukkovelkakirjalainoissa mittarina on käytetty vältettyjä päästöjä ja valtionlainoissa hiili-intensiteettiä ja energialähteiden osuutta mittaavaa energy-mixiä. Osakkeissa ja yrityslainoissa voidaan käyttää myös hiili-intensiteettiä, energiamurroksen strategiaa ja lämpötilaa tarkoituksena laskea yhteensopivuus Pariisin sopimuksen kanssa ja portfolion lämpenemispotentiaali. (BNP, 2019, 21.) Ilmasto-VaR-indikaattori antaa arvion siirtymisriskeihin ja fyysisiin riskeihin liittyvistä mahdollisista taloudellisista tappioista ja voitoista. Salkun VaR antaa salkun mahdolliset taloudelliset tappiot tai voitot ilmaistuna prosentteina markkina-arvoisista varoista. Tätä menetelmää sovellettaessa osakesalkku voi mahdollisesti aiheuttaa yli 3,5 prosentin taloudellisia menetyksiä sen arvosta, kun taas yrityslainasalkkuun vaikutus on marginaalinen. (CNP, 2019.)

Siirtymäriskejä voidaan hallita yritysten ja kiinteistöjen hiilijalanjäljen pienentämisellä, energia- ja ympäristömurroksen investoinneilla ja aktiivisella omistajuudella sitoutumalla yritysten kanssa niiden altistumisen mittaamiseen ja vähentämiseen (CNP, 2019.) BNP keskittyy siirtymäriskien analysoinnissa kahteen alueeseen, jotka ovat salkun altistuminen tulevaisuuden hiilen hinnalle ja stranded assets- varoille (BNP, 2019, 53). Siirtymäriskien seurantatyökaluja on muun muassa neljännesvuosittainen raportointi vihreistä varoista, lämpöhiileen liittyvien tulojen seuranta, kaivoksiin ja lämpöhiilivoimalaitoksiin liittyvän uuden kehityksen seuraaminen, metsän hiilidioksidin sitominen ja siirtymäriskin taloudelliset vaikutukset (VaR). CNP tekee vuonna 2023 päättyvää segmenttianalyysiä, jossa valvotaan suoraan hallussa olevia osakkeita ja joukkovelkakirjoja aloilla, jotka Bloomberg on luokitellut eniten alttiiksi siirtymäriskille, kuten energia-, liikenne - ja rakennusala. CNP kehotti S&P Trucostia määrittelemään salkkunsa sähkönjakauman arvioidakseen siirtymäriskiä suoraan hallussa olevaan valtion joukkolainasalkkuun. (CNP, 2019.)

Fyysisten riskien hallintakeino on ensinnäkin omaksua uudet riskit, raportoida niistä ja jakaa tulokset sijoitus- ja riskiosaston sekä kiinteistö- ja metsänhoitoyritysten kanssa. Fyysisten riskien osalta BNP:n alkuanalyysi kattaa seitsemän ilmastovaaraa, jotka voivat vaikuttaa salkkuihin kuuluvien yritysten toimintaan. Trucost suoritti näiden ilmastovaarojen pitkän aikavälin analyysin, joka mahdollistaa maantieteellisen kartoituksen fyysisen omaisuuden kohtaamista vaaroista ja portfoliolle riskillisten ilmastovaarojen tunnistamisen. (BNP, 2019, 50.) CNP on tilannut konsulttiyritys Indefin kartoittamaan liikkeeseenlaskijoiden maantieteellisen haavoittuvuuden ilmastonmuutokselle analysoidakseen suoraan hallussaan olevien pörssinoteerattujen arvopapereiden, osakkeiden ja joukkovelkakirjojen altistumista fyysisille riskeille. Fyysisten riskien seurantatyökaluihin kuuluu muun muassa fyysisen riskin taloudelliset vaikutukset (VaR), altistumisaste ja haavoittuvuus sekä fyysisen riskin analyysi metsänhoitosuunnitelmassa. (CNP, 2019.)

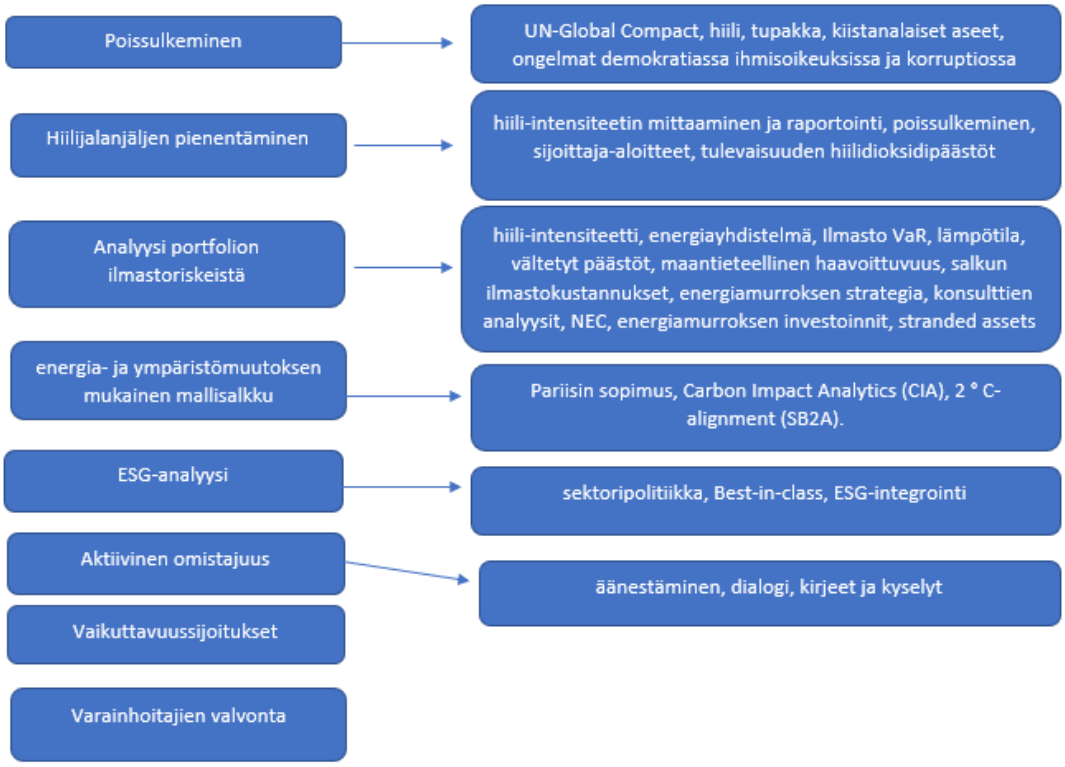
Yhtiöt ulkoistavat varojensa hallintaa rahastoyhtiöille ja varainhoitajille. Esimerkiksi CNP: n listattujen varojen hallintaa hoitaa omaisuudenhoitoyhtiöt Ostrum ja LBPAM, ja myös metsä- ja kiinteistösijoituksia hoitaa varainhoitoyhtiö. Varainhoitoyhtiö suorittaa ESG-analyysin ennen kiinteistövarallisuuden hankkimista ja hallinnoi kiinteistöjä linjassa CNP:n ESG-periaatteiden kanssa. Varainhoitajien valvonta on olennainen ESG-riskien hallintakeino ja osa vastuullista sijoittamista. CNP:n sijoitusosasto valvoo omaisuudenhoitoyhtiöiden ESG-prosesseja, jotka käyttävät omia SRI-analyytikkojaan. Neljännesvuosittain kukin rahastoyhtiö esittää salkkunsa ESG-luokitukset, kehityksen, alakohtaisia kysymyksiä ja riskisiä arvopapereita CNP:n SRI- komitealle. CNP määrittelee poissulkemisten käyttöä, aktiivisen omistajuuden periaatteita ja varmistaa

vastuullisen sijoittamisen periaatteiden kunnollisen käytön. Varainhoitoyhtiöt soveltavat sijoituspolitiikkaa käyttäen omia ESG-mekanismeja ja raportoivat CNP:lle ohjeidenmukaisuudesta (CNP, 2019.) Kun sijoituksia hallinnoi ulkoinen hallintayhtiö, BNP kerää ja analysoi ESG-dataa rahastotasolla ja arvioi hallintayhtiöiden sitoutumista. BNP tekee varainhoitoyhtiöille kyselyn niiden SRI-käytännöistä ja ESG-kriteerien integrointitasosta. (BNP, 2019; 14, 32.)

CNP tekee joka toinen vuosi ESG-tutkimuksen rahastoyhtiöistä, joka kattaa SRI-sitoumukset, kiistanalaisia aseita, kauppasaartoja ja veroparatiiseja koskevat säännöt sekä ympäristö- ja energiasiirtokysymyksen sisällyttämisen äänestyspolitiikkaan. (CNP, 32.) Välillisten sijoitusten osalta rahastoyhtiöiden sitoutuminen on välttämätöntä, ja BNP kysyy yrityksiltä joka vuosi, kuinka ne integroivat ESG-kriteerit sijoituskohteisiinsa (BNP, 2019, 32). Esimerkiksi indeksirahastot, ja strukturoidut tuotteet sisältävät vain vähän ESG-kriteerejä sijoitusprosesseissa. BNP kannustaa voimakkaasti rahastoyhtiöitä ottamaan ESG-analyysit huomioon prosesseissaan. BNP soveltaa ESG-vaatimuksia myös pääomasijoituksiin, infrastruktuureihin ja yksityisiin velkarahastoihin. Due diligence -kyselylomakkeisiin on sisällytetty ESG-kriteerien integrointi omaisuudenhoitoyhtiöön, kriteerien täytäntöönpano ja kohdeyritysten ESG-kriteereihin perustuva seuranta. (BNP, 2019.)

Lisäksi raporteista voitiin huomata henkilöstön kouluttamisen ja sertifikaattien käyttämisen kiinteistö- ja metsäsijoituksissa kuuluvan ESG-riskien hallintakeinoihin. Raporttien mukaan henkilöstöä koulutetaan aktiivisesti ESG-asioissa. CNP:n konsernin sijoitus- ja riskiosastojen työntekijät ovat saaneet fyysisiä ilmastoriskejä koskevan koulutuksen osana portfoliosijoituksia koskevaa opiskelua, ja työntekijöitä sijoitusyksikön ulkopuolella informoidaan säännöllisesti vastuullisen sijoitustoiminnan strategiasta. (CNP, 2019.) Myös BNP kouluttaa henkilöstöään, ja sen mukaan ESG-asioiden strategiaa tukee työntekijöiden vahva sitoutuminen (BNP, 2019, 22).

Sijoitustoiminnassa sijoitusstrategiat voidaan jakaa aktiivisiin ja passiivisiin. Passiivisessa sijoitusstrategiassa ei uhrata resursseja tiedon hankkimiseen, mutta aktiivinen sijoitusstrategia sen sijaan vaatii rahaa ja aikaa tiedon hankkimiseksi tai strategian delegoimiseksi ammattilaisille. Viime vuosikymmenien aikana passiiviset indeksirahastot ovat tuottaneet useita aktiivisesti johdettuja rahastoja paremmin. (Bodie ym., 2014, 188–189.) Tämän empiriaosuuden pohjalta vastuulliseen sijoittamiseen voidaan nähdä liittyvän usein aktiivinen sijoitusstrategia, jossa käytetään resursseja tiedon hankkimiseen. Vastuullisen sijoittamisen sijoitusstrategia voikin haastaa perinteisessä sijoitustoiminnassa hyväksi havaitut sijoitusstrategiat tiedon hankkimisen osalta.



Kuvio 5 Riskienhallintakeinot

5 ASIANTUNTIJAHAASTATTELUT

5.1 Asiantuntijahaastatteluiden toteutus

Tämä osio koostuu asiantuntijahaastatteluista. Asiantuntijahaastattelut on toteutettu teemahaastatteluina, jossa kysymykset on määritelty ennalta, mutta niihin on pystynyt vastaamaan vapaasti. Haastatteluihin pyrittiin valitsemaan henkilöitä, joilla on asiantuntemusta instituutiosijoittamisesta ja valmiuksia vastata asetettuihin haastattelukysymyksiin.

Haastateltavien esittely:

Asiantuntija A: Henkilö on vastuullisen sijoittamisen asiantuntija. Hän on toiminut vastuullisen sijoittamisen parissa noin kahdeksan vuotta ja finanssialalla parisen kymmentä. Henkilö A:n työtehtäviin kuuluu vastuullinen sijoittaminen laaja-alaisesta, muun muassa vastuullisen sijoittamisen kehittäminen ja koordinointi sekä raportointi.

Asiantuntija B: Henkilö työskentelee sijoitusjohtajana henkivakuutusyhtiössä. Hänellä on 20 vuoden kokemus instituutiosijoittamisesta.

Asiantuntija C: Henkilön tehtävänimi on senior portfolio manager. Hän on nimettynä sijoitusyksikön vastuuhenkilöksi ja vastaa kahden muun henkilön kanssa sijoituksista. Henkilö C:n tehtäviin kuuluu sijoitusstrategian määrittäminen ja varainhoitomandaattien seuraaminen, hallinta ja valvonta sekä korkoriskihallinta koronvaihtosopimuksilla.

Asiantuntija D: Henkilö on vastuullisuusjohtaja. Hänen työnkuvaansa kuuluu vastuullisuusasioiden koordinointi. Hänen työnkuvaansa ei kuulu pelkästään sijoituspuoli, vaan kaikki ESG-asiat. Hän on paljon yhteistyössä yhtiön eri aihealueiden tiimien kanssa, jota kautta syntyy myös linkki sijoitusmaailmaan.

5.2 Vastuullinen sijoittaminen ja ESG-riskit

Haastattelut aloitettiin kysymällä haastateltavilta, miten he määrittelevät ja ymmärtävät vastuullisen sijoittamisen käsitteen. Henkilö C liittää vastuullisen sijoittamisen laveasti määriteltynä kolmeen isoon kirjaimeen eli ympäristöön, sosiaaliseen vastuuseen ja hallintoon liittyviin asioihin ja niiden hyvin hoitamiseen. Henkilö A:n mukaan vastuullinen sijoittaminen pyrkii parantamaan salkun

tuotto-riski-suhdetta huomioimalla niin kutsutut ESG-tekijät perinteisen taloudellisen analyysin ohella. Myös Henkilö D mainitsee sen merkityksen perinteisen taloudellisen analyysin täydentäjänä. Hän määrittelee käsitteen seuraavasti:

> *"Vastuullinen sijoittaminen tarkoittaa sijoitustoimintaa, jossa ESG-näkökohdat huomioidaan sijoitusanalyysissä ja päätöksenteossa sekä sijoituksista raportoitaessa. Näemme, että vastuulliseen sijoittamiseen kuuluu myös aktiivinen omistajuus ESG-asioissa."*

Henkilö B:n määritelmä on samankaltainen, sillä hän nostaa esille myös ei-finanssi informaation eli ESG-asioiden huomioimisen sijoituspäätöksenteossa ja aktiivisen omistajuuden. Myös henkilö C nostaa esille omistajanohjauspolitiikan osana vastuullisuuden käsitettä laajemmin, eli ei ole oikein sallia ihan pähkähulluja päätöksiä yhtiöiden hallinnossa ja päätöksenteossa.

Myös riskienhallinnallinen puoli nostettiin esille käsitteen yhteydessä. Henkilö D kertoo, että yhtiössä nähdään vastuullisen sijoittamisen pyrkivän yhdistämään paremman riskienhallinnan ja salkun tuoton sekä heijastelemaan sijoittajien arvomaailmaa. Hänen mukaansa ESG-kysymyksiä arvioidaan samaan aikaan yhdessä muiden sijoitusten riski-tuotto-suhteeseen vaikuttavien tekijöiden kanssa siksi, että heillä on hyvin integroitu ajattelu siitä, että se kuuluu osana sijoitustoiminnan sijoitusprosesseihin ja sijoituspäätösten tekoon. Myös henkilö A:n mukaan vastuullinen sijoittaminen pyrkii parantamaan salkun tuotto-riski-suhdetta. Henkilö B nostaa lisäksi esille sen, että miettiikö käsitettä pelkästään riskeinä vai myös mahdollisuuksina eli onko siinä mukana myös vaikutusten arviointi eli impaktipuoli. Nykyaikaisessa riskienhallinnassa riskejä voidaan luonnehtia positiiviseksi ja negatiiviseksi (Kivisaari & Kahola, 2017, 14). Sama riskiajattelu koskee siis myös vastuullista sijoittamista.

Henkilö A:n mukaan vastuulliseen sijoittamiseen on monta erilaista lähestymistapaa, mutta myös kääntäen toisinpäin, siihen ei ole yhtä oikeaa lähestymistapaa Vastuullisen sijoittamisen käsite aiheuttaa myös hämmennystä. Henkilö C kertoi, että SFDR-sääntelyä lukiessaan ja miettiessään hänelle tuli koko ajan vakuuttuneempi olo siitä, että hän ei oikeastaan ihan tarkkaan varmaan edes tiedä, mitä kaikkea vastuullinen sijoittaminen tarkoittaa:

> *" Tavallaan käytännön asia on se, että enää ei voi sulkea silmiä siltä, minkälaisia vaikutuksia sijoituksilla on esimerkiksi ympäristöön, työntekijöiden hyvinvointiin tai yhtiön käyttäytymiseen, vaan ne pitää ottaa huomioon ja tehdä osaksi päätöksentekoa. Tavallaan voimakkaammin tuo esille sen, että sillä on väliä, sijoitetaanko hiilikaivokseen vai tuulivoimaan. "*

Kaikki haastateltavat ovat yksimielisiä siitä, että ympäristöasiat ovat olleet viime aikoina eniten esillä. Henkilö D:n mukaan keskustelu ilmastoon liittyen on lisääntynyt, ja myös sidosryhmien kiinnostus ja ymmärrys ilmastoasioihin liittyen on lisääntynyt. Hän näkee ilmaston heidän fokusalueenaan. Henkilö B kuvailee vastuullisen sijoittamisen kehityksen siirtyneen kohti ilmastokysymyksiä:

> *" Jos miettii vastuullisen sijoittamisen kehitystä, niin aikaisemmin siinä on ollut ehkä enemmän "governancea" eli aktiivista omistajuutta ja vaikuttamista. Mielestäni nyt on tullut ainakin regulaation puolesta vahvasti ilmastokysymykset tapetille. Se on ollut sellainen kehityskaari."*

Myös henkilö C nostaa ESG:n osa-alueista kysyttäessä esille ympäristöasiat tärkeimpänä osa-alueena, mutta hänen mukaansa se voi johtua myös yleisestä keskustelusta. Hänen mukaan ESG- ja vastuullisuusasiat kiteytyvät pitkälti ympäristökysymyksiin, mutta muistuttaa, että ei kai ole yhtään sen enempää oikein käyttää esimerkiksi lapsityövoimaa tai toimia omistajien etujen vastaisesti. Myös henkilö A:n mielestä tällä hetkellä ilmastonmuutos ja kestävä kehitys on isoimmin esillä.

Myös vastuulliseen sijoittamiseen liittyvät aloitteet nousivat haastatteluissa esille. Kaikki haastateltavat nostivat esille YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet (UN PRI- periaatteet). Henkilö D:n mukaan heidän yhtiönsä on mukana YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteissa, YK:n Global Compact-aloitteessa, ja Climate Action 100+ aloitteessa, jossa pyritään vaikuttamaan suurimpiin kasvihuonekaasuja tuottaviin yrityksiin. Hänen mukaansa Global Compact-periaatteet ovat sellaisia, joita myös sijoitustoiminnassa katsotaan. Henkilö B:n organisaatiossa sijoitustoimintaa koskee YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet, CDP-, Montreal Pledge- ja Climate Action 100+ aloitteet. Henkilö B näkee kansainvälisen yhteistyön ja aloitteet hyvänä asiana. He tekevät myös kattavaa analyysia ja kyselyä vuosittain siitä, miten heidän ulkopuoliset kumppaninsa huomioivat ESG-asiat sijoitustoiminnassaan:

> " *On myös sitten ihan kattava ESG-kysely, joka lähtee siitä onko UN PRI allekirjoitettu ja miten nähdään, onko heillä ESG-politiikkaa ja tällaisia asioita.* "

Henkilö A:n mukaan sijoitukset voivat sisältää useitakin eri ESG-riskejä alla olevan kohdeyrityksen maineriskistä lähtien ja ne voivat vaikuttaa sen arvoon. Henkilö A mainitsee, että tietylle toimialalle tai yritykselle olennaiset riskit tulisi tunnistaa. Esimerkiksi energiayhtiön kohdalla voidaan katsoa miten lainsäädäntö vaikuttaa, sillä lainsäädännöllä tai kulutustottumuksilla voi olla vaikutusta yhtiöön. Tapauskohtaisesti vaikutus voi olla joko positiivinen tai negatiivinen. Henkilö B:n organisaatiossa nousi vahvasti esille ilmastonmuutosriskit ja toisaalta myös mahdollisuudet. He ovat huomioineet energiamurroksen riskit eli fyysiset- ja siirtymäriskit, joita on pyritty tunnistamaan ja

hallinnoimaan. Erityisesti siirtymäriskejä on tunnistettu, koska ne toteutuvat aiemmin kuin fyysiset riskit.

Henkilö D:n mukaan vastuullisuudella on tärkeä merkitys sijoitustoiminnan riskienhallinnan kannalta, koska ESG-näkökohdista voi nousta esille riskejä. Hänen mukaansa kaikki riskit, oli ne sitten ESG-riskejä tai muita riskejä, pyritään käymään mahdollisuuksien mukaan läpi:

> *" Seulomme sijoituksia Global Compactin ja muiden yleisten normien ja standardien suhteen, ja riskejä voi nousta sitä kautta meidän tietoisuuteemme esimerkiksi ympäristö- ja ilmastoasioista, ihmisoikeusasioista, korruptiotapauksista ja tämmöisiä yleisiä periaatteita, työkäytäntöön liittyviä riskejä. Pyritään jo ennen sijoituspäätösten tekoa, mutta sitten myös jatkuvasti käydään läpi sitä meidän salkkuamme, jos salkussa olevassa yhtiössä tapahtuu jotain muutoksia niin, että nämä jäisivät seulonnassa kiinni."*

Henkilö D:n mukaan he käyttävät sektoripohjaista analyysiä, jossa seulotaan sensitiivisiä sektoreita, koska jotkut sektorit voivat sisältää enemmän ESG-riskejä. Esimerkiksi aikuisviihde, tupakka ja kiistanalaiset aseet kuuluvat tällaisiin toimialoihin, joihin liittyy enemmän riskejä. Sensitiivisyyden mahdollisia syitä on esimerkiksi maineriskit, työkäytäntöön liittyvät riskit, ihmisoikeusriskit, sääntelyriskit ja hallintoon liittyvät riskit. Henkilö B:n organisaatiossa poissulkuihin kuuluu kansainväliset normirikkomukset, kielletyt aseet ja hiiliriippuvaisia aseita.

Henkilö A:lta kysyttiin, millaisia vaikutuksia sijoituskohteisiin liittyvien ESG-riskien realisoitumisesta voi seurata. Hänen mukaansa voi olla riski, että sijoituskohde menettää arvonsa jonkun ESG:hen liittyvän tapahtuman kautta tai jos ei ole esimerkiksi huomioitu muuttuvaa lainsäädäntöä, joka saattaa vaikuttaa yhtiön toimintaan. Hän mainitsee maineriskin toisena merkittävänä tekijänä. Henkilö D:n mukaan sijoituskohteisiin liittyvien ESG-riskien realisoitumisesta voi seurata kohonnutta yleistä riskiä salkun suhteen. Hän mainitsee myös maineriskin mahdollisuuden, jos ulkoisesti vaikuttaa siltä, että he eivät ota näitä asioita asianmukaisesti huomioon. Henkilö B:n mukaan voidaan yleisesti todeta, että kaikki sellaiset riskit, jotka eivät suoraan näy perinteisen raportoinnin kautta voivat realisoitua. Esimerkkeinä hän mainitsee huonon hallinnon pitkällä juoksulla ja ympäristöriskit. Näistä voi puolestaan seurata mainehaittaa. Henkilö C kuvailee ESG-riskien realisoitumisen mahdollisia vaikutuksia:

> *"noin niin kuin yleisellä tasolla ehkä se minkä takia ESG-riskejä huomioidaan on muun muassa se, että myös ESG-asioilla voi olla vaikutusta sijoituskohteiden arvoon. Se on ehkä se perimmäinen ajatus sen lisäksi, että on hyvä tehdä hyvää. Ja toinen ehkä epäsuora on sitten tietynlainen maineriski, joka tulee siitä, että ei toteuta tai implementoi ESG-politiikkaa sijoitustoimintaan."*

Henkilö C:n mukaan arvonmuutosriski vaihtelee, ja esimerkiksi lyhyissä yrityslainasijoituksissa arvonmuutosriski on aika minimaalinen. Kiinteistöjen osalta arvonmuutosriski voi syntyä esimerkiksi siitä, että sellaisissa kiinteistöissä, joissa energiatehokkuuteen ei kiinnitetä huomiota, ei hetken päästä haluta asua vuokralaisena.

5.3 ESG-riskien hallinta

Henkilö A:n mukaan vastuullinen sijoittaminen sopii jokaiseen omaisuuslajiin. Henkilö C:n mukaan käytetyt keinot portfolion ESG-riskien hallintaan vaihtelevat omaisuuslajeittain. Myös henkilö A kertoi, että käytetyt keinot voivat vaihdella omaisuuslajeittain eli sen mukaan sijoitetaanko suoraan osakkeisiin tai korkoinstrumentteihin vai esimerkiksi suoraan rahastoihin ja minkä tyylisiin rahastoihin. Hän mainitsi, että esimerkiksi ESG-integroinnissa salkunhoitaja voi tarkastella kullekin yritykselle tai toimialalle olennaisia ESG-tekijöitä. Henkilö B kuvailee myös käytettyjen keinojen riippuvan omaisuusluokasta:

> *" Varmaan kaikilla henkivakuutusyhtiöillä on aika laajat salkut ja pitää katsoa vähän omaisuusluokittain, että miten sitä tehdään. Ehkä likvidillä puolella se on sitä dataa enemmän, ja epälikvidillä puolella vaaditaan enemmän tällaista case-studya tai kohdekohtaista analyysia."*

Henkilö A kertoo, että ESG-riskien tunnistamiseen ja mittaamiseen voidaan käyttää erilaisia mittareita, ja hänen mukaansa yritysanalyysia on ollut ehkä helpompaa tehdä osakepuolella, josta mittareita löytyy. Henkilö B:n organisaatiossa haitallisten kestävyysvaikutusten tunnistamiseksi käytetään ESG-mittareita ja kestävyystekijöiden toimialakohtaisen olennaisuuden huomioivaa ESG-analyysia. He käyttävät yrityslainoissa luottoluokituksia ja kiinteistösijoituksissa mittaillaan lämmön -ja sähkönkulutuksia sekä erinäisiä mittareita. Henkilö B kuvailee heillä käytössä olevia ESG-riskien mittausmenetelmiä:

> *"Meillä on käytössä ESG-ratingejä. Se on sellainen ehkä perus mittatikku, jota on käytetty lähinnä salkun yleisarvosanan mittaamisessa. Toinen on SASB-kehikko, joka on ihan mielenkiintoinen ja hyvä."*

Henkilö A:n mukaan ilmastoriskejä voidaan mitata myös eri mittarein, joista hiilijalanjälki on ehkä yleisin. Lisäksi hän mainitsee ilmastostressitestit, ilmastoskenaariotestit ja fossiilisten osuuden mittaamisen. Henkilö D:n mukaan ilmastoriskejä mitataan samoja ESG-strategioita käyttäen. Henkilö

D:n mukaan normipohjaisessa seulonnassa, ESG-integraatiossa, aktiivisessa omistajuudessa ja toimialakohtaisessa seulonnassa on kaikissa ilmasto mukana:

> *" Niistä normeista screenataan se, että onko sijoituskohteena olevissa yhtiöissä näitä ilmasto- tai ympäristöloukkauksia, sensitiivisissä toimialoissa esimerkiksi seulotaan kivihiiltä ja sitten on fossiilisten polttoaineiden seulonta erikseen. Ja ESG-integraatiossa siellä kriteeristössä on ilmasto mukana, että se tulee tavallaan kautta linjan myös niistä kaikista."*

Henkilö B:n organisaatiossa siirtymäriskiä hallitaan poissulkemalla hiilestä riippuvaisia kaivos- ja sähköyhtiöitä. Henkilö B:n mukaan portfolion ilmastoriskejä mitataan hiili-intensiteetin ja sijoituskohteiden päästöjen avulla, ja he tekevät aika paljon työtä parantaakseen datan laatua edelleen ja lisätäkseen läpinäkyvyyttä hajautuneeseen portfolioon. Myös hän mainitsee erilaisen stressitestauksen eli mikä voi olla tietyllä lämpenemisskenaariolla vaikutus sijoituskohteiden arvoon. Henkilö C:n mukaan he eivät mittaa tällä hetkellä ESG-riskejä tai portfolion ilmastoriskejä, mutta SFDR-sääntely pakottaa heitä mittaamaan tietyillä mittaristoilla, jotka eivät vielä ole lopulliset. Henkilö C:n mukaan varainhoitajat toimittavat kuitenkin puolivuosittain ESG-raporttia tai yhteenvetoa sijoituksista. Henkilö A pohtii, voiko vastuulliseen sijoittamiseen olla kaikille sopivaa mittaria:

> *" Onko olemassa sellaista mittaria, joka on kaikille "oikea", koska vastuulliseen sijoittamiseen vaikuttaa omat arvot, tavoitteet, tuottotavoitteet ja toimintaympäristön muutokset. Yhdelle voi olla tärkeätä matala hiilijalanjälki, mutta joku toinen saattaa haluta vaikkapa sijoitta mikrolainoihin. Monesti vastuullisuus voi olla enemmän kvalitatiivista, mutta varmastikin tullaan näkemään enemmän numeraalisia mittareita ja yhtenäisempiä määritelmiä, kuten esimerkiksi tulevassa EU:n kestävän rahoituksen lainsäädäntöpaketissa."*

Henkilö D:n mukaan ESG-riskejä arvioidaan ulkopuolisten ja sisäisen analyysin perusteella. Hänen mukaansa he tekevät omaa analyysiä, mutta ostavat myös ulkopuolista apua. Henkilö B:n yhtiössä on selvitetty suorien ja korkosijoitusten ilmastoriskejä ulkopuolisen palveluntarjoajan avulla. Myös henkilö A mainitsee ulkopuoliset palveluntarjoajat:

> *" ulkopuoliset palveluntarjoajat pisteyttävät yrityksiä. Pisteytyksien metodologia ja mittaustavat tulisi tiedostaa eli mitä se mittaa ja miten se mittaa."*

Henkilö D kertoo, että heillä on ESG-riskien hallintaan käytössä strategioita, joita ovat normipohjainen seulonta, toimialakohtainen seulonta eli sensitiiviset toimialat, aktiivinen omistajuus ja ESG-integrointi. Heidän sijoituksensa kategorisoidaan ESG-riskin mukaan, joka on ulkopuolisen palveluntarjoajan analyysi, ja tämän jälkeen tehdään sisäinen jaottelu matalan riskin, kohonneen riskin, korkean riski ja vakavan riskin mukaan. Eri luokittelut johtavat erilaisiin toimintamalleihin.

Henkilö B:n organisaatiosta löytyy myös useita sijoitustoiminnan strategioita, kuten ESG-integrointi, omistajavaikuttaminen, poissulkeminen sekä teema- ja vaikuttavuussijoitukset. Yhtiössä seurataan sääntelyä, viranomaissuosituksia, kansainvälisiä normeja, sitoumuksia ja sopimuksia. Lisäksi he tekevät vastuullisuustutkimusta aktiivisten osakkeiden, yhtiöiden velkakirjojen ja kiinteistöiden osalta, ja kestävyysriskien olennaisuustekijöiden määrittämisen tukena käytetään kansainvälisiä viitekehyksiä ja ESG-tutkimuksia tuottavia palveluntarjoajia. Henkilö B jatkaa vielä:

> *"Sitten on myös divestointi ja vaikuttaminen työkalupakissa. Eli myydään, jos ei vaikuttaminen onnistu tai jos tulee joku normirikkomus tai muu."*

Henkilö C:n mukaan mallissa, jossa sijoituksia on ulkoistettu paljon, kriittistä on vastuullisuuden huomioiminen siinä, miten he velvoittavat varainhoitajia toimimaan. Voidakseen olla heidän varainhoitajansa, tulee täyttää tietyt kriteerit vastuullisuus- ja ESG-näkökulmasta. Kriteereitä on esimerkiksi UN PRI:n tai vastaavien periaatteiden allekirjoitus, ja varainhoitajien tulee osoittaa, että heillä on ESG-periaatteet ja ESG-periaatteiden integrointi osaksi koko sijoitusprosessia ja päätöksentekoa. Lisäksi tulisi olla riittävä raportointi ESG- asioihin. Henkilö C:n mukaan he valitsevat varainhoitajia, joilla on oikeasti ESG-politiikkaa toteutettuna ja varainhoitomandaatit toimivat työkaluina säännellessä niiden toimintaa. Myös Henkilö B:n organisaatiossa tehdään vuosittain kyselyä, miten ulkopuoliset kumppanit ottavat huomioon ESG-asiat sijoitustoiminnassaan. Henkilö D:n mukaan he kannustavat ulkoisia rahastonhoitajia ja muita kumppaneita vastaaviin sitoumuksiin, joihin he ovat itse sitoutuneet:

> *" Kannustamme, että kumppanit ottaisivat huomioon nämä samat periaatteet, ja sitten me tietenkin myös ulkoisten rahastonhoitajien valinnan yhteydessä käydään läpi olennaisia ESG-näkökulmia eli esimerkiksi tämän PRI:n ja Global Compactin allekirjoittamista, ja jos heillä on jotain vastuullisen sijoittamisen linjauksia ja prosesseja. Ja ehkä sitten olennaisimpana ESG-raportointi eli jos me halutaan heiltä jotain raportointia, niin heillä on mahdollisuus semmoista tarjota."*

5.4 Vastuullisen sijoitustoiminnan mahdollisuudet ja riskit

Henkilö A kertoi, että riskienhallinta, arvot, parantunut riski-tuotto-profiili, maineenhallinta, toimintaympäristön muutokset ja sidosryhmien kasvavat odotukset ovat kaikki esimerkkejä vastuullisen sijoittamisen motivaatiotekijöistä. Hän mainitsi, että tekijöiden tärkeys riippuu aina omasta lähtökohdasta, eikä hän täten osaa nostaa esille yksittäistä tärkeintä tekijää. Henkilö A havainnollistaa, että nämä motivaatiotekijät ovat myös tietynlailla linkittyneitä keskenään:

”Esimerkiksi teema- ja vaikuttavuussijoittamisessa ei edelleenkään haluta luopua tuotoista vaan sen lisäksi haetaan mittavaa, positiivista tulosta. Sijoitukset halutaan paremmin vastaamaan omaa arvomaailmaa.”

Henkilö D:n mukaan heille riskienhallinta on merkittävä motivaatiotekijä sijoittaa vastuullisesti, ja ESG-asioilla voi olla positiivinen vaikutus riski-tuotto-suhteeseen. He haluavat tarkastella riskejä mahdollisimman laaja-alaisesti, ja silloin ESG-näkökohdat tulee huomioida. Myös henkilö B:n organisaatiossa vastuullisuudella on merkitystä sijoitustoiminnassa ESG-tuottomahdollisuuksien ja riskien huomioimisessa. Henkilö B:n yhtiössä motivaatiotekijänä on pyrkiä parantamaan pitkän aikavälin tuottoa, alentamaan riskiä ja edistämään pitkän aikavälin sijoitustavoitteiden toteutumista. Vastuullinen sijoittaminen voidaan nähdä henkilö B:n organisaatiossa riskinä, mutta myös mahdollisuutena, sillä siirtymä vähähiiliseen talouteen tekee toisten yhtiöiden liiketoiminnasta kannattavampaa toisten kärsiessä. Edellisistä poiketen henkilö C ei ole ihan varma, että voiko ESG-sijoittamisella saada merkittävästi parempaa riski-tuotto-profiilia. Hän kuitenkin näkee, että vastuullisella sijoittamisella voi olla pieni lisäelementti riskienhallintaan, koska jokin ESG-asia voi rapauttaa sijoituskohteen arvon:

” Realisaatio tai huomio siitä, että voihan se olla joku tämmöinen ESG-asia, joka voi rapauttaa jonkun sijoituskohteen arvon.”

Henkilö C:n organisaatiossa vastuullisuuden merkitys sijoitustoiminnan riskienhallinnan kannalta on toistaiseksi vielä aika pieni tai olematon. Hänen mukaansa henkiyhtiöt joutuvat tekemään omia riski- ja solvenssiarvioita nimeltään ORSA, johon he ovat vasta viime vuonna lisänneet ESG-riskiosion, joka on hyvin ylimalkainen. Henkilö C:n mukaan ensimmäinen tavoite on ollut tehdä ohjeistukset siten, että ne täyttävät sääntelyn velvoitteet, ja sitten sitä kautta ruveta kehittämään ja integroimaan toimintaa laajemmin kaikkeen päätöksentekoon. Hänen mukaansa heidän oikeaa halua näissä asioissa tulee vielä kirkastaa ja miettiä jatkokehitysajatuksina, mihin näitä asioita pitää viedä. Minimitavoitteet on integroitu, mutta he eivät ole vielä ehkä täysin integroineet vastuullista sijoittamista osaksi koko sijoitustoimintaa:

”Tässä ensivaiheessa tavallaan luotiin politiikka tai ohjeistus, joka käytännössä vastaa siihen sääntelyn vaatimuksiin, mutta vielä me emme ole ihan täysin muokanneet meidän ohjeistustamme tai implementointia siihen suuntaan, että mitä me itse oikeasti haluamme siltä ESG:ltä, ja tämä on ollut vaan ehkä tämmöinen yleinen velvollisuus nyt toimia näin.” (C)

Henkilö D:n mukaan he eivät ole puhuneet arvoista niin paljoa heidän tapauksessaan. Henkilö D:n mukaa heillä se lähtee enemmän riskienhallinnan tekemisestä kuin siitä, että haluttaisiin korostaa

tiettyjä arvoja tai tehdä sijoituspäätöksiä tiettyjen arvojen mukaan. Henkilö B taas näkee heille tärkeimmäksi motivaatiotekijäksi arvot. Hänen mukaansa vastuullinen sijoittaminen lähtee arvoista ja vastuullisuus on yksi heidän arvoistaan. Henkilö C:n mukaan se, että joku asia on moraalisesti oikein, pystyy yliajamaan muiden asioiden vaikutukset. Hän kuitenkin uskoo vastuullisen sijoittamisen olevan oikeasti tapa, millä asioihin voi vaikuttaa:

> *" Sitten kun isot instituutiot suurissa määrin myös Euroopan ulkopuolella integroivat näitä asioita, ottavat vastuullisuuden vakavasti ja raha menee isoissa määrin vastuullisiin kohteisiin, niin luulen, että se on oikeasti se tapa millä asioihin voidaan vaikuttaa. Vaikka me olemme tämmöinen pieni instituutio Euroopan ja Suomenkin mittakaavalla niin tavallaan sitä kautta, että kaikki kuitenkin osallistuu tähän, niin sillä on varmaan oikeasti näitä vastuullisuusasioita edistävä vaikutus."*

Kaikki haastateltavat nostivat esiin maineenhallinnan. Henkilö B mainitsi motivaatiotekijöiksi maineenhallinnan ja sidosryhmien kasvavat odotukset. Myös henkilö D mainitsi maineenhallinnan, joka linkittyy hänen mielestään nimenomaan sidosryhmien kasvaviin odotuksiin. Hänen mukaansa maineessa näkyisi varmasti, jos näihin asioihin ei kiinnittäisi huomiota. Henkilö C:n mukaan maineriski toimii motivaattorina ja pakottaa raportoimaan vastuullisesta sijoittamisesta, vaikka muuten ei haluaisi.

Henkilö C:n mukaan vastuulliseen sijoittamiseen liittyviä haasteita on tullut pohdittua siitä näkökulmasta, kun he ovat yrittäneet ymmärtää lainsäädäntöä ja mitä heiltä vaaditaan. Yksi haaste on se, mitä vastuullisella sijoittamisella oikeasti tarkoitetaan. Henkilö C:n mukaan ei ole yhteneväistä käsitystä siitä, mitä ESG:hen liittyvät riskit ovat ja mitä asioita itseasiassa kannattaa mitata. Myös henkilö A nostaa vastuulliseen sijoittamiseen liittyväksi haasteeksi sen, miten kukin ymmärtää vastuullisen sijoittamisen, sillä vastuullisuuden määritelmä ei välttämättä ole kaikille sama:

> *"Ei ole yhtä yhtenäistä tai "oikeaa" tapaa tehdä vastuullista sijoittamista. Toisaalta se on rikkaus, mutta se voi olla myös aika iso haaste esimerkiksi vertailtavuuden kannalta."*

Henkilö C kiteyttää vastuulliseen sijoittamiseen liittyvät haasteet käytäntöjen epäyhtenäisyytenä, mittaustapojen monimuotoisuutena ja koko ajatuksen ymmärtämisenä. Henkilö D:n mainitsee myös haasteen odotusten ja todellisuuden välillä:

> *" Ehkä haaste voi olla myös se, että löytää tasapainon sen suhteen, että mikä on meille tavallaan oikea ja olennainen tapa toteuttaa vastuullista sijoittamista ja mitkä taas ovat yleiset odotukset markkinoilla. Välillä tuntuu, että näissä keskusteluissa saattaa unohtua, että jokainen yhtiö on omanlaisensa ja kaikki keinot mitä on ei aina välttämättä sovellu jokaiseen yhtiöön. "*

Vastuulliseen sijoittamiseen liittyvät haasteet ovat henkilö D:n mukaan tiedon laatu ja tiedon saatavuus. Jotta voidaan sijoittaa vastuullisesti, tarvitaan hänen mukaansa yhtiöstä aina asianmukainen tieto. Henkilö D:n mukaan tiedon saatavuus vaihtelee myös eri omaisuusluokkien kohdalla ja tämä voi olla myös yksi haaste. Hänen mukaansa heidän vastuullisen sijoittamisensa toimet kohdistuvat vahvasti suoriin osake- ja korkosijoituksiin, koska niistä on parhaalla tavalla tietoa saatavilla. Henkilö A kehottaa kiinnittämään huomiota määrittelyihin ja laskentametodeihin, joka saattavat vaatia asiakkailta perehtymistä ja lukemista:

> *" Esimerkiksi palveluntarjoajilla on omat tapansa laskea vastuullisuuspisteytyksiä, kannattaa tutustua metodologioihin, määrittelyihin sekä laskentatapoihin. Tai jos haluaa sijoittaa green bondeihin, niin mihin kohteeseen tai projektiin rahat on korvamerkitty".*

Henkilön D mukaan vihreisiin sijoituksiin voi liittyä viherpesun riski. Heidän yhtiössään yritetään vahvasti panostaa siihen, että kerrotaan miten asiat ovat. Henkilö D:n mukaan tulisikin yrittää löytää oma tapa tehdä ja kertoa avoimesti siitä, miten toimitaan, eikä lähteä tekemään jotain mikä ei ole olennaista ja mahdollisesti ajautua tämmöiselle rintamalle. Myös henkilö A kertoo, että vihreisiin sijoituksiin voi liittyä viherpesun riski, mutta nyt tulossa olevat yleiset määritelmät voivat ehkä vähentää tietyllä tavalla viherpesun riskiä:

> *"No sehän riski aina voi liittyä. Vertailtavuutta ja läpinäkyvyyttä pyritään lisäämään EU:ssa esimerkiksi green bond standardeilla, taksonomialla ja tiedonantoasetuksella."*

Henkilö B ei tunnista varsinaista ongelmaa viherpesusta ja ajattelee sijoittajien yleensä näkevän tämän läpi. Hän kuitenkin tunnistaa green bondien osalta mahdollisen ongelman jossain tapauksessa siinä, käytetäänkö investointeja aidosti vihreisiin hankkeisiin.

Henkilö C:n mukaan se, että iso osa sijoituksista on ulkoistettu, asettaa myös tiettyjä haasteita ESG-sääntelyn hoitamiseen. Lisäksi hän mainitsee, että strategisissa sijoituksissa tavoite voi olla joskus joku ihan toinen kuin sijoituksellinen, ja siten ESG-periaatteiden noudattaminen niissä voi olla vaikeaa. He kuitenkin ajattelevat siten, että strategisten sijoitusten omistajaohjaukseen kiinnitetään erityistä huomiota, jota voi ajatella ylemmällä tasolla olevan osa vastuullista sijoittamista.

5.5 Lainsäädännön muutoksen vaikutukset

Haastatteluissa kysyttiin myös, minkä takia vastuullisesta sijoitustoiminnasta raportoidaan ja mitkä periaatteet ja säännökset raportointia ohjaavat. Henkilö D:n mukaan vastuullisesta sijoitustoiminnasta raportoidaan varmasti juuri sen takia, että sidosryhmät ovat näistä asioista kiinnostuneita. Lisäksi he

haluavat myös itse kertoa, että mikä heille on tärkeätä. Henkilö C mainitsee myös maineriskin motivaattorina, joka pakottaa raportoimaan vastuullisesta sijoittamisesta, vaikka muuten ei haluaisi. Kaikki haastateltavat tiedostivat, että raportointia koskevaa lainsäädäntöä on tulossa paljon tulevina vuosina. Henkilö D:n mukaan he noudattavat lakeja ja säännöksiä sen mukaan, mitä niitä on ja pyrkivät olemaan mahdollisimman avoimia. Henkilö C mainitsee, että tulevaa sääntelyä on tulossa paljon, ja että hän on jo henkisesti varautunut sääntelyn kiihtymiseen.

Haastateltavilta kysyttiin, näkevätkö he tarvetta yhtenäistävälle lainsäädännölle koskien vastuullista sijoitustoimintaa, sen määritelmiä ja vastuullisuusraportointia. Henkilö C kaipaa yhteneväisyyttä siihen, mitä vastuullisesta sijoitustoiminnasta kannattaa raportoida siten, että asia ei ole vain kaikkien oman harkinnan vastuulla. Hänen mukaansa ei ole yhteneväistä käsitystä siitä, mitä ESG:hen liittyvät riskit ovat ja mitä asioita kannattaa mitata. Hänen mukaansa EU:n taksonomia ehkä auttanee tähän ongelmaan jossain määrin ainakin EU-tasolla. Myös henkilö D näkee jotain saavutettavaa hyötyä yhtiön näkökulmasta, jos raportointiohjeet ovat selkeitä ja asettavat siten jokaisen yhtiön tasavertaiseen asemaan siinä, että tietyt asiat tulee raportoida ja kaikki tekevät sen mukaan. Henkilö C ei ole varma onko sääntelylle lisää kappalemääräistä tarvetta esimerkiksi tulossa olevien lisäksi, mutta uskoo kuitenkin, ettei asioita pystytä edistämään riittävästi ilman sääntelyä. Hän ei osaa sanoa, kuinka nopeasti joitain merkittäviä tuloksia saadaan aikaan. Henkilö A on sitä mieltä, että on hyvä asia, että yhtenäistäminen on aloitettu ja jostain on lähdettävä liikkeelle. Hän korostaa, että lainsäädännön velvoittamien asioiden lisäksi voi tietenkin raportoida myös muutakin vastuullisuuteen liittyvää.

Kaikki haastateltavat nostivat vertailtavuuden esille EU:n kestävän rahoituksen lainsäädännön etuna. Henkilö D:n mietittäessä asiaa yksityishenkilön kautta, selkeät ja samanlaiset periaatteet, jonka mukaan kaikki raportoivat, selkeyttää tekemistä, asioiden ymmärrettävyyttä ja vertailtavuutta. Henkilö B kertoi, että läpinäkyvyyden tuominen pakottaa kaikkia toimijoita ottamaan kantaa näihin asioihin ja myös kuluttajat ja lainsäätäjät voivat vertailla eri toimijoita keskenään. Henkilö C on huomannut, että ainakin ennen sääntelyn voimaantuloa politiikalla ja käytännön toteutuksella on vielä aika paljon eroa. Hänen mukaansa on ehkä vielä pystytty tekemään viherpesua sillä tavalla, että kerrotaan vain ylätasolla mitä tehdään. Hän arvelee, että sääntely ja sen velvoitteet raportoinnista ja läpinäkyvyydestä voivat vaikuttaa tähän ja helpottaa vertailua siinä, mitä joka paikassa oikeasti tehdään. Myös henkilö D epäilee EU-lainsäädännön voivan potentiaalisesti tarjota lääkkeitä

viherpesun riskiin. Henkilö A kertoo, että EU-lainsäädännön yhtenäinen kriteeristö voi tehdä ESG-kriteerien huomioimisesta helpommaksi sijoittajalle ja selkeällä sääntelyllä voi olla vaikutusta myös kuluttajan preferensseihin ja täten tiukempien ESG-kriteeristöjen vaatimiseen. Henkilö D:n mielestä EU:n kestävän rahoituksen lainsäädäntö voisi tuoda apua myös tiedon laadun ja saatavuuden haasteeseen.

Henkilö B toivoo, että EU:n kestävän rahoituksen lainsäädännöstä tulee selkeä, mutta pelkää siitä tulevan liian sekava ja paksu, mikä tekee käytännön hyödyntämisestä vaikeaa. Se voikin jyrätä kaikkea muuta tekemistä alleen, ja sääntelykehikon täyttäminen voi viedä paljon resursseja:

> *”Tällä hetkellä ehkä tuntuu, että sääntely voi mennä jopa yli siinä suhteessa, että siitä tulee vähän liiankin sekava. Taksonomia esimerkkinä siitä, että tehdään tosi tarkkoja määrittelyjä, että mikä on ruskeaa, vihreää ja neutraalia. Jos määrittely menee liian pitkälle, niin se kehikko on käyttökelvoton. Tällöin siitä tulee itseasiassa enemmän vaan ”compliance-harjoitus”, kuin että aidosti mietittäisiin, että mikä on hyvä. Luulen, että sääntely voi olla ihan aitokin riski, mikä tähän vastuullisen sijoittamisen tulevaisuuteen voi tulla.” (B)*

Haastateltavilta kysyttiin pyrkivätkö he kehittämään vastuullista sijoitustoimintaa, sen toimintatapoja ja raportointia ennakoivasti vai sopeutetaanko toimintaa ulkoa tulevan sääntelyn mukaan. Henkilö D:n mukaan he pyrkivät edistämään vastuullista sijoitustoimintaa sekä ennakoivasti, että sopeuttaen toimintaa ulkoa tulevien standardien ja sääntelyn mukaan. Hän ei näe, että heillä olisi ainakaan historian valossa ollut välttämättä tavoitteena olla edelläkävijä, vaan he haluavat ennemmin löytää niitä tapoja ja katsoa rauhassa, mikä on heille järkevä toimintamalli sen sijaan, että heti hyökättäisi mukaan, kun joku uusi juttu tulee. Hän kuitenkin korostaa myös ennakoinnin merkitystä:

> *” En halua sillä sanoa, että me täällä vaan odotettaisiin, että joku sanoo ja sitten me tehdään. Kyllähän se on sellaista jatkuvaa kehittämistä ja pohditaan, että millä tavalla voitaisi terävöittää. Koska joka tapauksessa siinä on kyse meidän omasta riskienhallinnasta ja riski-tuotto-odotuksista, niin kyllähän sitä pitää ennakoidenkin tehdä, eikä vaan odottaa, että joku muu sanoo jotain.” (D)*

Henkilö C:n mukaan he tiedostavat olevansa vasta aika alkutekijöissä vastuullisen sijoittamisen suhteen ja alkuvaiheessa se on ollut ikään kuin vain sääntelyn ja standardien täyttämistä. Hänen mukaansa ehkä ajatus siellä pidemmällä, myöskin sääntelyllä on, että jokainen instituutio oikeasti miettisi, että mitä vastuullisuus sijoitustoiminnassa merkitsee itselle. Henkilö A mainitsee yleisesti vastuullisen sijoittamisen kehitykseen viitaten, että vastuullista sijoitustoimintaa on tehty jo pitkään vapaaehtoisesti:

” Maailman suurin vastuullisen sijoittamisen aloite YK:n tukema PRI (Principles for Responsible Investments) perustettiin vuonna 2006 ja PRI:n mukaan puolet maailman sijoitusvarallisuudesta on sitoutunut jollain tavalla huomioimaan vastuullisuuden. Hienoa, että vastuullista sijoittamista on tehty näinkin pitkään ilman lainsäädäntöä.”

5.6 Tiivistelmä empiriaosuuksista

Haastateltavat ymmärsivät vastuullisen sijoittamisen käsitteen melko samalla tavalla ja tunnistivat ESG-tekijät sekä niihin liittyvät osa-alueet. Kaikki haastateltavat kertoivat ympäristöasioiden olleen kaikista eniten esillä ESG:n osa-alueista. Tämä voi johtua haastatteluiden perusteella regulaation lisääntymisestä, yleisestä ilmastoon liittyvän keskustelun lisääntymisestä ja sidosryhmien ymmärryksen lisääntymisestä. Myös ranskalaisten vastuullisuusraporttien perusteella voidaan nähdä selkeä kehityskulku, jossa erilaiset ilmastotavoitteet ja niiden huomioiminen ovat saaneet vastuullisessa sijoittamisessa koko ajan isomman roolin. Vastuullisuusraporttien mukaan yhtiöt ovat huomioineet kaikkia ESG:n osa-alueita, mutta fokus on siirtynyt yhä enemmän ilmastoriskeihin. Tämä on linjassa myös World Economic Forumin globaalien riskikyselyiden kanssa, joissa kehityskulku on siirtynyt kohti ilmastoriskejä. Myös Escrig-Olmendon ym. (2019) tutkimuksessa, jossa tutkittiin vastuullisuusluokittelijoiden ja vastuullisuustiedon tarjoajien arviointikriteereitä, havaittiin suurempi kiinnostus ympäristöasioihin nyt kuin kymmenen vuotta aiemmin.

Vastuullisuusraporteista voitiin huomata vastuullisen sijoittamisen historian ulottuvan tarkastelussa olevissa yhtiöissä reilusti yli 10 vuoden taakse. Tarkasteltavissa yhtiöissä nähtiin selkeää aktivoitumista vastuullisen sijoittamisen saralla vuoden 2006 jälkeen, jolloin UN PRI-periaatteet syntyivät. Tällöin otettiin käyttöön tyypillisiä vastuullisen sijoittamisen strategioita ja menettelytapoja. Tutkielmassa tehty havainto on linjassa De Graafin & Slagerin tutkimuksen (2009, 70) kanssa, jonka mukaan instituutiosijoittajat ovat adoptoineet vastuullisen sijoittamisen käytäntöjä vuosikymmeniä, mutta todellista edistystä tapahtui vuonna 2006, kun PRI-periaatteet lanseerattiin. (De Graaf & Slager, 2009,70.)

Toinen vastuullisen sijoittamisen kehityksen vauhdittava vuosi oli 2015, jolloin solmittiin Pariisin ilmastosopimus, lanseerattiin YK:n kestävän kehityksen tavoitteet, Ranska hyväksyi Artikla-173 asetuksen ja TCFD:n raportointisuositukset lanseerattiin. Tällöin erityisesti ilmastoriskejä alettiin huomioimaan, ja tutkittavat yhtiöt asettivat sijoitustoimintaansa erilaisia ilmastotavoitteita. Tutkielmasta voidaan huomata, että ranskalaiset henkiyhtiöt ovat reagoineet melko nopeasti erilaisiin

kansainvälisiin sopimuksiin ja aloitteisiin. Myös suomalaisissa henkiyhtiöissä aloitteet koettiin pääosin hyvänä asiana, ja kaikki haastateltavat mainitsivatkin UN PRI-periaatteet.

Vastuullisuusraporttien yhtiöt ovat ottaneet useita vastuullisen sijoittamisen strategioita ja menettelytapoja käyttöön jo ennen pakottavaa lainsäädäntöä. Raporttien perusteella voidaan nähdä, että erilaisten periaatteiden, aloitteiden ja kansainvälisten sopimusten lanseeraamisella on ollut vastuullisen sijoittamisen kehitystä tukeva vaikutus. Nämä ovat kuitenkin olleet yhtiöille vapaaehtoisia, josta voidaan päätellä, että yhtiöt ovat myös itse halunneet edistää vastuullista sijoittamista. Tutkittavat yhtiöt ovat harjoittaneet aktiivisesti vastuullista sijoittamista jo ennen pakottavaa lainsäädäntöä, mutta Ranskan Artikla 173:n voidaan nähdä jouduttaneen ESG-riskien raportoimista ja ilmastoriskien hallintaa. Myös haastateltavat asiantuntijat kokevat vastuullisesta sijoittamisesta olevan konkreettista hyötyjä heille itselleen, eikä vastuullisuutta koeta ainoastaan ulkopuolelta tulevan paineen tai lainsäädännön velvoitteiden täyttämisen välineenä.

Haastateltavat olivat hyvin tietoisia mahdollisista ESG- riskeistä. He tunnistivatkin useita erilaisia ESG-riskejä, joita ovat muun muassa ilmastonmuutosriskit, ihmisoikeusriskit, sääntelyriskit, hallintoon liittyvät riskit ja maineriski. Vastuullisuusraporteissa nostettiin myös useita ESG-riskejä, joista suurin osa liittyi ilmastoon. Haastatteluiden ja vastuullisuusraporttien perusteella voitiin huomata, että ranskalaiset yhtiöt vaikuttivat olevan pidemmällä ilmastoriskien tunnistamisessa, luokittelussa ja analysoinnissa. He olivat jakaneet ilmastoriskejä aktiivisesti muun muassa fyysisiin- ja siirtymäriskeihin, ja niitä pyrittiin aktiivisesti tunnistamaan ja analysoimaan. Ranskan lainsäädännöllä voi kuitenkin olla osuutta asiaan, sillä Ranskan Artikla-173 edellyttää, että ilmastoriskien osalta raportoidaan fyysiset riskit ja siirtymäriskit.

ESG-riskien realisoitumisella voi haastateltavien mukaan olla useita seurauksia, kuten sijoituskohteen arvon menetystä, maineriskiä ja kohonnutta salkun riskiä. Myös ranskalaisten vastuullisuusraporttien mukaan ESG-riskeistä voi seurata tiettyjen varojen arvonalenemista ja esimerkiksi siirtymäriskit voivat aiheuttaa vaihtelevia taloudellisia ja maineellisia riskejä. Haastatteluissa ja vastuullisuusraporteissa tunnistettiin ESG-riskin sisältävän kuitenkin myös toisen puolen eli sen vaikutukset voivat olla positiivisiakin. ESG-riskit voivat näin ollen tarkoittaa myös mahdollisuuksia. Silvolan ja Landaun (2019) mukaan instituutiosijoittajien vastuullisessa sijoitustoiminnassa korostuvat näkemykset yhtiöiden tulevaisuudesta, ja yhdelle yhtiölle riskeinä näyttäytyvät muutokset voivat olla toisille uusia liiketoimintamahdollisuuksia. Kivisaaren ja Kaholan

(2017) mukaan nykyaikaisessa riskienhallinnassa riskejä luonnehditaan positiiviseksi ja negatiiviseksi, ja riskienhallinnan avulla voidaan tehdä päätöksiä ottaa perusteltuja riskejä voittoa tavoiteltaessa.

ESG-riskien lähteiksi haastateltavat kokivat esimerkiksi lainsäädännön- ja kulutustottumuksien muutokset, ihmisoikeusasiat, korruptiotapaukset, ympäristö- ja ilmastoasiat, huonon hallinnon ja kohdeyhtiön maineriskin. Joidenkin sektorien koettiin sisältävän enemmän ESG-riskejä kuin toisten, ja näistä mainittiin esimerkiksi aikuisviihde, tupakka ja kiistanalaiset aseet. Myös vastuullisuusraporteissa katsottiin siirtymän vähähiiliseen talouteen pitävän sisällään sääntelyriskejä, teknologisia riskejä, markkina- ja kustannusriskejä sekä vastuuriskejä. Teknologiset riskit koskevat teknisiä parannuksia ja innovaatioita, ja markkina- ja kustannusriskit ovat tiettyjen tuotteiden ja palvelujen tarjonnan ja kysynnän muutoksia esimerkiksi kuluttajien käyttäytymisen ja raaka-ainekustannuksien nousemisen kautta.

Vastuullisuusraporttien ESG-riskien hallintakeinot luokiteltiin kahdeksaan eri teemaan, joita olivat hiilijalanjäljen pienentäminen, poissulkeminen, energia- ja ympäristömurroksen mukaisen mallisalkun muodostaminen, analyysi portfolion ilmastoriskeistä, ESG-analyysi, aktiivinen omistajuus, varainhoitajien valvonta sekä vaikuttavuussijoitukset ja vihreät sijoitukset. Haastatelluista nousi esille lähes samoja hallintakeinoja, mutta ranskalaiset yhtiöt nostivat vahvemmin esille ilmastoriskien analysointia, vihreitä sijoituksia ja muodostivat energia ja ympäristömurroksen mukaisia salkkuja. Eurosifin (2018) luokitteluun vastuullisen sijoittamisen strategioista, joka on linjassa alan viitekehysten kanssa, sisältyy poissulkeminen, normipohjainen seulonta, Best-in-Class menetelmä, vastuullisuusteemainen sijoittaminen, ESG-integroiminen, aktiivinen omistajuus ja vaikuttavuussijoittamisen. Tämä on hyvin paljon linjassa vastuullisuusraporttien pohjalta muodostetun luokittelun kanssa.

Finsifin (2019) mukaan Suomessa yleisin vastuullisen sijoittamisen lähestymistapa on ESG-integrointi. Myös Novethicin tutkimuksessa ilmenee ESG-integroinnin olevan suosituin strategia ranskalaisten instituutiosijoittajien keskuudessa (Novethic, 2017, 15). Tutkielman empiria tukee tätä päätelmää, sillä ESG-integrointi oli hyvin vahvasti esillä suomalaisissa ja ranskalaisissa henkiyhtiöissä. Amel-Zadehin ja Serafeimin (2018) mukaan sijoittajat odottavat aktiivisen omistajuuden ja positiivisen seulonnan tärkeimmiksi tulevaisuuden strategioiksi. Myös FinSifin (2019) markkinatutkimuksen mukaan yleisimmät käytettävissä olevat vastuullisen sijoittamisen lähestymistavat ovat ESG- integrointi, poissulkeminen ja aktiivinen omistajuus. Aktiivinen

omistajuus liitettiin vahvasti vastuullisen sijoittamisen käsitteeseen haastatteluissa ja vastuullisuusraporteissa.

Tutkittavissa suomalaisissa ja ranskalaisissa henkiyhtiöissä tunnistettiin hyvin samoja vastuullisen sijoittamisen mahdollisuuksia hieman eri painotuksilla. Näitä ovat muun muassa riskienhallinta, parantunut riski-tuotto-profiili ja pitkän aikavälin sijoitustavoitteiden edistäminen. Näille motivaatiotekijöille voidaan löytää tukea teoriasta, sillä esimerkiksi Verheydenin ym. (2016) tutkimuksen mukaan ESG-seulonnan avulla voidaan parantaa riskikorjattua tuottoa, ja Frieden, Buschin ja Bassenin (2015) tutkimuksessa on analysoitu noin 2200 tutkimuksen löydöksiä, ja suurin osa tutkimuksista raportoivat positiivisia löydöksiä ESG-tekijöiden ja yhtiöiden taloudellisen suorituskyvyn välillä. Ranskalaisissa vastuullisuusraporttien yhtiöissä yksi olennaisimmista motiiveista oli riskienhallinta, ja ilmastoriskien vaikutuksia sijoituksiin pyrittiin mallintamaan aktiivisesti. Suomalaisissa yhtiöissä kaikki haastateltavat nostivat maineriskin merkittäväksi motivaatiotekijäksi. Lisäksi haastatteluissa nostettiin motivaatiotekijöiksi myös sidosryhmien kasvavat odotukset, toimintaympäristön muutokset, arvot ja toisaalta sääntely saatetaan kokea myös velvollisuutena. Näiden motivaatiotekijöiden painotukset vaihtelivat haastateltavien joukossa, ja osa motivaatiotekijöistä voidaan nähdä myös suoraan toisiinsa linkittyneinä.

Suomalaisissa ja ranskalaisissa yhtiöissä vastuullinen sijoittaminen koettiin myös itsessään mahdollisuutena, sillä se lisää joidenkin yhtiöiden kannattavuutta. Lisäksi se nähtiin hyvänä keinona vaikuttaa asioihin ja yhteiskuntaan myönteisesti. Ranskalaisten ja suomalaisten yhtiöiden motivaatiotekijät olivat samoja, joita löydettiin teoriaosasta. Näitä olivat henkilökohtaiset arvot, riskienhallinta, maineenhallinta, hajautuksen lisääntyminen, ajattelutapa pitkän aikavälin riskeihin pohjautuvista sijoituksista. Useiden tutkimuksien ja selvitysten tulokset ovat samankaltaisia, kuin tämän tutkielman empirian havainnot. PwC:n tutkimuksen (2019) mukaan pääomasijoitusalalla merkittävin vauhdittaja kasvavalle vastuullisen sijoittamisen halulle on riskienhallinta ja toisena on yhtiön arvot. FinSifin (2019) markkinatutkimuksen mukaan vastuullisen sijoittamisen ensisijaisiksi motivaatiotekijöiksi luetaan arvot, parantunut riskienhallinta ja maineen hallinta sekä sidosryhmien kasvavat odotukset. Instituutiosijoittajia motivoivat siis etenkin vastuullisen sijoittamisen merkitys riskienhallinnan menetelmänä, vastuullisuuteen liittyvä vaikuttavuus tarkoituksena edistää positiivisina näkemiä asioita ja taloudellisen tuoton parantaminen (Landau & Silvola, 2019, 198).

Haastateltavat nostivat vastuullisen sijoittamisen haasteiksi muun muassa käsitteen ymmärtämisen, käytäntöjen epäyhteneväisyyden, mittaustapojen monimuotoisuuden, tiedon laadun ja saatavuuden sekä vaatimusten ymmärtämisen. Samoja haasteita on löydetty myös Amal-Zadehin ja Serafeimin tutkimuksessa (2018, 88), jossa suurimmiksi haasteiksi ESG-tiedon käyttämisessä katsottiin puutteet eri yhtiöiden raportoimien tietojen vertailtavuudessa. Myös FinSifin (2019) markkinatutkimuksessa merkittävimmiksi haasteiksi koettiin ESG- tiedon puutteet määrässä, laadussa ja yhteismitallisuudessa. Yu, Luu ja Chenin (2020) mukaan riski viherpesulle voi syntyä, jos yhtiön raportoima ESG-tieto ei ole luotettavaa. Heidän mukaansa ESG-tiedon raportoinnin haasteena on puute ESG-tiedon raportoinnin standardisoinnista, ja tutkimuksessa korostetaan ESG-läpinäkyvyyden ja ESG-toiminnan yhdenmukaistamista, jotta viherpesu ei olisi este sijoittajille ESG-tiedon integroinnissa. (Yu ym., 2020.) Myös haastateltavat näkivät vihreissä sijoituksissa viherpesun mahdollisuuden, mutta uskoivat lainsäädännön voivan tuoda tähän helpotusta.

Vastuullisen sijoittamisen käsitettä ei koettu haastatteluissa täysin yksiselitteiseksi, ja se aiheutti myös hämmennystä. Käsite voidaan ymmärtää monella tapaa ja eri lailla eri henkilöiden keskuudessa. Myös Dorfleitnerin ja Utzin (2012) mukaan vastuullisuus voi tarkoittaa eri asioita eri sijoittajille. Lainsäädännöltä toivotaankin haastatteluissa selkeyttä ja yhteneväisyyttä koskien käsitteen sisältöä ja sen toimintatapoja. Tämä empirian havainto on linjassa Eurosifin (2018) tutkimuksen kanssa, jonka mukaan alaa vaivaa edelleen puute selkeistä mittareista ja määritelmistä, ja määritelmien ympärillä oleva keskustelu voi lisätä viherpesun huolia (Eurosif,2018, 10). Myös tämän tutkielman teoriaosuudessa käsiteltiin useita vastuulliseen sijoittamiseen läheisesti liittyviä termejä, joita on saatettu käyttää vaihtoehtoisesti. Tämä käsitteiden runsaus vahvistaa haastateltavien tuntemuksia siitä, ettei termi ole yksiselitteinen.

Lainsäädännöltä haastateltavat odottavat etenkin yhteneväisiä raportointikäytänteitä, ja kaikki haastateltavat nostivat vertailtavuuden esille. Sääntely koetaan myös välttämättömäksi asioiden edistämisen vuoksi. EU-lainsäädännön nähdään mahdollisesti tuovan apua yhteneväisyyden ja vertailtavuuden lisäämisessä sekä tiedon laadun ja saatavuuden parantamisessa. Lisäksi sen nähdään estävän viherpesun mahdollisuuksia ja lisäävän avoimuutta. Haastateltavat näkevät EU:n kestävän rahoituksen lainsäädännössä myös haasteita. Näitä ovat esimerkiksi pelko liian sekavasta ja hallitsevasta sääntelystä, joka jyrää muuta tekemistä alleen.

6 YHTEENVETO

6.1 Johtopäätökset ja tutkimusongelmiin vastaaminen

Tutkielman molemmat empiriaosuudet tarjosivat vastauksia kaikkiin kolmeen tutkimuskysymykseen. Tutkielman aineistotriangulaatio toimi hyvin, sillä aineistoista löytyi paljon samaa eli aineistot vahvistivat toisiaan. Ensimmäisenä tutkimuskysymyksenä oli, kuinka sijoitustoiminnan riskejä voidaan tunnistaa ja hallita vastuullisen sijoitustoiminnan avulla. Ranskalaisten raporttien pohjalta muodostettiin kahdeksan hallintakeinon luokittelu, joihin kuuluu hiilijalanjäljen pienentäminen, poissulkeminen, energia- ja ympäristömurroksen mukaisen mallisalkun muodostaminen, analyysi portfolion ilmastoriskeistä, ESG-analyysi, aktiivinen omistajuus, varainhoitajien valvonta sekä vaikuttavuussijoitukset ja vihreät sijoitukset. Nämä ESG-riskien hallintakeinot on kuvattu kuviossa 5. Johtopäätelmänä voidaan huomata, että ESG-riskien hallintaan käytetyt keinot vaihtelevat omaisuuslajeittain ja vastuullisuusriskien hallintakeinot olivat hyvin samankaltaisia suomalaisissa ja ranskalaisissa yhtiöissä. Haastateltavat eivät kuitenkaan nostaneet energia- ja ympäristömurrosta niin vahvasti esille kuin ranskalaiset yhtiöt, joissa pyrittiin muodostamaan esimerkiksi energia- ja ympäristömurroksen mukaisia mallisalkkuja. Lisäksi ranskalaiset henkiyhtiöt painottivat erityisen paljon nimenomaan ilmastoriskejä ja niiden hallintaa. Myös teema- ja vaikuttavuussijoitukset saivat suuremman painoarvon ranskalaisten yhtiöiden keinovalikoimassa.

Toisessa tutkimuskysymyksessä pyrittiin hakemaan vastauksia siihen, mitä mahdollisuuksia ja riskejä vastuulliseen sijoitustoimintaan liittyy. Vastuulliseen sijoittamiseen liittyy monia mahdollisuuksia ja motivaatiotekijöitä, joiden painotus vaihtelee yhtiöittäin. Ranskalaisten raporttien pohjalta löytyneet motivaatiotekijät on kuvattu kuviossa 3. Samat motivaatiotekijät, kuten riskienhallinta, taloudellisen tuoton parantaminen ja arvot nousivat kuitenkin esille niin tutkielman ranskalaisissa ja suomalaisissa yhtiöissä kuin vastuullisen sijoittamisen useissa tutkimuksissa. Tutkielman pohjalta voidaan päätyä johtopäätelmään, että henkivakuutusyhtiöt kokevat vastuullisesta sijoittamisesta olevan heille konkreettisia hyötyä, eikä sitä koeta ainoastaan velvollisuutena tai tapana toimia oikein. Vastuullisen sijoittamisen käytänteitä on pyritty kehittämään tutkielmassa tarkasteltavissa yhtiöissä, ja yhtiöt tunnistavat vastuullisen sijoittamisen hyödyt oman liiketoiminnan ja riskienhallinnan kannalta. Vastuullisen sijoittamisen voidaankin ajatella hyödyttävän niin yhtiöitä itseään kuin ympäröivää yhteiskuntaa. Tutkielman tulosten perusteella voidaan todeta, että eri yhtiöissä kannattaakin pysähtyä

pohtimaan vastuullisen sijoittamisen mahdollisuuksia laaja-alaisesti oman yhtiön näkökulmasta niin tuottomahdollisuuksien kuin riskienhallinnankin kannalta. Hyödyt voivat konkretisoitua etenkin pitkällä aikavälillä. Tutkielman löydökset ovat linjassa esimerkiksi Amel-Zadeh ym. (2018) tutkimuksen kanssa, jossa suurin osa vastaajista pitivät ESG-tietoa olennaisena sijoitusten menestymisessä.

Haastateltavat nostivat vastuullisen sijoittamisen haasteiksi muun muassa käsitteen ymmärtämisen, käytäntöjen epäyhteneväisyyden, mittaustapojen monimuotoisuuden, tiedon laadun ja saatavuuden sekä vaatimusten ymmärtämisen. Tämä on linjassa FinSifin (2019) markkinatutkimuksen kanssa, jossa merkittävimmiksi haasteiksi koettiin puutteet koskien ESG-tiedon laatua, määrää ja yhteismitallisuutta. Vastuullisen sijoittamisen käsitettä ei koettu haastatteluissa täysin yksiselitteiseksi, ja se aiheutti myös hämmennystä. Käsite voidaan ymmärtää monella tapaa ja eri lailla eri henkilöiden keskuudessa. Myös Dorfleitnerin ja Utzin (2012) mukaan vastuullisuus voi tarkoittaa eri asioita eri sijoittajille. Lainsäädännöltä toivotaankin haastatteluissa selkeyttä ja yhteneväisyyttä koskien käsitteen sisältöä ja toimintatapoja.

Kolmannessa tutkimuskysymyksessä selvitettiin vastuullisuusraportoinnin merkitystä ja EU:n kestävän rahoituksen lakipaketin vaikutusta henkiyhtiöiden vastuulliseen sijoitustoimintaan. Haastateltavien mukaan syitä, joiden vuoksi vastuullisesta sijoittamisesta raportoidaan, on esimerkiksi sidosryhmien kiinnostus, säännösten noudattaminen, avoimuus, maineriski ja se, että halutaan kertoa itselle tärkeistä asioista. Kaikki haastateltavat tunnistivat raportointia koskevan lainsäädännön lisääntyvän lähitulevaisuudessa. Yhteenvetona voidaan todeta, että vastuullisen sijoittamisen merkitys on hyvin tunnettu kaikkien haastateltavien joukossa, mutta yhtenäisempiä toimintatapoja ja vastuullisen sijoittamisen syvällisemmän tarkoituksen kirkastamista kaivataan yhä. Haastateltavat kokivat lainsäädännön mahdollisena apuvälineenä tähän.

Ranskalaisten henkiyhtiöiden vastuullisuusraporteissa vastuullinen sijoittaminen ymmärrettiin hyvin samanlailla, ja yhtiöt raportoivat sekä nostivat esille samoja asioita ja teemoja. Nämä raportit ovat hyvä esimerkkinä avoimuudesta ja yhteneväisyydestä, jota ranskan lainsäädäntö on tuonut yhtiöidensä vastuullisen sijoittamisen kentälle. Haastateltavat suomalaiset asiantuntijat toivoivat lainsäädännöltä nimenomaan yhtenäisiä toimintamalleja, jonka mukaan kaikki toimivat ja

raportoivat. Lainsäädäntö voi tuoda kaivattua yhtenäistämistä, vertailtavuutta ja avoimuutta, mutta se voi tuoda mukanaan myös haasteita esimerkiksi raskaiden velvoitteiden täyttämisessä ja yhtiökohtaisten piirteiden huomioimisessa. Yksi merkittävä haaste voi olla löytää oma tapa tehdä vastuullista sijoittamista suhteessa markkinoiden odotuksiin ja lainsäädännön vaatimuksiin.

Tutkielman johtopäätelmänä voidaan todeta, että ympäristöasiat ovat nousseet erityiseen asemaan vastuullisen sijoittamisen kentällä, ja niiden merkitys sijoitustoiminnalle on pääosin hyvin tunnistettu henkivakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnassa. Tutkielman perusteella voidaan havaita kehityskulku, jossa ilmastoriskien huomioiminen saa jatkuvasti isompaa roolia. Tutkielman vastuullisuusraporttien perusteella pystyttiin luomaan käsitys vastuullisen sijoittamisen kehityskaaresta, jota etenkin UN PRI-periaatteiden syntyminen vauhditti vuonna 2006. Toinen merkittävä vuosi oli 2015, jolloin solmittiin muun muassa Pariisin ilmastosopimus, TCFD:n raportointisuositukset lanseerattiin ja Ranska hyväksyi Artikla-173 asetuksen. Tällöin huomio kiinnittyi yhä enemmän ilmastoriskeihin ja niiden hallintaan. Tutkittavat suomalaiset ja ranskalaiset yhtiöt olivat tietoisia erilaisten ESG-riskien olemassaolosta ja niiden mahdollisista seurauksista. Ranskalaiset yhtiöt painottivat etenkin ilmastoriskien merkitystä, mihin heidän lainsäädännöllään voi olla myös vaikutusta. ESG-riskeissä nähtiin kuitenkin myös mahdollisuuksia eli positiivinen puoli.

Johtopäätelmänä voidaan todeta, että erilaisilla kansainvälisillä sopimuksilla, tavoitteilla ja vastuullisen sijoittamisen ja kestävän kehityksen aloitteilla on ollut vaikutusta vastuullisen sijoittamisen kehityskulkuun. Yhtiöt ovat näistä hyvin perillä ja haluavat ottaa osaa niihin. Myös lainsäädännöllä on vaikutusta yhtiöiden vastuullisen sijoittamisen käytäntöihin, mutta vastuullisuusraporteista voidaan huomata, että yhtiöt ovat kehittäneet vastuullista sijoittamistaan jo paljon ennen pakottavaa lainsäädäntöä ja lisäksi erilaiset aloitteet ovat yhtiöille vapaaehtoisia. Lainsäädännöllä on kuitenkin merkitystä etenkin vastuullisuusraportoinnin, avoimuuden ja yhtenäistävien toimintatapojen luomisen kannalta.

6.2 Tutkielman arviointi

Tämän tutkielman avulla onnistuttiin tarjoamaan lukijalle monipuolinen ja kattava kuva sijoittamiseen liittyvistä ESG-riskeistä, niiden hallintakeinoista sekä vastuullisen sijoittamisen motivaatiotekijöistä ja riskeistä. Lisäksi onnistuttiin selvittämään vastuullisuusraportoinnin

merkitystä sekä lainsäädännön ja kansainvälisten aloitteiden ja periaatteiden vaikutuksia vastuullisen sijoittamisen kehityskulkuun. Tutkimusaineistojen avulla saatiin vastauksia asetettuihin tutkimuskysymyksiin, mikä on tutkielman tärkein tavoite. Tutkielmaa voidaan siis pitää tässä mielessä onnistuneena, sillä se antaa vastauksia tutkimuskysymyksiin ja tarjoaa lukijalle monipuolista tietoa suhteellisen vähän tutkitusta ja jatkuvasti kehittyvästä vastuullisen sijoittamisen ilmiöstä.

Aineiston riittävyyttä voidaan ratkaista laadullisessa tutkimuksessa puhumalla aineiston kyllääntymisestä eli saturaatiosta. Aineiston koko voidaan ajatella riittäväksi, silloin kun uudet tapaukset eivät enää tuo tutkimuskysymyksien kannalta uutta tietoa. (Eskola & Suoranta, 1998, 47.) Lisäksi saturaatio voidaan yhdistää myös tutkimustulosten yleistettävyyteen. Pienestäkin aineistosta on mahdollista tehdä yleistyksiä, kun aineisto alkaa toistamaan itseään. Saturaatiosta puhuminen onkin perusteltua silloin, kun aineistosta haetaan samanlaisuutta ja siitä määritellään luokkia. (Hirsjärvi ym. 2004, 73–75.) Ensimmäiseen empiriaosuuteen valittiin ranskalaisia vastuullisuusraportteja, joissa toistui hyvin samankaltaisia käytäntöjä, kehityskulkuja ja ajatuksia vastuullisen sijoittamisen suhteen. Täytyy kuitenkin muistaa, että lainsäädäntö on velvoittanut heitä tietyntyyliseen raportointiin, joka voi osaltaan vaikuttaa heidän esiin nostamiinsa asioihinsa. Vaikka tässä laadullisessa tutkimuksessa ei voida tehdä varsinaisia yleistyksiä, saadaan ensimmäisen empiriaosuuden perusteella jo varsin kattava kuva ranskalaisten henkiyhtiöiden vastuullisesta sijoittamisesta, ja voidaan sanoa, että tutkimusaineisto tuki tutkimuskysymyksiin vastaamista. Vastuullisuusraporttien määrää voidaan pitää saturaation kannalta oikeana ja riittävänä, sillä raporteista nousi esille samoja vastuullisen sijoittamisen motivaatiotekijöitä, ESG-riskejä ja lisäksi vastuullisuusraporttien avulla onnistuttiin muodostamaan kahdeksan ESG-riskien hallintakeinon luokittelu. Lisäämällä vastuullisuusraporttien määrää, saataisiin tuskin enää uutta tietoa esille ilmiöstä.

Vastuullisuusraporttien tapaan myös haastatteluiden määrän osalta saturaation voidaan nähdä täyttyneen, koska haastateltavat nostivat samoja teemoja ja asioita esille. He nostivat esille samankaltaisia motivaatio- ja riskitekijöitä, ESG-riskejä ja riskienhallintakeinoja. Empiriaosioiden voidaan nähdä myös täydentävän toisiaan erinomaisesti, sillä molemmat empiriaosuudet nostivat esille pitkälti samoja asioita. Toki ranskalaisten ja suomalaisten henkiyhtiöiden väliltä onnistuttiin löytämään myös joitain eroja, mikä oli myös tarkoituksena, sillä haluttiin saada aikaan vertailua. Suuret linjat ja käsitykset kuitenkin täydentävät toisiaan, minkä vuoksi aineistojen valintaa voidaan

pitää varsin onnistuneena. Laadullisen tutkimuksen tapaan tutkimuskohteet valittiinkin satunnaisotoksen sijasta tarkkaan siten, että ne vastaisivat tutkimusongelmiin. Haastatteluihin pyrittiin valikoimaan henkilöitä, joilla olisi paras tuntemus aiheesta. Sopivien haastateltavien löytäminen aiheutti aluksi haasteita, mutta lopullisiin haastatteluihin valikoidut henkilöt osoittautuivat tutkimuksen kannalta tarkoituksenmukaisiksi. He pystyivätkin vastaamaan haastatteluissa asetettuihin kysymyksiin pääosin hyvin.

Tutkimuksen luotettavuuden arvioinnin käsitykset eivät ole yhtenäisiä laadulliselle tutkimukselle. Yleensä metodikirjallisuudessa käsitellään kuitenkin validiteetin ja reliabiliteetin käsitteitä, kun puhutaan luotettavuudesta. Validiteetilla viitataan siihen, että tutkimuksessa tutkitaan juuri sitä, mitä on ollut tarkoitus tutkia. Reliabiliteetti puolestaan tarkoittaa tutkimuksen toistettavuutta. (Hirsjärvi ym. 2004, 118–119.) Tutkimusaineiston huolellinen käsitteleminen, luokitteleminen ja dokumentoiminen on reliabiliteetin kannalta olennaista, ja tutkimuksen toteutus onkin pyritty kuvailemaan mahdollisimman tarkasti. Tutkimuksen luotettavuuden parantamiseksi tutkimuksen suorittamisen eri vaiheet on pyritty raportoimaan mahdollisimman tarkasti ja tehdyt valinnat perustelemaan huolellisesti. Myös vastuullisuusraporttien aineisto on vapaasti tarkasteltavissa internetissä. Jos tutkimus toistettaisiin käyttäen samoja menetelmiä, samankaltaisiin tuloksiin päätymistä voisi pitää varsin todennäköisenä. Myös tutkimuksen validiteetin osalta tutkimusta voidaan pitää onnistuneena, sillä kaikkiin tutkimuskysymyksiin saatiin vastauksia, kuten edellä jo käsiteltiinkin. Tutkielman luotettavuutta voidaan arvioida myös käytetyn materiaalin laadukkuuden ja tarkoituksenmukaisuuden avulla. Tutkielman teoriaosuuteen on pyritty valikoimaan laadukasta, monipuolista ja vertaisarvioitua lähdemateriaalia, mikä tukee tutkielman luotettavuutta. Vaikka tutkielmassa saatiinkin vastauksia kaikkiin tutkimuskysymyksiin, oli tutkielman aihe varsin laaja Pro gradu -tutkielmaan. Aiheen tarkempaa rajaamista olisi voinut vielä pohtia, jolloin aihetta olisi voitu käsitellä vielä syvällisemmin tietyistä valituista näkökulmista.

6.3 Jatkotutkimusehdotuksia

Vastuullinen sijoittaminen on ollut viime aikoina paljon esillä, mutta sen historia on silti varsin tuore. Vastuullinen sijoittaminen sekä siihen liittyvät käsitteet ja toimintatavat ovat vielä osittain kehitysvaiheessa, ja lainsäädäntö tulee varmasti vaikuttamaan sen kehittymiseen ja yleistymiseen. Vastuullisen sijoittamisen implementoinnissa voidaan nähdä myös maantieteellisiä eroja, sillä esimerkiksi tutkielman kohteena olevassa Ranskassa oltiin jo varsin pitkällä vastuullisen sijoittamisen

sisäistämisessä. Tähän kehitykseen on varmasti vaikuttanut Ranskan lainsäädäntö. Myös EU:n lainsäädännön voidaan olettaa kehittävän vastuullista sijoittamista Suomessa.

Koska Suomessa ja EU:ssa ollaan vasta implementointi- ja kehitysvaiheessa EU:n kestävän rahoituksen osalta, mielenkiintoinen jatkotutkimusaihe voisi olla suorittaa uusi vastaavanlainen tutkimus silloin, kun lainsäädäntö on kerennyt olemaan jo jonkin aikaa voimassa. Tällöin olisi mielenkiintoista tutkia lainsäädännön tuomia hyötyjä ja haasteita yhtiöissä, jotka on velvoitettu raportoimaan lainsäädännön mukaan. Olisi mielenkiintoista tietää, onnistuuko EU:n kestävän rahoituksen lainsäädäntö tavoitteissaan, ja tuoko se haastatteluissakin kaivattua yhtenäisyyttä ja yhteneviä toimintatapoja vastuullisen sijoittamisen kentälle. Toisaalta olisi mielenkiintoista myös tietää, toteutuuko pelot lainsäädännön tuomista raskaista velvoitteista. Aihetta voisi tutkia myös kuluttajien näkökulmasta eli, onko raportointi esimerkiksi lisännyt ja helpottanut vertailtavuutta ja mitä hyötyjä se tuo kuluttajien näkökulmasta.

LÄHDELUETTELO

Kirjallisuuslähteet

Adler, T. & Kritzman, M. (2008). The Cost of Socially Responsible Investing. The Journal of Portfolio Management, 35(1), 52-56.

Amel-Zadeh, A. & Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. Financial Analysts Journal, 74(3), 87–103.

Avetisyan, E. & Hockerts, K. (2017). The consolidation of the ESG rating industry as an enactment of institutional retrogression: consolidation of the ESG rating industry. Business Strategy and the Environment, 26(3), 316–330.

Baker, H.K. & Greg Filbeck, G. (2015). Investment Risk Management. New York: Oxford University Press.

Bauer, R., Koedijk, K. & Otten, R. (2005). International evidence on ethical mutual fund performance and investment style. Journal of Banking and Finance, 29(7), 1751–1767.

Berry, T. C. & Junkus, J. C. (2013). Socially responsible investing: An investor perspective. Journal of Business Ethics, 112 (4), 707-720.

Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (2014). Investments. New York: McGraw Hill Higher Education.

Braun, A., Schmeiser, H. & Schreiber, F. (2017). Portfolio Optimization Under Solvency II: Implicit Constraints Imposed by the Market Risk Standard Formula. The Journal of Risk and Insurance, 84(1), 177–207.

Capelle-Blancard, G. & Monjon, S. (2012). Trends in the literature on socially responsible investment: Looking for the keys under the lamppost. Business Ethics, 21(3), 239–250.

CEA-Groupe Consultatif. (2007). Solvency II Glossary. Comité Européen des Assurances & Groupe Consultatif Actuariel Européen, Brussels. March 2007.

COSO. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. (2004). Enterprise Risk Management – Integrated framework. Executive Summary.

Cossin, D. (2015). Governance risk. Teoksessa Baker, H.K. & Filbeck, G. (toim.) Investment Risk Management. New York: Oxford University Press.

Cowton, C.J. (1999). Accounting and financial ethics: from margin to mainstream? Business ethics, 8(2), 99–107.

Damodaran, A. (2015). Country risk. Teoksessa Baker, H.K. & Filbeck, G. (toim.) Investment Risk Management. New York: Oxford University Press.

Degennaro, R. P. & Edirisinghe, C.P. (2015). Market risk. Teoksessa Baker, H.K. & Filbeck, G. (toim.) Investment Risk Management. New York: Oxford University Press.

De, I. & Clayman, M.R. (2015). The Benefits of Socially Responsible Investing. An Active Manager's Perspective. The Journal of Investing, 24(4), 49-72.

De Graaf, F. J. & Slager, A. (2009). Guidelines for Integrating Socially Responsible Investment in the Investment Process. Journal of Investing, 18(3), 70–78.

Dorfleitner, G. & Utz, S. (2012). Safety first portfolio choice based on financial and sustainability returns. European Journal of Operational Research, 221(1),155–164.

Escrig-Olmedo, E., Fernandez-Izquierdo, M., Ferrero-Ferrero, I., Rivera-Lirio, J. & Muñoz-Torres, M. (2019). Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles. Sustainability. 11(3):915.

Eskola, J. & Suoranta, J. (1998). Johdatus laadulliseen tutkimukseen. Tampere: Vastapaino.

Eurosif. (2018). The European Sustainable Investment Forum. European SRI Study 2018.

Fisher, G., Nguyen, T. & Tiu, C. I. (2015). Risk budgeting. Teoksessa Baker, H.K. & Filbeck, G. (toim.) Investment Risk Management. New York: Oxford University Press.

Fraser, J. & Simkins, B.J. (2010). Enterprise risk management: Today's leading research and best practices for tomorrow's executives. Hoboken: Wiley.

Friede, G., Busch, T. & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. Journal of Sustainable Finance & Investment, 5(4), 210–233.

Hamilton, S., Jo, H. & Statman, M. (1993). Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds. Financial Analysts Journal, 49(6),62-66.

Heinkel, R., Kraus, A. & Zechner, J. (2001). The effect of green investment on corporate behavior. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 36(4),431–449.

Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. (2004). Tutki ja kirjoita. Helsinki: Tammi.

Hong, H. & Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: the effects of social norms on markets. Journal of Financial Economics, 93(1), 15–36.

Honey, G. (2009). A short guide to reputation risk. Farnham, Burlington: Gower.

Hull, J. (2012). Risk Management and Financial Institutions. Somerset: John Wiley & Sons.

Hull, J.C. (2015) Risk Management and Financial Institutions: Risk Management and Financial Institutions, 4th edition. New York: John Wiley & Sons.

Hyrske, A., Lönnroth, M., Savilaakso, A. & Sievänen, R. (2020). Vastuullinen sijoittaja. Helsinki: Kauppakamari.

Hässler, R.D. (2012). Bonds. Teoksessa Staub-Bisang, M. Sustainable Investing for Institutional Investors Risk, Regulations and Strategies. Singapore: Wiley.

llmonen, I., Kallio, J., Koskinen, J. & Rajamäki, M. (2016). Johda Riskejä: Käytännönopas yrityksen riskienhallintaan. Helsinki: Finva.

Jobst, N.J. (2015). Credit risk. Teoksessa Baker, H.K. & Filbeck, G. (toim.) Investment Risk Management. New York: Oxford University Press.

Kallunki, J.P., Martikainen, M. & Niemelä, J.E. (2019) Ammattimainen sijoittaminen. 8. uudistettu painos. Helsinki: Alma Talent.

Kaplan, P. D. (2012) Frontiers of Modern Asset Allocation. Hoboken, N.J: John Wiley & Sons.

Kempf, A. & Osthoff, P. (2007). The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance. European Financial Management, 13(5), 908–922.

Khan, M., Serafeim, G. & Yoon, A. (2016) Corporate sustainability: First evidence on materiality. The Accounting Review, 91(6),1697–1724.

Kivisaari, E. & Kahola, M-L. (2017). Vakuutustalous: vakuutusyrityksen riskienhallinta, tilinpäätös ja vakavaraisuus. Helsinki: FINVA.

Knüpfer, S. & Puttonen, V. (2018). Moderni rahoitus (10., uudistettu painos.). Helsinki: Alma Talent.

Krause, A. (2015). Systemic risk. Teoksessa Baker, H.K. & Filbeck, G. (toim.) Investment Risk Management. New York: Oxford University Press.

Kuusela, H. & Ollikainen, R. (2005) Riskit ja riskienhallinta. Tampere: Tampere University Press.

John,K., Saadi, S. & Zhu, H. (2015). Liquidity risk. Teoksessa Baker, H.K. & Filbeck, G. (toim.) Investment Risk Management. New York: Oxford University Press.

Lamont, J. (2015). Risk management: Reputation is everything. KM World, 24(3),10-11.

Langbein, J.H. & Posner, R.A. (1980). Social Investing and the Law of Trusts. Michigan law review, 79(1), 72–112.

Leippold, M. (2015). Value-at-risk and other risk measures. Teoksessa Baker, H.K. & Filbeck, G. (toim.) Investment Risk Management. New York: Oxford University Press.

Lewis, A. & Mackenzie, C. (2000). Support for investor activism among UK ethical investors. Journal of Business Ethics, 24(3),215–222.

Li, Z., Tang, Y., Wu, J., Zhang, J. & Lv, Q. (2020). The Interest Costs of Green Bonds: Credit Ratings, Corporate Social Responsibility, and Certification. Emerging Markets Finance and Trade, 56(12), 2679-2692.

Lundgren, T. & Olsson, R. (2010). Environmental incidents and firm value: international evidence using a multi-factor event study framework. Applied Financial Economics, 20(16), 1293–1307.

Mathur, S. (2015). Risk aggregation and capital management. Teoksessa Baker, H.K. & Filbeck, G. (toim.) Investment Risk Management. New York: Oxford University Press.

Markowitz, H.M. (1971) Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments. Vol. 16. New Haven: Yale University Press.

Michelson, G., Wailes, N., Van der Laan, S & Frost, G. (2004). Ethical Investment Process and Outcomes. Journal of Business Ethics, 52(1), 1–10.

Nanayakkara, M. & Colombage, S. (2019). Do investors in Green Bond market pay a premium? Global evidence. Applied Economics, 51(40), 4425–4437.

Novethic. (2017). 173 Shades of Reporting. Analysis of the reports published in response to article 173-VI of the French Law on Energy Transitions and Green Growth.

Rantala, J. & Kivisaari, E. (2020). Vakuutusoppi. Helsinki: FINVA.

Renneboog, L., Ter Horst, J. & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. Journal of Banking & Finance, 32(9), 1723–1742.

Revelli, C. (2017) Socially Responsible Investing (SRI): From Mainstream to Margin? Research in international business and finance, 39, 711–717.

Risi, D. (2020). Time and Business Sustainability: Socially Responsible Investing in Swiss Banks and Insurance Companies. Business & society, 59(7), 1410–1440.

Sandberg, J., Juravle, C., Hedesström, T. & Hamilton, I. (2008). The Heterogeneity of Socially Responsible Investment. Journal of business ethics, 87(4), 519–533.

Saunders, M., Lewis, P. & Thornhill, A. (2019). Research methods for business students. Harlow: Pearson.

Schueth, S. (2003). Socially Responsible Investing in the United States, Journal of Business Ethics 43(3), 189–194.

Schumacher-Hummel, I. (2012). Equities. Teoksessa Staub-Bisang, M. Sustainable Investing for Institutional Investors Risk, Regulations and Strategies. Singapore: Wiley.

Scholtens, B. (2011). Corporate social responsibility in the international insurance industry. Sustainable Development, 19(2), 143–156.

Staub-Bisang, M. (2012). Sustainable Investing for Institutional Investors Risk, Regulations and Strategies. Singapore: Wiley.

Sweeting, P. (2011). Financial enterprise risk management. Cambridge: Cambridge University Press.

Silvola, H. & Landau, T. (2019) Vastuullisuudesta ylituottoa sijoituksiin. Helsinki: Alma Talent.

Sparkes, R. (2001). Ethical investment: whose ethics, which investment? Business Ethics: A European Review, 10(3), 194–205.

Tuomi, J. & Sarajärvi, A. (2018). Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi. Helsinki: Tammi.

Verheyden, T., Eccles, R. G. & Feiner, A. (2016). ESG for all? The impact of ESG screening on return, risk, and diversification. Journal of Applied Corporate Finance, 28 (2), 47–55.

Von Wallis, M. & Klein, C. (2015). Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing. Business Research, 8(1), 61–98.

Yu, E.P., Luu, B.V. & Chen, C.H. (2020). Greenwashing in Environmental, Social and Governance Disclosures. Research in international business and finance, 52,101192.

Oikeudelliset lähteet

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2019/2088 kestävyyteen liittyvien tietojen antamisesta rahoitussektorilla.

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2019/2080 vertailuarvojen kestävyyteen liittyvien tietojen antamisen osalta

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2020/852 kestävää sijoittamista helpottavasta kehyksestä

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/138/EY vakuutus- ja jälleenvakuutustoiminnan aloittamisesta ja harjoittamisesta

Laki kirjanpitolain muuttamisesta. (1376/2016). Finlex tietokanta. https://finlex.fi/fi/laki/alkup/2016/20161376

Laki vakuutusyhtiölain muuttamisesta. (303/2015). Finlex tietokanta. https://finlex.fi/fi/laki/alkup/2015/20150303

Vakuutusyhtiölaki (18.7.2008/521)

Internet-lähteet

ACPR. (2019). ACPR Banque de France. Analyses et synthèses. French insurers facing climate change risk. No. 102–2019. Viitattu 5.10.2020. https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/as_102_climate_change_insurers_en.pdf

AXA Group. (2019). Climate Report 2019. Viitattu 1.12.2020. https://www-axa-com.cdn.axa-contento-118412.eu/www-axa-com%2F667045c2-cc3c-4f65-a888-18753c463d9c_axa2019_ra_en_climate_report_2.pdf

AXA. (2021). About us. Viitattu 1.12.2020. https://www.axa.com/en/about-us

BNP Paribas Cardif. (2019). Responsible Investment Strategy 2019. Report pursuant to article 173.Viitattu 1.12.2020. https://www.bnpparibascardif.com/documents/348001/348117/Rapport_LTE2019_Eng_Sept2020.pdf/7d9728be-7af3-057f-1414-ebc09d55117c?t=1600075027802

BNP Paribas Cardif. (2021). Who we are.Viitattu 05.03.2021. https://www.bnpparibascardif.com/en/who-are-we

Carney, M. (2015). Bank of England. Breaking the Tragedy of the Horizon – climate change and financial stability. speech given at Lloyd's of London, September 2015. Viitattu 5.12.2020. https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability.pdf?la=en&hash=7C67E785651862457D99511147C7424FF5EA0C1A

CDP. (2021). CDP Media Factsheet. Viitattu 05.05.2021. https://www.cdp.net/en/media

Climate Bonds Initiative. (2018). Green Bonds – The State of the Market 2018. Viitattu 10.10.2020. https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_gbm_final_032019_web.pdf

Climate Action 100+. (2021). About Climate Action 100+. https://www.climateaction100.org/about/

CNP Assurances. (2019). Sustainable Investment 2019 report. Viitattu 1.12.2020. https://www.cnp.fr/en/cnp/content/download/8987/file/RIR%202019%20VA%20pour%20mise%20en%20ligne%20V%2008.2020.pdf

CNP Assurances. (2021). The CNP Assurances Group. Viitattu 1.12.2020. https://www.cnp.fr/en/the-cnp-assurances-group

European Commission. (2020a.) ec.europa.eu. Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth. Viitattu 16.10.2020. https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-renewed-strategy_en

European Commission. (2020b). Overview of sustainable finance. Viitattu 10.12.2020. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en

Eurosif. (2020). About us. Viitattu 16.10.2020. http://www.eurosif.org/about-us/

FIBS. (2021). Fibsry.fi. Tietoa meistä. Luettu 01.09.2021. https://www.fibsry.fi/tietoa-meista/

Finanssivalvonta. (2018). Solvenssi II. Viitattu 10.2.2021. https://www.finanssivalvonta.fi/saantely/saantelykokonaisuudet/solvenssi-ii/

Finanssivalvonta. (2020a). Valvontatiedote. 9.11.2020 – 71/2020. Viitattu 3.12.2020. https://www.finanssivalvonta.fi/tiedotteet-ja-julkaisut/valvottavatiedotteet/2020/eba-julkaissut-keskustelupaperin-esg-riskien-sisallyttamisesta-luottolaitosten-ja-sijoituspalveluyritysten-hallintoon-riskienhallintaan-ja-valvontaan--lausuntoaika-3.2.2021-asti/

Finanssivalvonta. (2020b.) Valvontatiedote 24.9.2020 – 60/2020. Viitattu 3.12.2020. https://www.finanssivalvonta.fi/tiedotteet-ja-julkaisut/valvottavatiedotteet/2020/eurooppalaisten-valvontaviranomaisten-ehdotus-kestavyyteen-liittyvien-tietojen-esittamistapojen-yhtenaistamiseksi--lausuntoaika-16.10.2020-asti/

Finanssivalvonta. (2021). Kestävä rahoitus. Viitattu 03.03.2021 https://www.finanssivalvonta.fi/vakuutus/kestava-rahoitus/

FinSif. (2017). Vastuullisen sijoittamisen markkinaselvitys 2017. Viitattu 05.09.2020. https://www.finsif.fi/wp-content/uploads/2015/04/markkinaselvitys_191017_paino.pdf

FinSif. (2019). Vastuullisen sijoittamisen markkinaselvitys 2019. Viitattu 05.09.2020. https://www.finsif.fi/wp-content/uploads/dlm_uploads/2020/01/finsif_markkinaselvitys_2019.pdf

FIR. (2016). Forum Pour L'Investissement Responsable. Article 173-VI: Understanding the French regulation on investor climate reporting. Viitattu 01.10.2020. https://www.frenchsif.org/isr-esg/wp-content/uploads/Understanding_article173-French_SIF_Handbook.pdf

GRI. (2020). globalreporting.org. About GRI. Mission & history. Viitattu 05.11.2020. https://globalreporting.org/about-gri/mission-history/

IIGCC. (2020). About us. Viitattu 05.09.2020. https://www.iigcc.org/about-us/

Kauppalehti. (2021a). Vastuullisuus puskee eteenpäin myös vakuutusalalla, Ifin toimitusjohtaja Thorsrud: " Viime kädessä joudumme päättämään asiakkuuden". Viitattu 17.10.2021. Saatavilla: https://www.kauppalehti.fi/uutiset/vastuullisuus-puskee-eteenpain-myos-vakuutusalalla-ifin-toimitusjohtaja-thorsrud-viime-kadessa-joudumme-paattamaan-asiakkuuden/e1f5c2f5-4955-4188-8f24-e464687feea6

Keva. (2019). Keva mukaan sijoittajien globaaliin climate action 100 vaikuttamishankkeeseen. Viitattu 15.09.2020. https://www.keva.fi/uutiset-ja-artikkelit/keva-mukaan-sijoittajien-globaaliin-climate-action-100--vaikuttamishankkeeseen/

Montreal Pledge. (2017). About the Montréal Carbon Pledge. Flyer. Viitattu 10.11.2020. https://montrealcarbon.wpengine.com/wp-content/uploads/2018/04/MontrealPledge_A4-Flyer-2017.pdf

MSCI. (2018). msci.com. MSCI ESG Leaders Indexes Factsheet. Viitattu 15.11.2020. https://www.msci.com/documents/1296102/1339060/MSCI-ESG-Leaders-Factsheet-April-2018.pdf/ee7cc1ce-b04c-4c9a-a65a-baabe06e958a

Pariisin sopimus. (2015). United Nations. Viitattu 1.4.2021. Saatavilla https://unfccc.int/sites/default/files/english_paris_agreement.pdf

Nasdaq. (2019). ESG Reporting Guide 2.0. Viitattu 16.09.2020. https://www.nasdaq.com/docs/2019/11/26/2019-ESG-Reporting-Guide.pdf

PwC. (2019). Older and wiser: Is responsible investing coming of age? Private Equity Responsible Investment Survey 2019. Viitattu 20.11.2020. https://www.pwc.com/gx/en/services/sustainability/assets/pwc-private-equity-responsible-investment-survey-2019.pdf

TCFD. (2020). Task Force on Climate-related Financial Disclosures. Guidance on Risk Management Integration and Disclosure. October 2020. Viitattu 01.02.2021. https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P291020-2.pdf

TCFD. (2021). about. Viitattu 01.02.2021. https://www.fsb-tcfd.org/about/

The Portfolio Decarbonization Coalition. (2015). unepfi.org. The Portfolio Decarbonization Coalition. Mobilizing financial markets to drive economic decarbonization. Viitattu 01.10.2020. https://www.unepfi.org/pdc/wp-content/uploads/pdc_brochure.pdf

Työ- ja elinkeinoministeriö.tem.fi. Vastuullisuusraportointi. Luettu 16.09.2020. https://tem.fi/vastuullisuusraportointi

U.N.Convened Net-Zero Asset Owner Alliance. (2021). Inaugural 2025 Target Setting Protocol. Viitattu 05.03.2021. https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2021/01/Alliance-Target-Setting-Protocol-2021.pdf

UNPRI. (2020). unpri.org. United Nations Principles for Responsible Investment. What are the Principles for Responsible Investment? Viitattu 15.10.2020. https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment

Varma. (2021). Varma sijoitti 200 miljoonaa euroa BlackRockin vastuullisen sijoittamisen rahastoon. Viitattu 17.10.2021. https://www.varma.fi/ajankohtaista/uutiset-ja-artikkelit/uutiset/2021-q2/varma-sijoitti-200-miljoonaa-euroa-blackrockin-vastuullisen-sijoittamisen-rahastoon/

World Economic Forum. (2019). The Global Risks Report 2019. 14th edition. Viitattu 10.10.2020. https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2019

World Economic Forum. (2020). The Global Risks Report 2020. 15th edition. Viitattu 10.10.2020. https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2020

Henkilölähteet

Asiantuntija A. Vastuullisen sijoittamisen asiantuntija, haastattelu 3.3.2021

Asiantuntija B. Sijoitusjohtaja, haastattelu 16.3.2021

Asiantuntija C. Senior portfolio manager, haastattelu 9.4.2021

Asiantuntija D. Vastuullisuusjohtaja, haastattelu 12.4.2021

LIITTEET

Liite 1: Asiantuntijoiden haastattelurunko

Vastuullinen sijoittaminen

1. Miten määrittelet ja ymmärrät vastuullisen sijoittamisen käsitteenä ja miten ilmiö näyttäytyy käytännössä?

2. Kuinka merkittävä rooli vastuullisuudella on sijoitustoiminnassanne? Oletteko integroineet ESG-asiat osaksi sijoitusanalyysia ja sijoitusten päätöksentekoprosessia?

3. Mitä vastuullisen sijoitustoiminnan periaatteita noudatatte sijoitustoiminnassanne? Mihin tavoitteisiin ja vastuullista sijoitustoimintaa koskeviin aloitteisiin olette sitoutuneet?

4. Miten otatte yhteistyökumppanienne sijoitusprosessin vastuullisuuden huomioon tehdessänne sijoituksia ulkoisten yhteistyökumppaneiden, varainhoitajien ja rahastojen hallinnoimiin sijoituskohteisiin? Noudattaako sijoituskohteenne samoja vastuullisia periaatteita?

Riskit ja riskienhallinta

5. Millainen merkitys vastuullisuudella on sijoitustoiminnan riskien hallinnan kannalta?

6. Minkälaisia ESG-riskejä sijoitukset voivat sisältää?
-Miten tunnistatte ja mittaatte näitä ESG- riskejä?
-Miten arvioitte näitä ESG-riskejä?

7. Millä keinoin hallitsette portfoliossanne olevien sijoitusten ESG-riskejä ja toisaalta otatte huomioon nämä riskit uusissa sijoituksissa? Vaihteleeko keinot/käytetyt menetelmät omaisuuslajeittain?

8. Koetteko ilmastoriskien merkityksen kasvaneen ja millä keinoin mittaatte portfolion ilmastoriskejä?

9. Minkälaisia erilaisia vaikutuksia sijoituskohteisiin liittyvien ESG-riskien realisoitumisesta voi seurata?

10. Mitä riskejä vastuulliseen sijoittamiseen itsessään liittyy ja mitkä ovat suurimmat haasteet vastuullisessa sijoittamisessa? Miten näitä haasteita on ratkaistu ja voitaisiin ratkaista? (yritystasolla, valtion tasolla, globaalisti)

Mahdollisuudet

11. Mitkä ovat merkittävimmät motivaatiotekijät sijoittaa vastuullisesti ja mitä suoraa ja epäsuoraa lisäarvoa vastuullisesta sijoitustoiminnasta voi seurata? (riskien hallinta, henkilökohtaiset arvot, parantunut riski-tuotto-profiili, maineen hallinta, sidosryhmien kasvavat odotukset)

Raportointi ja lainsäädäntö

12. Miksi raportoitte vastuullisesta sijoitustoiminnasta ja mitkä periaatteet ja säännökset ohjaavat raportointia nyt ja tulevaisuudessa?

13. Tarvitaanko mielestänne lisää yhtenäistävää kansallista tai kansainvälistä lainsäädäntöä koskien vastuullista sijoitustoimintaa, vastuullisuuden määritelmiä ja vastuullisuusraportointia?

14. Miten uskotte EU:n tulevan kestävän rahoituksen lainsäädännön vaikuttavan vastuullisen sijoitustoiminnan kenttään lyhyellä ja pitkällä aikavälillä?
-Mitkä ovat tämän lakipaketin merkittävimmät hyödyt/haasteet teidän näkökulmastanne?
-Pyrittekö edistämään ja kehittämään vastuullista sijoitustoimintaa, sen toimintatapoja ja vastuullisuusraportointia ennakoivasti vai sopeutatteko toimintaanne lähinnä ulkoa tulevan sääntelyn/standardien mukaan?