

TAMPEREEN YLIOPISTO
Oikeustieteiden laitos

HEDGERAHASTOT TYÖELÄKEVAKUUTUSYHTIÖIDEN
SIJOITUSKOHTEENA –
Näkökulmana vastuullinen sijoittaminen

Vakuutustiede
Pro gradu -tutkielma
Kesäkuu 2008
Ohjaaja: Antti Kanto

Olli Mäkinen

TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto	Oikeustieteiden laitos, vakuutustiede
Tekijä:	MÄKINEN, OLLI
Tutkielman nimi:	Hedgerahastot työeläkevakuutusyhtiöiden sijoituskohteena - Näkökulmana vastuullinen sijoittaminen
Pro gradu -tutkielma:	112 sivua, 4 liitesivua
Ajankohta:	Kesäkuu 2008
Avainsanat:	Työeläkevakuutusyhtiö, hedgerahasto, vastuullinen sijoittaminen

Tässä tutkielmassa tarkastellaan suomalaisten työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa. Tarkastelun keskipisteessä ovat sijoitustoiminnan vastuullisuus ja hedgerahastot. Suomalaisten työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta on viimeisten vuosien aikana ollut suuressa murroksessa. Työeläkelaitosten sijoitustoimintaa koskevaa lainsäädäntöä on muokattu suuntaan, joka mahdollistaa entistä suuremman riskinoton sijoituskohteita valittaessa. Markkinoille on tullut entistä monimutkaisempia sijoitustuotteita ja työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitukset allokoituvat entistä enemmän euroalueen ulkopuolelle. Näiden muutosten seurauksena kysymys sijoitustoiminnan vastuullisuudesta on noussut entistä tärkeämpään asemaan.

Tutkielmassa keskitytään tarkastelemaan hedgerahastoja vastuullisen sijoitustoiminnan näkökulmasta. Hedgerahastot ovat kasvattaneet jatkuvasti osuuttaan työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitussalkuissa ja osuuden voidaan sanoa olevan nykypäivänä merkittävä. Hedgerahastoja on kritistoitu muun muassa niiden toiminnan heikosta läpinäkyvyydestä, huonoista likviditeettiehdoista ja suurten riskien ottamisesta. Hedgerahastoja säädellään Suomessa ja muuallakin maailmassa kevyemmin kuin perinteisiä sijoitusrahastoja. Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoituskohteina hedgerahastot ovat herättäneet kysymyksiä eläkevarojen tuottavasta ja turvaavasta sijoittamisesta.

Tutkielmassa käydään läpi Suomen työeläkejärjestelmää, työeläkkeiden rahoitusta ja työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaa yleisellä tasolla. Sisällöllinen pääpaino tutkielmassa on hedgerahastoissa ja vastuullisessa sijoittamisessa. Hedgerahastojen yksityiskohtainen tarkastelu osoittaa sen, että hedgerahastot ovat hyvin monimuotoinen joukko, jonka käsittely yhtenäisenä kokonaisuutena on haasteellista.

Pääosa tutkielman empiriasta koostuu kuuden työeläkeyhtiön edustajille tehdyistä tutkimushaastatteluista. Tutkielmassa ilmenee, että vastuulliselle sijoitustoiminnalle annetaan suomalaisissa työeläkeyhtiöissä merkittävä painoarvo ja vastuullisuus on työeläkeyhtiöissä osa jatkuvaa sijoitustoiminnan prosessia. Vastuullisuutta tulee arvioida eri tavoin eri sijoitusluokissa. Välillisten sijoituskohteiden, kuten hedgerahastojen, osalta vastuullisten kriteerien huomioon ottaminen ja niiden tarkastelu koetaan työeläkeyhtiöissä ongelmalliseksi. Hedgerahastojen toiminnan luonteesta johtuen perinteisille vastuullisen sijoittamisen kriteereille – ympäristöön, yhteiskuntaan ja hyvään hallintotapaan liittyville tekijöille – annetaan vain vähän tai ei ollenkaan painoarvoa. Hedgerahastoista puhuttaessa työeläkeyhtiöiden vastuullista sijoitustoimintaa tulee arvioida etenkin tuottavuuden ja turvaavuuden näkökulmasta.

SISÄLLYSLUETTELO

1 JOHDANTO.....	1
1.1 TUTKIMUKSEN AIHEALUE	1
1.2 TUTKIMUKSEN TAVOITE JA TUTKIMUSONGELMAT	4
1.3 KESKEISET RAJAUKSET	6
1.4 KESKEISET KÄSITTEET	7
1.5 TUTKIMUSAINEISTO JA TUTKIMUSMETODIT.....	8
1.6 TUTKIELMAN TEOREETTINEN VIITEKEHYS	11
1.7 TUTKIMUKSEN KULKU	13
2 SUOMEN TYÖELÄKEJÄRJESTELMÄ JA ELÄKKEIDEN RAHOITUS	14
2.1 ELÄKEJÄRJESTELMIEN LUOKITTELUA	14
2.2 TYÖELÄKKEIDEN RAHOITUS YKSITYISALOILLA.....	15
2.3 OSITTAIN RAHASTOIVA TEKNIikka YKSITYISELLÄ SEKTORILLA	18
3 TYÖELÄKEVAKUUTUSYHTIÖIDEN SJOITUSTOIMINTA	20
3.1 TYÖELÄKEVAROJEN SJOITTAMISEN PÄÄMÄÄRÄ	20
3.2 TYÖELÄKEVAROJEN SJOITTAMISTA KOSKEVA SÄÄNTELY.....	21
3.3 ERILAISET SJOITUSKOHTEET	24
3.3.1 Suorat sjoituskohteet.....	25
3.3.2 Väilliset sjoituskohteet.....	28
3.4 TYÖELÄKEVAKUUTUSYHTIÖIDEN SJOITUSTEN KOHDENTUMINEN.....	35
4 HEDGERAHASTOT	38
4.1 HEDGERAHASTON MÄÄRITELMÄ.....	38
4.2 HEDGERAHASTOJEN SJOITUSSTRATEGIAT	42
4.3 HEDGERAHASTOJEN SUORITUSKYKY JA TILASTOINNIN ONGELMAT.....	48
4.4 HEDGERAHASTOIHIN LIITTYVÄT RISKIT JA ONGELMAT	53
4.5 HEDGERAHASTOT TYÖELÄKEVAKUUTUSYHTIÖN SJOITUSKOHTEENA	57
5 VASTUULLINEN SJOITTAMINEN.....	62
5.1 KÄSITTEEN MÄÄRITTELY	62
5.2 VASTUULLINEN SJOITTAMINEN KÄYTÄNNÖSSÄ	65
5.3 YHTEISKUNTAVASTUULLISEN SJOITTAMISEN SÄÄNTELY	69
5.4 KANSAINVÄLISIÄ VASTUULLISEN SJOITTAMISEN OHJEISTOJA.....	71
5.4.1 YK:n vastuullisen sjoittamisen periaatteet (UN PRI)	71
5.4.2 YK:n Global Compact.....	74

5.4.3 OECD:n monikansallisten yritysten ohjeisto.....	75
5.4.4 Global Reporting Initiative (GRI).....	76
5.5 VASTUULLINEN SJOITTAMINEN TYÖELÄKEVAKUUTUSYHTIÖISSÄ.....	77
6 VASTUULLINEN SJOITTAMINEN JA HEDGERAHASTOT: TUTKIMUSHAASTATTELUIJEN TULOKSET	80
6.1 YLEINEN VASTUULLISUUS	80
6.2 VASTUULLISUUS OSAKERAHASTOSJOITUKSISSA.....	84
6.3 VASTUULLISUUS HEDGERAHASTOSJOITUKSISSA.....	87
7 PÄÄTELMÄT.....	97
7.1 VASTUULLINEN SJOITTAMINEN TYÖELÄKEVAKUUTUSYHTIÖISSÄ.....	97
7.2 HEDGERAHASTOIHIN LIITTYVIÄ ONGELMIA.....	99
7.3 HEDGERAHASTOT VASTUULLISEN SJOITTAMISEN NÄKÖKULMASTA.....	102
7.4 LOPUKSI.....	105
LÄHTEET.....	107
LIITE 1 :TUTKIMUSHAASTATTELUN RUNKO.....	113
LIITE 2: OSAKERAHASTOILLE ESITETTÄVÄT VASTUULLISUUTEEN LIITTYVÄT KYSYMYKSET	116

KUVIO- JA TAULUKKOLUETTELO

KUVIOT

KUVIO 1. Liiketaloustieteelliset tutkimusotteet.....	10
KUVIO 2. Tutkielman teoreettinen viitekehys.....	12
KUVIO 3. Eläkkeiden rahoitus yksityisaloilla.....	16
KUVIO 4. Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoituskanta 1997–2007 prosentteina.....	36
KUVIO 5. Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoituskanta 1997–2007 euroina.....	36
KUVIO 6. Laaja SRI:n käsite (Broad SRI) ja SRI:n ydin (Core SRI).....	68

TAULUKOT

TAULUKKO 1. Keskimääräiset TyEL-maksun osat vuonna 2007.....	19
TAULUKKO 2. Työeläkevakuutusyhtiön toimintavyöhykkeet.....	24
TAULUKKO 3. Sijoituslajien tuotto-odotusten ja volatiliteettien oletukset.....	26
TAULUKKO 4. Työeläkesijoitusten jakauma koti- ja ulkomaisiin sijoituksiin vuosina 2000–2004.....	37
TAULUKKO 5. Hedgerahastojen ja osakerahastojen merkittävimmät erot.....	42
TAULUKKO 6. Hedgestrategioiden riskiluvut ja tuotot 1998–2007.....	49
TAULUKKO 7. Hedgerahastojen tuotot strategioiden mukaan.....	50
TAULUKKO 8. Hedgerahastojen tuottavuuden jatkuvuus.....	52
TAULUKKO 9. Työeläkeyhtiöiden hedgerahastojen tuotot 2005–2007.....	61
TAULUKKO 10. SRI-strategioiden määritelmät.....	66

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen aihealue

Rahastoitujen työeläkevarojen määrä on viime vuosina ollut voimakkaassa kasvussa ja kasvun ennustetaan edelleen jatkuvan. Sijoitustoimintaa koskevien säädösuudistusten ja sijoitustoiminnalle asetettujen tuottotavoitteiden myötä työeläkeyhtiöt¹ kohdistavat sijoituksiaan entistä enemmän osakkeisiin ja muihin riskillisempiin sijoituskohteisiin. Valtaosa työeläkevakuutusyhtiöiden sijoituksista kohdistuu Suomen ulkopuolelle. Osakesijoituksista merkittävä osa suuntautuu euroalueen ulkopuolelle ja kehittyville markkinoille. Näiden muutosten myötä sijoitustoiminnan vastuullisuuteen liittyvät kysymykset ovat nousseet aiempaa keskeisempään asemaan. Ympäristöarvot, ihmisoikeuskysymykset ja yritysten yhteiskunnallinen vastuu ovat viime vuosina olleet kansainvälisesti vahvasti esillä työeläkerahastojen sijoitustoiminnassa.²

Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa ohjaavat tietyt vastuulliset periaatteet, ja yhtiöt poikkeuksetta esittelevätkin ne vuosikertomuksissaan sekä internet-sivuillaan. Kansainväliset vastuullisen sijoittamisen termit ja periaatteet ovat rantautuneet myös Suomeen ja osaksi suomalaisten institutionaalisten sijoittajien periaatteita. Tästä esimerkkinä on YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet (UN PRI, Principles for Responsible Investment), joiden noudattamiseen tätä tutkielmaa kirjoitettaessa oli sitoutunut kaksi suomalaista työeläkevakuutusyhtiötä. Työeläkevakuutusyhtiöiden ja muiden työeläkelaitosten etujärjestö Työeläkevakuuttajat TELA ry kertoo uusissa vastuullisen sijoittamisen periaatteissaan pitävänsä PRI:tä hyvänä ohjeena eläkevarojen sijoittajille.³

Työeläkevakuuttajat TELA ry:n hallituksessa ovat edustettuina suurin osa työeläkelaitoksista. Hallituksen hyväksymien vastuullisen sijoittamisen periaatteiden tarkoituksena on kehittää työeläkevarojen vastuullisen sijoittamisen menetelmiä ja toimintatapoja. TELA:n jäsenet toteuttavat vastuullista sijoitustoimintaa koskevia

¹ Työeläkevakuutusyhtiö = työeläkeyhtiö (tai eläkeyhtiö)

² TELA ry: www.tela.fi 2008a

³ TELA ry: www.tela.fi 2008a

periaatteita itsenäisesti omaan sijoitustoimintaansa sopivalla tavalla, joten kyse ei ole jäseniä sitovasta normistosta. TELA:n vastuullisen sijoitustoiminnan periaatteissa ympäristöön, yhteiskuntaan ja hyvään hallintotapaan liittyvien tekijöiden (ESG-tekijöiden⁴) huomioon ottaminen on määritelty osaksi sijoitustoiminnan riskienhallintaa. TELA:n mukaan näistä asioista huolehtivat yritykset voivat pitkällä aikavälillä menestyä paremmin kuin niitä laiminlyövät yritykset. Välillisiin sijoituskohteisiin ja etenkin hedgerahastoihin epäsuorasti viitaten TELA:n periaatteissa mainitaan seuraavaa: ”Sijoituskohteen läpinäkyvyys ja sijoitusinstrumenttien ymmärtäminen ovat tärkeitä edellytyksiä sille, että työeläkevakuuttajien hyväksymät vastuullisuuden periaatteet voidaan käytännössä ottaa huomioon.”⁵

Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnasta säädetään laissa eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvelan kattamisesta (1114/2006), joka tuli voimaan vuoden 2007 alusta sekä laissa työeläkevakuutusyhtiöistä (354/1997). Työeläkevakuutusyhtiön tulee lainsäädännön mukaan sijoittaa eläkkeiden rahastoidut osat itsenäisesti sekä tuottavasti ja turvaavasti. Työeläkevakuutusyhtiön on huolehdittava riittävästä maksuvalmiudesta eli likviditeetistä sekä sijoitusten monipuolisuudesta ja hajautuksesta.⁶ Käytännössä sijoitustoiminnan sääntelyä koskeva muutos lisäsi työeläkevakuutusyhtiöiden mahdollisuutta suurempien sijoitustuottojen tavoitteluun eli mahdollisti samalla myös suuremman riskinoton. Suomen lainsäädäntö ei sääntele millään tavalla työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan yhteiskuntavastuullisista kriteereistä.

Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta on muuttunut viimeisen vuosikymmenen aikana merkittävästi. Osakkeiden ja osakerahastojen osuus työeläkeyhtiöiden sijoituskannasta oli vuoden 1997 lopussa noin 11 prosenttia, kun se kymmenen vuotta myöhemmin 31.12.2007 oli lähes puolet (46,5 %) koko sijoituskannasta. Perinteisesti työeläkevakuutusyhtiöiden sijoituskantaa hallinneet joukkovelkakirjasijoitukset ovat sitä vastoin menettäneet osuuttaan sijoituskannasta noin 13 prosenttia viimeisen kymmenen vuoden aikana.⁷ Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että

⁴ ESG on lyhenne sanoista Environmental, Social ja (Corporate) Governance. Ks. esim. TELA ry: www.tela.fi ”Työeläkevakuuttajien vastuullisen sijoittamisen periaatteet”

⁵ TELA ry: www.tela.fi 2008a

⁶ Korpiluoma ym. 2007, 35–36

⁷ TELA ry: www.tela.fi 2008b

työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitussalkkujen riskit ovat kasvaneet, mutta toisaalta myös sijoitustuotot ovat keskimäärin olleet kasvussa.

Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitukset euroalueen ulkopuolelle tehdään lähes yksinomaan rahastojen kautta. Välillisessä sijoittamisessa vastuullisuuteen liittyvät kysymykset ovat haasteellisempia kuin suorissa sijoituksissa. Välillisissä sijoituksissa jokin muu taho kuin työeläkevakuutusyhtiö valitsee lopulliset sijoituskohteet. Välillisissä sijoituskohteissa keskeisimpinä haasteina vastuullisuuden näkökulmasta ovat sijoituskohteen läpinäkyvyyden puutteet sekä suoraan omistukseen verrattuna pienemmät vaikutusmahdollisuudet. Välilliset sijoitukset ovat kasvattaneet osuuttaan suomalaisten työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitussalkuissa.⁸ Viime vuosien merkittävin prosentuaalinen kasvu sijoituskohteiden osalta on tapahtunut hedgerahastoissa. Työeläkeyhtiöt olivat vuoden 2005 lopulla sijoittaneet hedgerahastoihin 1,7 miljardia euroa ja vuoden 2008 maaliskuussa hedgerahastoihin oli sijoitettuna jo 5,1 miljardia euroa työeläkeyhtiöiden varoja.⁹

Hedgerahastot ovat saaneet aikaiseksi paljon julkista keskustelua etenkin eläkelaitosten, mutta myös muiden institutionaalisten sijoittajien sekä yksityishenkilöiden sijoituskohteina. Muiden muassa Vakuutusvalvontaviraston tutkimusjohtaja Lasse Koskinen on puhunut julkisuudessa hedgerahastojen varjopuolista. Koskisen mukaan vakavin ongelma liittyy hedgerahaston toimintaan normaalin finanssialan valvonnan ja sääntelyn ulkopuolella. Tämä tarkoittaa sitä, että suuri osa hedgerahastoista voi ottaa perinteisempiin rahastoihin verrattuna moninkertaisia riskejä ja niiden tiedonantovelvoitteet ovat vähäisiä. Koskisen mielestä hedgerahaston asiakkaan on hyvin vaikea selvittää, mitä ja kuinka paljon riskejä kyseinen hedgerahasto ottaa.¹⁰ Vakuutusvalvontavirasto on ilmaissut huolensa työeläkelaitosten – etenkin työeläkeyhtiöiden – hedgerahastosijoitusten kasvuun useaan otteeseen. Vakuutusvalvontaviraston huolenaihe liittyy etenkin hedgerahastojen sijoitusprofiilin heikkoon läpinäkyvyyteen, joka vaikuttaa riskien arvioinnin luotettavuuteen.¹¹ Suomen suurimman hedgerahastosijoittajan työeläkevakuutusyhtiö Varman sijoitusjohtaja Risto Murto taas sanoo, että ainakin Varma on erittäin hyvin perillä

⁸ TELA ry: www.tela.fi 2008a

⁹ Helsingin Sanomat: www.hs.fi 14.3.2008

¹⁰ Helsingin Sanomat: www.hs.fi 14.3.2008

¹¹ Vakuutusvalvonnan lehdistöiedote 7/2007. Ks myös Kauppalehti 21.8.2007, 6

hedgerahastosijoituksistaan, eikä heidän osaltaan läpinäkyvyyteen ole liittynyt ongelmia.¹² Valvojan viranomaisen ja sijoituksia toteuttavan tahon näkemykset eroavat siis merkittävästi toisistaan.

Hedgerahastot on laaja ja monimuotoinen joukko, ja ne ovat viime aikoina olleet julkisuudessa esillä niin hyvässä kuin pahassa. Hedgerahasto-käsitteen alle lukeutuu kirjava joukko erilaisia rahastoja, joten hedgerahastoja koskevia, kaikenkattavia yleistyksiä on vaikeaa, ellei jopa mahdotonta tehdä. Hedgerahastoihin liittyy monien tutkimusten perusteella erityisiä ongelmia muihin sijoitusrahastoihin verrattuna. Ongelmakohdat johtuvat pääasiassa suoraan tai välillisesti hedgerahastojen kevyestä sääntelystä, joka taas johtaa hedgerahastojen läpinäkyvyysongelmiin. Tarkat tiedot hedgerahastojen lopullisista sijoituspositioista voivat usein olla hedgerahastoihin sijoittavan tahon ulottumattomissa. Työeläkevakuutusyhtiöiden vastuullisen sijoitustoiminnan näkökulmasta hedgerahastot on mielenkiintoinen tarkastelujoukko. TELA:n sijoitustoiminnan vastuullisten periaatteiden mukaan¹³ vastuullisuuden periaatteiden huomioon ottaminen edellyttää sijoituskohteen läpinäkyvyyttä ja sijoitusinstrumenttien ymmärtämistä. Läpinäkyvyysongelmien takia vastuullisten periaatteiden toteutumista voidaan hedgerahastojen suhteen pitää kyseenalaisena.

1.2 Tutkimuksen tavoite ja tutkimusongelmat

Kaikista sijoitetuista työeläkevaroista hedgerahastoihin oli vuoden 2008 maaliskuussa sijoitettuna 4,5 prosenttia. Työeläkevakuutusyhtiöiden yhteenlasketusta sijoituskannasta noin 6,7 prosenttia on hedgerahastoissa.¹⁴ Nämä osuudet ovat merkittäviä, kun ajatellaan, että kyseessä ovat eläkemaksujen maksajille lähes täysin tuntemattomat sijoituskohteet. Tutkielmassa tarkastellaan työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa yleisellä tasolla, eläkevarojen sijoittamista hedgerahastoihin ja sijoitustoiminnan vastuullisuutta. Hedgerahastot ovat suurelle yleisölle melko tuntematon sijoitusluokka. Tutkielman yhtenä tavoitteena onkin avata kyseistä käsitettä ja tarkastella mitä se pitää sisällään. Työeläkeyhtiöt ovat merkittäviä institutionaalisia sijoittajia, joiden tulee lain

¹² Helsingin Sanomat: www.hs.fi 14.3.2008

¹³ Ks. aiempi sitaatti TELA:n vastuullisen sijoittamisen periaatteista

¹⁴ Helsingin sanomat: www.hs.fi 14.3.2008. Ks. myös TELA ry: www.tela.fi 2008b

mukaan sijoittaa varat tuottavasti ja turvaavasti.¹⁵ Työeläkeyhtiöt kertovat julkisesti toimivansa yhteiskuntavastuullisesti, niin sijoitustoiminnassaan kuin muussakin toiminnassaan. Hedgerahastojen läpinäkyvyysongelmat ja kevyen sääntelyn piirissä toimiminen ovat luoneet varjon hedgerahastojen ylle. Tutkielman keskeisenä tavoitteena onkin tarkastella, miten työeläkeyhtiöt itse näkevät tämän sijoitusluokan ongelmat ja ovatko hedgerahastot sopivia sijoituksia vastuullisia sijoitusperiaatteita noudattavalle sijoittajalle.

Tutkielmassa tarkastellaan myös työeläkeyhtiöiden osakerahastosijoituksia vastuullisen sijoittamisen näkökulmasta. Osakerahastosijoitukset ovat perinteisiä sijoitusrahastoja koskevan sääntelyn piirissä, mutta vastuullisen sijoittamisen näkökulmasta nämä sijoitukset eivät suinkaan ole ongelmattomia. Yhtä lailla kuin hedgerahastoissa, osakerahastoissakin varat on uskottu jonkun toisen tahon hoidettavaksi. Osakerahastosijoitukset on otettu tutkielmaan mukaan vertailunäkökulman takia. Oletus on, että osakerahastot ovat yleisesti paremmin tunnettu sijoitusjoukko, kuin hedgerahastot. Voidaan myös olettaa, että vähemmän tunnettu ilmiö avautuu helpommin, kun vertailukohtana käytetään paremmin tunnettua ilmiötä.

Tutkimuskysymykset ovat:

- 1) Millaisia vastuullisuuden periaatteita työeläkevakuutusyhtiöt noudattavat sijoitustoiminnassaan?
- 2) Mitä ongelmia hedgerahastoihin liittyy?
- 3) Miten työeläkevakuutusyhtiöiden vastuullisen sijoitustoiminnan periaatteet toteutuvat hedgerahastoihin sijoitettaessa?

Ensimmäinen tutkimuskysymys on luonteeltaan kartoittava ja siihen pyritään vastamaan tutkielman empiirisen aineiston ja etenkin tutkimuksen haastattelujen pohjalta. Tarkoitus on myös löytää yhtäläisyyksiä ja eroavaisuuksia eri yhtiöiden näkemyksissä vastuullisesta sijoittamisesta. Ensimmäisen tutkimuskysymyksen taustaksi tutkielmassa esitellään vastuullisen/yhteiskuntavastuullisen sijoittamisen teoreettista perustaa sekä kansainvälistä termistöä ja ohjeistuksia.

¹⁵ Laki työeläkevakuutusyhtiöstä 354/1997, 26 §

Toisen tutkimuskysymyksen tarkoituksena on nostaa esiin hedgerahastosijoituksiin liittyviä ongelmia. Oletuksena on, että hedgerahastoihin liittyy enemmän ongelmia kuin muihin sijoituskohteisiin keskimäärin. Oletus pohjautuu aihepiiriin liittyviin tieteellisiin julkaisuihin ja aiheeseen liittyvään julkiseen keskusteluun. Kysymystä lähestytään esittelemällä hedgerahastot monipuolisesti, jonka jälkeen eritellään eri tutkimuksissa esiin nostettuja hedgerahastosijoituksiin liittyviä ongelmakohtia. Kysymykseen pyritään vastaamaan myös työeläkevakuutusyhtiöiden näkökulmasta. Tämä tehdään pääosin tutkimushaastattelujen tulosten perusteella.

Kolmas tutkimuskysymys on johdettu ensimmäisestä ja toisesta tutkimuskysymyksestä. Tutkielmassa oletuksena on, että työeläkevakuutusyhtiöt ovat yhtä lailla hedgerahastosijoituksissaan kuin muissakin sijoituksissaan ottaneet huomioon vastuulliset sijoituskriteerinsä. Toisaalta voidaan olettaa, että vastuullisten sijoitusperiaatteiden toteuttaminen hedgerahastosijoituksissa on huomattavasti muita sijoituskohteita hankalampaa hedgerahastojen läpinäkyvyysongelmien takia. Kiinnostavaa on myös tarkastella, miten hedgerahastoja voidaan lähestyä vastuullisen sijoittamisen näkökulmasta ja poikkeako lähestymistapa olennaisesti muiden sijoitusluokkien arvioinnista. Tiedossa ei ole, että hedgerahastoja olisi ainakaan Suomessa aiemmin tutkittu vastuullisen sijoittamisen näkökulmasta.

1.3 Keskeiset rajaukset

Suomalaisista eläkevarojen sijoittajista tutkielman tarkastelussa ovat mukana ainoastaan työeläkevakuutusyhtiöt. Työeläkeyhtiöt sijoittavat kaikista eläkevaroista yli kolme viidesosaa, joten suhteellisesti ne ovat eläkeinstituutioista ylivoimaisesti merkittävien sijoittaja. Tarkastelun ulkopuolelle jäävät siis eläkekassat, -säätiöt, kansaneläkelaitos (Kela), kuntien eläkevakuuttajat (KEVA), kirkon keskusrahasto (KKR), Merimieseläkekassa (MEK), Maatalousyrittäjien eläkelaitos (Mela), Suomen Pankin Eläkerahasto (SPERA) sekä Valtion Eläkerahasto (VER).¹⁶ Työeläkeyhtiöt ovat olleet eläkelaitoksista suurimman julkisen mielenkiinnon kohteena eläkevarojen sijoituksista puhuttaessa. Tutkielman laajuus huomioon ottaen on myös tarkoituksenmukaista valita

¹⁶ TELA ry: www.tela.fi 2008c

tutkimuksen kohteeksi ominaisuuksiltaan yhtenäinen ja juridisesti homogeeninen ryhmä.

Sijoituskohteista tutkielman keskiössä ovat hedgerahastot. Osakerahastoja tarkastellaan suppeasti ja niiden tarkoitus on tuoda tutkielmaan vertailevaa näkökulmaa hedgerahastoihin nähden ja tätä vertailua toteutetaan etenkin tutkimushaastattelujen tulosten analysoinnin kautta. Hedgerahastot (ja osakerahastot) on valittu tutkielman tarkasteluun siitä syystä, että niiden voidaan olettaa olevan hankalammin hallittavia sijoituskohteita vastuullisuuden näkökulmasta kuin muut työeläkeyhtiöiden sijoituskohteet. Tämä johtuu siitä, että varojen lopullisesti sijoittamisesta vastaa joku muu taho, kuin työeläkeyhtiö itse. Hedgerahastojen ja osakerahastojen osuudet työeläkeyhtiöiden sijoitussalkuissa ovat kasvaneet merkittävästi viime vuosina. Hedgerahastot ovat olleet julkisen mielenkiinnon kohteena ja niitä on tarkasteltu hyvin erilaisin mielipitein.. Hedgerahastot on työeläkeyhtiöille suhteellisen uusi sijoituskohte, joten niiden valinta tutkielman pääkohteeksi on perusteltua myös uutuusarvon takia.

Tutkimushaastattelut on tehty kaikille muille Suomessa toimiville työeläkevakuutusyhtiöille, paitsi Pensions-Alandialle. Tämä johtuu yksinkertaisesti siitä, että Pensions-Alandia on muihin eläkeyhtiöihin verrattuna erittäin pieni toimija, jonka mukaan ottaminen haastatteluihin ei ole välttämätöntä tutkimustulosten yleistettävyyden kannalta. Vuoden 2006 tilinpäätöstietojen mukaan Pensions-Alandian sijoitusomaisuus oli noin 0,3 prosenttia työeläkeyhtiöiden yhteenlasketusta sijoitusomaisuudesta. Yhteenlasketusta osakesijoitusomaisuudesta Pension-Alandian osuus oli noin 0,2 prosenttia.¹⁷ Täten tutkimustulosten kattavuus koskien työeläkeyhtiöiden sijoitettujen eläkevarojen määrää on hyvin lähellä sataa prosenttia.

1.4 Keskeiset käsitteet

Työeläkevakuutusyhtiö on keskinäinen vakuutusyhtiö tai vakuutusosakeyhtiö. Ollakseen työeläkevakuutusyhtiö, yhtiön toiminnan tulee käsittää työntekijän eläkelaiissa (395/2006) tai työntekijän eläkelaiissa ja yrittäjien eläkelaiissa (468/1969) tarkoitettun

¹⁷ Työeläke-lehden (3/3007) liite ”Työeläkelaitosten tilinpäätöstiedot 2006”, 6

lakisääteisen eläkevakuutusliikkeen harjoittamisen.¹⁸ Käytännössä työntekijä ottaa työntekijöilleen lakisääteisen työeläkevakuutuksen työeläkevakuutusyhtiöstä tai järjestää vakuutuksen vakuutuskassalaisia (1164/1992) tarkoitettussa eläkekassassa tai eläkesäätiössä.¹⁹ Suomessa on seitsemän työeläkevakuutusyhtiötä, joista viisi on keskinäisiä eläkevakuutusyhtiöitä (Eläke-Fennia, Eläke-Tapiola, Etera, Ilmarinen ja Varma) ja kaksi eläkevakuutusosakeyhtiötä (Veritas ja Pensions-Alandia).²⁰

Hedgerahastot käsittävät suuren joukon toisistaan poikkeavia rahastoja, jotka käyttävät useita erilaisia sijoitusstrategioita, kaupankäyntitekniikoita ja sijoitusinstrumentteja. Hedgerahastoille on ominaista absoluuttisen tuoton tavoittelu, eli hedgerahastot pyrkivät yleensä olemaan riippumattomia osake- ja korkomarkkinoiden kehityksestä. Hedgerahastot luetaan Suomessa erikoissijoitusrahastoihin, joten niitä koskeva sääntely on kevyempää kuin perinteisillä sijoitusrahastoilla. Hedgerahastoille on ominaista velkavivun ja johdannaisten käyttö.²¹ Hedgerahastoista kerrotaan tarkemmin tämän tutkielman luvussa 4.

Vastuullisella sijoittamisella tarkoitetaan tässä tutkielmassa ympäristöön, yhteiskuntaan ja hyvään hallintotapaan liittyvien tekijöiden huomioon ottamista osana sijoituspäätöstä. Vastuullisessa sijoittamisessa edellä mainitut tekijät tulisi sovittaa yhteen sijoitusanalyysissä sekä riskienhallinnan että tuoton näkökulmasta. Vastuullinen sijoittaminen liittyy läheisesti termeihin 'yhteiskuntavastuullinen sijoittaminen' ja 'eettinen sijoittaminen'.²² Vastuullista sijoittamista käsitellään tarkemmin tämän tutkielman luvussa 5.

1.5 Tutkimusaineisto ja tutkimusmenetelmät

Tutkimuksen teoreettiset osuudet pohjautuvat monipuoliseen lähdeaineistoon. Tutkimuksessa käytetty kirjallisuus koostuu Suomen työeläkejärjestelmää käsittelevistä perusteoksista ja sijoitustoiminnan – sekä vastuullisen sijoitustoiminnan –

¹⁸ Laki työeläkevakuutusyhtiöistä 354/1997, 1 §

¹⁹ Korpiluoma ym. 2006, 48

²⁰ Työeläkevakuuttajat TELA ry: www.tela.fi 2008c

²¹ European Parliament 2008 (DT/714525EN), 11

²² Suomen evankelis-luterilaisen kirkon vastuullisen sijoittamisen ohjeet (2007), 4

kirjallisuudesta. Lähdeaineistona käytetään myös sijoitustoimintaa ja työeläkelaitosten toimintaa koskevaa lainsäädäntöä. Muu materiaali koostuu erilaisista aihepiiriin liittyvistä ohjeistuksista, selvityksistä ja tutkimuksista. Suuri osa vastuullista sijoittamista ja hedge-rahastoja käsittelevistä tutkimuksista ja selvityksistä ovat OECD:n julkaisemia tutkimuksia. Tutkimuksen empiria pohjautuu työeläkeyhtiöiden julkiseen raportointiin, aihepiiriä käsitteleviin lehti- ja internet-artikkeleihin sekä tutkimushaastattelujen analysointiin.

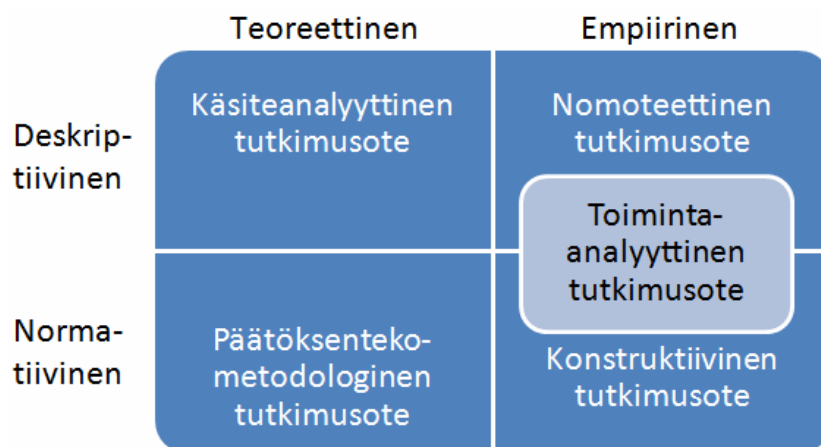
Keskeisin jaottelu tutkimusotteen valinnassa on tehtävä kvantitatiivisen eli määrällisen tutkimuksen ja kvalitatiivisen eli laadullisen tutkimuksen välillä. Tämä tutkielma täyttää laadullisen tutkimuksen pääpiirteet. Laadullisessa tutkimuksessa pyritään yleensä tutkittavan ilmiön ymmärtämiseen, joka tarkoittaa merkityksen tai tarkoituksen selvittämistä sekä kokonaisvaltaisen ja syvemmän käsityksen saamista ilmiöstä. Käytännössä tämä tarkoittaa tilan antamista tutkittavien henkilöiden näkökulmille ja kokemuksille sekä perehtymistä tutkittavaan ilmiöön liittyviin ajatuksiin ja motiiveihin.²³ Laadulliselle tutkimukselle on myös ominaista aineiston kerääminen välittömästi kentältä haastatteluin ja/tai havainnoin.²⁴

Tämän tutkimuksen tiedonintressi on hermeneuttinen, koska tutkimuksessa pyritään saavuttamaan syvällisempi ymmärrys tutkimuskohteesta ja sen toiminnasta. Hermeneuttisen tiedonintressin tieto- ja tutkimustyyppinä on tulkinta.²⁵ Tässä tutkielmassa tulkinta liittyy vahvasti tutkimushaastattelujen tulosten analysointiin. Kasanen, Lukka & Siitonen (1991, 317) esittelevät liiketaloustieteen tutkimusotteista kartoituksen, jossa tutkimusotteet jaetaan viiteen pääryhmään (ks. Kuvio 1). Viisikentässä toiminta-analyttinen tutkimusote sijoittuu nomoteettisen ja konstruktiiivisen tutkimusotteen väliin. Konstruktiiivisessa tutkimuksessa pyritään konkreettiseen ongelmanratkaisuun. Tässä tutkielmassa lähtökohtana ei ole ongelman ratkaisu, vaan mahdollisen ongelman esiin tuonti ja ongelman analysointi. Salmen & Järvenpään (2000) mukaan nomoteettisessa tutkimuksessa etsitään ilmiöiden lainalaisuuksia, niiden syy- ja seuraussuhteita, tilastollisten yleistysten kautta. Tämä tutkielma ei keskity ilmiöiden lainalaisuuksien tarkasteluun.

²³ Hirsjärvi, S. & Huttunen, J. 1995, 174

²⁴ Kasanen, E., Lukka, K. & Siitonen, A. 1991, 313

²⁵ Mäkinen, V. 1980, 34–35



KUVIO 1. Liiketaloustieteelliset tutkimusotteet²⁶

Mäkisen (1980, 46; 51–52) mukaan toiminta-analyttinen paradigma tavoittelee käyttäytymisen syvällistä ymmärtämistä. Toiminta-analyttinen paradigma ei asetu ulkopuoliseksi tutkittavasta ilmiöstä, vaan siinä pyritään katsomaan asioita myös sisältä päin. Tämä tarkoittaa sitä, että paradigman käyttäjä ei katso eikä oleta omaavansa tutkittavasta asiasta parasta tietoa. Tutkimusongelman tarkastelussa tarvitaan tilanteessa mukana olevien henkilöiden tietoja ja kokemuksia. Kun näkökulmia on useita, on ilmiö mahdollista ymmärtää dialektisesti näiden näkökulmien yhteisvaikutuksena. Toiminta-analyttisessä tutkimuksessa sisältörakenne riippuu siitä, millaisen sisällön ja tulkinnan tutkija haluaa käsitteelle omasta näkökulmastaan antaa ja miten hän sen ymmärtää. Saman asian painotukset voivat olla tarkastelijasta riippuen erilaisia ja keskinäiset erot voivat olla hyvinkin suuria. Käsitteet voivat toiminta-analyttisessä tutkimuksessa muuttua yksiselitteisistä moniselitteisiksi. Merkittävä lisänäkökulma on myös se, että tutkimustuloksella voi olla konkreettista merkitystä tutkimuskohteelle/-kohteille itselleen.

Tämä tutkielma on toimeksiantotutkimus, jonka toimeksiantaja on Työeläkevakuuttajat TELA ry. TELA on lakisääteistä työeläketurvaa harjoittavien työeläkevakuuttajien (työeläkeyhtiöiden ja muiden työeläkelaitosten) etujärjestö. Toimeksiantotutkimuksessa tutkijan intervention eli osallistumisen taso on suuri ja tutkimusparadigma on mahdollista tarkastella ”sisältä päin”. Tutkimuksen keskeisenä osana on tutkimuskohteille (so. kuudelle työeläkeyhtiölle) toteutettavat puolistrukturoidut

²⁶ Kasanen, ym. 1991, 317

haastattelut, joten näkökulmia asiaan on useita. Tutkimuksessa teorian ja empirian välille on tarkoitus luoda kiinteää vuoropuhelua. Edellä läpikäytyjen perustelujen valossa tutkimusotteeksi on valittu toiminta-analyttinen ote.

Haastattelumetodiksi on valittu puolistrukturoitu haastattelu. Puolistrukturoitu haastattelu etenee niin, että kaikille haastateltaville esitetään samat tai lähes tulkoot samat kysymykset samassa järjestyksessä. Joidenkin määritelmien mukaan puolistrukturoidussakin haastattelussa – kuten teemahaastattelussa – kysymysten järjestystä voidaan vaihdella. Täysin yhtenäistä määritystä puolistrukturoitujen haastattelujen toteutuksesta ei ole olemassa. Puolistrukturoitu haastattelu sijoittuu formaaliudessaan täysin strukturoidun lomakehaastattelun ja teemahaastattelun välille.²⁷

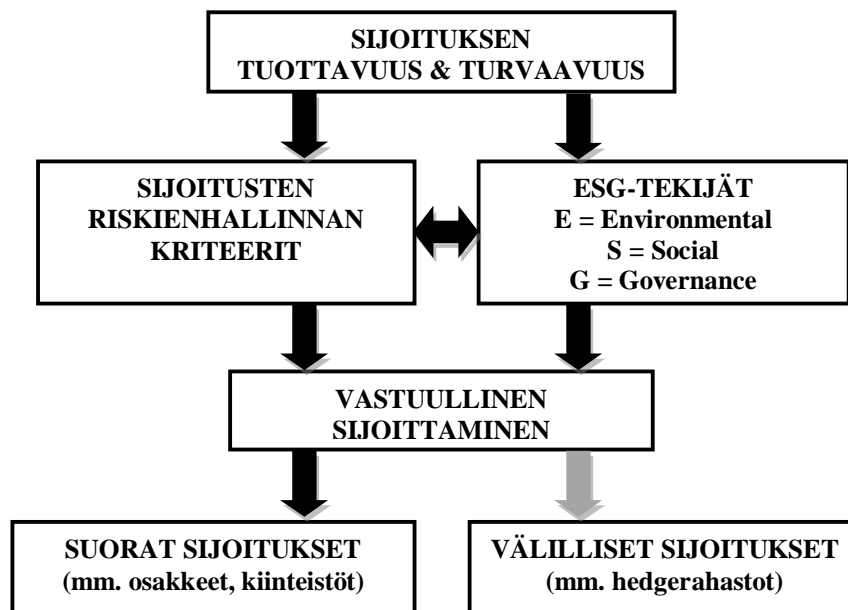
Haastattelujen tarkoituksena on löytää näkemyksellisiä ja käytännön toiminnan eroja ja yhtäläisyyksiä työeläkevakuutusyhtiöiden väliltä liittyen vastuulliseen sijoittamiseen ja hedge-rahastosijoittamiseen. Yhtiökohtaiset tulkinnalliset erot ovat merkittävässä osassa ja niiden voidaan olettaa tulevan parhaiten esiin, kun keskustelun luonne työeläkeyhtiöiden edustajien kanssa on epäformaalia, eikä noudata täysin strukturoitua kaavaa. Haastattelujen analysoinnin yhteydessä ei mainita haastateltavien nimiä, eikä eritellä yhtiökohtaisia tietoja. Tästä on sovittu yhtiöitä edustavien henkilöiden kanssa haastattelutilanteissa. Tarkoituksena on kuvata työeläkevakuutusyhtiöiden toimintaa yleisesti, eikä eritellä yhtiökohtaisia tietoja. Kaikki tutkielmassa esitettävä yhtiökohtainen tieto on peräisin julkisista lähteistä. Yksi syy tutkimushaastattelujen anonymille toteutukselle on oletus siitä, että yhtiöiltä välittyvä informaatio on avoimempaa ja monipuolisempaa, kuin mitä se olisi täysin julkisessa haastattelussa. Kaikki haastattelut on toteutettu aikavälillä 25.2–6.3.2008.

1.6 Tutkielman teoreettinen viitekehys

Tutkielman teoreettinen viitekehys on esitelty Kuviossa 2. Kuvion tarkoitus on kuvata vastuullista sijoitustoimintaa työeläkevakuutusyhtiön näkökulmasta. Vastuullisen sijoittamisen taustalla on sijoituksen tuottavuuden ja turvaavuuden vaatimukset, joita

²⁷ Hirsjärvi, S. & Hurme, H. 2001, 47

edellyttää myös Suomen lainsäädäntö²⁸. Näiden vaatimusten pohjalta työeläkeyhtiö tekee itsenäisen päätöksen sijoitustoiminnan riskienhallinnan kriteereistä. Nämä kriteerit liittyvät sijoitusten tuottojen varmistamiseen, mutta vastuullinen sijoittaminen edellyttää myös muiden kuin taloudellisten tekijöiden huomioon ottamista. Nämä tekijät eli niin sanotut ESG-tekijät tarkoittavat ympäristöön, yhteiskuntaan ja hyvään hallintotapaan liittyvien seikkojen huomioimista sijoituskohdetta valittaessa. ESG-tekijät, sijoitustoiminnan riskienhallinnan kriteerit ja vaatimukset sijoitustoiminnan tuottavuudesta ja turvaavuudesta ovat keskenään kiinteässä vuoropuhelussa työeläkeyhtiön kokonaisvaltaisessa vastuullisessa sijoitustoiminnassa. Lopulliset sijoitukset ovat joko suoria sijoituksia (mm. osakkeita, joukkolainoja, kiinteistöjä) tai välillisiä sijoituksia (mm. osake- ja hedgerahastot). Vastuullisten periaatteiden toteuttamisen oletetaan olevan vaikeampaa välillisissä sijoituksissa kuin suorissa sijoituksissa. Tätä eroavaisuutta kuvaa harmaa nuoli vastuullisen sijoittamisen ja välillisten sijoitusten välillä.²⁹



KUVIO 2. Tutkielman teoreettinen viitekehys

²⁸ Laki työeläkevakuutusyhtiöistä (354/1997), 26 §

²⁹ TELA ry: www.tela.fi 2008a

1.7 Tutkimuksen kulku

Luvussa 2 esitellään lyhyesti Suomen työeläkejärjestelmän pääpiirteitä ja eläkejärjestelmän rahoitusperiaatteita. Kolmas luku käsittelee työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa. Luvussa tarkastellaan sijoitustoiminnan päämääriä ja työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan sääntelyä, eritellään erilaisia sijoituskohteita sekä esitellään sijoitusten kohdentumista sijoituslajeittain. Neljännessä luvussa tarkastelussa ovat hedgerahastot. Luvun tarkoituksena on avata hedgerahastoa käsitteenä, tarkastella erilaisia hedgerahastojen sijoitusstrategioita ja niiden suorituskykyä sekä tutkia hedgerahastojen toimintaan liittyvää problematiikkaa. Hedgerahastoja on pyritty kuvaamaan monipuolisesti, koska tutkimusongelmien arviointi edellyttää, että hedgerahastojen toimintaan on perehdytty hyvin.

Viides luku käsittelee vastuullista sijoittamista. Vastuullisen sijoittamisen yhteydessä tarkastellaan kansainvälisiä vastuullisen sijoittamisen ohjeita ja periaatteita sekä vastuullista sijoittamista suomalaisissa työeläkevakuutusyhtiöissä. Kuudennessa luvussa käydään läpi tutkimushaastattelujen tulosten keskeinen sisältö. Luku on jaettu haastattelun teemojen mukaan yleiseen vastuullisuuteen, vastuullisuuteen osakerahastosijoituksissa sekä vastuullisuuteen hedgerahastosijoituksissa. Kuudes luku on kirjoitettu kokonaan haastattelujen pohjalta. Lähdeviitteiden käyttöä ei kuudennen luvun osalta ole koettu tarkoituksenmukaiseksi, koska haastatteluja ei ole eritelty yhtiö- tai vastaajakohtaisesti. Luku mukailee rakenteeltaan haastattelun runkoa, joka on tutkielman liitteenä 1. Seitsemännessä luvussa esitellään tutkielman päätelmät. Päätelmät on jaettu johdannossa esiteltyjen tutkimuskysymysten perusteella kolmeen alalukuun, joiden lisäksi päätelmissä on myös yhteenveto.

2 SUOMEN TYÖELÄKEJÄRJESTELMÄ JA ELÄKKEIDEN RAHOITUS

2.1 Eläkejärjestelmien luokittelua

Eläkejärjestelmiä voidaan luokitella monilla perusteilla. Eräs tapa on luokitella eläkejärjestelmät sen mukaan, kertyykö eläke työskentelyn perusteella vai maksetaanko se kaikille maassa asuville. Työhön perustuvan eläkejärjestelmän tarkoituksena on turvata eläkkeensaajan kulutustaso, joka hänellä oli työssä ollessaan. Ansioihin perustuvaa eläkettä kutsutaan ansioeläkkeeksi. Ansioeläkejärjestelmälle on ominaista, että eläkkeen määrä riippuu työskentelyn pituudesta ja työansioden määrästä. Käytäntö eri ansioeläkejärjestelmien välillä vaihtelee sen mukaan, otetaanko eläkkeen perusteena olevat työansiot huomioon koko työuran ajalta vai joltakin lukumäärältä viimeisiä työvuosia.³⁰

Asumiseen perustuvan eläkejärjestelmän tavoitteena on kansalaisen vähimmäistoimeentulon turvaaminen. Asumiseen perustuvaa eläkettä kutsutaan kansaneläkkeeksi ja oikeus eläkkeeseen syntyy maassa asumisen perusteella. Asumiseen perustuvissa eläkejärjestelmissä eläkkeen määrä on yleensä kaikille eläkkeensaajille sama tai tietyillä edellytyksillä vakiomääräinen. Asumisperusteisen eläkkeen määrä voi riippua siitä, kuinka paljon muuta eläkettä henkilö saa.³¹

Suomen työeläke perustuu henkilön koko työuran aikana ansaitsemiin työansioihin. Työeläkkeen tarkoituksena on turvata toimeentulon tason kohtuullinen säilyminen vanhuuden, työkyvyttömyyden ja perheenhuoltajan kuoleman varalta. Kansaneläke Suomessa maksetaan asumisen perusteella ja sen määrä on sitä pienempi, mitä suurempi on työeläke. Työeläkkeen määrän ylittäessä tietyn rajan, kansaneläkettä ei makseta lainkaan. Kansaneläkkeen tarkoituksena on vähimmäistoimeentulon turvaaminen.³²

³⁰ Korpiluoma ym. 2006, 16–17

³¹ Korpiluoma ym. 2006, 17

³² Korpiluoma ym. 2006, 17

Eläkejärjestelmät voidaan jakaa myös etuusperusteisiin ja maksuperusteisiin järjestelmiin. Etuusperusteisessa järjestelmässä (defined benefit) eläkemaksut kerätään ennalta määrätyn eläke-etuuden tason mukaisesti. Maksuperusteisessa järjestelmässä (defined contribution) määritellään etukäteen maksutaso ja eläkkeen määrä määräytyy kerättyjen maksujen ja niille saatujen tuottojen mukaan.³³ Suomessa työeläkkeen määrä ja saamisen edellytykset on laissa säädetty, eli työeläke on etuusperusteinen.³⁴

Suomessa ja muissa pohjoismaissa lakisääteinen eläketurva muodostuu asumisperusteisen kansaneläkkeen ja työeläkkeen muodostamasta kokonaisuudesta. Kuten edellä on mainittu, kansaneläke muodostaa vähimmäistoimeentuloturvan ja työansioiden ylittäessä tietyn rajan, kansaneläkettä ei makseta. Muiden maiden lakisääteisistä työeläkkeistä Suomen työeläke eroaa siinä, että Suomessa eläkettä kartuttavalle palkalle ei ole asetettu mitään ylärajaa eikä myöskään eläkkeen määrää ole rajattu tiettyyn rahamäärään, jota se ei voisi ylittää. Tästä syystä lakisääteinen eläke on pääasiallinen toimeentulon lähde myös hyväpalkkaisille työntekijöille. Lähes kaikissa muissa maissa lakisääteisen eläkkeen määrä on rajattu eläke- tai palkkatolla tai eläkkeellä on tasasuuruinen enimmäismäärä. Tästä syystä monissa muissa maissa on työmarkkinoilla sovittuja lisäeläkejärjestelmiä ja niiden merkitys kokonaiseläketurvan kannalta on Suomen järjestelmään verrattuna hyvin merkittävä.³⁵

2.2 Työeläkkeiden rahoitus yksityisaloilla

Eläkkeiden rahoituksen kaksi äärimuotoa ovat täysin rahastoiva järjestelmä ja puhdas jakojärjestelmä. Puhtaassa rahastoivassa järjestelmässä eläkevakuutusmaksuja peritään vuosittain ansaittua eläkettä vastaava määrä ja se rahastoidaan odottamaan eläkeaikaa. Rahastoivan järjestelmän periaate on siis se, että jokainen sukupolvi maksaa omat eläkkeensä ja työntekijä ikään kuin siirtää osan palkastaan säästöön (rahastoon) eläkettään varten.³⁶ Jokaisen sukupolven maksaessa omat eläkkeensä, täysin rahastoiva järjestelmä ottaa hyvin huomioon muutokset väestörakenteessa. Eläkekustannusten rahoittamiseen on tällöin käytettävissä myös eläkesäästöille saatava sijoitustuotto, joka

³³ Kari, K. ym. 2004, 116

³⁴ Korpiluoma ym. 2006, 17

³⁵ Koivusalo, L., Kammonen, H. & Lämsä, S. 2004, 26–27

³⁶ Lehtonen, S., Lindell, C. & Rynänen, E. 2007, 1

pienentää tarvittavaa maksua.³⁷ Jakojärjestelmän mukaisesti kunkin vuoden menot rahoitetaan samana vuonna kerätyillä vakuutusmaksuilla. Jakojärjestelmä jättää siis maksut rahastoimatta tai enintään kerää vararahastoa puskuriksi kassatilanteen varmistamiseksi menoissa ja tuloissa tapahtuvia heilahteluja vastaan.³⁸

Suomen työeläkejärjestelmä on osittain rahastoiva. Tämä tarkoittaa sitä, että osa vuotuisesta eläkemenosta katetaan jakoperiaatteella ja osa rahastointiperiaatteella. Osittain rahastoivaa tekniikkaa sovelletaan yksityisen sektorin palkansaajalakien (TyEL ja MEL)³⁹ mukaisten eläkkeiden rahoituksessa. Rahastointi on näiden lakien osalta tehty yksilötasolla, mutta ei kuitenkaan henkilökohtaisilla eläketileillä. Yksilörahastoinnilla on pyritty kytkemään vastuu eläkkeen kustantamisesta maksun rahastoineelle eläkelaitokselle. Yrittäjäeläkelakien (YEL ja MYEL)⁴⁰ mukaiset eläkkeet taas kustannetaan jakojärjestelmän mukaisesti. Julkisella sektorilla eläkejärjestelmien rahoitus toimii pääasiassa jakojärjestelmän perusteella, mutta varoja kerätään myös kollektiivisiin puskurirahastoihin. Kansaneläkkeet rahoitetaan jakojärjestelmäperusteisesti. Vajaa puolet kansaneläkemenosta rahoitetaan työnantajien kansaneläkemaksuilla ja toisen puolen muodostavat valtion suoritukset ja arvonlisäveron tuotot.⁴¹



*Valtio kustantaa lisäksi kolmanneksen MEL:n eläkemenosta.

KUVIO 3. Eläkkeiden rahoitus yksityisaloilla⁴²

³⁷ Korpiluoma ym. 2006, 21

³⁸ Rantala, J. & Pentikäinen, T. 2003, 214

³⁹ TyEL = Työntekijän eläkelaki; MEL = Merimieseläkelaki

⁴⁰ YEL = Yrittäjien eläkelaki; MYEL = Maatalousyrittäjien eläkelaki

⁴¹ Lehtonen ym. 2007, 1–2

⁴² Lehtonen ym. 2007, 4

Yksityisen sektorin eläkelait jakaantuvat työntekijöiden eläkelakeihin ja yrittäjien eläkelakeihin. Eläkkeiden rahoitus tapahtuu eri periaatteilla, mutta eläkkeet karttuvat samalla tavalla. Työntekijän eläkelaki (TyEL) ja merimieseläkelaki (MEL) säättävät rahoituksesta eläkelaitoksen tasolla, työntekijän työeläkemaksun määräytymisperiaatteesta sekä työnantajan maksu- ja vastuuperiaatteista. TyEL:n mukaista toimintaa harjoittavalla työnantajalla on kolme vaihtoehtoa järjestää työntekijöidensä eläketurvan; 1) vakuutuksen ottaminen työeläkevakuutusyhtiöstä (sopimustyönantaja), 2) liittyminen eläkekassaan tai 3) eläkevakuutuksen järjestäminen eläkesäätiössä. Suomessa toimii yhteensä seitsemän työeläkevakuutusyhtiötä, jotka ovat Eläke-Fennia, Eläke-Tapiola, Etera, Ilmarinen, Pensions-Alandia, Varma ja Veritas Eläkevakuutus. Eläkekassan tai eläkesäätiön työnantaja voi perustaa itse tai liittyä osakkaaksi jo perustettuun eläkekassaan tai yhteiseläkesäätiöön. Merimiesten eläkkeet hoitaa merimieseläkekassa. Yrittäjät voivat ottaa eläkevakuutuksen työeläkeyhtiöstä tai YEL-toimintaa harjoittavasta eläkekassasta. Maatalousyrittäjien eläkelaitos (MELA) hoitaa maatalousyrittäjien eläkkeet.⁴³

Julkisilla aloilla kunnallisen eläketurvan täytäntöönpanosta huolehtii Kuntien eläkevakuutus (Keva) ja valtion eläketurvasta vastaa valtionvarainministeriön alaisena laitoksena toimiva Valtiokonttori. Muita julkisia eläkejärjestelmiä ovat evankelis-luterilaisen kirkon palveluksessa olevien eläketurva, joka perustuu evankelis-luterilaisen kirkon eläkelakiin (KiEL), ortodoksisen kirkon palveluksissa olevia koskevat puolestaan valtion eläkelaki (VaEL), TyEL tai ortodoksisen kirkon eläkekassan säännöt. Lisäksi tiettyjen julkisoikeudellisten laitosten, kuten Suomen Pankin, Kansaneläkelaitoksen ja Ahvenanmaan maakuntahallituksen palveluksissa olevilla on oikeus soveltuvin osin VaEL:n periaatteita vastaavaan eläketurvaan.⁴⁴

Eläkkeiden rahastointia voidaan perustella usealla eri tekijällä, joista perimmäisin on eläkkeiden turvaaminen. Eläkkeiden muodostama tuotantokustannus kohdistuu rahastoinnin kautta oikealla sukupolvelle. Juuri ansiosidonnaisen eläketurvan kohdalla tämä päämäärä on luonteva, koska eläke ymmärretään osaksi palkkaa, jonka maksaminen vain on siirretty myöhemmälle ajalle. Eläkkeiden rahoituksessa on otettava huomioon demografiset tekijät. Suomessa eläkemenon palkkasummaosuuden on

⁴³ Lehtonen ym. 2007, 3–4

⁴⁴ Korpiluoma ym. 2007, 89–92

ennustettu olevan huippuvaiheessa kuluvan vuosisadan toisella neljänneksellä. Tässä eläkemenon huippuvaiheessa eläkejärjestelmästä aiheutuvaa raskautta voidaan pienentää alentamalla uuden eläkeoikeuden rahastointia tai jopa purkamalla rahastoja. Vaikutus saataisiin vielä suuremmaksi tilapäisen lisärahoituksen avulla. Vuoden 2006 sijoitustoimintaa koskevan selvityksen⁴⁵ seurauksena päädyttiin menettelyyn, jossa rahastoituihin vanhuuseläkkeisiin vuosittain tehtävät korotukset kohdistetaan ainoastaan yli 54-vuotiaille. Tämän tuloksena rahastoitujen vanhuuseläkkeiden korotukset alkavat vaikuttaa maksutasoa alentavasti jo 9–13 vuoden kuluttua korotuksesta ja vaikutus jatkuu eläkkeen maksamisen ajan.⁴⁶

Osa eläkemenosta voidaan rahoittaa pysyvästi rahastojen korkotuotolla. Kansantalouden näkökulmasta eläkkeiden rahastointi on säästämistä ja tätä kautta se edistää investointitoimintaa ja sen myötä vahvistaa kansantalouden tuotantopohjaa, mikä aikanaan edesauttaa eläkkeiden maksamista. Kaikkia näitä päämääriä ei kuitenkaan ole mahdollista saavuttaa samanaikaisesti. Jos menohuippu esimerkiksi tasoitetaan purkamalla kaikki aiemmin kerätyt rahastot, ei rahaston korkotuotto ole enää tämän jälkeen käytettävissä eläkemenon pysyvään rahoittamiseen. Tällöin rahastoinnista ei myöskään ole apua kansantalouden säästämisen tukemisessa eikä investointitoiminnan rahoittamisessa ja myös rahastojen eläkkeitä turvaava vaikutus menetetään.⁴⁷

2.3 Osittain rahastoiva tekniikka yksityisellä sektorilla

Työntekijän eläkelain (TyEL) ja merimieseläkelain (MEL) mukaiset eläkkeet rahastoidaan vakuuttaneeseen eläkelaitokseen yksilötasolla. Eläke jaetaan osittain rahastoivassa tekniikassa kahteen osaan sen mukaan, miten eläke kustannetaan. Se osa, jonka kustantamiseen varat kerätään enakkoon, on rahastoitu osa, josta varat purkautuvat eläkettä maksettaessa. Se osa, jota ei ole enakkoon rahastoitu, on tasausosa. Jakojärjestelmän mukaisesti varat tasausosien maksamiseen kerätään eläkkeen maksuvuoden työeläkemaksuilla. Osittain rahastointia suoritetaan vanhuus-, työkyvyttömyys- ja työttömyyseläkkeissä. Perhe- ja osa-aikaeläkkeet taas kustannetaan

⁴⁵ Työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeva selvitys 2006

⁴⁶ Sorainen, J. 2007, 3

⁴⁷ Sorainen, J. 2007, 4

kokonaan jakojärjestelmän mukaisesti. Tulevaisuudessa maksettavaa vanhuuseläkettä rahastoidaan eläkkeen karttuessa ansiotyön perusteella, kun taas työkyvyttömyys- ja työttömyyseläkkeitä rahastoidaan eläkkeen alkaessa. Kunkin eläkelajin rahastointiperiaatteista ja laskuperusteiden tarkemmasta tekniikasta säädetään laissa.⁴⁸

Työeläkevakuutusyhtiöiden työeläkemaksuun sisältyy vanhuus-, työkyvyttömyys- ja työttömyyseläkeosat, joilla kerättävät varat rahastoidaan tulevia eläkkeitä varten. Näiden osien lisäksi perittävään maksuun sisältyy tasausosa, jolla kerätään varat kunakin vuonna maksettavien, muiden kuin eläkkeiden rahastoitujen osien kustantamiseen eli eläkkeiden tasausosien sekä kokonaan rahastoimattomien eläkkeiden maksamiseen.

Rahastoitava vanhuuseläkeosa	3,0
Rahastoitava työkyvyttömyyseläkeosa	2,0
Rahastoitava työttömyyseläkeosa	0,0
Tasausosa	16,1
Muut kulut	0,9
Hyvitykset	-0,4
Tilapäiset maksun alennukset	-0,5
Maksu yhteensä	21,1

TAULUKKO 1. Keskimääräiset TyEL-maksun osat vuonna 2007, prosenttia⁴⁹

Kukin eläkelaitos vastaa yksittäisen eläkkeen rahastoidusta osasta, siltä osin kuin se on kerännyt maksua tätä eläkettä varten ennakoon. Eläkevastuu yksittäisessä eläkkeessä on se rahamäärä, joka keskimäärin riittää kyseisen eläkkeen rahastoidun osan kustantamiseen tulevan eläkkeen alkamishetkestä tai jo maksussa olevan eläkkeen osalta eläkevastuun laskentahetkestä eläkkeen maksamisen loppuun asti. Eläkelaitos laskee eläkevastuuseen liittyvän sitoumuksen eli vastuuvelan määrän kunkin vakuutetun osalta, jonka tulevaa eläkettä se on ennakoon rahastoinut. Rahastoitavat maksun osat eläkelaitoksen tulee sijoittaa itsenäisesti, tuottavasti ja turvaavasti ja sijoituksille edellytetään saatavan tietty minimituotto.⁵⁰

⁴⁸ Lehtonen ym. 2007, 8–9

⁴⁹ Lehtonen ym. 2007, 9

⁵⁰ Lehtonen ym. 2007, 9

3 TYÖELÄKEVAKUUTUSYHTIÖIDEN SJOITUSTOIMINTA

3.1 Työeläkevarojen sijoittamisen päämäärä

Eläkkeiden ennakkorahastointi asettaa tiettyjä velvoitteita TyEL-eläkelaitoksille ja on tärkeää varmistaa, että kukin eläkelaitos kykenee suoriutumaan näistä velvoitteista. Lainsäädäntö edellyttää, että nämä velvoitteet on arvioitu mahdollisimman hyvin, ja että eläkelaitoksella on velvoitteisiin nähden riittävästi varallisuutta. Maksettavista ja tulevista eläkkeistä koituvaa eläkelaitoksen velvoitteiden määrää kutsutaan vastuovelaksi (eläkesäätiöiden osalta eläkevastuiksi) ja sitä vastaavaa varallisuutta kutsutaan vastuuelan (eläkesäätiöiden osalta eläkevastuun) katteeksi. Vuoden 2007 alusta vastuun kattamista koskevaa säännöstöä muutettiin siten, että katteeksi kelpaavaa omaisuutta ei enää rajoiteta, ja aiemmista yksityiskohtaisista säännöksistä on jäljellä vain joitakin, joilla pyritään varmistamaan sijoitusten riittävä hajauttaminen.⁵¹

Eläkelaitoksen on huolehdittava sijoitustoiminnan turvaavuudesta eli pyrittävä välttämään riskejä varojen menettämisestä. Työeläkevakuutusyhtiöitä koskevan lain (354/1997) mukaan työeläkevakuutusyhtiön on sijoitettava varat tuottavasti ja turvaavasti. Tuottavalla sijoittamisella tarkoitetaan sitä, että varojen sijoittamisesta saatava hyöty näkyy sijoitusvarallisuuden arvonnousulla. Tuottavuuden ja turvaavuuden vaatimukset muodostavat sijoitustoiminnassa haastavan yhdistelmän. Riski ja tuotto kulkevat sijoitustoiminnassa käsi kädessä, joten liian tuottohakuinen sijoittaminen tarkoittaa heikompaa varojen turvaavuutta ja hyvin turvaava sijoittaminen tarkoittaa tinkimistä sijoituksen tuotto-odotuksista.⁵²

Eläkelaitoksen tulee huolehtia riittävästä maksuvalmiudesta eli likviditeetistä. Eläkesijoittamisessa tämä vaatimus on melko helppo täyttää, koska eläkejärjestelmässä menot eivät realisoidu yhtäkkisesti ja ennakoimatta. Eläkelaitoksen tulee myös huolehtia sijoitusten monipuolisuudesta eli kaikkia varoja ei ole järkevää sijoittaa vain yhteen sijoituslajiin. Eläkelaitoksen pitää myös hajauttaa sijoituksensa eli huolehtia

⁵¹ Korpiluoma ym. 2006, 34–35

⁵² Korpiluoma ym. 2006, 35–36. Ks. myös Laki työeläkevakuutusyhtiöistä (354/1997), 26 §

siitä, että kunkin sijoituslajin sisällä varat on sijoitettu riittävän moneen erilliseen kohteeseen.⁵³

Eläkelaitoksen vastuuelan laskennassa on vuodesta 1997 lukien käytetty kolmen prosentin diskonttokorkoa, joka pitkällä aikavälillä muodostaa vastuuelkaa kattavien varojen minimituottovaatimuksen. Diskonttokoron ylittäviä tuottoja käytetään vanhuuseläkkeiden rahastoitujen osien korotuksiin. Mitä suuremmiksi vanhuuseläkkeiden rahastoidut osat kyetään kasvattamaan, sitä pienemmiksi jäävät vastaavasti eläkkeiden yhteisesti kustannettavat osat eli tasausosat. Kun tasausosat kustannetaan vuotuisilla työeläkemaksuilla, rahastoitujen eläkkeen osien kasvu alentaa painetta työeläkemaksun korottamiseen. Työeläkevaroille saatavilla sijoitustuotoilla on siis työeläkemaksun nousupaineen hillitsemisessä olennainen merkitys.⁵⁴

Pieni osa sijoitustoiminnan kertyneistä tuotoista käytetään välittömästi alentamaan työeläkemaksun tasoa. Työeläkeyhtiöillä laskuperusteet mahdollistavat sitä suurempien vuotuisten asiakashyvitysten (työeläkemaksun alennusten) myöntämisen mitä paremmin työeläkeyhtiö on menestynyt sijoitustoiminnassaan pitkällä aikavälillä. Hyvitykset kannustavat tällöin yhtiöitä kilpailemaan sijoitustuotoilla. Merkittävin osa sijoitustuotoista käytetään kuitenkin toimintapääomien ylläpitoon ja eläkkeiden rahastoitujen osien kasvattamiseen. Eläkesäätiöissä ja eläkekassoissa sijoitustuottojen vaikutus työeläkekustannuksiin on periaatteessa vastaava, joskin se kanavoituu erilaisen mekanismin kautta.⁵⁵

3.2 Työeläkevarojen sijoittamista koskeva sääntely

Eläkelaitosten vakavaraisuudesta ja sijoitustoiminnasta säädetään 1.1.2007 voimaantulleessa laissa eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuelan kattamisesta (1114/2006). Lain keskeisinä tavoitteina ovat eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan määrittely sijoitusten tosiasiallisten riskien mukaan sekä vastuuelan kattamista koskevien sääntöjen selkeyttäminen. Sijoitusten sääntelyn

⁵³ Korpiluoma ym. 2006, 36

⁵⁴ Työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeva selvitys 2006, 1

⁵⁵ Korpiluoma ym. 2006, 37

lähtökohtana on, että mitä vakavaraisempi eläkelaitos on, sitä enemmän se voi tavoitella sijoitustuottoja sellaisista sijoituskohteista, joiden tuotto-odotukset ovat korkeat, mutta joihin liittyy voimakasta arvojen ja tuottojen heilahtelua lyhyellä aikavälillä.⁵⁶

Tässä vakavaraisuudella tarkoitetaan eläkelaitoksen kykyä selviytyä eläkevakuutustoimintaa uhkaavista erilaisista riskeistä. Eläkelaitoksen vakavaraisuutta mittaa niin sanottu vakavaraisuusraja, joka määritellään vastaamaan yhden vuoden toimintapääoman tarvetta huomioon ottaen sijoitusten jakautuminen eri omaisuuslajeihin. Vakavaraisuusraja vastaa siis sellaista sijoitustoiminnan tappiota, jota suurempi tappio on vuoden aikavälillä hyvin epätodennäköinen. Vakavaraisuusraja muodostuu riskipitoisella sijoituskannalla korkeammaksi kuin riskittömällä, kun tappion mahdollisuus on sidoksissa sijoitusten jakaumaan. Eläkelaitoksen toimintapääoma tarkoittaa määrää, jolla eläkevakuutustoiminnan varat ja muut niihin rinnastettavat sitoumukset ja vakuudet ylittävät eläkelaitoksen eläkevakuutustoiminnasta johtuvat velat ja muut näihin rinnastettavat sitoumukset. Toimintapääoman avulla sijoitusriskejä siis puskuroidaan kunkin eläkelaitoksen osalta. Toimintapääoman vähimmäismäärä on työeläkevakuutusyhtiöllä kaksi kolmasosaa vakavaraisuusrajasta. Eläkekassan ja eläkesäätiön toimintapääoman vähimmäismäärä on yksi kolmasosa vakavaraisuusrajasta.⁵⁷

Eläkelaitoksilla on myös toinen sijoitustoiminnan puskuri, joka on riippuvainen kaikkien eläkelaitosten noteerattujen osakesijoitusten tuotoista ja joka käyttäytyy kaikissa eläkelaitoksissa samalla tavalla. Puskurin ideana on, että osa sijoitusmarkkinoiden heilahtelusta aiheutuvasta riskistä kannetaan koko yksityisen sektorin työeläkejärjestelmän tasolla sen sijaan, että jokainen eläkelaitos kantaisi omalla toimintapääomallaan myös markkinoiden yleisen kehityksen muodostaman riskin. Puskuri toimii periaatteessa siten, että eläkevastuiden täydennyskertoimesta 10 prosenttia olisi ikään kuin sidottu toteutuviin osaketuottoihin. Tämä mekanismi otetaan käyttöön asteittain vuosina 2007-2011. Näiden vuosien aikana osakesijoitusten osuuden eläkelaitosten salkuissa odotetaan kasvavan noin 10 prosenttiyksikköä.⁵⁸

⁵⁶ Korpiluoma ym. 2006, 37

⁵⁷ Korpiluoma ym. 2006, 37. Ks. myös Eduskunnan kirjallinen kysymys 201/2008 vp

⁵⁸ Korpiluoma ym. 2006, 38

Laki työeläkelaitosten vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuelan kattamisesta koskee siis kaikkia yksityisalojen lakisääteistä eläketurvaa hoitavia työeläkelaitoksia. Lain 3 pykälässä annetaan yleissäännös sijoitusten hajauttamisesta, jossa sanotaan, että hajauttamisessa on otettava huomioon sijoitusten varmuus, tuotto, rahaksi muutettavuus ja monipuolisuus. Sijoitusten hajautuksesta säädetään yksityiskohtaisemmin vakavaraisuusrajan laskentaa ja vastuuelan katetta koskevissa säännöksissä. Vakavaraisuuden laskentaa varten sijoitukset jaetaan lain mukaan viiteen luokkaan: (1) rahamarkkinavälineet, (2) joukkovelkakirjasitoumukset ja velkasitoumukset, (3) kiinteistöt, (4) osakkeet ja (5) muut sijoitukset. Kukin sijoitusluokka jaetaan laissa vielä luokkien alaosiin, jotka liittyvät sijoitusten valuuttasidonnaisuuteen ja sijaintiin. Kunkin sijoitusryhmän tuotto-odotus, hajonta ja tuottojen korrelaatiot vaikuttavat vakavaraisuusrajan tasoon. Lakiin on kirjattu sijoitussalkun tuottoa ja riskiä kuvaavat paremetrit. Vakavaraisuusrajaan vaikuttaa myös eläkelaitosten vakavaraisuudesta riippuva ja ajassa muuttuva eläkelaitoksen vastuuelan täydennyskertoimen taso. Lain voimaantulon (1.1.2007) myötä vastuuelan katteksi kelpaavat kaikki laitoksen sijoitukset. Joidenkin erikseen lueteltujen sijoituskohteiden katekelpoisuutta on rajoitettu, millä pyritään säätelemään sijoitusten alueellista kohdentumista, yksittäisten riskikeskittymien suuruutta ja vastapuoliriskin huomioonottamista.⁵⁹

Työeläkeyhtiön vakavaraisuusrajaan johdetaan kolme toimintavyöhykettä Taulukon 2 mukaisesti. Silloin, jos toimintapääoman määrä ylittää vakavaraisuusrajan, mutta on pienempi kuin vakavaraisuusrajan nelinkertainen määrä, vakavaraisuussäädökset rajoittavat työeläkeyhtiön toimintaa vähiten. Tällä alueella asiakashyvitykset perustuvat sosiaali- ja terveysministeriön hyväksymiin laskuperusteisiin. Toimintapääoman enimmäismäärää ei saa ylittää pysyvästi, eli jos toimintapääoma toisena peräkkäisenä vuonna ylittää enimmäismääränsä, yhtiön on kasvatettava hyvityssiirtoja kolmanneksella enimmäismäärän ylitteestä. Vakavaraisuusrajan alapuolella asiakashyvityksiä ei voi jakaa. Jos toimintapääoma on alle kaksi kolmannesta vakavaraisuusrajaan, on yhtiön toimitettava Vakuutusvalvontavirastoon taloudellisen aseman tervehdyttämissuunnitelma. Toimintapääoman jäädessä alle kolmasosaan

⁵⁹ Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuelan kattamisesta (1114/2006), 3§; 6§. Ks. myös ETK: Työeläkejärjestelmän sijoitustoiminta (www.etk.fi), 12–13

vakavaraisuudesta yhtiön on toimitettava Vakuutusvalvontavirastolle lyhyen aikavälin rahoitussuunnitelma.⁶⁰

Hyvityksiä kasvatettava tai sijoitusjakaumaa muutettava siten, että palataan toimintapääoman ylärajan alapuolelle
1–4 x VVR⁶¹ (4 x VVR = toimintapääoman enimmäismäärä)
Hyvitykset laskuperusteiden mukaan, toiminnan normaali vyöhyke
1/3–2/3 x VVR (2/3 x VVR = toimintapääoman vähimmäismäärä)
Taloudellisen aseman tervehdyttämissuunnitelma VVV:lle ⁶² , tervehdyttämissuunnitelma vaaditaa myös, jos toimintapääoman ja tasoitusvastuun alarajan ylittävä osa yhteensä alittaa vakavaraisuusrajan
0–1/3 x VVR
Lyhyen aikavälin rahoitussuunnitelma VVV:lle

TAULUKKO 2. Työeläkevakuutusyhtiön toimintavyöhykkeet⁶³

Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnasta säädetään myös laissa työeläkevakuutusyhtiöistä (354/1997). Lain 26 pykälässä säädetään sijoitustoiminnan järjestämisestä muun muassa seuraavaa: ”Työeläkevakuutusyhtiön varat on sijoitettava tuottavasti ja turvaavasti.” Lain 27 pykälässä säädetään sijoituspäätösten valmistelussa ja tekemisestä. Ensimmäinen momentti kuuluu seuraavasti: ”Työeläkevakuutusyhtiön sijoitustoiminnan on oltava itsenäistä. Yhtiöllä on oltava sijoitustoimintaa varten riittävä oma henkilöstö.”

3.3 Erilaiset sijoituskohteet

Nykypäivänä sijoittajalla on valittavanaan suuri määrä erilaisia sijoituskohteita. Sijoituskohteiden laajan kirjon taustalla ovat sijoittajien vaatimukset mahdollisuuksista sijoittaa erisuuruisten riskien, erityyppisten riskien ja erisuuruisten tuotto-odotusten mukaisiin kohteisiin. Markkinat toimivat periaatteella: mitä suurempi tuotto-odotus, sitä suurempi riski. Tässä luvussa sijoituskohteet on jaettu suoriin sijoituskohteisiin ja välillisiin sijoituskohteisiin. Suoriin kohteisiin sijoittaessaan sijoittaja ostaa

⁶⁰ ETK: Työeläkejärjestelmän sijoitustoiminta (www.etk.fi), 13

⁶¹ VVR = vakavaraisuusraja

⁶² VVV = Vakuutusvalvontavirasto

⁶³ ETK: Työeläkejärjestelmän sijoitustoiminta (www.etk.fi), 13

arvopapereita, joiden arvot määräytyvät suoraan rahoitusmarkkinoilla. Välilliset sijoituskohteet käsittävät edelleen kaksi pääryhmää, jotka ovat vakuutussidonnaiset sijoituskohteet ja sijoitusrahastot. Välillisten sijoituskohteiden arvot määräytyvät niiden taustalla olevien arvopapereiden arvojen perusteella samoin kuin suorien sijoituskohteiden arvot. Vakuutussidonnaisia sijoituskohteita ovat säästövakuutukset, sijoitusvakuutukset ja vapaaehtoiset eläkevakuutukset.⁶⁴ Vakuutussidonnaisia sijoituskohteita ei käsitellä yksityiskohtaisemmin, koska niillä ei ole tekemistä työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan kanssa.

3.3.1 Suorat sijoituskohteet

Suoria sijoituskohteita ovat rahamarkkinasijoitukset, talletukset, kiinteistöt, osakkeet ja joukkolainat. Rahamarkkinasijoitukset ovat lyhyen koron sijoituksia, eli sijoitustodistuksen maturiteetti (juoksuaika) on lyhyt, yleensä kolme kuukautta tai vähemmän. Talletuksilla tarkoitetaan käytännössä pankkitalletuksia käyttelytileille tai määräaikaistileillä.⁶⁵ Työeläkeyhtiöiden kannalta olennaisia suoria sijoituskohteita ovat joukkolainat, osakkeet ja kiinteistöt. Kallunki (2002, 109–117) käsittelee johdannaiset suorien sijoitusten yhtenä alalukuna, joten johdannaiset esitellään lyhyesti tässä luvussa.

Vakavaraisuusrajan laskemista ja vastuuvelan kattamista koskevan lain valmisteluun liittyvässä työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskevassa selvityksessä on laskettu oletusarvot eri sijoituslajien tuotto-odotuksille ja tuottojen keskihajontaa (riskiä) kuvaavalle volatiliteetille⁶⁶. Taulukossa 3 esitellään osakkeiden, joukkolainojen ja kiinteistöjen oletetut tuotto-odotukset sekä volatiliteetit. Tuotto-odotus on laskettu yhdelle vuodelle. Suurempi volatiliteetti kertoo suuremmasta riskistä.⁶⁷

⁶⁴ Kallunki, J-P., Martikainen, M. & Niemelä, J. 2002, 87–88; 117

⁶⁵ Kallunki ym. 2002, 88

⁶⁶ Volatiliteetti = Sijoituksen tuoton keskihajonta. Kuvaa sijoituksen riskiä. Ks. esim. Pörssisäätiö 2008: www.porssisaatio.fi

⁶⁷ Työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeva selvitys 2006, 84

Sijoituslaji	Tuotto-odotus	Volatiliteetti
Osakkeet	8 %	19,2 %
Joukkolainat	5 %	3,3 %
Kiinteistöt	6,5 %	11 %

TAULUKKO 3. Sijoituslajien tuotto-odotusten ja volatiliteettien oletukset⁶⁸

Joukkovelkakirjalainan eli joukkolainan liikkeeseenlaskijoita (lainanottajia) voivat olla yritykset, valtio, kunnat tai muut yhteisöt. Joukkolainat ovat pitkäaikaisia eli niiden takaisinmaksuaika on yli vuosi ja laina maksetaan takaisin laina-ajan päätyttyä tai vuosittaisina lyhennyksinä. Joukkolainalla on aina nimellisarvo, joka kertoo, minkä suuruisiin osiin joukkovelkakirja on jaettu. Joukkolainan merkintähinta on lainan nimellisarvo kerrottuna joukkolainan liikkeeseenlaskukurssilla eli emissiokurssilla. Lainan tuotto muodostuu korosta ja mahdollisesta myyntivoitosta tai myyntitappiosta. Joukkolainan tuotto voi myös olla sidottu johonkin osakeindeksiin tai tiettyjen osakkeiden arvonkehitykseen.⁶⁹

Joukkolainojen keskimääräinen volatiliteetti on alhainen verrattuna esimerkiksi osakkeisiin (ks. taulukko 3). Niiden arvonkehitys on siis melko tasaista ja sijoituksen riski on pieni, mutta myös tuotto-odotukset ovat pienet. Jos lainan liikkeeseenlaskija menee konkurssiin eikä sillä ole varoja maksaa lainan haltijoille nimellispääomaa takaisin, tarkoittaa tämä pääomariskin toteutumista. Jos lainalle on asetettu vakuus, pääomariskiä ei ole. Joukkolainan korkoriski toteutuu, kun yleisen korkotason noustessa joukkolainan kurssi jälkimarkkinoilla laskee ja sijoittaja myy lainan ennen sen eräpäivää ja yleinen korkotaso on noussut joukkolainan hankintahetkestä. Jos sijoittaja pitää lainan koko laina-ajan, riskiä ei ole.⁷⁰

Osake on omistusosuus osakeyhtiössä. Osakkeita ostaneen omistusosuus yrityksestä on yhtä suuri kuin hänen omistamiensa osakkeiden yhteenlaskettu osuus koko osakepääomasta. Osakkeenomistajalla on taloudellisia oikeuksia eli oikeus yhtiön jakamaan osinkoon ja etuoikeus uusien osakkeiden merkitsemiseen osakeannissa. Osakkeenomistaja voi myös käyttää päätösvaltaa yhtiöitä koskevissa asioissa

⁶⁸ Työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeva selvitys 2006, 84

⁶⁹ Rahoitustarkastus: www.rahoitustarkastus.fi

⁷⁰ Nordea: www.nordea.fi

yhtiökokouksessa. Yhtiön hallitus koostuu usein suurimpien osakkeenomistajien edustajista. Osakkeiden kurssit (hinnat) vaihtelevat kysynnän ja tarjonnan mukaan, joten osakemarkkinat voivat lyhyellä aikavälillä epäonnistua yhtiöiden arvostuksessa, ja osakkeen hinta voi joko nousta liian korkealle tai laskea liian alas. Osakkeisiin liittyy kaikista sijoituslajeista suurimmat riskit, mutta myös suurimmat tuotto-odotukset. Osakkeisiin on helppo sijoittaa, koska sijoitus on likvidi ja sen yksikkökoko on erittäin pieni, joten kaikki sijoittajat pystyvät hankkimaan niitä.⁷¹

Kiinteistösijoittaminen on kiinteän omaisuuden tai kiinteään omaisuuteen oikeuttavien osakkeiden hankkimista. Kiinteistösijoittamista on asuntojen, teollisuus- tai toimistotilojen tai metsämaan ostaminen tai vuokraaminen. Suoran kiinteistösijoituksen likvidisyys eli rahaksi muutettavuus on heikko verrattuna moniin muihin sijoituskohteisiin, koska kiinteistöomaisuuden yksikkökoko on suuri, kaupankäyntikustannukset ovat korkeat ja kaupan toteuttamiseen kuluu usein pitkä aika. Kiinteistö täytyy usein hankkia kokonaisuutena, eikä sen omistusta voi jakaa muiden sijoittajien kesken. Kiinteistösijoituskohteet ovat edellä mainittujen tekijöiden vuoksi monen sijoittajan ulottumattomissa. Kiinteistösijoitukset ovat Suomessa etenkin eläkelaitosten suosimia sijoituskohteita.⁷²

Johdannaiset nimensä mukaisesti johdetaan muista sijoitusinstrumenteista eli johdannaisen arvo määräytyy jonkun toisen sijoitusinstrumentin eli kohde-etuuden arvon perusteella. Kohde-etuutena voi olla esimerkiksi osake, osakeindeksi, valuutta, korko tai raaka-aine. Johdannaisia voidaan käyttää esimerkiksi valuutta- ja osakepositioiden suojaamisessa kurssilaskuja vastaan. Johdannaisia voidaan käyttää myös sijoituksen tuotto-odotuksen kasvattamiseksi. Velkavipua käyttävät rahastot, kuten hedgerahastot, käyttävät usein johdannaisia tuotto-odotuksen nostamiseen ja markkinatilanteen mukaan myös salkun suojaamiseen. Johdannaispörsseissä kauppaa käydään vakioiduilla johdannaisilla, joiden kohde-etuus, voimassaoloaika ja muut ominaisuudet on etukäteen tarkasti sovittu eli ne ovat standardimuotoisia. Vakioimattomia johdannaisia välittävät pankit ja pankkiiriliikkeet. Vakioimattomien johdannaisten sopimusehdot perustuvat välittäjien omiin sääntöihin. Johdannaisinstrumentteja on lukuisia erilaisia, joista tunnetuimpia ovat optiot, termiinit,

⁷¹ Kallunki ym. 2002, 92–93

⁷² Kallunki ym. 2002, 107–109

futuurit ja swap-sopimukset. Optioita käyttämällä sijoituksen riskiä voidaan jakaa optiosopimuksen osapuolten välillä esimerkiksi siten, että osakkeisiin liittyviä riskejä siirretään suurempaan riskinottoon halukkaille sijoittajille, samalla kun varovaisemmat osapuolet vähentävät omaa riskiään.⁷³

3.3.2 Välilliset sijoituskohteet

Sijoitusrahaston määritelmä ja sääntely

Sijoitusrahastoissa sijoittajien varoja kerätään yhteen ja varat sijoitetaan eri arvopapereihin, jotka muodostavat rahaston. Sijoitusrahasto jakaantuu keskenään yhtä suuriin osuuksiin, jotka tuottavat yhtäläiset oikeudet rahastossa olevaan omaisuuteen. Rahaston sijoitustoimintaa ja hallintoa hoitaa erityinen osakeyhtiömuotoinen rahastoyhtiö, jolla voi olla hoidossaan useita eri rahastoja. Seuraavissa alaluvuissa esiteltävät korko-, osake-, yhdistelmä- ja erikoissijoitusrahastot voidaan lukea sijoitusrahasto-nimikkeen alle. Juridisesti erikoissijoitusrahastoa käsitellään tietyiltä osin eri tavalla kuin muita sijoitusrahastoja. Muun muassa tämän tutkielman keskipisteessä olevat hedgerahastot kuuluvat erikoissijoitusrahastoihin.⁷⁴

Sijoitusrahastojen toiminnasta säädetään sijoitusrahastolaissa (48/1999). Sijoitusrahastolain 4 luvussa säädetään rahastoyhtiön toiminnasta ja tehtävistä. Lain mukaan rahastoyhtiö voi perustaa yhden tai useamman sijoitusrahaston, mutta rahastoyhtiöt eivät saa perustaa yhteistä sijoitusrahastoa. Sijoitusrahastolla on oltava säännöt, jotka määrittelee rahastoyhtiön hallitus, joka päättää myös sääntöjen muuttamisesta. Rahaston varat kuuluvat rahasto-osuudenomistajille ja rahaston varat tulee pitää erillään rahastoyhtiön omaisuudesta. Sijoitusrahastoon rahojaan laittava ei siis ota rahastoyhtiön omien varojen hoidosta aiheutuvaa riskiä kantaakseen, koska lain mukaan rahastoyhtiö ei voi ottaa varallisuutta omien vastuidensa kattamiseen. Rahastoyhtiön tehtävä on yksinkertaisesti vain hallinnoida rahaston varoja.⁷⁵

⁷³ Kallunki ym. 2002, 109–111

⁷⁴ Puttonen, V. & Repo, E. 2007, 54; 64–73

⁷⁵ Sijoitusrahastolaki (48/1999), 23 §; 25 §

Sijoitusrahaston kuluja ovat merkintä-, lunastus- ja hallinnointipalkkiot, joista yhdessä muodostuu rahastoyhtiön liikevaihto. Sijoitusrahaston säännöistä tulee käydä ilmi muun muassa perusteet korvauksesta, jonka rahastoyhtiö ja säilytisyhteisö saavat toiminnastaan. Sijoitusrahastojen palkkioissa on suuria eroja eri rahastojen ja rahastoyhtiöiden välillä. Erityisen pienet hallinnointipalkkiot edellyttävät yleensä suurta minisijoitussummaa, joita käytännössä tarjotaan vain institutionaalisille sijoittajille.⁷⁶

Sijoitusrahastolain 11 luvussa säädetään sijoitusrahastodirektiivissä tarkoitetun sijoitusrahaston varojen sijoittamisesta. Siinä muun muassa mainitaan, että rahastoyhtiön on hajautettava sijoitustoiminnasta aiheutuvat riskit sijoittaessaan sijoitusrahaston varoja. Pykälän 73 1 momentti kuuluu seuraavasti: ”Sijoitusrahaston varoista saadaan sijoittaa enintään yksi kymmenesosa saman liikkeeseenlaskijan arvopapereihin tai rahamarkkinavälineisiin. Enintään yksi viidesosa saadaan sijoittaa talletuksiin samassa luottolaitoksessa.” Sijoituskohteina olevien arvopapereiden ja rahamarkkinavälineiden tulee olla arvopaperimarkkinalain mukaisen julkisen kaupankäynnin kohteena tai sitä vastaavassa kaupankäynnissä toisessa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa tai kaupankäynnin kohteena muualla säännellyllä, säännöllisesti toimivalla, tunnustetulla ja yleisölle avoimella markkinapaikalla. Sijoitusrahastolain 11 luku säätelee rahaston varojen sijoittamisesta hyvin yksityiskohtaisesti.⁷⁷

Rahastoyhtiöiden omistajapolitiikka

Rahastojen asema omistajina sijoituskohteena olevissa yhtiöissä on korostunut sijoitusrahastoihin sijoitetun varallisuuden kasvun myötä. Rahastoyhtiöiden tehtävänä on valvoa myös osuudenomistajien etuja omistajakysymyksissä. Suomen Sijoitusrahastoyhdistys on vuonna 2003 kirjoittanut suosituksen rahastoyhtiöiden omistajapolitiikasta. Suosituksen avulla on tarkoitus tuoda esille rahastoyhtiöiden odotukset siitä, miten omistajien intressit otetaan huomioon erityisesti suomalaisten osakeyhtiöiden päätöksenteossa. Suositus kannustaa rahastoyhtiöitä osallistumaan

⁷⁶ Puttonen, V. & Repo, E. 2007, 56; 61

⁷⁷ Sijoitusrahastolaki (48/1999), 11 luku

omistajaohjaukseen niissä yhtiöissä, joiden osakkeenomistajia jäsenyhtiöiden hallinnoimat rahastot ovat.⁷⁸

Sijoitusrahastolain 29 §:n ensimmäinen momentti kuuluu seuraavasti:

”Rahastoyhtiön hallituksen on hyväksyttävä tavoitteet ja toimintatavat sijoitusrahaston varoihin kuuluvien osakkeiden tuottaman äänioikeuden käyttämisestä osakeyhtiön yhtiökokouksessa. Omistajaohjauksen tavoitteet on ilmoitettava rahastoesitteessä. Sijoitusrahaston puolivuotiskatsauksessa ja vuosikertomuksessa on esitettävä tiedot siitä, miten sijoitusrahastolle kuuluvaa äänioikeutta on katsauskaudella käytetty.”

Edellä esitetyn lainkohdan mukaan rahastoyhtiön hallitus siis hyväksyy yleiset toimintaperiaatteet ottamatta kantaa jokaiseen yksittäiseen yhtiökokoukseen. Toimintaperiaatteiden pitää tulla ilmi rahastoesitteestä, jotta osuudenomistaja tietää, millä periaatteilla hänen omistamansa rahaston äänioikeutta käytetään.⁷⁹

Sijoitusrahastolain 26 §:ssä rahastoyhtiö veloitetaan harjoittamaan sijoitusrahastotoimintaa huolellisesti, itsenäisesti ja asiantuntevasti rahasto-osuudenomistajien yhteiseksi eduksi. Rahastoyhtiön tulee toiminnassaan kohdella osuudenomistajia yhdenvertaisesti. Sijoitusrahastoyhdistyksen suosituksessa yhteinen etu määritellään rahasto-osuudenomistajien omistamien rahasto-osuuksien arvon mahdollisimman hyväksi kehitykseksi. Suosituksen tavoitteeksi mainitaan avoimuuden kehittymisen edistäminen omistajaohjaukseen kuuluvissa kysymyksissä. Suosituksen mukaan hyvään hallintotapaan kuuluu päätöksenteon avoimuus ja omistajien todellisten vaikutusmahdollisuuksien turvaaminen päätöksenteossa etenkin silloin, kun tehdään päätöksiä yhtiön pääomarakenteesta tai hallintoelinten kokoonpanosta. Sijoitusrahastoyhdistyksen mielestä osakeomistuksen tuoman äänivallan käyttäminen on perusteltua silloin, kun omistusosuus ei ole vähäinen ja käsiteltävä asia on osakkeenomistajien kannalta merkittävä. Omistajaohjaus koskettaa siis ensisijaisesti yhtiön osakkeenomistajien ja sen hallituksen välistä suhdetta. Omistajaohjaus voidaan määritellä omistajien vaikutusvallan ja kontrollin käyttämiseksi. Sen tehtävänä on huolehtia osuudenomistajien yhteisistä eduista tarkoituksena parantaa

⁷⁸ Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry 2003: www.sijoitusrahastot.fi

⁷⁹ Puttonen, V. & Repo, E. 2007, 63

osuudenomistajien sijoituksen tuottoa sekä edistää pääomamarkkinoiden positiivista kehitystä pitkällä aikavälillä.⁸⁰

Erilaiset sijoitusrahastot: korko-, osake- ja yhdistelmärahastot

Korkorahastot voidaan jakaa lainan maturiteetin mukaan kolmeen ryhmään: lyhyen koron rahastot, pitkän koron rahastot ja keskipitkän koron rahastot. Lyhyen koron rahastot sijoittavat varansa rahamarkkinasijoituksiin kuten valtion, pankkien tai yritysten liikkeelle laskemiin korkoinstrumentteihin, joiden laina-aika on alle vuoden. Lyhyen koron rahastojen tavoitteena on yleensä pitkällä aikavälillä ylittää kolmen kuukauden euribor-koron tuotto. Lyhyen koron rahaston riskit ja tuotot ovat pienet.⁸¹

Pitkän koron rahastot sijoittavat varansa pääosin laina-ajaltaan pitkäaikaisiin (yli vuoden laina- eli juoksuaika) valtion, julkisyhteisöjen tai yritysten liikkeelle laskemiin joukkovelkakirjalainoihin. Julkisyhteisöjen ja valtion lainoihin sijoittavista rahastoista käytetään myös nimitystä obligaatorahasto. Pitkän koron rahaston tuotto-odotus on yleensä hieman parempi kuin lyhyen koron rahastossa, mutta vastaavasti rahasto riski on hieman suurempi, koska sen arvo voi myös laskea. Pitkien korkojen nouseminen laskee joukkovelkakirjalainan arvoa, koska obligaation kuponkikorot ovat kiinteitä ja kun niitä diskontataan korkeammalla korolla, obligaation nykyarvo laskee.⁸²

Keskipitkän koron rahasto on lyhyen ja pitkän koron sijoituksia tekevä yhdistelmärahasto. Keskipitkän koron rahasto sijoittaa sekä lyhyt- että pitkäaikaisiin korkoinstrumentteihin sen mukaan, millaiset korkomarkkinoiden tuotto-odotukset ovat. Riskiltään ja tuotto-odotuksiltaan keskipitkän koron rahasto sijoittuu luonnollisesti pitkän koron ja lyhyen koron rahastojen väliin.⁸³

Näiden lisäksi nykypäivänä puhutaan myös yrityskorkorahastoista, joiden varat sijoitetaan nimensä mukaisesti pääosin yritysten liikkeelle laskemiin korkopapereihin. Yrityskorkorahastoja on markkinoilla melko vähän, mutta niiden määrä on koko ajan lisääntynyt. Yrityskorkorahastojen suosion ennustetaan lähivuosien aikana kasvavan,

⁸⁰ Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry 2003: www.sijoitusrahastot.fi

⁸¹ Puttonen, V. & Repo, E. 2007, 33; 65–66

⁸² Puttonen, V. & Repo, E. 2007, 33; 66

⁸³ Puttonen, V. & Repo, E. 2007, 66

sillä tuotot verrattuna esimerkiksi euroalueen pitkän koron rahastoihin ovat olleet viime vuosina hyvät. Tuottojen keskihajonnassa ei kuitenkaan ole ollut juurikaan eroa. Yrityslainojen alhainen korrelaatio muiden omaisuusluokkien kanssa voi antaa sijoittajalle mahdollisuuden laskea salkun kokonaisriskiä ilman, että kokonaistuotto laskee, tai vastaavasti nostaa salkun tuottoa lisäämättä kokonaisriskiä.⁸⁴

Osakerahastot nimensä mukaisesti sijoittavat varoja osakkeisiin, joten niiden ottama riski on suurempi kuin korko- tai yhdistelmärahastoissa. Vastaavasti osakerahastojen tavoitteena ovat paremmat tuotot. Osakerahastot eroavat keskenään merkittävästi niiden toteuttaman sijoituspolitiikan suhteen. Osakerahaston sijoitusperiaatteena voi olla esimerkiksi tietty maantieteellisesti rajattu alue. Joku osakerahasto voi sijoittaa pelkästään Suomessa listattuihin osakkeisiin, toinen taas ulkomaisiin osakkeisiin, kuten Eurooppaan, Aasiaan, johonkin yksittäiseen maahan tai vaikka euroalueelle. Osakerahasto voi myös toteuttaa sijoittamista joidenkin eettisten periaatteiden mukaan.⁸⁵

Osakerahasto voi myös sijoittaa varansa tietyn tyyppisiin tai tietyn kokoisiin yhtiöihin, esimerkiksi suuriin ja vakaisiin maailmanlaajuisesti toimiviin yrityksiin eli ”blue chip -yhtiöihin” tai pieniin ja keskisuuriin yrityksiin eli ”small cap -yhtiöihin”. Osakerahasto voi myös erikoistua tietylle toimialalle, kuten metsäteollisuuteen, lääketeollisuuteen tai telekommunikaatioon. Osakerahastot voivat keskittyä myös joko arvo- tai kasvuyhtiöihin. Osakerahastojen tuottotavoite on yleensä sen sijoituspolitiikkaa mukaileva indeksi. Tämä indeksi voi olla jonkin tietyn alueen osakeindeksi tai toimialaindeksi. Kaikilla rahastoilla ei tosin ole vertailuindeksiä. Osakerahastot käyttävät usein salkkujensa suojaamiseen johdannaisia, mutta on myös olemassa rahastoja, jotka eivät näitä käytä. Rahaston tuottotavoite ja johdannaisten käyttö selviävät rahastoesitteestä ja rahaston säännöistä.⁸⁶

Yhdistelmärahastot sijoittavat sekä korkoa tuottaviin kohteisiin – lähinnä joukkolainoihin – että osakkeisiin. Yhdistelmärahastojen riskit ovat siis suuremmat kuin korkorahastoissa, mutta pienemmät kuin puhtaissa osakerahastoissa. Eri

⁸⁴ Puttonen, V. & Repo, E. 2007, 66

⁸⁵ Kallunki ym. 2002, 128

⁸⁶ Puttonen, V. & Repo, E. 2007, 68–69

yhdistelmärahastot painottavat joukkolainojen ja osakkeiden osuuksia eri tavoin, mikä vaikuttaa suoraan rahaston riskiin ja tuotto-odotukseen. Osakkeita painottavan yhdistelmärahaston riski ja tuotto-odotus ovat luonnollisesti suuremmat kuin rahaston, joka sijoittaa lähinnä joukkolainoihin.⁸⁷ Korkosijoitusten ja osakkeiden väliset painoarvot ja niiden vaihtelurajat käyvät ilmi rahaston säännöissä. Yhdistelmärahaston tuottotavoite määritellään tavallisesti prosentiosuuksina sen sijoituspolitiikkaa mukailevista korko- ja osakeindekseistä.⁸⁸

Erikoissijoitusrahastot

Erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminnasta säädetään sijoitusrahastolain luvussa 12. Edellä luvussa 3.2.2.1 käytiin lyhyesti läpi sijoitusrahastolain lukua 11, jossa säädetään sijoitusrahastodirektiivissä tarkoitetun sijoitusrahaston varojen sijoittamisesta hyvin yksityiskohtaisesti. Pykälässä 87 sanotaan, että erikoissijoitusrahaston säännöissä voidaan poiketa siitä, mitä 11 luvussa säädetään. Sijoittaessaan erikoissijoitusrahaston varoja, rahastoyhtiön on hajautettava erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminnasta aiheutuvat riskit. Toisin kuin sijoitusrahastoilla, erikoissijoitusrahastoilla ei ole mitään prosenttirajoja, joita yksittäiset sijoitukset eivät saisi ylittää. Riskin hajautusta koskevat säännöt käyvät ilmi kunkin erikoissijoitusrahaston säännöistä.⁸⁹

Erikoissijoitusrahaston säännöissä voidaan myös poiketa siitä, mitä sijoitusrahastolain 45, 48 ja 49 §:ssä sekä 98 §:n 1 ja 2 momentissa säädetään. Pykälässä 45 säädetään muun muassa, että vaadittaessa rahastoyhtiön on laskettava liikkeeseen hallinnoimansa sijoitusrahaston rahasto-osuuksia. Samassa pykälässä säädetään myös rahoitustarkastuksen oikeudesta keskeyttää osuuksien liikkeellelasku tietyin perustein. Pykälän 48 mukaan rahastoyhtiön on laskettava rahasto-osuuden arvo jokaisena pankkipäivänä. Pääasiallisesti kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin varojaan sijoittavan erikoisrahaston arvo on laskettava ja julkistettava kuukausittain. Pykälässä 48 säädetään myös siitä, miten arvo tulee laskea. Pykälässä 49 säädetään rahasto-osuuksien lunastuksesta. Pääperiaate on se, että rahastoyhtiön on välittömästi osuudenomistajan vaatimuksesta lunastettava hallinnoimansa rahasto-osuus

⁸⁷ Kallunki ym. 2002, 127

⁸⁸ Puttonen, V. & Repo, E. 2007, 70

⁸⁹ Sijoitusrahastolaki (48/1999), 87 §

lunastuspäivän arvosta. Pykälän 98 1 momentin mukaan rahastoyhtiön on aina kun se laskee liikkeeseen tai lunastaa rahaston osuuksia, ja vähintään kaksi kertaa kuukaudessa, julkistettava rahasto-osuuden arvo sekä liikkeessä olevien rahasto-osuuksien määrä. Momentissa 2 säädetään rahoitustarkastuksen oikeudesta myöntää rahastoyhtiölle lupa julkistaa tiedot vain kerran kuussa. Edellä mainitut lainkohdat eivät siis velvoita erikoissijoitusrahastoja.⁹⁰

Erikoissijoitusrahastoihin voidaan lukea kiinteistörahastot, indeksirahastot, pääomasuojatut rahastot, rahastojen rahastot ja hedgerahastot. Myös korkorahasto voi olla erikoissijoitusrahasto, jolloin rahasto sijoittaa vapaammin ja ottaa suurempia riskejä kuin sijoitusrahastolain mukaiset korkorahastot. Tällaisia voivat olla esimerkiksi niin sanotut high yield -sijoitusrahastot.⁹¹ Kiinteistörahastoista säädetään kiinteistörahastolaissa. Kiinteistörahastoyhtiö sijoittaa yleisöltä hankkimansa varat edelleen pääasiallisesti kiinteistöihin sekä kiinteistöarvopapereihin muussa kuin rakentamisen tai kiinteistönjalostustoiminnan tarkoituksessa. Pääasiallisesti kiinteistörahastojen toiminnasta säädetään sijoitusrahastolaissa.⁹² Pääomasuojattujen rahastojen tarkoituksena on saada osuudenomistajille tuottoa ja turvata, että osuudenomistaja saa vähintään tietyn ennalta määrätyn rahasto-osuuden vähimmäisarvon eli niin sanotun takuutason. Asetettu takuutaso vaihtelee rahastoittain ja saattaa olla voimassa vain tietyllä hetkellä.⁹³

Indeksirahastot ovat passiivisia rahastoja. Nimitys johtuu siitä, että indeksirahastojen tuotto määräytyy valitun indeksin tuoton mukaisesti ja rahaston rakenne siis seuraa valittua indeksiä. Sijoituskohteiden valinta tehdään indeksiä mukailevien painojen mukaan ja yhden yhtiön paino voi ylittää kymmenen prosenttia, kuten esimerkiksi Nokia OMX Helsinki Cap-indeksissä. Rahastosijoittamisen kulut ovat huomattavasti pienemmät indeksirahastossa kuin muissa rahastoissa, koska indeksirahaston mekaaninen sijoituspolitiikka ei edellytä aktiivista markkinoiden seuraamista, jolloin myös kulut jäävät pieniksi. Melko yleisen uskomuksen mukaan aktiivisesti hoidetut sijoitusrahastot häviävät keskimäärin tuotoissa passiiviselle indeksille. Toisaalta aktiivinen salkunhoito mahdollistaa myös indeksin päihittämisen. Rahastojen rahastot

⁹⁰ Sijoitusrahastolaki (48/1999), 45 §; 48 §; 49 §; 87 §; 88 § ja 98 §

⁹¹ Puttonen, V. & Repo, E. 2007, 71–73. Ks. myös Kallunki ym. 2002, 128–129

⁹² Kiinteistörahastolaki 1173/1997, 1 §

⁹³ Määttä, P. 2004 (www.rahoitustarkastus.fi)

tarkoittavat sijoitusrahastoja, jotka sijoittavat toisten sijoitusrahastojen rahasto-osuuksiin.⁹⁴ Hedgerahastoja käsitellään luvussa 4.

3.4 Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitusten kohdentuminen

Aina 1990-luvulle saakka työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa dominoivat asiakasyrityksille suuntautuneet suorat lainat. Vuoteen 1992 niiden yhteenlaskettu osuus koko sijoituskannasta oli 80–90 prosenttia. Muut sijoitukset olivat kiinteistöjä, joukkolainoja ja pieneltä osin myös osakkeita. Pääomamarkkinoiden vapautuminen ja 1990-luvun syvä lama vaikuttivat siihen, että takaisinlainauksen ja sijoituslainauksen kysyntä laski romahdusmaisesti. Vuoden 1996 lopulla näiden yhteenlaskettu osuus oli enää noin kolmasosan sijoituskannasta. Laman myötä Suomen valtion lainanottotarve kasvoi ja työeläkeyhtiöiden joukkolainasalkun osuus nousi vuoden 1996 loppuun mennessä noin puoleen. Valtaosa näistä joukkolainoista oli valtion obligaatioita. Eläkerahastoinnin toteuttamista oman valtion lainanottotarpeen rahoituksella ei kuitenkaan todettu kestäväksi menetelmäksi ja joukkolainasalkkuun sisältyi myös suuri korkoriski, joten korvaavien sijoitusten etsiminen oli tarpeen.⁹⁵

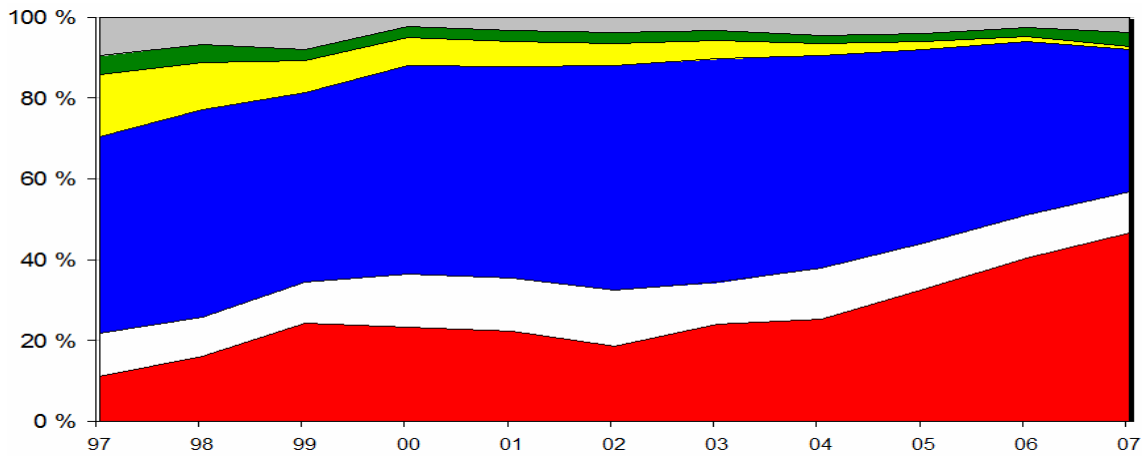
Osakkeet ovat historiallisesti tuottaneet riskittämpiä sijoituskohteita paremmin. Osakkeiden osuus työeläkeyhtiöiden sijoitussalkuissa on kasvanut vuosi vuodelta.⁹⁶ Vuoden 1997 lopussa työeläkeyhtiöiden sijoituskannasta 48,7 prosenttia oli sijoitettuna joukkolainoihin ja 11,3 prosenttia osakkeisiin ja osakerahastoihin. Vuoden 2007 lopussa sijoituskannasta joukkolainojen osuus oli 35,2 prosenttia, osakkeiden ja osakerahastojen osuuden ollessa 46,5 prosenttia. Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan riskit ovat näin yksinkertaisesti tarkasteltuna kasvaneet. Osakkeisiin ja osakerahastoihin luetaan mukaan myös pääomasijoitukset ja hedgerahastot. Kaikista sijoituslajeista suhteellisesti merkittävin kasvu viimeisen kolmen vuoden aikana on tapahtunut hedge-rahastojen osuudessa. Vuoden 2004 lopussa hedgerahastojen osuus työeläkeyhtiöiden koko

⁹⁴ Puttonen, V. & Repo, E. 2007, 71; 117. Ks. myös Kallunki ym. 2002, 129

⁹⁵ Työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeva selvitys 2006, 23

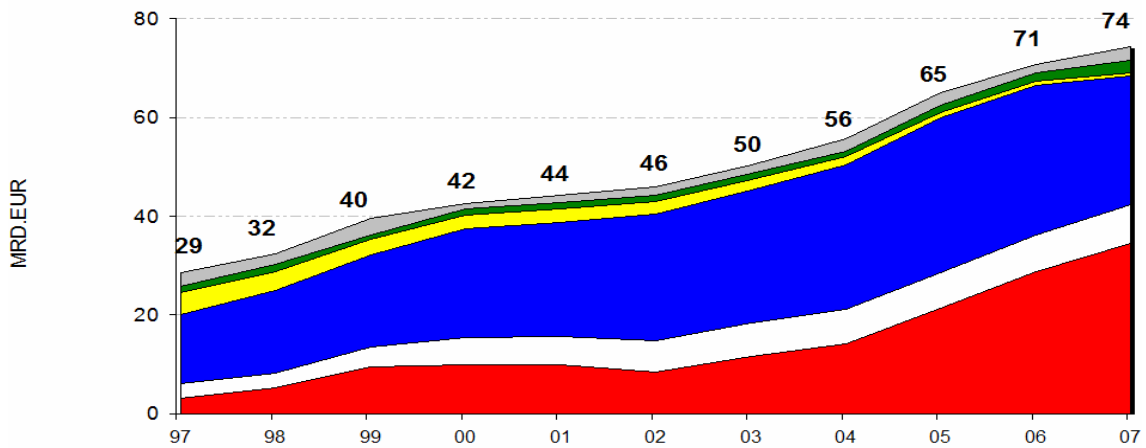
⁹⁶ Työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeva selvitys 2006, 37

sijoituskannasta oli 1,1 prosentin luokkaa, kun se vuoden 2007 lopussa oli jo 6,9 prosenttia.⁹⁷



	31.12.97	31.12.98	31.12.99	31.12.00	31.12.01	31.12.02	31.12.03	31.12.04	31.12.05	31.12.06	31.12.07
RAHAMARKKINASIJOITUKSET	9,6	6,7	8,1	2,4	3,2	3,7	3,3	4,5	4,0	2,4	3,7
SIJOITUSLAINAT	4,5	4,6	2,5	2,7	2,9	2,8	2,6	2,0	2,1	2,4	3,5
TEL-LAINAT	15,4	11,5	8,1	6,8	6,1	5,4	4,4	3,0	1,8	1,2	0,8
JOUKKOVELKAKIRJAT JA VVK:T	48,7	51,5	46,9	51,7	52,4	55,6	55,3	52,5	48,1	42,9	35,2
KIINTEISTÖT JA -OSAKKEET	10,5	9,7	10,2	13,0	13,0	13,8	10,4	12,6	11,3	10,6	10,3
OSAKKEET JA OSAKERAHASTOT	11,3	16,0	24,2	23,4	22,4	18,7	24,0	25,4	32,8	40,5	46,5

KUVIO 4. Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoituskanta 1997–2007 prosentteina⁹⁸



	31.12.97	31.12.98	31.12.99	31.12.00	31.12.01	31.12.02	31.12.03	31.12.04	31.12.05	31.12.06	31.12.07
RAHAMARKKINASIJOITUKSET	2,7	2,2	3,2	1,0	1,4	1,7	1,6	2,5	2,6	1,7	2,7
SIJOITUSLAINAT	1,3	1,5	1,0	1,2	1,3	1,3	1,2	1,1	1,3	1,7	2,6
TEL-LAINAT	4,4	3,7	3,2	2,9	2,7	2,5	2,2	1,7	1,2	0,9	0,6
JOUKKOVELKAKIRJAT JA VVK:T	13,9	16,7	18,5	22,0	23,2	25,6	27,0	29,2	31,3	30,3	26,2
KIINTEISTÖT JA -OSAKKEET	3,0	3,1	4,0	5,5	5,7	6,4	6,7	7,0	7,3	7,5	7,7
OSAKKEET JA OSAKERAHASTOT	3,2	5,2	9,6	9,9	9,9	8,5	11,6	14,1	21,3	28,7	34,6
KOKO	28,5	32,4	39,5	42,5	44,2	45,9	50,3	56,0	65,0	70,8	74,4

KUVIO 5. Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoituskanta 1997–2007 euroina⁹⁹

⁹⁷ Työeläkevakuuttajat TELA ry: www.tela.fi 2008b.

⁹⁸ Lähde: Työeläkevakuuttajat TELA ry: www.tela.fi 2008b

⁹⁹ Lähde: Työeläkevakuuttajat TELA ry: www.tela.fi 2008b

Työeläkelaitosten sijoitukset kohdistuvat yhä enemmän ulkomaille ja vähemmän Suomeen. Taulukossa 3 on esitetty, miten sijoitukset jakautuivat kotimaan ja ulkomaiden välillä vuosina 2000–2004. Sijoitustoimintaa koskevan lakiuudistuksen taustalla olevassa selvityksessä arvioitiin, että työeläkesijoittajien riskinkantokyvyn parantamisen voidaan odottaa johtavan osaltaan myös kotimaisten osakesijoitusten määrän kasvuun. Rahoitusmarkkinoiden hinnanmuodostuksen toimivuuden varmistamiseksi on tärkeää, että markkinoiden kaikki osapuolet toimivat markkinaehtoisesti. Jos työeläkelaitosten sijoitustoimintaa ohjaisivat suoranaiset maakohtaiset rajat, johtaisivat ne vääristyneeseen hinnanmuodostukseen. Tämä saattaisi hyödyttää eniten markkinoilla toimivia nopealiikkeisiä, usein ulkomaisia sijoittajia. Muun muassa näistä syistä sijoitustoimintaa koskevassa selvityksessä ei tehty ehdotusta työeläkevakuuttajien kotimaisen sijoittamisen edistämisestä eläkelaitoksia koskevalla säätelyllä.¹⁰⁰

	2000	2001	2002	2003	2004
Osakkeet					
Markkina-arvo, mrd. euroa	18,9	19,3	17,1	22,8	27,7
Kotimaisten osuus, %	53	43	39	32	29
Ulkomaisten osuus, %	47	57	61	68	71
Joukkovelkakirjat					
Markkina-arvo, mrd. euroa	30,7	32,9	36,0	38,3	42,2
Kotimaisten osuus, %	40	28	20	18	13
Ulkomaisten osuus, %	60	72	80	82	87
Kaikki sijoitukset					
Markkina-arvo, mrd. euroa	66,0	69,2	70,9	78,6	87,9
Kotimaisten osuus, %	59,4	49,2	44,0	39,1	34,3
Ulkomaisten osuus, %	40,6	50,8	56,0	60,9	65,7

TAULUKKO 4. Työeläkesijoitusten jakauma koti- ja ulkomaisiin sijoituksiin vuosina 2000–2004¹⁰¹

¹⁰⁰ Työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeva selvitys 2006, 10–11

¹⁰¹ Lähde: Työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeva selvitys 2006, 115

4 HEDGERAHASTOT

4.1 Hedgerahaston määritelmä

Hedgerahastolla (hedge fund) ei ole yleistä täsmällistä määritelmää. Sen suora suomennos on suojarahasto¹⁰², mutta ilmaisu on useassa tapauksessa harhaanjohtava, koska useat hedgerahastot ottavat kantaa markkinoiden kehitykseen siten, että suojausstrategioiden käyttö on vähäistä tai niitä ei käytetä lainkaan. Pylkkönen (2002, 8) käyttää hedgerahastosta nimitystä riskirahasto. Tätäkin suomennosta voidaan pitää osin harhaanjohtavana, koska useat hedgerahastot toimivat pienen riskin sijoitusstrategian mukaan.¹⁰³ Hedgerahastoista käytetään usein myös nimitystä absoluuttisen tuoton rahasto. Tämä nimitys kuvaa hedgerahastoille ominaista tavoitetta olla riippumaton muiden markkinoiden kehityksestä. Tuotto ei siis ole varmaa – kuten monesti piensijoittajat sen tulkitsevat – vaan absoluuttinen tuotto on rahaston tavoite erotuksena suhteellisesta tuotosta, jossa tuottoa mitataan vertaamalla sitä esimerkiksi johonkin markkinoiden kehitystä seuraavaan indeksiin.¹⁰⁴ Hedgerahastosta käytetään myös nimitystä vipurahasto, koska suuri osa hedge-rahastoista käyttää velkavipua suurempien sijoitustuottojen tavoitteluun.¹⁰⁵ Hedgerahasto (sekä hedge fund) on kaikesta huolimatta suomenkieleen ja kansainväliseen termistöön vakiintunut käsite, joten sitä käytetään tässäkin tutkielmassa.

Hedgerahastojen toiminnan lähtökohtana pidetään yhdysvaltalaisen Alfred W. Jonesin vuonna 1949 perustamaa osakerahastoa. Aluksi osakerahasto-organisaatio oli julkinen osakeyhtiö (general partnership), mutta muutamaa vuotta myöhemmin Jones muutti sen ei-julkiseksi osakeyhtiöksi (limited partnership). Jones käytti sijoitusstrategiassaan hyväksi kahta spekulatiivista elementtiä: lyhyeksimyyntiä ja velkaa. Hän yksinkertaisesti pyrki ostamaan rahastonsa alihinnoiteltuina pitämiään osakkeita sekä myymään ylihinnoiteltuina pitämiään osakkeita. Ylihinnoitellut osakkeet pyrittiin myymään ennen kuin ne olivat rahaston omistuksessa eli rahasto harjoitti

¹⁰² MOT-sanakirjasto: hedge = mm. suoja, suojautuminen

¹⁰³ Frush, S. 2007, 4

¹⁰⁴ Pörssisäätiö 2008a: www.porssisaatio.fi

¹⁰⁵ Ilmarinen (Eläkevakuutusyhtiö Ilmarisen asiakaslehti 1/2008), 30

lyhyeksimyntiä. Jones'n tavoitteena oli suojata rahasto osakemarkkinoiden systemaattista riskiä vastaan ja tästä syystä rahastosta alettiin myöhemmin käyttää nimitystä *hedge fund*. Eräänä sijoitusrahastoista poikkeavana piirteenä Jonesin hedge-rahastossa oli palkkioiden perustuminen tuottoon.¹⁰⁶

Yhdysvalloissa hedgerahastojen määrä kasvoi vuoden 1968 aikana 80:sta 210:een. Hedgerahastojen määrä putosi jälleen alle sadan 1970-luvun alun öljykriisin myötä. Seuraavalla vuosikymmenellä maailmantalouden kehitys avasi hedgerahastoille uusia tilaisuuksia, jolloin syntyi valuutoilla ja koroilla keinottelevia makro-hedgerahastoja. Vuonna 1990 hedgerahastoja oli noin 600, joista lähes kaikki toimivat Amerikan mantereella. 1990-luku oli kuitenkin hedgerahastojen läpimurto vuosikymmen ja hedgerahastojen lukumäärä on edelleen noussut koko 2000-luvun ajan. Chicagolaisen Hedge Fund Researchin (HFR) tietojen mukaan kesäkuussa 2007 maailmassa oli 9767 hedgerahastoa, joista yli puolet oli amerikkalaisia. Noin viisi prosenttia rahastoista toimi suurina makroriskejä ottavina vipurahastoina, kun loput pääsääntöisesti pyrkivät tasaisempaan tuottoon selvästi alhaisemmalla riskillä. Suurin osa amerikkalaisista hedgerahastoista on sijoitusyhtiöitä, joita saa markkinoida ainoastaan suursijoittajille. Yhdysvaltain finanssimarkkinoiden valvontaviranomainen SEC¹⁰⁷ on edellyttänyt, että hedgerahastoihin sijoittavan yksityishenkilön varallisuuden pitää olla vähintään 2,5 miljoonaa dollaria. Syy tähän on se, ettei piensijoittajille markkinoitaisi liian monimutkaisia tuotteita.¹⁰⁸

Hedgerahastolle keskeinen ominaisuus on sen pyrkimys olla riippumaton osake- ja korkomarkkinoista. Tämä tarkoittaa sitä, että hedgerahastot tavoittelevat positiivista tuottoa markkinatilanteesta riippumatta. Hedgerahastot pyrkivät löytämään sijoitusmarkkinoilta tehottomuuksia ja hyödyntämään ne omassa sijoitustoiminnassaan. Hedgerahastot käyttävät sijoituskohteinaan monia erilaisia sijoitusinstrumentteja ja niiden strategiat vaihtelevat keskenään merkittävästi. Muista perinteisten sijoitusrahastojen omaisuudenhoitajista poiketen, hedgerahastojen hoitajilla on yleensä itsellään myös merkittävä omaisuus sijoitettuna rahastoon.¹⁰⁹ Hedgerahastot voivat ottaa sijoitusmarkkinoilla lyhyitä positioita eli harjoittaa lyhyeksimyntiä. Osallistumalla

¹⁰⁶ Pylkkönen, P. 2002, 9

¹⁰⁷ SEC = Securities and Exchange Commission

¹⁰⁸ Puttonen, V. & Repo, E. 2007, 182–183

¹⁰⁹ Frush, S. 2007, 3

lyhyenä (*going short*) osakemarkkinoille tarkoittaa, että rahasto voi ”myydä lainaksi” arvopapereita siinä toivossa, että rahasto voi itse ostaa arvopaperin takaisin myöhemmin alemmalla hinnalla. Hedgerahastoille on myös tyypillistä johdannaisten käyttö, joita hedgerahastot käyttävät huomattavasti perinteisiä varainhoitajia enemmän.¹¹⁰ Suuri osa hedgerahastoista käyttää sijoitustoiminnassaan velkavipua (*leverage*). Tämä tarkoittaa sitä, että hedgerahastoon sijoitettujen varojen lisäksi rahasto sijoittaa merkittävän summan velkarahaa lisätäkseen sijoituksen volyymia. Tiukemmasta sääntelystä johtuen perinteisemmät sijoitusrahastot eivät yleensä voi käyttää velkavipua. ”Vipuumisen” tarkoitus on siis suurempien tuottojen tavoittelu, mutta lainarahan sijoittamisen seurauksena riskit kasvavat merkittävästi.¹¹¹

Hedgerahastojen ottamat palkkiot eroavat merkittävästi normaalien sijoitusrahastojen palkkiorakenteesta. Merkittävin eroavaisuus on se, että hedgerahastojen varainhoitajat laskuttavat asiakkaalta tuottosidonnaisen palkkion, joka on yleensä 20 prosentin tasoa toteutuneista voitoista. Tämän lisäksi hedgerahasto perii myös normaalit hallinnointipalkkiot, jotka ovat keskimäärin kaksi prosenttia sijoitetuista varoista. Tuotto-sidonnaiseen palkkioon liittyy normaalisti niin sanottu *hurdle rate* eli järkevä tuotto-tavoite. Hurdle rate -tavoitteen pitää toteutua, jotta tuottosidonnainen palkkio voidaan periä. Tuotto-sidonnaiseen palkkioon liittyy myös niin sanottu *high-water mark*. High-water mark tarkoittaa, että samasta arvonnoususta ei peritä tuottosidonnaista palkkiota kahteen kertaan, jos rahaston arvo laskee välillä.¹¹²

Hedgerahastot rajoittavat rahasto-osuuksiensa lunastuksia erilaisilla aikarajoituksilla. Normaalit sijoitusrahastot antavat sijoittajalle mahdollisuuden sijoittaa varoja rahastoon tai nostaa varoja rahastosta helposti ja nopeasti. Hedgerahastoissa sijoittajat saavat yleensä nostaa varojaan ulos rahastosta vain tietyin ennalta määrätyin ajoin. Jotkut hedgerahastot antavat mahdollisuuden osuuksiensa ostoon tai osuuksiensa lunastukseen vain kerran vuodessa tai kerran kahdessa vuodessa. Joustavimmat hedgerahastot (yleensä rahastojen rahastot) tarjoavat mahdollisuuksia osuuksien lunastuksiin ja hankkimisiin kuukausittain tai vuosikvartaaleittain. Hedgerahastojen osuuksien lunastusta rajoittavasta aikamääreestä käytetään termiä *lock-up*. Tavallisin lock-up-

¹¹⁰ Howie, R. ym. 2005, 3

¹¹¹ OECD 2007a, 3

¹¹² European Parliament 2008 (DT/714525EN), 12. Ks. myös Aurator 2008: www.aurator.com

periodi on vuosi. Yleensä lock-upilla tarkoitetaan periodia, joka koskee uutta rahasto-osuuden ostajaa. Kun lock-up umpeutuu, lunastus on mahdollista suorittaa rahaston säännöissä määritellyin väliajoin. Hedgerahastosijoittajan pitää ilmoittaa aikeistaan lunastaa osuuksia tietyn ennakoilmoitusajan (*notice*) puitteissa. Ennakoilmoitusaika on normaalisti muutamasta viikosta muutamaaan kuukauteen. Hedgerahastojen sijoituspositiot voivat olla hyvin epälikvidejä, eli niitä voi olla vaikea muuttaa nopeasti rahaksi. Tästä syystä hedgerahastot tarvitsevat lock-up-periodeja sekä ennakoilmoitusaikoja maksuvalmiutensa turvaamiseksi.¹¹³

Hedgerahastot ovat pääosin rekisteröity verotuksellisesti edullisille alueille. Noin 80 prosenttia maailman hedgerahastoista toimii Yhdysvalloissa. Kuitenkin vain 35–40 prosenttia hedgerahastoista on rekisteröity Yhdysvaltoihin, joista suurin osa on rekisteröity veroedulliseen Delawaren osavaltioon. 60–65 prosenttia kaikista hedgerahastoista on rekisteröity Yhdysvaltojen ulkopuolelle niin sanottuina offshore-rahastoina. Suurin osa offshore-rahastoista sijaitsee Cayman-saarilla, British Virgin -saarilla, Bermudalla, Irlannissa ja Bahamalla. Rahaston sijainti vaikuttaa olennaisesti sääntelyn tasoon.¹¹⁴

Hedgerahastoja käsitellään Suomessa juridisesti erikoissijoitusrahastoina. Erikoissijoitusrahastoista ja niiden sääntelystä kerrottiin edellä luvussa 3.3.2.4. Eräs hedgerahaston keskeinen ero normaalin sääntelyn piirissä oleviin sijoitusrahastoihin on, että hedgerahastojen ei tarvitse noudattaa samoja riskin hajauttamista koskevia periaatteita, vaan niillä on vapauksia ottaa hyvin suuria yksittäisiä positioita markkinoilla.¹¹⁵ Iso-Britanniassa arvopaperimarkkinoita valvova viranomainen, FSA, sääntelee hedgerahastohoitajien toimintaa, mutta sääntely ei puutu itse rahastoihin. Yhdysvalloissa hedgerahastot eivät myöskään ole normaalin sijoitusrahastoja koskevan sääntelyn piirissä. Hedgerahastot ovat kuitenkin velvollisia noudattamaan liittovaltiotason petoksista säätävää lakia (*federal antifraud laws*).¹¹⁶ Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinoita valvova viranomainen, SEC, äänesti vuoden 2007 syyskuusta alkaen voimaan uuden säännön koskien hedgerahastojen petoksenmukaista menettelyä (*Hedge Fund Antifraud Rule*). Sääntö koski lähinnä rahaston velvollisuutta informoida

¹¹³ Frush, S. 2007, 15–16

¹¹⁴ Frush, S. 2007, 12–13

¹¹⁵ Puttonen, V. & Repo, E. 2007, 184

¹¹⁶ Howie, R. 2005, 5

sijoittajia sekä muita sidosryhmiä totuudenmukaisesti rahaston keskeisistä toimista ja ominaisuuksista. SEC:n vaikutusmahdollisuuksia valvoa hedgerahastojen toimintaa on moitittu, mistä johtuen SEC on pyrkinyt kiristämään otettaan hedgerahastoista.¹¹⁷

Hedgerahastot	Osakerahastot
<ul style="list-style-type: none"> • Sijoittavat lyhyenä ja pitkänä • Käyttävät usein velkavipua • Korkeat tuottosidonnaiset kannustinpalkkiot • Hallinnointipalkkiot 1-2 % • Tyypillisesti vaatimuksena rahaston haltijan oma sijoituspanos rahastoon • Mahdollisuus käyttää futuureita ja muita johdannaisia • Heikko likviditeetti (lunastusmahdollisuudet vaihtelevat kuukausista jopa vuosiin) • Lähes rajattomat sijoitusmahdollisuudet • Voi pitää merkittäviä käteisvaroja • Tavoitteena absoluuttinen tuotto • Rahastoon sijoittavasta osapuolesta voi olla säännely, tuote itsessään ei ole normaalin sääntelyn piirissä 	<ul style="list-style-type: none"> • Sijoittavat vain pitkänä • Velkavivun käyttö ei sallittua • Tyypillisesti ei tuottosidonnaisia kannustinpalkkioita • Hallinnointipalkkiot 1-2 % • Ei omaa sijoitusvaatimusta • Johdannaisten käyttö kielletty • Hyvä likviditeetti (mahdollisuus päivittäiseen lunastukseen) • Rajatut sijoitusmahdollisuudet • Varojen tulee olla sijoitettuina • Tavoitteena suhteellinen tuotto • Tiukasti säänneltyjä

TAULUKKO 5. Hedgerahastojen ja osakerahastojen merkittävimmät erot¹¹⁸

4.2 Hedgerahastojen sijoitusstrategiat

Hedgerahastojen täsmällinen luokittelu sijoitusstrategioiden mukaan on vaikeaa, koska toimiala muodostuu hyvin erilaisista toimijoista, joita on mahdotonta täysin homogeenisesti kategorisoida. Hedgerahastoja käsittelevä kirjallisuus ja tutkimukset jakavat hedgerahastoja erilaisten strategianimikkeiden alle. Usein näkee käytettävän jakoa muutamaaan päästrategiaan/-ryhmään ja useampaan alastrategiaan.¹¹⁹ Tässä tutkielmassa hedgerahastojen strategioiden jaottelu on pyritty tekemään johdonmukaisesti muutaman eri lähteen pohjalta.

Hedgerahastosijoittamisessa käytettäviä päästrategioita voidaan sanoa olevan viisi, joista kolme päästrategiaa jakautuu yhteensä 11:ksi alastrategiaksi. Alan julkaisuissa

¹¹⁷ Investment Law Group 2008: www.investmentlawgroup.com

¹¹⁸ Hedge Fund Working Group 2008, 12

¹¹⁹ Frush, S 2007, 16–19. Ks. myös Pylkkönen, P. 2002, 15–20

pää- ja alastrategioita käytetään monesti rinnakkain, eivätkä alastrategiat välttämättä ole alisteisia tässä käytettyihin päästrategioihin nähden. Esimerkiksi useissa tilastoissa tämän jaottelun ensimmäinen (relative value) ja toinen (event driven) päästrategia ovat alastrategioiden kanssa samassa vertailuluokassa, joten rajanveto strategioiden välillä ei ole yksinkertaista.¹²⁰ Seuraavassa jaottelussa on otettu myös huomioon hedgerahastojen rahastot (funds of hedge funds) omana päästrategiaryhmänään.

- 1) Relative value arbitrage
 - a. Convertible arbitrage
 - b. Fixed income arbitrage
 - c. Equity market neutral
- 2) Event driven
 - a. Merger arbitrage
 - b. Distressed securities
 - c. Special situations
- 3) Tactical/Directional
 - a. Macro
 - b. Managed futures
 - c. Emerging markets
 - d. Equity long/short
 - e. Short selling
- 4) Funds of funds
- 5) Multi-strategy

Relative value arbitrage -strategiaa (suhteellisia arvoeroja hakeva strategia/markkinaneutraali strategia)¹²¹ noudattavien hedgerahastojen keskeisin pyrkimys on hyödyntää arvopaperimarkkinoilla esiintyviä hintaeroja suojautuen samalla systemaattista riskiä vastaan. Näiden rahastojen tarkoituksena on parantaa sijoitustensa tuottoja etsimällä markkinoiden tehottomuuden vuosi ”väärin hinnoiteltuja” arvopapereita. Rahastot harjoittavat lyhyeksimyntiä arvopapereilla, jotka ovat niiden mielestä ylihinnoiteltuja ja ostavat arvopapereita, joita ne pitävät alihinnoiteltuina.

¹²⁰ EDHEC-Risk Asset Management Research 2008: Hedge Fund Performance in 2007

¹²¹ Puttonen. & Repo (2007, 183) käyttävät relative value arbitrage -strategiasta suomennota 'suhteellisia arvoeroja hakeva hedge-rahasto' ja Pylkkösen (2002, 17) mukaan strategia on 'markkinaneutraali'

Markkinaneutraali strategia voidaan jakaa kolmeen alastrategiaan: convertible arbitrage (vaihtovelkakirja-arbitraasi), fixed income arbitrage (korkoarbitraasi) ja equity market neutral -strategia (neutraali osakemarkkinastrategia).¹²²

Convertible arbitrage -strategiaa käyttävät rahastot pyrkivät hyödyntämään markkinoilla väärin hinnoiteltuja vaihtovelkakirja-arvopapereita. Koska hinnoitteluvirheet ovat vaihtovelkakirjojen osalta hyvin pienet, hedgerahastot käyttävät usein velkavipua (leverage) kasvattaakseen sijoitettua pääomaa. Vaihtovelkakirjojen lisäksi hedgerahasto voi sijoittaa myös esimerkiksi vaihtovelkakirjoihin kytköksissä oleviin osakkeisiin. Eräänä convertible arbitrage -strategiana on sijoittaa osakkeeseen ”lyhyenä” ja alihinnoiteltuun vaihtovelkakirjalainaan ”pitkänä” ja suojautua samalla markkinoiden kurssimuutosta vastaan.¹²³

Fixed income arbitrage -strategiassa hedgerahasto hyödyntää korkomarkkinoiden hintavääristymiä. Rahaston manageri hankkii positioita valtionlainoista, yrityslainoista ja valtion obligaatioista suojaten sijoituksensa erilaisin johdannaissovimuksin, kuten käyttämällä swapeja, futuureita ja optioita. Salkun manageri yleensä rakentaa portfolion markkinaneutraalia periaatetta käyttäen.¹²⁴

Equity market neutral -strategiassa tuottoa pyritään hakemaan osakemarkkinoilta vähäisellä volatilitteetilla. Strategiassa pyritään hyödyntämään osakemarkkinoiden tehottomuuksia tai esimerkiksi saman liikkeeseenlaskijan erityyppisten osakkeiden hintaeroja. Neutraalin osakemarkkinastrategian pyrkimyksenä on sijoitussalkun muodostaminen beta-neutraaliksi eli sijoitusstrategia ei saisi altistua osakemarkkinoiden kanssa samoille arvonheilahteluille.¹²⁵

Event driven -strategian (tilaisuuksia etsivät) mukaisesti toimivat hedgerahastot pyrkivät hyödyntämään yritysjärjestelyistä ja markkinoilla tapahtuvista erikoistilanteista (special situations) aiheutuvia hinta-anomalioita. Strategiaan kuuluu myös kaupankäynti ongelmayritysten arvopapereilla. Event driven -strategioille ominaista ovat suhteellisen korkeat tuotot, suuri riskinotto sekä korrelaatio merkittävimpien osake- ja

¹²² Pylkkönen, P. 2002, 17

¹²³ Boyson, N., Stahel, C. & Stulz, R. 2006, Appendix A

¹²⁴ Boyson ym. Appendix A

¹²⁵ Pylkkönen, P. 2002, 18

korkeindeksien kanssa.¹²⁶ Event driven -strategia jaetaan tässä tutkielmassa kolmeen alastrategiaan: merger arbitrage (fuusioarbitraasi), distressed securities (ongelmayritysten arvopaperit) ja special situations (erityiset tapahtumat).¹²⁷

Merger arbitrage -strategiaa käyttävät hedgerahastot sijoittavat sekä pitkänä että lyhyenä fuusion, yrityskaupan tai muun mahdollisen järjestelyn kohteena oleviin yrityksiin. Strategian tuotto-odotus perustuu fuusioitavien yritysten osakkeiden konvergoitumiseen eli siihen, että ostettavan yrityksen osakkeen kurssin odotetaan nousevan ja ostavan yrityksen osakekurssin odotetaan laskevan. Osakesijoitus ostettavaan yritykseen tehdään siis pitkänä ja ostavaan yritykseen sijoitetaan lyhyenä. Merkittävin riski sijoittajalla on yleensä se, että ennakoitu fuusio tai muu järjestely ei toteudu.¹²⁸

Distressed securities -strategian mukaisesti sijoittavat rahastot hakevat tuottoa vaikeuksissa olevien yritysten liikkeelle laskemista osakkeista tai velkakirjoista. Kohdeyritykset voivat olla siis velkajärjestelyn kohteena tai jo konkurssissa olevia yrityksiä. Useat institutionaaliset sijoittajat eivät voi sijoittaa tai pitää salkussaan velkakirjoja, joiden riskiluokitus on pudonnut alle investment grade -tason¹²⁹, ja hedgerahastot pyrkivät hyötymään tällaisesta tilanteesta. Strategian mukaiset sijoitukset ovat usein sijoituskohteissa, joiden likviditeetti on huono. Distressed securities -strategialla toimivat hedgerahastot eivät tästä syystä yleensä käytä velkarahoitusta.¹³⁰

Special situations -strategialla toimivat rahastot etsivät tuottomahdollisuuksia varsin laajalta skaalalta erilaisista tapahtumista ja järjestelyistä. Strategiaa toteuttavat managerit voidaan jakaa niin sanottuihin yleismanagereihin (generalists) ja spesialisteihin (specialists). Yleismanagerit keskittyvät fuusioihin, ongelmayritysten rahoitukseen tai niiden osakkeisiin ja indeksien heilahteluihin. Spesialistit keskittyvät yksityiskohtaisemmin hyödyntämään tiettyjä ”nichejä”. Arvo-orientoituneet rahastot etsivät sijoituskohteikseen aliarvostettuja obligaatioita kuten pankkien velkakirjoja,

¹²⁶ Edhec-Risk Asset Management Research 2008: www.edhec-risk.com

¹²⁷ Ks. esim. Boyson ym. 2006, Appendix A tai Standard & Poor's: www.standardandpoors.com

¹²⁸ Pylkkönen, P. 2002, 18

¹²⁹ Investment grade = Luottoluokitus maksukykyisille velkakirjojen liikkeellelaskijoille, joihin myös pankit voivat sijoittaa. Moody'sin luokituksen mukaan investment graden alataso on Baa ja S&P:n mukaan BBB. Ks. esim. Moneychimp 2008: www.moneychimp.com

¹³⁰ Pylkkönen, P. 2002, 19

korkeatuottoisia korkoinstrumentteja sekä hyvin poikkeavien markkinatapahtumien vaikutuksen alla olevia osakearvopapereita. Special situations -strategia käsittää hyvin laajan ja monimutkaisen kirjon epänormaalisti toimivien markkinoiden synnyttämistä tuottomahdollisuuksista.¹³¹

Tactical/directional -strategia (taktinen/suuntaa ottava) jakaantuu useaan eri alastrategiaan. Keskeisimpiä näistä alastrategioista ovat macro (makrostrategiat), managed futures (futuurikauppa), emerging markets (kehittyvät markkinat), equity long/short (long/short -osakerahastot) ja short selling (lyhyeksimynti).¹³²

Macro-strategiaa käyttävän rahaston tarkoituksena on hyödyntää globaalin talouden tasolla tapahtuvia muutoksia, kuten muutoksia tiettyjen maiden tai talousalueiden talous- ja korkopolitiikassa. Näiden muutosten ja markkinoiden epätasapainotilanteiden seurauksena makrostrategia pyrkii hyödyntämään muun muassa erilaisten arvopaperien, valuuttojen sekä raaka-aineiden hintamuutoksia. Tyypillisesti makrostrategiaa noudattava rahasto ei sijoita näille eri osa-alueille samanaikaisesti. Makrostrategialle ominaista on runsas velanotto ja johdannaisinstrumenttien käyttö, joiden tarkoitus on korostaa muutoksen suuntaa markkinoilla. Seurauksena makrostrategian altistumisesta osake-, korko-, valuutta- ja muille markkinoille, kyseisiä rahastoja kutsutaan usein *multi-directional* -strategian mukaan toimiviksi. Tästä johtuen makrostrategiaa käytetään portfolioissa niin sanottuina tuottojen hajauttajina, ”return diversifiers”.¹³³

Managed futures -strategiaa edustavista hedgerahastoista käytetään myös nimitystä CTA (Commodity Trading Advisers) Global -rahastot. Managed futures -strategian rahastot sijoittavat pitkien ja lyhyiden positioiden kautta likvideihin hyödykefutuureihin sekä valuuttoihin, korkoihin tai osakemarkkinoihin kytkeytyviin arvopaperifutuureihin. Sijoituspäätökset perustuvat tyypillisesti tiukkoihin kvantitatiivisiin metodeihin. Strategialle on tavanomaista velkavivun käyttö.¹³⁴

¹³¹ Boyson ym. 2006, Appendix A

¹³² Boyson ym. 2006, Appendix A. Ks. myös Frush, S. 2007, 18–19

¹³³ Edhec-Risk Asset Management Research 2008: www.edhec-risk.com

¹³⁴ Boyson ym. 2006, Appendix A sekä Edhec-Risk Asset Management Research 2008: www.edhec-risk.com

Emerging markets -strategian mukaan toimivat rahastot sijoittavat kehittyviin maihin ja kehittyville markkinoille, joissa inflaatio on korkealla tasolla ja talouden kasvu epävakaa. Jotkut strategiaa käyttävät hedgerahastot sijoittavat pääomia tietyille yksittäisille alueille, kun taas toiset hajauttavat sijoituksensa laajasti ja sijoituspolitiikka perustuu usein odotuksiin markkinoiden fundamentaaleista muutoksista. Lyhyeksimyyni kehittyvillä markkinoilla on usein kielletty, joten sijoitusten suojaus (hedging) – toisin sanoen johdannaisten käyttö – ei ole sallittua. Strategian mukaisten sijoitusten arvonkehitys korreloi merkittävästi korko- ja osakemarkkinoiden kanssa.¹³⁵

Equity long/short -strategiat perustuvat sekä pitkiin että lyhyisiin positioihin osakemarkkinoilla. Toisin kuin osakeneutraalien hedgerahastojen tapauksessa näiden rahastojen strategiana on ottaa kantaa markkinoiden tulevaan kehitykseen. Long/short-osakerahastojen sijoitukset on yleensä keskitetty alueittain, toimialoittain tai vain muutamiin yrityksiin.¹³⁶

Short selling -strategialla toimiva hedgerahasto myy arvopapereita lyhyenä voidakseen ostaa ne takaisin tulevaisuudessa alemmalla hinnalla. Rahasto arvioi arvopapereiden olevan yliarvostettuja tai ennakoi tulevien tuottojen olevan pettymys markkinoilla, eli kurssien odotetaan laskevan. Short selling -rahastot ovat lyhyiden omistuspositioiden myötä alttiita erittäin suurille tappioille.¹³⁷

Funds of funds -strategialla toimiva rahasto sijoittaa varat edelleen muihin hedgerahastoihin. Niin sanotun rahastojen rahaston tarkoituksena on tarjota sijoittajalle mahdollisuus hankkia rahasto-osuus eri hedgestrategioihin hajautetusta sijoitusportfoliosta. Tavallisesti rahastojen rahastot allokoivat pääoman 15–30 hedgerahastoon saavuttaakseen halutun riskidiversifikaation. Rahastojen rahastot saattavat käyttää myös vähemmän hedgerahastoja allokaatiossaan, jos portfolion painotus on vain tietyssä strategiassa tai tietyissä strategioissa. Hedgerahastojen rahastot voivat poiketa keskenään paljonkin, mutta keskimäärin niiden riski on melko alhainen ja tuotot suhteellisen vakaat. Hedgerahastojen rahasto on turvallinen vaihtoehto esimerkiksi institutionaaliselle sijoittajalle. Rahastojen rahaston heikkoutena ovat suuret

¹³⁵ Edhec-Risk Asset Management Research 2008: www.edhec-risk.com

¹³⁶ Pylkkönen, P. 2002, 20

¹³⁷ Edhec-Risk Asset Management Research 2008: www.edhec-risk.com

kulut, sillä rahastojen rahasto joutuu maksamaan hedgerahastoille hallinnointi- ja tuottopalkkiot, jotka koituvat rahastojen rahastoon sijoittavan tahon maksettavaksi.¹³⁸

Multi-strategialla sijoittavan hedgerahaston varainhoitaja sijoittaa varat yhden tai useamman ennalta sovitun hedgestrategian mukaan eri hedgerahastoihin tai eri kohteisiin sen mukaan, onko kysymys multi-strategiaa käyttävästä rahastojen rahastosta vai yksittäisestä rahastosta. Jos rahaston säännöissä olevia strategioita on monia, voivat eri strategioiden väliset painotukset muuttua merkittävästikin, mutta rahasto ei voi yksipuolisesti sulkea pois tai ottaa rahastoon lisää yksittäisiä sijoitusstrategioita.¹³⁹

Edellä läpikäytyjen strategioiden lisäksi hedgerahastomarkkinoille on viimeisimpinä vuosina tullut myös niin sanottuja vihreitä hedgerahastoja, *green hedge funds* tai *SRI hedge funds*. Tällaiset hedgerahastot sijoittavat varoja noudattaen rahaston määrittelemiä eettisiä tai yhteiskuntavastuullisia periaatteita. Yleensä nämä rahastot erittelevät tiettyjä toimialoja, joihin sijoittamista vältetään. Vihreitä hedgerahastoja on markkinoilla hyvin vähän, mutta niiden lukumäärän oletetaan kasvavan.¹⁴⁰

4.3 Hedgerahastojen suorituskyky ja tilastoinnin ongelmat

Taulukossa 6 esitellään eri hedgerahastostrategioiden toteutuneita riskin ja tuoton suhdetta kuvaavia perinteisiä riskitunnuslukuja. Riskiluvut on johdettu vuosien 1998-2007 tilastoinnin perusteella ja luvut ovat peräisin Edhec-Risk Asset Managementin teettämästä ”Hedge Fund Performance in 2007” -tutkimuksesta. Edellä läpi käydyistä strategioista listalta puuttuu special situations -strategia sekä tactical/directional-päästrategia. Ensin mainitun voidaan olettaa sisältyvän event driven -päästrategian lukuihin ja jälkimmäistä on yleisesti käytetty vain suuremman alastrategiajoukon käsittävänä terminä, eikä sitä näin ollen tilastoida omana strategianaan.

Rahastojen riskiä ja suorituskykyä kuvaavina tunnuslukuina käytetään tässä volatilitteettia, tappionriskiä (Downside risk) sekä Sharpen lukua. Nämä tunnusluvut

¹³⁸ Edhec-Risk Asset Management Research 2008: www.edhec-risk.com

¹³⁹ Howie, R. ym. 2005, 13

¹⁴⁰ Milliman 2008: www.milliman.com

kuvaavat hedgestrategioiden tuottoihin liittyvää riskiä. Volatiliteetti on rahoitusinstrumentin tuoton keskihajontaa kuvaava tunnusluku. Luku lasketaan tavallisimmin päivätuottojen keskihajonnasta ja ilmoitetaan prosentteina vuodessa. Mitä suurempi on volatilitteettiprosentti, sitä suurempi on tuottojen keskihajonta ja sitä suurempi on sijoituksen riski.¹⁴¹ Tuottojen hajonta on suurimmillaan short selling-strategian rahastoissa (19,95 %) ja pienimmillään equity market neutral -rahastoissa (2,02 %). Downside risk eli tappionriski kuvaa todennäköisyyttä arvopaperin hinnan putoamiseen. Suurempi downside risk -prosentti tarkoittaa sekä todennäköisempää että suurempaa tappionmahdollisuutta eli suurempaa sijoituksen riskiä.¹⁴² Tutkimuksen mukaan pienin downside risk -prosentti on equity market neutral -strategian rahastoilla (1,27 %) ja suurin short selling -strategiassa (11,82 %). Sharpen luku kuvaa sijoitusportfolion riskisuhteutettua tuottoa. Luku saadaan, kun jaetaan riskittömän sijoituksen tuoton ylittävä salkun tuotto salkun volatilitteetilla. Korkea Sharpen luku tarkoittaa, että rahasto on tuottanut hyvin suhteessa riskiin.¹⁴³ Korkein Sharpen luku on equitu market neutral -strategialla (2,47) ja alhaisin short selling -strategialla, jossa Sharpen luku on jopa miinusmerkkinen (-0,04).

Hedgestrategia	Volatiliteetti (%)	Downside Risk (%)	Sharpen luku
Relative Value	3.36	2.92	1.66
Convertible Arbitrage	4.07	3.06	1.20
Fixed Income Arbitrage	3.60	5.75	0.62
Equity Market Neutral	2.02	1.27	2.47
Event Driven	5.56	5.68	1.24
Merger Arbitrage	3.79	3.98	1.33
Distressed Securities	5.29	5.08	1.55
Macro	5.34	2.45	1.10
Managed Futures	8.81	4.85	0.43
Emerging Markets	12.19	11.52	0.69
Equity Long/Short	6.95	4.22	1.05
Short Selling	19.95	11.82	-0.04
Funds of Funds	5.58	3.83	0.98

TAULUKKO 6. Hedgestrategioiden riskiluvut ja tuotot 1998–2007¹⁴⁴

¹⁴¹ Pörssisäätiö 2008b: www.porssisaatio.fi; Ks. myös Wikipedia: www.wikipedia.org

¹⁴² Investopedia 2008: www.investopedia.com; Ks. myös InvestorWords 2008: www.investorswords.com

¹⁴³ Neomarkka 2008: www.neomarkka.fi

¹⁴⁴ Edhec-Risk Asset Management Research 2008. Hedge Fund Performance in 2007, 10

Taulukossa 7 on lueteltuna eri hedgerahastostrategioiden tuotot vuonna 2007, vuosien 1997-2007 väliset parhaat ja heikoimmat vuosituotot sekä vuosittaiset keskituotot vuosien 1998-2007 väliltä. Short selling on keskimäärin tuottanut strategioista heikoiten (2,66 %) aikavälillä 1998–2007 eli Taulukon 6 mukainen merkittävä sijoitusriski ei ole toteutunut positiivisesti. Kehittyvien markkinoiden (emerging markets) strategian riskiluvut ovat suhteellisen korkeita, mutta nämä hedgerahastot ovat myös tuottaneet strategioista parhaiten viimeisen kymmenen vuoden aikana. Kehittyvien markkinoiden tuotot voivat vaihdella merkittävästi vuodesta toiseen. Vuonna 1999 kehittyvien markkinoiden tuotto oli lähes 45 prosenttia, kun edellisenä vuonna strategian tuotto oli negatiivinen, peräti –27 prosenttia. Yksittäisen strategian tuotot voivat vaihdella siis useita kymmeniä prosentteja.

Hedgestrategia	Tuotot vuonna 2007 (%)	Paras vuosituotto (%) 1997-2007	Heikoin vuosituotto (%) 1997-2007	Vuosittainen keskituotto (%) 1998-2007
Relative Value	9,43	17,17 (1999)	2,78 (2002)	9,07
Convertible Arbitrage	3,87	17,77 (2000)	-1,93 (2005)	8,36
Fixed Income Arbitrage	6,01	12,62 (1999)	-8,04 (1998)	5,71
Equity Market Neutral	8,34	15,44 (1997)	4,71 (2004)	8,48
Event Driven	9,65	22,74 (1999)	-1,07 (2002)	10,40
Merger Arbitrage	9,11	18,11 (2000)	-0,88 (2002)	8,51
Distressed Securities	7,16	27,35 (2003)	-2,25 (1998)	11,67
Macro	12,93	23,91 (1997)	4,59 (2004)	9,37
Managed Futures	9,89	14,58 (2002)	-0,35 (2005)	7,27
Emerging Markets	20,79	44,59 (1999)	-26,66 (1998)	11,85
Equity Long/Short	10,53	31,40 (1999)	-6,38 (2002)	10,77
Short Selling	7,38	27,27 (2002)	-23,86 (2003)	2,66
Funds of Funds	10,07	28,51 (1999)	1,25 (2002)	8,98

TAULUKKO 7. Hedgerahastojen tuotot strategioiden mukaan¹⁴⁵

Hedgerahastojen tilastointiin ja hedgerahastoindeksien luotettavuuteen liittyy tiettyjä ongelmia. Nämä ongelmat tulee ottaa huomioon myös edellä läpikäytyjen taulukoiden osalta. Malkielin & Sahan (2005, 81) mukaan hedgerahastojen tilastoinnissa ja

¹⁴⁵ EDHEC-Risk Asset Management Research 2008. Hedge Fund Performance in 2007, 8

hedgerahastoindekseissä on ensinnäkin niin sanottu *backfill bias*, joka voidaan suomentaa esimerkiksi jälkikäteen raportoinnin vinoumaksi. Normaalit sijoitusrahastot ovat velvollisia raportoimaan jatkuvasti toiminnastaan ja tuloksistaan valvoville viranomaisille sekä sijoittajille. Hedgerahastojen raportointi perustuu yleensä rahastojen omaan halukkuuteen ja tulosinformaation julkistaminen on vapaaehtoista. Hedgerahastot eivät normaalisti aloita vapaaehtoista raportointiaan toiminnan alkuvaiheessa, vaan vasta silloin, jos rahasto alkaa menestyä. Alkuvaiheen tulosinformaatio – jos se on suotuisa – saatetaan julkaista myöhemmin, jolloin se tilastoidaan indekseihin jälkepäin. Indekseihin ei välttämättä siis sisälly heikosti menestyneiden hedgerahastojen suorituskyky.¹⁴⁶

Malkielin ja Sahan artikkelin tiedot perustuvat Tremont Capital Management -rahastoyhtiön alaisen yksikön, TASS:n keräämään tietokantaan, jonka kattavuus on arviolta 33–50 prosenttia kaikista hedge-rahastoista. TASS:n tietokannan avulla artikkelin kirjoittajat kertovat koonneensa yhteen tiedot hedge-rahastojen aiemmista, eri tahoille raportoiduista hedgerahastojen tiedoista. Malkiel ja Saha vertailevat nimellisiä hedgerahastoindeksejä reaalsiin indekseihin.¹⁴⁷

Toinen keskeinen hedgerahastoindekseissä havaittu ongelma on niin sanottu *survivorship bias*. Termille on vaikea löytää hyvää suomennosta, mutta sillä tarkoitetaan toimintansa lopettaneiden, raportoinnin lopettaneiden tai raportoinnin keskeyttäneiden hedgerahastojen tietojen puuttumista indekseistä. Tämä tarkoittaa sitä, että suuri osa tilastoinnista ja indekseistä puuttuvista hedgerahastoista on todennäköisesti heikosti suoriutuvia rahastoja tai heikon suoriutumisen johdosta toimintansa lopettaneita rahastoja, ja tämä seikka vääristää indeksien tuoton todellista keskituottoa paremmaksi. Toimintansa tai raportointinsa lopettaneiden hedgerahastojen tuotot olivat vuosina 1996–2003 keskimäärin 8,34 prosenttia raportoivia rahastoja huonommat. Jos raportoivien rahastojen tuottoihin laskettaisiin mukaan myös toimintansa tai raportointinsa lopettaneiden hedgerahastojen toteutuneet tuotot, niin indeksin tuotto laskisi 4,42 prosenttia. ”Survivorship bias” vaikuttaa myös osakerahastoindeksien vinoumaan. Jos normaalisti raportoivien osakerahastojen tuottoihin lasketaan mukaan myös toimintansa lopettaneiden tai jostain syystä raportointinsa keskeyttäneiden

¹⁴⁶ Malkiel, B. & Saha, A. 2005, 81

¹⁴⁷ Malkiel, B. & Saha, A. 2005, 80

osakerahastojen toteutuneet tuotot, niin indeksin tuotto laskisi vuosina 1996–2003 1,23 prosenttia. Ei-raportoitujen rahastojen vaikutus on siis merkittävästi suurempi hedgerahastojen indeksoinnissa kuin osakerahastojen indeksoinnissa.¹⁴⁸

Talouden asiantuntijat ja rahastoyhtiöt tyypillisesti analysoivat hedgerahastojen menneisyydessä toteutuneita tuottoja ja uskovat, että toteutuneet tuotot ennustavat hyvin rahastojen tulevaa menestystä. Malkiel & Saha tutkivat myös hedgerahastojen tuottojen toistuvuutta vuodesta toiseen. He jakoivat hedgerahastot häviäjiin ja voittajiin. Häviäjiä olivat ne, joiden tuotto oli kyseisenä vuotena alle hedgerahastojen mediaanituoton. Voittajia olivat ne, joiden tuotot ylittivät kyseisen vuoden mediaanituoton. Jatkuvuutta tarkasteltiin sen perusteella, onko aiempänä vuonna mediaanin voittanut rahasto pystynyt voittamaan mediaanin myös toisena perättäisenä vuotena (voittajasta voittajaksi) vai onko aiempänä vuonna voittanut rahasto hävinnyt seuraavana vuotena rahastojen tuottojen mediaanille (voittajasta häviäjäksi). Vuosien 1996 ja 2003 välisenä aikana keskimäärin vain 55 prosenttia mediaanituoton ylittäneistä hedgerahastoista ylittivät mediaanin myös seuraavana vuotena (Taulukko 8).¹⁴⁹

Vuosi	Voittajasta voittajaksi	Voittajasta häviäjäksi	Rahastoja yhteensä	Toistuva voittaminen %
1996	11	5	16	68 %
1997	70	54	124	56 %
1998	113	104	217	52 %
1999	124	140	264	47 %
2000	142	181	323	44 %
2001	226	150	376	60 %
2002	275	144	419	66 %
2003	298	380	678	44 %

TAULUKKO 8. Hedgerahastojen tuottavuuden jatkuvuus¹⁵⁰

Malkiel & Saha (2005, 85–87) havaitsivat tutkimuksessaan myös, että toimintansa lopettaneiden hedgerahastojen määrä on jatkuvasti ollut suuri. Hedgerahastojen markkinoilta poistuma on keskimäärin 3–4 kertaa suurempi kuin osakerahastojen. Malkielin & Sahan johtopäätökset ovat, että vapaaehtoinen raportointi ja jälkeinpäin tilastojen täydentäminen ainoastaan hyvillä tuloksilla voivat johtaa indeksien tulosten

¹⁴⁸ Malkiel, B. & Saha, A. 2005, 81–83 (Table 3.)

¹⁴⁹ Malkiel, B. & Saha, A. 2005, 85

¹⁵⁰ Malkiel, B. & Saha, A. 2005, 85 (Table 5.)

vinoutumiseen paremmiksi kuin mitä ne todellisuudessa ovat. Hedgerahastojen suuri markkinoilta poistuma korostaa entisestään ”survivorship bias’in” vaikutusta indekseihin. Vinoumien korjaukset laskevat hedgerahastojen raportoituja tuottoja selvästi alhaisemmiksi. Vaikka hedgerahastot hajauttavat kokonaisportfolion riskiä alhaisen osakemarkkinakorrelaation takia, hedgerahastot ovat erityisen riskillisiä kohteita muista näkökulmista tarkasteltuna. Ensinnäkin tuotot hedgerahastojen välillä poikkeavat toisistaan huomattavasti enemmän kuin osakerahastoissa. Toisin sanoen, riski huonosti suoriutuvan hedgerahaston valinnasta sijoitussalkkuun on suurempi kuin osakerahastoissa. Toiseksi, yksittäisen hedgerahaston suoriutumisen jatkuvuutta on vaikea ennustaa. Nämä riskit ovat huomattavasti suuremmat hedgerahastoissa kuin perinteisemmissä omaisuusluokissa.

4.4 Hedgerahastoihin liittyvät riskit ja ongelmat

Suurin osa hedge-rahastoihin liittyvistä tutkimuksista liittyy jollain tapaa hedgerahastojen uhkien arviointiin ja rahastoja koskevien riskien esittelyyn. Hedgerahastoihin – kuten muihinkin sijoituskohteisiin – liittyy monia riskejä ja ongelmia. Esimerkiksi Frush (2007, 51) jakaa hedgerahastoihin liittyvät riskit 21:een eri pääluokkaan. Tässä luvussa esitellään hedgerahastojen riskeistä ja ongelmista keskeisimpiä.

Hedgerahastoihin liittyy kiistatta läpinäkyvyys- eli transparensсионgelma. Ne eivät ole normaaleja sijoitusrahastoja koskevan sääntelyn piirissä, eikä niiden tarvitse antaa informaatiota markkinoille vastaavassa määrin kuin sijoitusrahastojen. Hedgerahastojen salkkujen rakenteet ja sijoitusstrategiat ovat yleensä tarkoin varjeltuja liikesalaisuuksia. Hedgerahastot raportoivat arvonkehityksestä yleensä kuukausittain, kun normaalit sijoitusrahastot julkaisevat arvot päivittäin. Sijoittajien – etenkin suurten institutionaalisten sijoittajien, kuten eläkerahastojen ja rahastojen rahastojen – vaatimusten myötä hedgerahastojen läpinäkyvyys sijoittajille on kuitenkin parantunut viimeisten vuosien aikana.¹⁵¹

¹⁵¹ European Parliament 2008 (DT/714525EN), 13–14; 18. Ks. myös Pylkkönen, P. 2002, 14 sekä Frush, S. 2007, 54

Hedgerahastojen tapauksessa likviditeettiriski voi tarkoittaa kahta asiaa. Ensimmäkin sillä voidaan tarkoittaa riskiä, joka liittyy hedgerahastojen hankkimiin suuriin positioihin sijoitusmarkkinoilla. Suurten positioiden realisoiminen voi olla hyvin hidasta, millä voi olla vaikutusta realisoitavan kohteen hinnan alenemiseen realisointiprosessin edetessä. Suurista positioista luopuminen voi vaatia paljon vaivaa ja resursseja. Toisaalta likviditeettiriskillä voidaan tarkoittaa sijoittajan ottamaa riskiä, joka liittyy rajoituksiin osuuksien lunastamisessa. Yleensä hedgerahastoon ensimmäistä kertaa sijoittava joutuu sitoutumaan vähintään vuoden mittaiseen varainhallintasopimukseen. Lock-up-periodit voivat olla jopa kolme vuotta pitkiä.¹⁵²

Boyson, Stahel & Stulz (2006, 30–31) tutkivat hedgerahastojen tuottojen riippuvuutta muiden omaisuuslajien markkinoihin ja tuottoihin nähden. Tutkimuksen mukaan muilla arvopaperimarkkinoilla ei ole suoraa vaikutusta hedgerahastojen suorituskykyyn. Toisin sanoen, erittäin hyvät tai erittäin huonot arvopaperimarkkinoiden tuotot eivät näytä vaikuttavan hedgerahastoindeksien huippuihin tai pohjiin. Tutkimuksessa kuitenkin havaittiin vahva keskinäinen riippuvuus hedgerahastojen päästrategioiden tuottojen välillä ja vielä vahvempi keskinäinen riippuvuus alastrategioiden tuottojen välillä. Riippuvuutta havaittiin kaikkien strategioiden välillä keskenään. Tutkimuksen keskeinen johtopäätös on se, että hedgerahastojen pieni riippuvuus muista arvopaperimarkkinoista antaa merkittävää lisähyötyä hedgerahastoille. Hedgerahastot näyttävät olevan suhteellisen hyvin eristyneitä muiden markkinoiden erittäin negatiivisten tuottojen tai erittäin positiivisten tuottojen vaikutuksista. Tutkimuksen tulokset tarkoittavat, että hedgerahastojen toiminta ei niiden riippumattomuudesta johtuen ainakaan kasvata arvopaperimarkkinoiden heikosta suoriutumista aiheutuvaa markkinatalouden systeemiriskiä¹⁵³. Toisaalta taas sijoitusportfolion erittäin huonoihin tuottoihin liittyvän tappionriskin (*downside risk*) alentaminen ei olisi tutkimuksen mukaan mahdollista hedgerahastojen eri strategioiden kesken toteutettavan hajauttamisen kautta, koska niiden keskinäinen riippuvuus näyttää olevan merkittävä.¹⁵⁴

¹⁵² Frush, S. 2007, 54

¹⁵³ Systeemiriski tarkoittaa suurta, esimerkiksi kansantalouden tai markkinatalouden toimintaedellytyksiä uhkaavaa riskiä erotuksena yksittäistä sijoittajaa tai yksittäistä portfoliota uhkaavaa taloudellista riskiä. Ks. esim. www.moneyterms.co.uk

¹⁵⁴ Boyson ym. 2006, 29–31

OECD:n teettämän hedgerahastojen toimintaa käsittelevän tutkimuksen mukaan väite siitä, että hedgerahastot alentavat riskiä arvopaperimarkkinoista riippumattoman tuoton takia (vrt. ed. kappale) voidaan asettaa kyseenalaiseksi, koska hedgerahastojen tuotot ovat laskeneet globaalien osakemarkkinoiden laskun myötä. Esimerkiksi equity long/short -strategialla toimivien hedgerahastojen altistuman arvioidaan olevan 60 prosenttia ”long-puolella” ja tuottokorrelaatiot osakemarkkinoilla ovat suuremmat kuin mitä sijoittajat luulevat. Suurimpien finanssi-instituutioiden hallinnoimien hedgerahastojen markkinoille tulon myötä hedgerahastojen keskinäiset korrelaatiot ovat lähentyneet toisiaan.¹⁵⁵

OECD:n tietojen mukaan vuoden 2007 alussa hedgerahastoilla oli varoja hallittavinaan yhteensä noin 1 400 miljardia dollaria, osakerahastojen vastaavan luvun ollessa noin 18 000 miljardia dollaria. Raportoinnin monimutkaisuudesta ja monitulkintaisuudesta kertoo se, että Euroopan parlamentin teettämän tutkimuksen mukaan hedgerahastojen hallittavina olevien varojen määrä oli samalla hetkellä 1 900 miljardia dollaria, mikä tarkoittaisi noin kolmea prosenttia globaalista sijoitetusta varallisuudesta. Velkavivun käyttö vaikuttaa hedgerahastojen tuottoihin merkittävästi. OECD:n tutkimuksessa velkavivun arvioidaan olevan ainakin kolminkertainen sijoitettuun varallisuuteen nähden. Tämä tarkoittaa sitä, että hedgerahastojen yhteenlaskettu velkavipu voisi olla suuruudeltaan jopa 5 000 miljardia dollaria. Hedgerahastojen sijoitettava yhteenlaskettu pääoma ei siis ole 1 400 miljardia dollaria, vaan mahdollisesti jopa 6 500 miljardia dollaria. Raportoinnin puuttellisuudesta johtuen hedgerahastojen todellisia tuottoja sijoitetulle pääomalle on vaikea arvioida.¹⁵⁶

Velkavivun käytöstä on seurannut hedgerahastoille ja niihin sijoittaneille vakavia ongelmia. Vuoden 2007 Eurohedge Industry Award -palkinnon saanut lontoolainen Peloton Partnership hedgerahasto hankki rahastolle peräti 87 prosentin arvonnousun kyseisenä vuonna. Hyvä tulos johtui Yhdysvaltojen ”subprime-kriisin” sekä asuntolainajohdannaisten tehokkaasta hyödyntämisestä. Financial Timesin mukaan rahasto käytti 4–5-kertaista velkavipua, mikä lopulta kostautui, kun rahasto 28.2.2008 ilmoitti joutuvansa pakkomyymään kahden miljardin dollarin position ja tyhjentämään

¹⁵⁵ OECD 2006, 8

¹⁵⁶ OECD 2007a, 3–7. Ks. myös European Parliament 2008 (DT/714525EN), 2

sijoituskantansa. Peloton Partnership'lle jäi velkaa 14 pankkiin.¹⁵⁷ Multi-strategialla toiminut Amaranth Advisors joutui lopettamaan toimintansa syyskuussa 2006. Rahasto oli arvioinut maakaasun hinnankehityksen väärin ja tästä syntyi rahastolle viikossa yli neljän miljardin dollarin tappiot. Amaranth'n käyttämä velkavipu arvioitiin seitsemänkertaiseksi.¹⁵⁸

Merkittävän velkavivun käyttäminen tarkoittaa myös suurta riskiä lainanantajalle. Useimmiten lainanantajana toimii niin sanottu *prime broker*, jolla tarkoitetaan investointipankkeja sekä finanssilaitoksia, jotka toimivat hedgerahastojen varojen valvojina ja niiden kanssa kiinteässä yhteistyössä. Prime brokerit myös lainaavat lyhyeksi myyville hedgerahastoille arvopapereita korvausta vastaan. Kun hedgerahasto toimii tuottavasti, voittoa tekevät sekä hedgerahasto että prime broker. Kun hedgerahaston toiminta on tappiollista, rahaston velanmaksukyky heikkenee, rahaston arvo alenee ja prime brokerin riski lainarahan takaisin saamisesta kasvaa. OECD:n (2007) arvion mukaan kymmenen suurinta prime brokeria vastaa 80 prosentista hedgerahastojen käyttämästä velkavivusta, joka arvion mukaan olisi noin 2 900 miljardia dollaria. Maailman suurimpien prime brokereiden listalle kuuluvat muun muassa sveitsiläiset pankin UBS ja Credit Suisse, saksalainen Deutsche Bank sekä yhdysvaltalaiset pankit Goldman Sachs, Morgan Stanley ja JP Morgan.¹⁵⁹

Hedgerahastosijoituksiin liittyy myös operationaalinen riski. Operationaalisella riskillä tarkoitetaan tässä riskiä, joka voi toteutua sijoittajalle hedgerahaston puutteellisista riskienhallinnan käytännöistä ja hedgerahaston huolimattomasta toiminnasta. Mahdollisia puutteita voi löytyä rahaston informaatio- tai muissa järjestelmissä tai sisäisissä valvonta- ja varmistusrutiineissa, jotka voivat aiheuttaa odottamattomia tappioita. Operationaalisten riskien suuruutta ja toteutumisen vaikutuksia voidaan arvioida esimerkiksi tapahtumavolyymien kasvun, atk-järjestelmän kapasiteetin riittävyyden, atk-järjestelmän pettämisen tai markkinariskien arvioinnissa käytettävien ohjelmistojen virheiden suhteen. Hedgerahastoon sijoittavan kannalta operationaalinen riski liittyy välillisesti rahaston tuottoihin ja maksuvalmiuskykyyn.¹⁶⁰

¹⁵⁷ European Parliament 2008 (DT/714525EN), 12. Ks. myös Arvopaperi Online 2008: www.arvopaperi.fi. Ks. myös Financial Times 2008: www.ft.com

¹⁵⁸ Talouselämä 2008: www.talouselama.fi

¹⁵⁹ OECD 2007a, 12–14. Ks. myös Frush, S. 2007, 83

¹⁶⁰ Frush, S. 2007, 52. Ks. myös Rahoitustarkastus: ”Yleisohje johdannaisriskien hallinnasta” Nro 105.12

Hedgerahastot voivat käyttää johdannaisinstrumentteja sijoitustoiminnassaan. Johdannaisinstrumenttien tarjoajana toimii usein prime broker. Johdannaisia käytetään esimerkiksi valuutta- tai osakepositioiden suojaamisessa kurssilaskuja vastaan tai sijoituksen tuotto-odotuksen kasvattamiseksi. Hedgerahastot käyttävät johdannaisia usein tuotto-odotuksen ylöspäin vipuamiseen, jolloin sijoitukseen liittyvä riski kasvaa. Johdannaiset ovat usein epälikvidejä ja monimutkaisia, joten niiden arvon kehitystä on vaikea arvioida. Perinteiset riskin mittarit antavat helposti puutteellisen kuvan todellisesta riskistä. Prime brokerit ottavat huomattavia riskejä osallistuessaan hedgerahastojen johdannaiskauppoihin ja velkavipuihin.¹⁶¹

Hedgerahastojen toimintaan liittyvä rikollisuus on lisääntynyt alan kehityksen myötä. Väärinkäytöksiä arvioidaan tapahtuvan muita rahastoja enemmän. Brittiläisen vakuutusmeklarin Howdenin mukaan kymmenen vuoden aikana todennetut rikokset nousevat yli viiden ja puolen miljardin euron. Tyypillinen rikos liittyy rahastojen välittämiin väärin ja harhaanjohtaviin tietoihin sijoituskohteista ja sijoitusten tuotoista. Sijoitettuja varoja on myös kavallettu, sijoitustoimintaan liittyviä dokumentteja väärennetty ja tuotteiden markkinointi ei ole kaikilta osin pitänyt yhtä tosiasioiden kanssa. Hedgerahastoissa tapahtuvat rikokset ovat johtaneet asiakasvarojen menetyksiin ja pitkiin ja kallisiin oikeusprosesseihin. Howdenin mukaan rikoksiin houkuttelee rahastojen korkea riskiprofiili yhdistettynä kovaan tuottotavoitteeseen. Howdenin tiedot perustuvat pitkälti SEC:n aineistoon. On syytä korostaa, että rahastot eivät sinänsä ole rikollisia, vaan rikollisuus liittyy aina yksilöiden toimintaan. Nykypäivänä eläkeyhtiöllä on mahdollisuus vakuuttaa rahastoihin liittyvä rikosriski.¹⁶²

4.5 Hedgerahastot työeläkevakuutusyhtiön sijoituskohteena

Viranomaiset ympäri maailman ovat viime vuosina alkaneet yhä enenevässä määrin kiinnittää huomiota hedgerahastojen osuuden kasvuun eläkerahastojen sijoitussalkuissa. Vaikka hedgerahastoihin sijoittamista perustellaan monilla eläkerahaston sijoitusstrategialle myönteisillä vaikutuksilla, kuten hajautushyödyillä, paremmilla riski-

¹⁶¹ OECD 2007a, 4; 13. Ks. myös Kallunki ym. 2002, 109–110

¹⁶² Kauppalehti 21.4.2008, 2–3

tuotto-profiileilla ja hyvillä tuotto-odotuksilla, on niiden asema eläkerahastojen sijoituskohteena monien mielestä kyseenalainen. OECD:n hedgerahastoja käsittelevässä tutkimuksessa esiin nousee kysymys: Ymmärtävätkö eläkerahastot todella näitä monimutkaisia tuotteita? Ymmärtävät tai eivät, hedgerahastot ovat kuitenkin vapaat normaalista sääntelystä ja raportointivaatimuksista, mikä mahdollistaa toimimisen hyvin läpinäkymättömällä tavalla, mikä taas tarkoittaa operatiivista riskiä sijoittajalle. Kaikki hedgerahastot tosin eivät ota suuria riskejä, mutta joka tapauksessa läpinäkyvyyden puute tekee riskin suuruuden ja riskin laadun mittaamisesta hankalaa. Riskin mittaamisen ongelmia lisäävät rahastojen mahdollisuudet tehdä laajojakin strategisia muutoksia. Lock-up-periodit ja korkeat irtautumismaksut vaikuttavat olennaisesti irtautumismahdollisuuksiin rahastosta.¹⁶³

Suomessa keskustelu eläkelaitosten hedgerahastosijoituksista on lisääntynyt kasvaneiden rahasto-osuuksien myötä. Vakuutusvalvontaviraston tutkimusjohtaja Lasse Koskinen on ilmaissut huolensa eläkelaitosten hedgerahastosijoituksiin. Koskisen mukaan vakavin ongelma liittyy hedgerahastojen toimintaan normaalin finanssialan valvonnan ja sääntelyn ulkopuolella, sillä sääntelykehikko on laadittu sijoittajien suojaksi. Merkittävä osa hedgerahastoista voi ottaa säädelyihin sijoitusrahastoihin verrattuna moninkertaisia riskejä ja niiden raportointivelvoitteet ovat vähäisiä. Koskisen mukaan raportointi tähtää ainostaan rahastojen markkinoimiseen. Koskinen myös kritisoi näkemystä, että hedgerahasto tuottaisi pienemmällä riskillä suurempia tuottoja kuin muut sijoituskohteet. Keskeinen lainalaisuus sijoitustoiminnassa liittyy riskin ja tuoton väliseen vahvaan sidokseen. Koskinen sanoo, että tällainen sidos voi katketa vain hyvin tehottomilla markkinoilla ja hedgerahastojen lukumäärän ollessa noin 10 000 markkinat varmasti pysyvät riittävän kilpailun kautta hyvin tehokkaina. Koskisen mukaan hedgerahaston asiakkaan on hyvin vaikea selvittää, mitä ja kuinka paljon riskejä kyseinen rahasto ottaa.¹⁶⁴

Vuoden 2008 keväällä eduskunnassa nousi esiin kysymys lakisääteisten eläkevarojen sijoittamisesta hedgerahastoihin. Sosiaalidemokraattien kansanedustaja Kiljunen esitti eduskunnan puhemiehelle 18.3.2008 päivätyyn kirjallisen kysymyksen, jossa hän muun muassa tiedustele, miten on mahdollista, että lakisääteisiä eläkevaroja sijoitetaan

¹⁶³ OECD 2006, 7

¹⁶⁴ Kauppalehti 17.3.2008, 16

poikkeuksellisen riskialttiisiin kohteisiin. Edelleen kysymyksessä ollaan kiinnostuneita siitä, että miksi veroluonteisesti kerättäviä eläkerahoja sijoitetaan normaaleista tiedonantovelvoitteista ja valvonnasta vapaisiin rahastoihin, joiden suuret tuotot pitkälti johtuvat salaperäisestä toiminnasta ja muun muassa verojen välttelystä. Kiljusen kirjallisessa kysymyksessä asianomaiselle ministerille osoitettiin seuraava kysymys: ”Mitä hallitus aikoo tehdä, että lakisääteiset eläkevarat sijoitetaan kohteisiin, jotka toimivat vakaalla pohjalla finanssialan normaalin sääntelyn ja valvonnan alaisina, ja näin vältetään rahoitusvalvonnan ulkopuolella olevia korkeiden riskien suojarahastoja?”¹⁶⁵

Sosiaali- ja terveysministeri Hyssälä antoi vastauksensa Kiljusen kysymykseen 8. päivänä huhtikuuta 2008. Vastauksessa käydään läpi lainsäädännön edellyttämiä vaatimuksia työeläkelaitoksen sijoitustoiminnan järjestämiselle, lähinnä vuoden 2007 vuoden alusta voimaan tulleen eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemista ja vastuuvelan kattamista koskevan lain (1114/2006) edellyttämiä vaatimuksia. Lain keskeinen tavoite on eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskeminen sijoitusten tosiasiallisten riskien mukaan. Sijoitusten riskiä vastaavasta luokittelusta on vastuussa eläkelaitos, joka arvioi sijoitustensa tosiasialliset riskit ja vertaa niitä sijoituksille niiden oikeudellisen muodon perusteella määrittelyihin riskeihin. Eläkelaitoksen hallitus on vastuussa sijoitustoiminnan järjestämisestä ja sijoitusten luokittelusta. Eläkelaitoksen tulee ottaa myös huomioon vaatimukset sijoitusten tarkoituksenmukaisesta hajauttamisesta, jossa on otettava huomioon sijoitusten varmuus, tuotto, rahaksi muutettavuus ja monipuolisuus. Vakuutusvalvontavirasto voi kieltää eläkelaitosta lukemasta tiettyä sijoitusta vastuuvelan katteeksi.¹⁶⁶

Hyssälän vastauksessa mainitaan, että laki koskee myös sijoituksia hedgerahastoihin, jotka pitää myös luokitella niiden tosiasiallisen riskin perusteella sijoituksen oikeudellisen muodon sijaan. Lainsäädäntöuudistuksen keskeinen tavoite oli nostaa sijoitusten tuotto-odotuksia pitkällä aikavälillä ja vähentää TyEL-maksun nostopainetta tulevina vuosina. Uudistuksessa hyväksyttiin sijoitusten yleinen riskitason nostaminen. Uuden lainsäädännön myötä eläkelaitoksen on mahdollista sijoittaa aiempaa vapaammin OECD-alueen ulkopuolelle, missä hedgerahastot usein sijaitsevat.

¹⁶⁵ Kirjallinen kysymys 201/2008 vp 18.3.2008

¹⁶⁶ Vastaus kirjalliseen kysymykseen 201/2008 vp. 8.4.2008

Sijoitusten riskien arviointi edellyttää, että sijoittajalla on oikeat ja riittävät tiedot rahaston sijoituksista ja sijoitusstrategiasta. Hyssälä korostaa, että eläkelaitoksen hallitus on vastuussa laitoksen sijoitustoiminnasta. Hedgerahastosijoituksiin liittyvä läpinäkyvyysongelma on Hyssälän mukaan tiedostettu ja Vakuutusvalvontavirasto on kiinnittänyt asiaan huomiota pitäen hedgerahastojen sijoitusprofiilin läpinäkyvyyden lisäämistä riskien hallinnan kannalta tärkeänä. Vastauksessa mainitaan vielä, että Vakuutusvalvontavirasto selvittää 30.6.2008 mennessä työeläkelaitoksia koskevan sijoitussääntelyn uudistuksen vaikutuksia eläkelaitosten sijoitustoimintaan ja miten tuotot ja riskit ovat kehittyneet. Valvova viranomaisena tekee tarvittaessa ehdotuksia lainsäädännön muuttamiseksi.¹⁶⁷

Työeläkeyhtiöiden näkemykset hedgerahastojen läpinäkyvyysongelmista poikkeavat selvästi valvovan viranomaisen näkemyksistä. Varman sijoitusjohtaja Risto Murto kertoo Helsingin Sanomissa 15.3.2008, että heidän osaltaan ”suojarahastojen” läpinäkyvyyteen ei ole liittynyt ongelmia. Varma saa hedgerahastoista säännölliset salkkuraportit kuukausittain ja vuosikatsaukset tilintarkastettuina. Varma pitää yllä jatkuvaa keskustelua hedgerahastojen kanssa. Murron mukaan Varma saa tarvittaessa salkun tiedot sijoituksittain ja epäilee tiedon puutteen koskevan erityisesti ulkopuolisia tarkkailijoita, jotka eivät ole sijoittajina rahastoissa. Eläke-Fennian sijoitusjohtaja Eeva Grannenfelt myöntää, että hedgerahastojen läpinäkymättömyys on alalla tiedostettu ongelma, mutta Eläke-Fennia sijoittaa ainoastaan rahastoihin, joista he saavat pyytämänsä tiedot. Eläke-Tapiolan Hanna Hiidenpalon mukaan hedgerahastojen kaikista sijoituksista on aivan mahdotonta saada kaikkea tietoa ja sijoittaja joutuu luottamaan pitkälti rahaston hoitajaan. Eläke-Tapiola kokee ongelmalliseksi hedgerahastojen tuottojen ennustamisen sekä niihin liittyvien riskien tunnistamisen.¹⁶⁸

Etenkin suurimmilla työeläkeyhtiöillä hedgerahastojen tuotot ovat viimeisten vuosien aikana olleet suotuisat. Ilmarisen hedgerahastosijoitukset ovat tuottaneet viimeisen viiden vuoden aikana lähes 10 prosenttia vuodessa.¹⁶⁹ Ilmarisen sijoitusjohtajan Jussi Laitisen mukaan vuonna 2007 Ilmarisella oli salkussaan liikaa korkorahastosijoituksia

¹⁶⁷ Vastaus kirjalliseen kysymykseen 201/2008 vp. 8.4.2008

¹⁶⁸ Helsingin Sanomat 15.3.2008

¹⁶⁹ Eläkevakuutusyhtiö Ilmarisen asiakaslehti 1/2008, 30–31: ”Hedge-rahastot hallinnassa”

ja hedgerahastoja liian vähän. Ilmarinen aikookin lisätä hedgerahastosijoituksiaan.¹⁷⁰ Eläkeyhtiö Varman vuoden 2007 tuloksen pelasti suurelta osin hedgerahastojen hyvät tuotot (11,4 %) sekä kiinteistösijoitusten tuotot. Hedgerahastoja Varmalla on sijoitussalkussaan noin 13 prosenttia kaikista sijoituksista.¹⁷¹ Taulukossa 9 esitellään työeläkeyhtiöiden hedgerahastosijoitusten tuottavuutta. Suluissa olevat luvut ovat koko sijoitustoiminnan yhteenlasketut tuotot. Luvut ovat prosentuaalisia tuottoja sitoutuneelle pääomalle. Luvut ovat peräisin työeläkeyhtiöiden vuosikertomuksista ja internet-sivuilta.

	Eläke- Fennia	Eläke- Tapiola	Etera	Ilmarinen	Varma	Veritas
2005	4,6 (11,9)	6,4 (9,2)		6,1 (12,1)	13,0 (11,6)	
2006	6,4 (8,3)	1,2 (6,8)		6,6 (8,5)	8,0 (9,4)	
2007	3,8 (4,0)	-1,0 (4,1)	4,9 (4,5)	18,6 (5,7)	11,4 (6,0)	11,1 (7,3)

TAULUKKO 9. Työeläkeyhtiöiden hedgerahastojen tuotot 2005–2007¹⁷²

Taulukosta havaitaan, että työeläkeyhtiöiden hedgerahastosijoitusten tuotot vaihtelevat merkittävästi eri yhtiöiden ja eri vuosien välillä. Hedgerahastojen tuottojen suhteesta sijoitusten keskituottoon ei voi vetää yleistettävää johtopäätöstä. Näyttäisi kuitenkin siltä, että hedgerahastojen tuotot eivät seuraa kokonaistuottojen kehitystä. Vuonna 2005 yhtiöiden sijoitustoiminnan kokonaistuotot olivat hyvät ja keskimäärin hedgerahastojen tuottoja paremmat. Vuonna 2007 hedgerahastot taas tuottivat keskimäärin selvästi paremmin, kuin kaikki sijoituskohteet yhteensä. Tarkasteluperiodin ollessa vain kolme vuotta, johtopäätöksiin tulee suhtautua skeptisesti.

Hedgerahastoihin liittyvistä suurista tuottojen heilahteluista kertoo se, että vuoden 2008 ensimmäisellä neljänneksellä kahden suurimman eläkeyhtiön, Varman ja Ilmarisen, hedgerahastosijoitukset olivat jo tappiollisia. Toisaalta myös osakkeiden ja osakerahastojen tuotot laskivat merkittävästi. Varman hedgerahastojen tuotto oli 5,7 prosenttia miinuksella ja Ilmarisen 0,5 prosenttia miinuksella kokonaistuottojen ollessa –3,4 prosenttia Varmalla ja –4,0 prosenttia Ilmarisella.¹⁷³

¹⁷⁰ Turun Sanomat 22.2.2008

¹⁷¹ Helsingin Sanomat 15.2.2008

¹⁷² Taulukon luvut ovat peräisin työeläkeyhtiöiden vuosikertomuksista ja internet-sivuilta

¹⁷³ Kauppalehti 21.4.2008, 7

5 VASTUULLINEN SIJOITTAMINEN

5.1 Käsitteen määrittely

Vanhin vastuullisesta sijoittamisesta käytetty sanapari on eettinen sijoittaminen (*ethical investment*). Eettinen sijoittaminen on alan terminologiassa jo pitkälti korvautunut yhteiskuntavastuullisen tai vastuullisen sijoittamisen koulukunnilla.¹⁷⁴ Eettinen sijoittaminen ja yhteiskuntavastuullinen sijoittaminen kuvaavat lähes samaa asiaa, mutta institutionaalisten sijoittajien avustuksella yhteiskuntavastuullinen sijoittaminen on saanut vankemman jalansijan alan terminologiassa. Tämä selittyy sillä, että anglo-saksisissa maissa sanalla 'eettinen' on hyvin individuaalinen arvoisällön kaiku. Tästä syystä kuluttajille suunnatuissa rahastoissa sanan 'eettinen' käyttö on edelleen perusteltua, jolloin kuluttajat voivat tehdä sijoituksia omien arvojensa mukaan. Eläkerahastojen sijoituspolitiikka voi toki olla eettisiin periaatteisiin sitoutunutta, mutta nykypäivänä puhutaan mieluummin eläkerahastojen 'yhteiskuntavastuullisesta' tai 'vastuullisesta' sijoitustoiminnasta.¹⁷⁵

Yhteiskuntavastuullisesta sijoittamisesta käytetään sekä kansainvälisesti että Suomessa alalle vakiintunutta lyhennettä SRI, joka tulee sanoista *Socially Responsible Investment*. Yhteiskuntavastuullisen sijoittamisen juuret ulottuvat 1900-luvun alkupuolelle Yhdysvaltoihin, jossa sijoittajat uskonnollisista syistä alkoivat välttää sijoittamista yrityksiin, jotka toimivat tupakka-, alkoholi- tai uhkapeliteollisuuden aloilla. Viimeaikainen yhteiskuntavastuullista sijoittamista käsittelevä dialogi on keskittynyt niin sanottujen *non-financial* (tai *extra-financial*) -tekijöiden eli muiden kuin taloudellisten tekijöiden huomioonottamiseen perinteisen riski–tuotto-suhdetta koskevan rahoitusteorian tueksi. Tällä tarkoitetaan non-financial-tekijöiden mahdollista vaikutusta (joko positiivista tai negatiivista) sijoituksen odotettuihin tuottoihin sekä portfolioriskiinkin.¹⁷⁶

¹⁷⁴ OECD 2001, 2

¹⁷⁵ Sparkes, R. 2002, 23

¹⁷⁶ OECD 2007b, 4

Perinteisesti yhteiskuntavastuullinen sijoittaminen on nähty kolmen eri sijoituspäätöksiin vaikuttavan tekijän keskinäisenä vuoropuheluna, jotka ovat sijoituskohteena olevan yrityksen toimintaan liittyviä yhteiskuntavastuullisia kriteereitä. Näistä tekijöistä yhdessä käytetään kansainvälisessä kirjallisuudessa lyhennettä SEE, joka tulee sanoista *Social, Environmental* ja *Ethical factors*:

- 1) sosiaaliset tekijät (*Social factors*): inhimillinen pääoma (koulutus, työskentelyolosuhteet ja terveydenhuolto), yhteisön kehittäminen sekä työntekijäin oikeudet
- 2) ympäristötekijät (*Environmental factors*): saastuttaminen, globaali ilmaston lämpeneminen, luonnonvarojen ehtyminen sekä eläin- ja kasvipopulaatioiden väheneminen
- 3) eettiset tekijät (*Ethical factors*): ihmisoikeuksien loukkaukset, lapsityövoiman käyttö, epäinhimilliset eläinkokeilut, poliittisten sortoalueiden tukeminen, aseiden valmistus ja jakelu, orjuus, prostituutio sekä perinteiset eettiset dilemmat pornografian, alkoholiteollisuuden ja uhkapelien aloilla.¹⁷⁷

Yhteiskuntavastuullisen sijoittamisen määrittelyssä on viime vuosina edetty kohti suuntausta, jossa sosiaalisten tekijöiden ja ympäristötekijöiden lisäksi tarkastelu kohdistuu sijoituskohteena olevan yrityksen toteuttamaan hallintotapaan (*corporate governance*). Uusi SRI:n suuntautumistapa on peräisin institutionaalisten sijoittajien, kuten eläkerahastojen, perusteluista, joiden mukaan sosiaaliset tekijät, ympäristötekijät sekä hyvä hallintotapa vaikuttavat yrityksen riskienkantokykyyn ja pitkällä aikavälillä taloudelliseen suorituskykyyn. Näistä tekijöistä on alettu käyttää yhteisnimitystä ESG-tekijät (*Environmental, Social, Corporate Governance*). Termin ESG on ensimmäisenä määritellyt Yhdistyneet kansakunnat vuonna 2004.¹⁷⁸

Yhteiskuntavastuullisen sijoittamisen (SRI) taustalla ja sen kiinteässä yhteydessä puhutaan alan kansainvälisessä kirjallisuudessa termistä CSR (*Corporate Social Responsibility*), jolla tarkoitetaan yrityksen yhteiskuntavastuuta. Sparkesin (2002) mukaan SRI ja CSR ovat saman kolikon kaksi puolta. Yrityksen yhteiskuntavastuulla Sparkes tarkoittaa yritysten huomion kiinnittymistä tuotteiden ja tuottojen luomisen lisäksi siihen, *millä keinoin* nämä tuotteet ja tuotot ovat syntyneet ja syntyvät

¹⁷⁷ OECD 2007b, 4

¹⁷⁸ OECD 2007b, 5

tulevaisuudessa. Yrityksen ydinfunktiota – voittojen maksimointi tuotteita ja/tai palveluita myymällä – ei tule unohtaa, mutta ydinfunktiot tulisi pystyä toteuttamaan yhteiskunnallisesti vastuullisella tavalla. Yhteiskuntavastuullisten sijoittajien – etenkin institutionaalisten sijoittajien – näkökulmasta CSR:llä on kolme ydinelementtiä:

- vastuu osakkeenomistajille (corporate governancen välityksellä)
- vastuu ihmiskunnalle (ihmisoikeuksien toteuttaminen)
- vastuu biosfäärille (hyvät ympäristökäytännöt)

CSR:n sydän on Sparkesin mukaan corporate governance eli hyvä hallintotapa. Corporate governancen kautta pystytään vaikuttamaan olennaisesti CSR:n muihin aspekteihin ja osakkeenomistajat pääsevät suoraan vaikuttamaan omistamansa yhtiön yhteiskuntavastuulliseen toimintaan. CSR ja SRI ovat saman kolikon kääntöpuolia, ja siksi corporate governancen merkitys yhteiskuntavastuulliselle sijoittamiselle on myös merkittävä.¹⁷⁹

Tässä tutkielmassa termejä 'vastuullinen sijoittaminen' ja 'yhteiskuntavastuullinen sijoittaminen' käytetään rinnakkain. Näiden termien voidaan katsoa edustavan samaa asiaa ja asiayhteyden sekä tutkimuslähteen mukaan termeistä käytetään jompaa kumpaa. Vastuullisella (sekä yhteiskuntavastuullisella) sijoittamisella tarkoitetaan tässä tutkielmassa ESG-tekijöiden sekä sijoituksen tuottavuuden ja turvaavuuden vaatimusten yhteensovittamista sijoituspäätöksen perustaksi. Tämän tyyppinen laaja merkityksenanto on perusteltua, koska tämä tutkielma käsittelee vastuullista sijoittamista yksinomaan eläkerahastojen näkökulmasta. Eläkelaitoksilla on sijoittajina poikkeuksellinen asema ja erityinen vastuu markkinoilla. Poikkeuksellinen asema ja erityinen vastuu liittyvät sijoitettavien varojen erityiseen laatuun, sillä eläkerahasto sijoittaa eteenpäin työntekijöiden maksamia lakisääteisiä eläkemaksuja ja on sijoituspolitiikastaan vastuussa tuleville eläkkeensaajille.

¹⁷⁹ Sparkes, R. 2002, 65; 210–211

5.2 Vastuullinen sijoittaminen käytännössä

Taulukossa 10 on esitelty Eurosifin (2006) mukainen jaottelu erilaisista yhteiskuntavastuullisen sijoittamisen strategioista ja niiden määritelmistä. Negatiivinen arvottaminen (*negative screening*), toisin sanoen sijoituskohteiden karsiminen, on perinteisesti nähty eettisen sijoittamisen perusstrategiana, jossa sijoittajan eettisten valintojen perusteella sijoituskohteiden ulkopuolelle rajataan sopimattomat kohteet. Negatiivisessa arvottamisessa sijoittaja määrittelee ne yritykset tai toimialat, joita se pyrkii välttämään sijoituspäätöstä tehdessään. Sijoitusuniversumin jakaminen hyviin ja pahoihin sijoituskohteisiin ja toimialoihin on hyvin hankalaa, joten negatiivisen arvottamisen käyttöä ainoana sijoituksia ohjaavana periaatteena ei voida yleensä pitää käytännöllisenä. Perinteisesti vältettäviin toimialoihin ovat kuuluneet tupakka-, alkoholi-, uhkapeli-, aikuisviihde- ja aseollisuus. Yritystasolla negatiivisen arvottamisen kohteina voivat esimerkiksi olla yritykset, jotka toteuttavat epätoivottua ympäristöpolitiikkaa tai joilla on tekemistä lapsityövoiman käytön tai muiden ihmisoikeusrikkomusten kanssa.¹⁸⁰ Negatiivisen arvottamisen strategia on suosittu etenkin kuluttajille suunnatuissa eettisissä rahastoissa. Euroopan alueella institutionaalisista sijoittajista negatiivista arvottamista SRI-strategiana käyttävät etenkin hyväntekeväisyysjärjestöt ja muut voittoa tavoittelemattomat organisaatiot.¹⁸¹

¹⁸⁰ Suomen evankelis-luterilaisen kirkon vastuullisen sijoittamisen ohjeet 2007, 4. Ks. myös OECD 2007b, 6–7

¹⁸¹ Eurosif 2006, 5

Strategia	Määritelmä
Negatiivinen arvottaminen (<i>Negative screening/ethical exclusions</i>)	Potentiaalisten sijoituskohteiden ulkopuolelle rajataan yritykset, toimialat tai alueet, jotka toimivat sijoittajan eettisten periaatteiden vastaisesti.
Positiivinen arvottaminen (<i>Positive screening</i>)	Sijoituskohteiksi valitaan yhtiöitä, jotka toimivat vastuullisen liiketoiminnan periaatteiden mukaisesti tai tuottavat yhteiskunnan hyvinvointia edistäviä tuotteita ja/tai palveluita. <i>Best-in-class</i> -strategiaa lukeutuu positiivisen arvottamisen strategiaan.
Joukossaan paras (<i>Best-in-class</i>)	Lähestymistapa, jossa portfolioon valikoidaan eri toimialoilta parhaiten SEE-kriteereitä (Social, Environmental, Ethical) toteuttavat yritykset.
Temaattinen arvostaminen (<i>Pioneer screening/Thematic Investment Propositions</i>)	Sijoituskohteiksi valitaan ESG-tekijöiden mukaan toimivia, kestävän kehityksen rahastoja, joiden toimialafokus voi olla esimerkiksi uusiutuva energia tai vesi.
Normeihin perustuva arvottaminen (<i>Norms-based screening</i>)	Sijoituskohteiden välttäminen kansainvälisten ihmisoikeus- tai muiden eettisten yhteisesti hyväksytyjen normien rikkomisen perusteella, kuten OECD:n, ILO:n, YK:n tai UNICEF:n säännösten ja normien rikkominen.
Yksittäinen arvottaminen (<i>Simple screens/simple exclusions</i>)	Lähestymistapa, joka rajaa rahaston ulkopuolelle yksittäisen sektorin, kuten aseiden valmistajat, pornografian julkaisijat, tupakkayhtiöt tai eläinkokeilut. Voi sulkea pois myös tietyn alueen liittyen ihmisoikeusrikkomuksiin (<i>simple human rights screens</i>).
Vaikuttaminen (<i>Engagement</i>)	Vaikuttamisella tarkoitetaan sitä, että sijoittajat ovat aktiivisia omistajia ja käyttävät omistajaoikeuksiaan. Vaikuttamista käytetään vastuullisemman yritystoiminnan kannustamiseen sekä sijoitustuottojen varmistamiseen. Vaikuttamisen muodoista tehokkain voi olla suora dialogi sijoittajan ja yritysjohtajan välillä. Sijoittaja voi usein olla aktiivinen omistaja käyttämällä äänestys-oikeuttaan yhtiökokouksissa.
Integroitu sijoitustoiminta (<i>Integration</i>)	Sijoittajat liittävät ESG-tekijät sijoitustutkimuksiin ja päätöksentekoprosesseihin.

TAULUKKO 10. SRI-strategioiden määritelmät ¹⁸²

Negatiiviseen arvottamiseen kuuluvat olennaisena osana niin sanotut sijoittajien ”mustat listat”, joilla tarkoitetaan listaa yrityksistä, toimialoista tai alueista, jotka toimivat vastoin sijoittajan edellyttämiä eettisiä tai vastuullisia periaatteita. Keskeinen esimerkki negatiivisen arvottamisen toteuttajista on maailman suurimpiin eläkerahastoihin kuuluvan Norjan valtion eläkerahasto. Rahaston eettisen neuvoston

¹⁸² Eurosif 2006, 3

mustalla listalla on maita ja yrityksiä, joiden toiminnassa on havaittu korruptiota, ympäristörikkomuksia tai ihmisoikeusloukkauksia tai jotka ovat osallisia aseiden valmistuksessa. Norjan valtion eläkerahasto on saanut paljon julkisuutta eettisistä päätöksistään, koska rahaston mustalle listalle lukeutuu muun muassa maailman suurin kauppaketju, yhdysvaltalainen Wal-Mart, joka poistettiin osakesalkusta kesäkuussa 2006 eettisiin syihin vedoten. Vuoden 2007 marraskuussa rahaston eettinen neuvosto kehotti poistamaan salkusta Lontoon pörssissä listatun Vedanta Resources -kaivosyhtiön, koska sen ei katsottu noudattavan rahaston edellyttämiä ympäristö- ja ihmisoikeusvaatimuksia. Myös maailman suurimpiin kaivosyhtiöihin lukeutuva Freeport päätyi Norjan valtion eläkerahaston mustalle listalle ”sen toteuttamien laajojen ja vakavien ympäristövahinkojen takia”. Vuodesta 2005 lähtien rahaston mustalle listalle on päätenyt joukko aseiteollisuuden alalla toimivia yrityksiä, kuten EADS, Lockheed Martin, Thales, BAE Systems, Boeing, Finmeccanica sekä Honeywell International. Norjan eläkerahasto ei investoi myöskään Burmaan (Myanmariin), koska maa on syyllistynyt useisiin ihmisoikeurikkomuksiin. Norjan valtion eläkerahasto lukeutuu maailman suurimpiin eläkerahastoihin noin 260 miljardin euron omaisuudellaan. Rahasto on tunnettu yleisesti nimellä Öljyrahasto (oljefondet), joka oli myös sen virallinen nimi aina vuoden 2006 tammikuuhun saakka.¹⁸³

Positiivisen arvottamisen (*positive screening*) strategiassa sijoittaja etsii yhtiöitä, jotka ovat sitoutuneet vastuullisiin liiketoimintatapoihin tai tuottavat vastuullisia tuotteita tai palveluja. Best-in-class -strategia on positiivista arvottamista ja siinä sijoituskohteiksi valitaan yritykset, jotka ovat tietyllä toimialalla tai ryhmässään parhaiten soveltaneet vastuullisia liiketoimintatapoja toimintaansa. Yhteiskuntavastuullisten indeksien toiminta perustuu juuri positiiviseen arvottamiseen. Yhteiskuntavastuullisten indeksien laatijat soveltavat indeksiin sisältyvien kohteiden valinnassa itse määrittelemiään vastuullisia kriteereitä. Tällaiset indeksit käyttävät omia kriteerejä valitessaan vastuullisia yrityksiä indeksiinsä. Yhteiskuntavastuullisia indeksejä ovat muun muassa Dow Jones Sustainability Index, FTSE4Good ja Domini 400 Social Index.¹⁸⁴

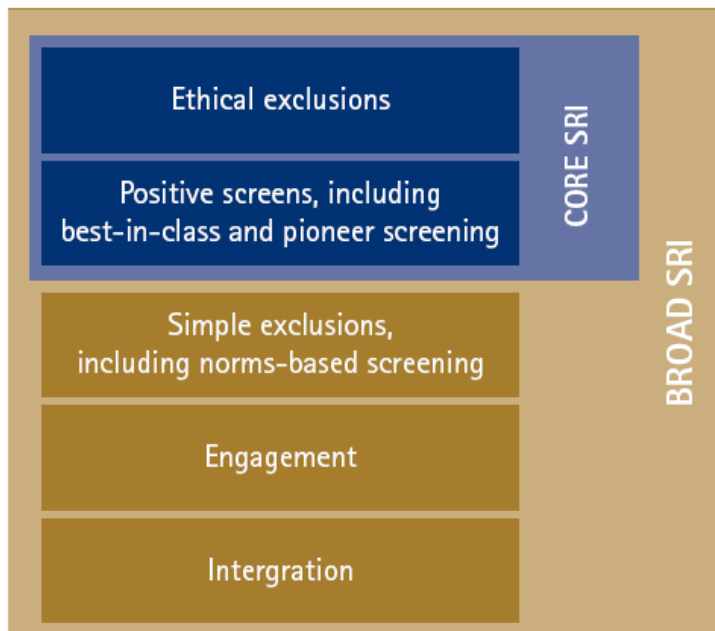
Tunnettu esimerkki vaikuttamisen (*engagement*) strategian toteuttamisesta osana yhteiskuntavastuullista sijoittamista tapahtui vuonna 1996, kun maailman suurimman

¹⁸³ Valtion eläkerahasto 2008: www.ver.fi. Ks. myös OECD 2007, 11

¹⁸⁴ Suomen evankelis-luterilaisen kirkon vastuullisen sijoittamisen ohjeet. 2007, 7

urheiluvälinevalmistajan Niken yksi suurimmista institutionaalisista osakkaista United Methodist General Board of Pensions, UMGBP (Metodistien eläkerahasto USA:ssa) päätti yrittää vaikuttaa sijoituskohteensa toimintaan sen sijaan, että olisi suoraan myynyt osakkeensa. UMGBP vaati vuonna 1996 Nikelta selvitystä yrityksen toteuttamista ihmisoikeuksiin liittyvistä käytännöistä. UMGBP pyysi Nikeä muuttamaan sen tavarantoimittajien työkäytäntöjä ja sallimaan yksityisen tarkkailun. Nike suostui UMGBP:n vaatimuksiin, koska se ymmärsi alisuoriutuvansa osakkeenomistajien vaatimustasoon nähden.¹⁸⁵

Yksittäisen arvottamisen (*simple exclusions/simple screens*) mukaan tehdyt sijoitukset olivat vuoden 2005 lopulla Euroopan alueella suuruudeltaan 266 miljardia euroa eli noin neljäsosa kaikista SRI-sijoituksista. Noin puolet (138 miljardia euroa) liittyi aseellisuuden rajaamiseen sijoitusportfolioiden ulkopuolelle. Ihmisoikeusrikkomusten perusteella tehdyn arvottamisen mukaan sijoituksia oli 61 miljardia euroa. Tupakkateollisuuden rajaamista sijoituskohteiden ulkopuolelle edusti vain 4 miljardia euroa Euroopan alueen sijoituksista.¹⁸⁶



KUVIO 6. Laaja SRI:n käsite (Broad SRI) ja SRI:n ydin (Core SRI)¹⁸⁷

¹⁸⁵ Economie 2008: www.economie.co.uk

¹⁸⁶ Eurosif 2006, 7

¹⁸⁷ Eurosif 2006, 4

European Social Investment Forum (Eurosif) on jaotellut SRI-strategiat Kuvion 6 mukaisesti siten, että SRI:n ydin (*Core SRI*) muodostuu negatiivisesta arvottamisesta (*ethical exclusions*) ja positiivisesta arvottamisesta. Laajemmassa merkityksessä (Broad SRI) yhteiskuntavastuullinen sijoittaminen sisältää ytimen lisäksi yksittäisen arvottamisen, normeihin perustuvan arvottamisen, vaikuttamisen sekä integroidun sijoitustoiminnan. Eurosifin (2006) mukaan vuoden 2005 lopussa Euroopan SRI-sijoitukset laajassa merkityksessä olivat suuruudeltaan noin 1 000 miljardia euroa, josta 105 miljardia euroa kuului perinteisempien SRI:n ydinstrategioiden mukaan tehtyihin sijoituksiin eli negatiivisen ja positiivisen arvottamisen tekniikoihin. Vuoden 2005 lopussa yhteiskuntavastuullisesti sijoitetuista varoista 94 prosenttia oli institutionaalisten sijoittajien varallisuutta ja loput kuusi prosenttia kuluttajien sijoittamaa varallisuutta. Iso-Britanniassa SRI-sijoittamista toteutettiin kyseisenä vuonna varsin laajassa mittakaavassa SRI-sijoitusten edustaessa 35 prosenttia koko Iso-Britannian osakemarkkinoista.

5.3 Yhteiskuntavastuullisen sijoittamisen sääntely

Iso-Britannia oli ensimmäinen valtio maailmassa, jossa eläkerahastojen sijoitustoiminnan yhteiskuntavastuullisuus otettiin huomioon kansallisessa lainsäädännössä. Uudet säädökset tulivat Iso-Britanniassa voimaan 3. kesäkuuta vuonna 2000. Uusi lainsäädäntö velvoittaa kaikkia Iso-Britannian yksityisen sektorin eläkerahastoja raportoimaan sijoituspäätöksissä mahdollisesti huomioon otetuista ja sijoituspäätökseen vaikuttaneista yhteiskuntavastuullisista tekijöistä. Kaikilla yksityisen sektorin työeläkelaitoksilla tulee olla laadittuna lain edellyttämä julkilausuma noudatetuista sijoitusperiaatteista, *Statement of Investment Principles* (SIP). SIP:stä tulee käydä ilmi sijoituskohteet, sijoitusten hajautus, sijoitusriskit, tuotot sekä sijoitusten realisoinnit. Uuden lainsäädännön mukaan SIP:ssä pitää näkyä myös seuraavat kaksi kohtaa:

- (i) laajuus (jos lainkaan), jolla ympäristöön, yhteiskuntaan ja etiikkaan liittyvät seikat otetaan huomioon eläkerahastojen sijoitusten valinnassa, säilyttämisessä sekä sijoitusten realisoinnissa

(ii) politiikka (jos tällaista edes on), jolla toteutetaan sijoituskohteen omistukseen liittyviä ohjausoikeuksia (sisältäen äänestys-oikeudet).¹⁸⁸

Tässä kohtaa on syytä painottaa, että nämä lainkohdat eivät velvoita Iso-Britannian eläkerahastoja noudattamaan sijoitustoiminnassaan yhteiskuntavastuullisia periaatteita, vaan ainoastaan raportoimaan, jos sijoituskohteiden valinnassa on käytetty SRI-kriteereitä. Lainsäädäntömuutoksen jälkeen suuri osa Iso-Britannian eläkerahastoista on kuitenkin omaksunut yhteiskuntavastuullisten seikkojen punnitsemisen luonnolliseksi osaksi sijoitusstrategiansa toteuttamista. Ennen lainsäädäntömuutosta eläkerahastot vetosivat yhteiskuntavastuullisen sijoittamisen heikompaan tuloksetekokykyyn normaaliin sijoittamiseen verrattuna. Lainsäädäntömuutoksen taustalla ei ollut usko vastuullisen sijoittamisen paremmasta tuottavuudesta, vaan asia haluttiin yksinkertaisesti ottaa eläkerahastojen julkisen raportoinnin piiriin. Iso-Britannian eläkerahastoilla - kuten Suomenkin - on fidusiarinen velvoite, eli velvoite tehdä valinta aina tuottavamman ja turvaavamman sijoituskohteen hyväksi. Iso-Britannian hallituksen kannanotto uuden lainsäädännön kautta muutti kuitenkin yleisesti hyväksytyä käsitystä yhteiskuntavastuullisen sijoittamisen tuloksetekokyvyn mahdollisuuksista.¹⁸⁹

OECD-maiden eläkevarojen sijoittamista koskevalle lainsäädännölle ovat tyypillisiä vaatimukset riskisopeutettujen tuottojen maksimoinnista, eikä lain mukaan vähemmän tuottaviin tai riskillisempiin sijoituskohteisiin tule sijoittaa yhteiskuntavastuullisten periaatteiden nojalla. Eläkerahastojen tuottavuus- ja turvaavuustavoitteiden vuoksi OECD-maiden lainsäädäntöviranomaiset ovat ottaneet melko passiivisen asenteen SRI:n huomioimiseksi kansallisessa lainsäädännössä. Iso-Britannian esimerkkiä mukailleen useat OECD-maat ovat omaksuneet lainsäädäntöönsä vastaavan tyyppisen vaatimuksen SRI-seikkojen huomioon ottamisesta sijoituspäätöstä tehtäessä. Näitä maita ovat ainakin¹⁹⁰ Itävalta, Belgia, Ranska, Saksa, Italia, Espanja ja Ruotsi. Australia ja Yhdysvallat ovat lähes toistensa vastakohtia, mitä tulee sijoitustoiminnan vastuullisten periaatteiden käsittelyyn maiden kansallisessa lainsäädännössä. Australiassa lainsäädäntöön tehtiin vuonna 2001 muutos, jonka mukaan kaikkien sijoituselementin sisältävien tuotteiden (ml. eläkerahastot ja sijoitusrahastot) pitää

¹⁸⁸ Sparkes, R. 2002, 5–6

¹⁸⁹ Sparkes, R. 2002, 7

¹⁹⁰ OECD:n tiedot vuoden 2006 joulukuussa

julkaista tiedot siitä, missä laajuudessa työntekijäin oikeudet sekä ympäristöön, yhteiskuntaan ja etiikkaan liittyvät aspektit otetaan huomioon sijoituskohteen valinnassa, säilytyksessä sekä sijoituksen realisoinnissa. Yhdysvaltain työeläkeviranomaisen¹⁹¹ mukaan eläkerahastot saattavat rikkoa sijoituksen tuottavuuden ja turvaavuuden velvoitettaan, jos ne sitoutuvat noudattamaan yhteiskuntavastuullista sijoituspolitiikkaa, joka joidenkin havaintojen mukaan johtaa alhaisempiin tuottoihin kuin perinteinen sijoituspolitiikka. Yhdysvaltain eläkerahastot ovat vältäneet negatiivista arvottamista, mutta ne ovat itsenäisesti fokusoituneet sijoittamaan korkean tuoton yrityksiin, jotka edustavat myös yhteiskunnallisesti myönteistä kehitystä. Suomen lainsäädännössä ei oteta kantaa eläkelaitosten sijoitustoiminnan yhteiskuntavastuullisiin sijoituskriteereihin.¹⁹²

5.4 Kansainvälisiä vastuullisen sijoittamisen ohjeistoja

Tähän alalukuun on koottu eräitä keskeisimpiä kansainvälisiä vastuullisen sijoittamisen ohjeita ja periaatteita. Seuraavien ohjeiden esittely on tässä katsottu tarpeelliseksi, koska niiden huomioon ottaminen vastuullisesti toimivia sijoituskohteita valittaessa voi osoittautua yhdeksi tehokkaaksi valintakriteeriksi. Nämä periaatteet ja ohjeistukset ovat esimerkki siitä, että kestävä kehitys ja vastuullinen liiketoiminta ovat globaalisti suuren mielenkiinnon kohteena. Tutkielman aihepiirin kannalta merkittävin huomio kohdituu YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteisiin, jotka toimivat viitekehyksenä myös Työeläkevakuuttajat TELA:n vastuullisen sijoittamisen periaatteissa. YK:n periaatteisiin on tämänhetkisen tiedon mukaan sitoutunut kaksi suomalaista työeläkevakuutusyhtiötä.

5.4.1 YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet (UN PRI)

Yhdistyneiden Kansakuntien mukaan sijoitusalan ammattilaisten piirissä on kasvanut yhteinen ymmärrys siitä, että ympäristöön, yhteiskuntaan ja hallintotapaan vaikuttavat käytännöt (ESG-tekijät) voivat vaikuttaa sijoitusportfolion suorituskykyyn. Tuottavien ja turvaavien sijoitusperiaatteiden velvoittamien sijoittajien, kuten eläkerahastojen, tulisi

¹⁹¹ The U.S. Department of Labor's Pension Welfare & Benefit Administration

¹⁹² OECD 2007b, 18–19

tästä syystä harkita näitä asioita vakavasti. Ennen YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteita (*United Nations Principles for Responsible Investment, UN PRI*) sijoittajilta on puuttunut tämänkaltainen yhteinen ohjaava viitekehys. Periaatteisiin sitoutuminen on vapaaehtoista. Periaatteet eivät ole määrääviä, vaan sen sijaan niiden tarkoitus on tarjota sijoittajille erilaisia mahdollisuuksia ottaa ESG-asiat huomioon sijoituspäätösten teossa ja omistajanohjauksen käytännöissä. Periaatteiden allekirjoittaminen tarkoittaa YK:n mukaan todellista sitoutumista, joka edustaa huippujohtajuutta ja edelläkävijyyttä koko sijoitustoiminnan alalla. Periaatteiden allekirjoittamisen ei pitäisi edustaa ainoastaan pidemmän aikavälin parempien tuottojen tavoittelua, vaan myös institutionaalisten sijoittajien ja koko yhteiskunnan tavoitteiden lähentymistä.¹⁹³

Vuoden 2005 alussa YK:n pääsihteeri kutsui kokoon ryhmän, joka koostui maailman suurimpien institutionaalisten sijoittajien edustajista, kehittämään YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteita. Yhteensä 20 institutionaalisten sijoittajien edustajaa 12 eri maasta suostuivat osallistumaan sijoitustyöryhmään (Investors Group). Työryhmän tukena oli 70-henkinen ryhmä, joka koostui sijoitustoimialan asiantuntijoista ympäri maailman. Kehitysprosessi kesti vuoden 2005 huhtikuusta vuoden 2006 tammikuuhun. Tänä aikana sijoittajien edustajat kokoontuivat yhteen viisi kertaa ja asiantuntijoiden työryhmä neljä kertaa. Näiden kokousten pohjalta syntyivät YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet.¹⁹⁴

YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet lanseerattiin keväällä 2006. Vuoden 2007 huhtikuuhun mennessä yli 70 institutionaalista sijoittajaa oli hyväksynyt periaatteet. YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet koostuvat kuudesta eri pääperiaatteesta, joista kukin sisältää yksityiskohtaisemmat ohjeistukset periaatteiden käytännön toteutukseen.¹⁹⁵ Periaatteet ovat seuraavat:

1. Sijoittajat liittävätkin ESG-asiat osaksi sijoitusanalyysseja ja päätöksentekoprosesseja.
(*We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes.*)
2. Sijoittajat ovat aktiivisia omistajia ja he soveltavat ESG-asioita omiin omistajakäytäntöihinsä.

¹⁹³ UN PRI: www.unpri.org

¹⁹⁴ UN PRI: www.unpri.org

¹⁹⁵ Suomen evankelis-luterilaisen kirkon vastuullisen sijoittamisen ohjeet 2007, 5

(We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership and practices.)

3. Sijoittajat pyrkivät edistämään sijoituskohteiden asianmukaista raportointia ESG-asioissa.

(We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest.)

4. Sijoittajat edistävät vastuullisen sijoittamisen periaatteiden hyväksymistä ja käyttöönottoa sijoitustoimialalla.

(We will promote acceptance and implementation of the Principles within the investment industry.)

5. Sijoittajat työskentelevät yhdessä muiden sijoittajien kanssa lisätäkseen vastuullisen sijoittamisen periaatteiden käyttöönottoa.

(We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles.)

6. Sijoittajat raportoivat toimistaan ja työnsä edistymisestä vastuullisen sijoittamisen periaatteiden käyttöönotossa.

(We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles.)¹⁹⁶

YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteiden lanseeraushetkellä huhtikuussa 2006 PRI:n jäseninä oli 20 institutionaalista sijoittajaa, joiden hallittavana oli yhteensä noin 2 000 miljardin dollarin sijoitusvarallisuus. Vuoden 2008 toukokuuhun mennessä PRI:n jäsenyyden oli allekirjoittanut yli 350 organisaatiota yhteensä 32 maasta, jotka edustivat noin 13 000 miljardin dollarin sijoitusomaisuutta. Periaatteiden allekirjoittaminen edellyttää organisaation kuulumista johonkin seuraavasta kolmesta kategoriasta:

- *Asset owner* eli varainomistaja: organisaatiot, joiden vastuulla on esimerkiksi eläkevaroja, vakuutusvastuita tai muuta varallisuutta
- *Investment manager* eli varainhaltija: omaisuudenhoito- ja rahastoyhtiöt, jotka toimivat varojen välittämisessä loppusijoituskohteen ja sijoittajan välillä
- *Professional service partner*: Organisaatiot, jotka tarjoavat tuotteita tai palveluita varainomistajille tai varainhaltijoille. Nämä organisaatiot eivät itse ole

¹⁹⁶ Periaatteiden suomenkielinen käännös on mukailtu Suomen evankelis-luterilaisen kirkon vastuullisen sijoittamisen ohjeista (2007). Englanninkielinen teksti on peräisin alkuperäisistä YK:n periaatteista. Ks. esim. www.unpri.org.

sijoittajia, mutta niillä voi olla huomattava vaikutus ESG-asioihin asiakkaidensa kautta. Tämän kategorian jäsenorganisaatioita ovat esimerkiksi alan tutkimus- ja kehitysorganisaatiot sekä konsulttiyritykset.¹⁹⁷

Allekirjoittaessaan PRI:n sijoittajat sitoutuvat julkisesti ottamaan vastuullisen sijoittamisen periaatteet huomioon tuottavuuteen ja turvaavuuteen liittyviin vastuihinsa nähden johdonmukaisella tavalla. Periaatteisiin sitoutuneet ovat velvollisia raportoimaan periaatteiden implementoinnista ja antamaan selvityksen, jos he eivät pysty täyttämään periaatteiden edellyttämiä vaatimuksia. Jäsenet sitoutuvat myös arvioimaan periaatteiden tehokkuutta sekä mahdollisuuksien mukaan parantamaan periaatteiden sisältöä siten, että se paremmin vastaa hyviä sijoituskäytäntöjä ja yhteiskunnallisia vaatimuksia. Periaatteiden epäonnistuneeseen toteuttamiseen tai periaatteiden toteuttamatta jättämiseen ei liity sanktiojärjestelmää. Tosin maineriskin toteutuminen on todennäköistä, jos organisaatio ensin allekirjoittaa vastuullisen sijoittamisen periaatteet, minkä jälkeen periaatteiden toteuttamiseen ei pyritä tai ei pystytä.¹⁹⁸

5.4.2 YK:n Global Compact

Yhdistyneiden kansakuntien Global Compact on 26. heinäkuuta vuonna 2000 julkistettu, yrityksille suunnattu vastuullisen toiminnan ohjeisto. Global Compactiin kuuluu tällä hetkellä jo 5 000 jäsentä, ja se sisältää yli 3 700 yritystä 120 maasta. Global Compact luo toiminnallisen kehyksen yrityksille ja yhteisöille, jotka haluavat linjata toimintansa ihmisoikeuksiin, työntekijöiden oikeuksiin, ympäristöön ja korruption vastaisuuteen liittyvien kymmenen periaatteen mukaisesti. Periaatteet on johdettu muun muassa kansainvälisistä ihmisoikeussopimuksista. Global Compact on täysin vapaaehtoinen hanke, jolla on kaksi suurempaa tavoitetta:

- saattaa kymmenen periaatetta osaksi liiketoimintakäytäntöjen valtavirtaa ympäri maailman
- saattaa periaatteet käytäntöön osana YK:n laajempia tavoitteita (kuten Millenium Development Goals, MDGs).¹⁹⁹

¹⁹⁷ OECD 2007c, 5. Ks. myös Principles for Responsible Investment: www.unpri.org

¹⁹⁸ OECD 2007c, 5–6

¹⁹⁹ UN Global Compact: www.unglobalcompact.org

Seuraavassa esitellään Global Compactin kymmenen periaatetta, koska periaatteet edustavat vastuullisen sijoittamisen kannalta olennaisia ja hyviä ohjeita, jotka voidaan ottaa huomioon sijoituskohteen valintaprosessissa. Myös sijoittaja itse voi allekirjoittautua jäseneksi Global Compactiin. Periaatteet ovat seuraavat:

Ihmisoikeudet:

- 1) Toimintojen tulee tukea ja kunnioittaa kansainvälisesti tunnustettuja ihmisoikeuksia.
- 2) Toimintojen tulee varmistaa, etteivät ne ole osallisena ihmisoikeuksien väärinkäytöksistä.

Työntekijöiden oikeudet:

- 3) Toimintojen tulee ylläpitää vapautta työntekijöiden järjestäytymiseen ja mahdollistaa työehtosopimusneuvottelut.
- 4) Toimintojen tulee eliminoida pakollinen työnteke kaikissa muodoissa.
- 5) Toimintojen tulee edistää lapsityövoiman lakkauttamista.
- 6) Toimintojen tulee pyrkiä eliminoimaan työllistymiseen ja elinkeinonharjoittamiseen liittyvää diskriminaatiota.

Ympäristö:

- 7) Toimintojen tulee tukea turvaavaa lähestymistapaa ympäristöhaasteissa.
- 8) Toimintojen tulee kannustaa ympäristövastuuta edistäviin aloitteisiin ryhtymistä.
- 9) Toimintojen tulee kannustaa ympäristöystävällisen teknologian kehitystä ja levittämistä.

Korruptionvastaisuus:

- 10) Toimintojen tulee toimia kaikenlaista korruptiota vastaan, joka sisältää myös kiristyksen ja lahjonnan.²⁰⁰

5.4.3 OECD:n monikansallisten yritysten ohjeisto

OECD:n monikansallisten yritysten ohjeistoa (*OECD Guidelines for Multinational Enterprises*) voidaan pitää yhtenä kansainvälisesti merkittävimpänä ja kattavuudeltaan laajimpana ohjeistuksena. OECD:n ohjeisto perustuu vapaaehtoiisiin suosituksiin, jotka koskevat ohjeistoon sitoutuneiden jäsenmaiden alueella toimivia monikansallisia

²⁰⁰ UN Global Compact: www.unglobalcompact.org

yrityksiä. Jäsenmaita ohjeistossa on 40, joista 30 ovat OECD:n jäsenmaita ja 10 OECD:n ulkopuolisia maita²⁰¹. Ohjeisto käsittää käytäntöjä, jotka liittyvät muun muassa työelämän suhteisiin, ympäristöön, lahjontaan, kuluttajansuojaan, tiede- ja teknologia-asioihin, kilpailuun sekä tiedotustoimintaan. Vaikka ohjeisto perustuu vapaaehtoisuuteen, se on kuitenkin ainoa yritysten käyttäytymissäännöstö, joka on laajapohjaisesti niin OECD-maiden hallitusten kuin etujärjestöjenkin tukema ja joka sisältää erityisen toimeenpano- ja seurantamekanismin. Keskeinen osa ohjeistuksen toteuttamisessa on niin sanotuilla kansallisilla yhteyselimillä (National Contact Points), jotka edistävät ohjeiden tunnettuutta, toimivat ohjeita koskevana keskustelufoorumina sekä auttavat ratkaisemaan kysymyksiä, joita syntyy ohjeiden soveltamisesta yrityksistä koskeviin tapauksiin. Suomessa kansallisena yhteyselimenä toimii vuonna 2001 kauppaja- ja teollisuusministeriön yhteyteen perustettu kansainvälisen sijoitustoiminnan ja monikansallisten yritysten neuvottelukunta (MONIKA).²⁰²

OECD:n monikansallisten yritysten ohjeisto toimii eräänlaisena viitekehyksenä yritysten vastuullisen liiketoiminnan kehittämiseksi. Ohjeistossa tiivistyvät sosiaalisesti vastuullisen yrityksen minimitoimenpiteet. Ohjeiston suositukset voivat toimia yritykselle vertailukohtana ja viitekehyksenä sen kehittäessään omia toimintapojaan sekä yhteiskuntavastuuraportointiaan. Ohjeiston merkitys on erityisen suuri toimittaessa OECD-alueen ulkopuolella. Teollisuusmaissa kehittynyt hallinto yleensä määrittää tehokkaasti esimerkiksi minimitason työelämän standardien noudattamisessa tai ympäristönsuojelussa, mutta kehitysmaassa yritys pystyy toimimaan vastoin yrityksen kotimaassa noudatettavaa lainsäädäntöä ja toimintatapoja. Kotimaan puutteellisen lainsäädännön tai hallinnon heikkouden korvaamiseen OECD:n ohjeistosta ei ole, mutta se voi tarjota maassa toimivalle ulkomaiselle yritykselle kansainvälisesti tunnustetun, yhteisen vähimmäisstandardin.²⁰³

5.4.4 Global Reporting Initiative (GRI)

Global Reporting Initiative (GRI) on voittoa tavoittelematon organisaatio, joka tarjoaa yhtiöille ja yhteisöille kestäväan kehitykseen pohjautuvan globaalien

²⁰¹ Argentiina, Brasilia, Chile, Egypti, Viro, Israel, Latvia, Liettua, Romania ja Slovenia (www.oecd.org)

²⁰² OECD 2007c. Ks. myös OECD: www.oecd.org sekä Kauppapolitiikka: www.kauppapolitiikka.fi

²⁰³ Kauppapolitiikka 2002: www.kauppapolitiikka.fi

raportointijärjestelmän. GRI on toiminut vuodesta 1997 lähtien ja vuonna 1999 YK:n ympäristöohjelma UNEP²⁰⁴ liittyi mukaan GRI:n toimintaan. Tällä hetkellä GRI on maailman laajin standardoitu raportointijärjestelmä. GRI-ohjelman kulmakivi on kestävän kehityksen ohjeistus (Sustainability Reporting Guidelines). Ohjeistuksen kolmas version julkaistiin vuonna 2006 ja se kantaa nimeä G3. Ohjeistuksen lisäksi GRI koostuu kolmesta muusta suuremmasta kokonaisuudesta, jotka ovat 1) alakohtaiset täydennykset (yksityiskohtaiset indikaattorit eri teollisuuden aloille), 2) protokollat (yksityiskohtaiset raportointiohjeet) sekä 3) maakohtaiset lisäykset (maakohtainen erityisinformaatio). GRI on standardoitu raportointijärjestelmä, jonka pyrkimyksenä on lisätä mielenkiintoa kestävän kehityksen pohjalta tuotettua raportointi-informaatiota kohtaan sekä kehittää kestävän kehityksen mukaisia käytäntöjä. Tästä hyötyvät niin raportoivat organisaatiot kuin nekin, jotka hyödyntävät raportoinnin sisältämää informaatiota.²⁰⁵

Global Reporting Initiative -raportointiohjeistusta noudattaa yli 1 700 yritystä ympäri maailman. GRI:n toiminta rahoitetaan jäsenyhtiöiden ja -yhteisöjen lahjoituksilla ja apurahoilla. GRI kehottaa yhtiöitä sitoutumaan niin sanottuun *triple bottom line*-raportointitapaan. Triple bottom line on raportointitekniikka, jossa yhtiön toiminnan raportoinnin lähtökohdaksi on taloudellisten asioiden lisäksi myös ympäristöön ja yhteiskuntaan liittyvien asioiden huomioiminen koko raportointiprosessissa. Tällöin yhtiö raportoii vuosikertomuksessaan yhtä lailla ympäristöön ja yhteiskuntaan vaikuttavien operaatioidensa vaikutuksista kuin taloudellisestakin tuloksestaan.²⁰⁶

5.5 Vastuullinen sijoittaminen työeläkevakuutusyhtiöissä

Työeläkevakuuttajat TELA ry:n hallitus hyväksyi uudet vastuullisen sijoittamisen periaatteet hallituksen kokouksessa 28.1.2008. Nämä periaatteet ovat TELA:n sijoitusasiain neuvottelukunnan vuonna 2004 hyväksymien periaatteiden päivitys. Päivityksen keskeisin uudistus oli YK:n vastuullisten periaatteiden sisällyttäminen TELA:n edustamiin periaatteisiin. TELA:n periaatteet eivät juridisesti määrittele

²⁰⁴ UNEP = United Nations Environment Programme

²⁰⁵ GRI: www.globalreporting.org

²⁰⁶ OECD 2007c, 14

vaatimuksia sen jäsenten sijoituspolitiikalle, vaan jäsenet toteuttavat vastuullisen sijoitustoiminnan periaatteita itsenäisesti omaan sijoitustoimintaansa sopivalla tavalla. Omistajanohjauksesta TELA on kirjoittanut sitä koskevat erilliset ohjeet.

Suomen lainsäädäntö ei vaadi työeläkeyhtiötä ottamaan huomioon yhteiskuntavastuullisia kriteereitä sijoitustoiminnassaan. Yhteiskuntavastuusta on kuitenkin kehittynyt merkittävä osa työeläkeyhtiöiden toimintaa, sijoituspolitiikkaa ja ennen kaikkea merkittävä osa yhtiöiden raportointia. Tämän tutkielman kohteena olevat kuusi suomalaista työeläkeyhtiötä kertovat poikkeuksetta internet-sivuillaan yhteiskuntavastuullisista toiminnan kriteereistään. Yhteiskuntavastuullisen toiminnan kriteereistä raportoidaan lähes poikkeuksetta myös yhtiöiden vuosikertomuksissa. Työeläkeyhtiöiden raportoinnissa esiin nousee kolme merkittävämpää yhteiskuntavastuun osa-aluetta, jotka ovat taloudellinen vastuu, sosiaalinen vastuu ja ympäristövastuu. Työeläkeyhtiöt näkevät yhteiskuntavastuun kiinteänä osana yhtiön riskienhallintaa.²⁰⁷

Jotkut yhtiöt julkaisevat internet-sivuillaan myös erilliset vastuullisen sijoittamisen periaatteensa, ja joillakin vastuullinen sijoittaminen sisältyy kokonaisvaltaiseen yhteiskuntavastuuta käsittelevään raporttiin. Vastuullisen sijoitustoiminnan määrittelyssä esiin nousevat lainsäädännön vaatimukset sijoituksen tuottavuudesta ja turvaavuudesta. Aivan kuten yleisessä yhteiskuntavastuun raportoinnissa, myös vastuullisen sijoitustoiminnan edellytyksenä esiin nousee sijoituskohteen arviointi taloudellisen vastuun, ympäristövastuun ja sosiaalisen vastuun perusteella. Vastuullisesta sijoitustoiminnasta raportoidessaan työeläkeyhtiöt mainitsevat myös seuraavia vaatimuksia sijoituskohteille: ihmisoikeuksien kunnioitus, kestävään kehitykseen tähtäävä toiminta, tasa-arvo rotujen, uskontojen, sukupuolten ja yhteiskunnallisen alkuperän välillä, vastuullinen henkilöstöpolitiikka, avoimuus, työolosuhteisiin liittyvä vastuullisuus ja ympäristönsuojelu.²⁰⁸

Raportoinnissa mainitaan niin positiivisen arvottamisen kuin negatiivisenkin arvottamisen mukaisia näkökulmia valitusta sijoitusstrategiasta, sillä osa

²⁰⁷ Työeläkeyhtiöiden Veritas, Eläke-Tapiola, Etera, Eläke-Fennia, Ilmarinen ja Varma www-sivut sekä vuosikertomukset

²⁰⁸ Työeläkeyhtiöiden www-sivut sekä vuosikertomukset

työeläkeyhtiöistä ilmoittaa tavoitteekseen ohjata sijoitustoimintaa yhteiskuntavastuullisesti hyväksyttäviin kohteisiin (positiivinen arvottaminen) ja osa pyrkii välttämään epäeettisiä sijoituskohteita (negatiivinen arvottaminen). Molemmat strategiat voivat olla käytössä yhtä aikaa. Tiettyjä maita voidaan välttää sijoituskohteina sillä perusteella, että ne ovat YK:n julistamassa kauppasaarrossa tai ne eivät kunnioita ihmisoikeuksia eivätkä ILO:n kolmikantaisesti vahvistamia työelämän perusoikeuksia. Kohdeyrityksen pääasiallisen liiketoiminnan keskittyminen moraalittomiin, epäsiiveellisiin tai terveydelle haitallisiin toimialoihin saattaa myös rajata sijoituskohteen pois vastuullisen sijoitustoiminnan mukaisesta kohdejoukosta.²⁰⁹

Kaksi kuudesta tarkasteltavasta työeläkevakuutusyhtiöstä on sitoutunut YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteisiin (UN PRI), joten sijoitustoiminta on näissä yhtiöissä myös YK:n ohjeista riippuvaista. Välillisesti YK:n periaatteet koskettavat myös muita työeläkeyhtiöitä, koska Työeläkevakuuttajat TELA ry on liittänyt YK:n periaatteet omiin vastuullisiin periaatteisiinsa. Global Reporting Initiative -raportointijärjestelmää mainitsee käyttävänsä yksi työeläkeyhtiö, ja tämäkin vain soveltuvin osin. Ainakin yksi yhtiö ilmoittaa myös osaksi ulkoistaneensa vastuullisuuden arvioinnin asiaan erikoistuneelle yhteistyökumppanille.²¹⁰

²⁰⁹ Työeläkeyhtiöiden www-sivut sekä vuosikertomukset

²¹⁰ Työeläkeyhtiöiden www-sivut sekä vuosikertomukset

6 VASTUULLINEN SIJOITTAMINEN JA HEDGERAHASTOT: TUTKIMUSHAASTATTELUIJEN TULOKSET

Tämän luvun sisältö on johdettu tutkielmaan liittyvien haastattelujen pohjalta. Haastateltavina oli yhteensä 12 vastaajaa kuudesta eri työeläkeyhtiöstä. Mukana olleet työeläkeyhtiöt ovat Etera, Veritas, Eläke-Tapiola, Eläke-Fennia, Ilmarinen ja Varma. Suomeen rekisteröidyistä työeläkeyhtiöistä ainoastaan Pensions-Alandia jätettiin pois tutkimuskohteiden joukosta, mikä on perusteltu tutkielman johdannossa. Haastattelut toteutettiin kunkin eläkeyhtiön edustajan/edustajien kanssa kerrallaan, eli haastattelukertoja oli yhteensä kuusi. Haastateltavat olivat yhtiöidensä valitsema toimihenkilöitä, pääosin sijoitusalan asiantuntijoita. Haastateltavien kanssa on sovittu, että yhtiöiden tai yhtiötä edustavien nimiä ei tulla erittelemään haastattelujen tulosten osalta. Kaikki esiintulevat yhtiökohtaiset tiedot ovat julkista tietoa. Haastattelut olivat kestoltaan 30–60 minuuttia. Haastattelut tallennettiin ääninauhurille. Haastattelurunko on tutkielman liitteessä 1. Joitain tarkennuksia ja täydennyksiä on tehty myös satunnaisilla sähköpostikeskusteluilla haastateltavien kanssa. Tämä luku on jaettu haastattelujen pääteemojen mukaan, jotka ovat yleinen vastuullisuus, vastuullisuus osakerahastosijoituksissa ja vastuullisuus hedgerahastosijoituksissa.

6.1 Yleinen vastuullisuus

Työeläkeyhtiöt ottavat nykypäivänä vastuullisen toiminnan huomioon niin sijoituksissaan kuin muussakin toiminnassaan. Työeläkeyhtiöt korostavat vastuullisen sijoittamisen lähtökohtana lainsäädännön vaatimusta tehdä sijoitukset tuottavasti ja turvaavasti. Kaksi yhtiötä kuudesta on allekirjoittanut YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet (PRI) ja nämä periaatteet toimivat allekirjoittaneiden yhtiöiden vastuullisen sijoitustoiminnan merkittävänä ohjenuorana. Kaksi yhtiötä harkitsee ja tutkii PRI:n allekirjoittamista, yksi yhtiö on tutkinut asiaa, mutta ei tämänhetkisen tiedon mukaan ole liittymässä PRI:hin. Ainoastaan yhden yhtiön edustajilla ei ollut mitään tietoa PRI:stä. Yhdessä haastattelussa työeläkeyhtiön edustaja ilmoitti yhtiönsä edellyttävän omistamiltaan yhtiöiltä tiettyjen normien ja sopimusten seuraamista, joita ovat esimerkiksi YK:n Global Compact, ILO:n työelämän perusoikeudet, OECD:n

toimintaohjeet monikansallisille yrityksille ja YK:n lasten oikeuksien julistus. Työeläkevakuuttajat TELA:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet nousivat vahvasti esille keskusteluissa ja työeläkeyhtiöt pyrkivät noudattamaan niitä parhaimpansa mukaan. Kaikilla yhtiöillä on omistajaohjauksen periaatteensa, jotka vaikuttavat etenkin suorien sijoitusten vastuullisessa hallinnassa. Suorissa sijoituksissa vastuullisen toiminnan valvonta on helpompaa, koska työeläkeyhtiöt tekevät suoria sijoituksia pohjoismaiden sisällä, jolloin yritykset ovat tuttuja ja niiden toimintaan pystytään suoraan vaikuttamaan.

Työeläkeyhtiöt eivät toimi negatiivisen arvottamisen mukaan eli lähtökohtaisesti poissulkevaa metodia ei käytetä sijoituskohteita valittaessa. Työeläkeyhtiöillä on melko yhtenäinen periaate siitä, että yksittäistä yritystä ei suljeta pois ainoastaan sen edustaman toimialan perusteella, vaan asioita tarkastellaan tapauskohtaisesti. Esimerkiksi tupakka-, alkoholi-, uhkapeli-, aikuisviihde- ja aseteollisuuden alojen ulkopuolella voi eläkeyhtiöiden mukaan olla hyvin moraalittomia yrityksiä. Erään yhtiön edustaja totesi tähän seuraavaa:

”Me noudatamme positiivista arvottamista. Mitään toimialaa tai yhtiöitä ei kategorisesti suljeta pois sijoitusavaruudesta. Kaikki yhtiöt ovat eettisiä tai vastuullisia kunnes toisin todistetaan. Emme sulje pois myöskään maantieteellisiä alueita.”

Tosin haastattelun myöhemmässä vaiheessa kävi ilmi, että kyseisellä yhtiöllä kuitenkin on noin kymmenen yrityksen ”musta lista”. Mustalla listalla ovat yritykset, joihin sijoittamista yhtiö pyrkii välttämään. Tämä lista ei ole julkinen, mutta listan sisältö on toimialojen suhteen hyvin kirjava. Varsinaisia mustia listoja ei tätä yhtä poikkeusta lukuun ottamatta käytetä. Eräs työeläkeyhtiö kertoi, että tiettyjä epäsiiveellisiä toimialoja pyritään välttämään ja toisen yhtiön edustaja kertoi yhtiön tällä hetkellä pidättäytyvän tupakkayhtiöihin sijoittamisesta.

Työeläkeyhtiöt uskovat, että SRI-asioilla voi olla positiivinen vaikutus yrityksen osakkeen arvoon pitkällä aikavälillä. Tämä mielipide on vallitseva puhuttaessa suorista osakesijoituksista. Rahastojen suhteen yhden vastaajan mielipide on, että huono tai keskinkertainen salkunhoitaja häviää aina rahaa markkinoilla, eikä vastuullisilla

seikoilla ole siinä tapauksessa merkitystä. Toinen vastaaja kritisoi eettisten rahastojen huonoa kulurakennetta, sillä rahastot perivät suurempia palkkioita eettisyyden kustannuksella. Eräs vastaaja totesi, että SRI-rahastot pystyvät aina tietyllä periodilla näyttämään, että ne olisivat tuottaneet poikkeuksellisen hyvin. Erään työeläkeyhtiön edustajan mielipide tuottojen ja SRI-tekijöiden välisestä suhteesta on seuraavanlainen:

”On tehty paljon akateemisia tutkimuksia siitä, onko osoitettavissa, että vastuullisesti toimivien yritysten kurssit kehittyisivät paremmin kuin muiden. Lyhyellä tähtämellä tästä ei kuitenkaan ole riittävästi статистиikkaa. Tutkimukset ovat täysin neutraaleja. Kyllä me kuitenkin uskomme, että pidemmällä tähtämellä vastuullinen yritystoiminta on kannattavampaa kuin epävastuullinen.”

Työeläkeyhtiöt ottavat eettiset ja vastuulliset seikat huomioon osana jatkuvaa sijoitustoimintaa, eli arviointia suoritetaan sijoituskohteita hankittaessa, niitä pidettäessä ja niistä luovuttaessa. Työeläkeyhtiöt eivät suorita arvopaperisalkun vastuullisuuden arviointia omana kokonaisuutenaan eikä tietyin väliajoin. Kahdella työeläkeyhtiöllä salkun sisällön arviointi vastuullisten periaatteiden näkökulmasta on ulkoistettu, ja arviointi suoritetaan ulkoisen tahon toimesta kaksi kertaa vuodessa. Yhdellä yhtiöllä ei vastaajan mukaan ole mitään erillisiä käytäntöjä vastuullisuuden arvioinnissa missään sijoituslajeissa, eikä asialla ole yhtiössä suurta merkitystä.

Kahdella suurimmalla työeläkeyhtiöllä – Varmalla ja Ilmarisella – on yhteistyökumppanina ulkopuolinen vastuullista sijoitustoimintaa valvova taho, GES²¹¹ Investment Services. GES tarkastaa toisen työeläkeyhtiön salkusta suorat osakesijoitukset, korkosijoitukset sekä osakerahastot SRI-asioiden osalta kaksi kertaa vuodessa. Kaikkia osakerahastoja tosin ei pystytä tarkastamaan. Yhtiön edustaja sanoi asiasta näin:

”Teemme ”SRI-screenauksen” kaksi kertaa vuodessa niiden rahastojen osalta, joilta saamme tarvittavat salkkutiedot. Kaikki eivät tietoja pysty tai halua ilmoittaa.”

²¹¹ GES = Global Ethical Standard

Toisella yhtiöllä GES käy sijoitukset läpi ainoastaan suorien osakesijoitusten ja korkosijoitusten osalta ja tämä toteutetaan kaksi kertaa vuodessa. Yhteistyöstä GES:n kanssa työeläkeyhtiön edustaja kertoi seuraavaa:

”Meillä on ruotsalainen konsultti GES, joka tekee kaksi kertaa vuodessa meille ”screenauksen”. Me lähetämme GES:lle kaksi kertaa vuodessa tiedot meidän korkosijoituksista ja suorista osakesijoituksista. GES käy läpi omistuslistan ja heillä on oma musta lista, jossa on yhtiöitä, jotka ovat todistetusti rikkoneet lainsäädäntöä tai kansainvälisiä periaatteita. He eivät käytä negatiivista arvottamista. Heidän pitää todeta jonkun rikkeen tapahtuneen, kuten lapsityövoiman käyttö tai luonnon tarpeeton tuhoaminen liiketoiminnassa. Tällainen yritys joutuu mustalle listalle ja lista elää koko ajan. GES vertaa meidän salkun sisältöä omaan mustaan listaan ja ne raportoi meille, onko siellä jotain häikkää. On mahdollista, että siellä on yrityksiä, jotka ovat mahdollisesti joutumassa mustalle listalle. Aiemmin me myimme omistuksen automaattisesti. Omiastajapolitiikka muuttui viime syksynä (2007), eli omistuksesta ei automaattisesti luovuta, vaan GES:n avulla käynnistetään aktiivinen vuoropuhelu eli ”engagement” epäkohdan korjaamiseksi. GES vie engagement-prosessia eteenpäin. Jos prosessi ei johda haluttuun lopputulokseen, niin omistus myydään pois. Rahasto-osuuksia emme ole lunastaneet tällaisista syistä johtuen, koska meillä ei ole kaikkea tietoa siitä, mitä osakerahastosalkut sisältää. Se on porsaanreikä.”

Suurin osa työeläkeyhtiöistä on joutunut luopumaan ainakin jostain sijoituskohteista yhtiön vastuullisiin periaatteisiin vedoten. Yksi yhtiö on viimeisen neljän vuoden aikana joutunut vastuullisiin periaatteisiin nojaten luopumaan 4-5 yrityksen osakkeista sekä kahden rahaston osuuksista. Kyse on ollut lakien tai normien rikkomuksista. Kartellit ja työympäristössä vallitseva epätasa-arvoinen kohtelu ovat olleet ainakin yhden työeläkeyhtiön perusteena vetää sijoitukset pois tietyistä yhtiöistä. Tänä päivänä osakkeista luopuminen vastuullisiin periaatteisiin vedoten on melko tavallista etenkin eläkerahastojen kohdalla. Edellä luvussa 5.2 tarkasteltiin Norjan valtion eläkerahastoa, joka on vetänyt sijoituksiaan pois eettisiin periaatteisiin vedoten ainakin Wal-Martista ja Vedanta Resourcesista. Norjan valtion eläkerahastolla on mustalla listalla useita aseellisuuden alalla toimivia yrityksiä. Hollantilainen eläkerahasto ABP on vuoden

2007 maaliskuusta lähtien luopunut yhteensä 16 yrityksen osakkeista, joista kaikki toimivat aseteollisuuden alalla. Mainittakoon, että ABP:n sijoitusstrategian päivitys tapahtui vuoden 2007 maaliskuussa ilmestyneen Zembla-nimisen tv-ohjelman seurauksena, joka käsitteli hollantilaisten eläkerahastojen sijoituskohteiden eettisyyttä.²¹²

6.2 Vastuullisuus osakerahastosijoituksissa

Työeläkeyhtiöt sijoittavat yhä enenevässä määrin varojaan osakkeisiin osakerahastojen kautta. Työeläkeyhtiöt sanovat sijoittavansa osakerahastoihin, koska niiden kautta pääsy ulkomaisille, etenkin Euroopan ulkopuolisille markkinoille on suhteellisen helppoa ja vaivatonta. On selvää, että työeläkeyhtiöillä ei ole resursseja toteuttaa esimerkiksi kehittyvien maiden osakesijoituksia suorina sijoituksina, vaan tämä on tehtävä rahastojen kautta. Osakerahastot mahdollistavat työeläkeyhtiöille laajemman varojen allokaation ja riskin hajautuksen. Suuret työeläkeyhtiöt sijoittavat suoraan myös Eurooppaan, mutta pienemmät yhtiöt tekevät kotimaan ulkopuoliset sijoitukset pääosin rahastojen kautta. Työeläkeyhtiöiden rahastosijoituksista jo noin puolet ovat passiivisia sijoituksia, toisin sanoen indeksirahastosijoituksia.

Suurimmassa osassa työeläkeyhtiöistä vastuullisuuskysymyksille ei ole annettu suurta painoarvoa osakerahastosijoitusten osalta. Fokus vastuullisuuskysymyksissä on ollut enemmän suorissa sijoituksissa. Yksi työeläkeyhtiö ottaa vastuullisuuskysymykset erityisen hyvin huomioon myös osakerahastosijoituksissa. Yhtiön osakerahastokohteiden valintaan vaikuttaa rahaston varainhoitajalle lähetettävä kysymyspatteristo, johon sisältyy myös osio vastuullisten periaatteiden huomioon ottamisesta²¹³. Kysymyspatteristossa ei ole yksittäistä täysin poissulkevaa tai fataalia kysymystä, ja sijoituspäätös tehdään aina tapauskohtaisesti. Kyseinen työeläkeyhtiö myöntää, että salkussa on managereita²¹⁴, joille näitä kysymyksiä ei ole esitetty. Nämä ovat kuitenkin pitkään salkussa olleita luotettavia rahastoja, joiden toimintaperiaatteet

²¹² ABP 2008: www.abp.nl

²¹³ Kysymyspatteriston vastuullisuuden osio on liitteenä 2

²¹⁴ Puhekielessä rahaston varainhoitajasta käytetään nimitystä manageri

tunnetaan hyvin. Kysymyspatteristojen käyttö rahastokohteen valinnassa on tavallista, mutta vastuullisten periaatteiden osion liittäminen patteristoon ei ole.

Eläkeyhtiöiden yleinen mielipide on se, että rahastot voisivat omatoimisesti tuoda enemmän julki vastuullisia sijoitusperiaatteitaan. Rahastojen varainhoitajiin luotetaan ja uskotaan, että hyvän maineen omaavat varainhoitajat vastaavat sijoituksista joka tapauksessa hyvien periaatteiden mukaan. Osakerahastojen kohdalla työeläkeyhtiöt sanovat kiinnittävänsä tulevaisuudessa yhä enemmän huomiota vastuullisten periaatteiden tarkasteluun. Kaikkien työeläkeyhtiöiden mielipide on, että osakerahastojen eettistä tai vastuullista toimintaa on vaikea valvoa. Osakerahastot eivät välttämättä sijoita lainkaan samojen vastuullisten periaatteiden mukaan kuin mitä työeläkeyhtiöt ilmoittavat noudattavana. Yleensä työeläkeyhtiöt tietävät osakerahaston pääasiallisen sijoituspolitiikan ja tyylin, mutta eivät välttämättä tiedä rahastojen ottamia yksittäisiä osakepositioita. Erään työeläkeyhtiön edustaja kommentoi työeläkeyhtiön ja osakerahaston suhdetta seuraavalla tavalla:

”Samalla kun käytämme osakerahastoja me hyväksymme sen, että vaikka olemme iso sijoittaja niissä – jopa kymmenen prosentin osuudella – niin olemme kuitenkin yksi sijoittaja muiden joukossa julkisesti valvotussa ja kontrolloidussa rahastossa. Tällöin rahastoyhtiö ei saa toimittaa meille mitään erityistietoa, eikä me saada ohjata rahaston sijoituspolitiikkaa eli ei pystytä valvomaan rahaston toimintaa esimerkiksi vastuullisuuden osalta. Me ostamme rahaston sijoituspolitiikan sellaisena, kun se on meille kerrottu.”

Ainoastaan yksi työeläkeyhtiö on luopunut osakerahasto-osuuksista vastuullisiin periaatteisiin nojaten. Työeläkeyhtiö luopui kahdesta rahastosijoituksesta, joilla oli osuutta vuonna 2003 Yhdysvalloissa tapahtuneeseen rahastoskandaaliin. Rahastoskandaali liittyi niin sanottuun *late tradingiin*, jossa rahasto-osuuden hankintoja sekä osuuksista luopumisia toteutettiin kaupankäynnin sallittujen aikarajojen ulkopuolella. Skandaalissa siis todettiin lainrikkomuksen tapahtuneen, jonka jälkeen kyseinen työeläkeyhtiö päätti, ettei se voi olla mukana sellaisissa rahastoissa, jotka olivat rikokseen osallisia.

Yksikään työeläkeyhtiö ei voi sanoa täydellä varmuudella, etteikö heillä olisi osakerahastojen kautta varoja sijoitettuna tupakka-, alkoholi-, uhkapeli-, aikuisviihde- tai aseteollisuuden aloille tai yrityksiin, jotka toimivat ympäristöön tai kansainvälisiin ihmisoikeuksiin nähden vastuuttomasti. Edellä mainittujen alojen osalta asiaa ei kuitenkaan nähdä ongelmallisena, sillä työeläkeyhtiöthän eivät lähtökohtaisesti sulje sijoitusuniversumista pois yrityksiä toimialojen perusteella. Työeläkeyhtiöiden mukaan on todennäköistä, että passiivisten indeksisijoitusten kautta varoja on sijoitettuna myös edellä mainituille toimialoille. Kansainvälisten ihmisoikeuksien ja normien rikkomuksia pidetään vakavampina asioina, kuin osallistumista tietyille toimialoille ja tähän liittyen eräs haastateltava totesi seuraavaa:

”Emme voi tietää sataprosenttisen varmasti, etteikö mainitsemissasi aloilla ole sijoituksia. Varmasti jotain noista löytyy, mutta se ei sinänsä ole ongelma, koska me emme sulje lähtökohtaisesti mitään sektoria pois. Rahastoyhtiöillä on sellainen trendi, että niilläkin on omat periaatteensa ja mitä tulee kansainvälisen lainsäädännön rikkomuksiin, niin sellaisia yhtiöitä varmasti vältetään. Eli rahaston omien sijoitusperiaatteiden mukaan ei sijoiteta norminvastaisiin kohteisiin.”

Työeläkeyhtiöillä on hyvin samansuuntaiset käsitykset riskeistä, joita niille voisi toteutua osakerahastojen kautta ilmenneinä vastuullisten periaatteiden rikkomuksina. Työeläkeyhtiöiden kannalta merkittävin riski liittyy yhtiön imagoon. Imagoriskin toteutuessa julkisuuteen voi nousta käsityksiä, että eläkevaroja sijoitetaan piittaamattomasti, epäeettisesti ja ammattitaidottomasti. Tällainen riskin toteutuminen voi vaikuttaa negatiivisesti asiakkaiden käyttäytymiseen ja tätä kautta yhtiön tulokseen. Yksittäisen rahastossa olevan yrityksen kautta toteutuva taloudellisen tappion mahdollisuus on olemattoman pieni. Suorissa sijoituksissa taloudellinen riski on merkittävä, mutta vastuullisen toiminnan valvonta on myös helpompaa. Eräs haastateltava nosti esiin myös mahdollisuuden positiivisen imagoriskin toteutumiselle:

”Jos havaitsemme, että meillä on osuuksia rahastossa, jossa on epäeettisesti toimivia yrityksiä, voimme reagoida hyvin nopeasti osakerahaston ollessa likvidi. Se voi olla imagollemme myös hyvä asia, jos näytämme toimivamme nopeasti ja vastuullisesti irtautuessamme epäeettisesti toimivasta rahastosta.”

6.3 Vastuullisuus hedgerahastosijoituksissa

Työeläkeyhtiöt näkevät hedgerahastot heterogeenisenä ryhmänä ja suhtautuvat niihin eri tavoin. Suhtautuminen hedgerahastoihin riippuu lähinnä yhtiön noudattamista sijoitusperiaatteista ja strategiavalinnoista hedgerahastojen suhteen. Osalle hedgerahasto tarkoittaa nimensä mukaisesti suojarahastoa, kun osa taas tulkitsee käsitteen 'hedgerahasto' harhaanjohtavaksi. Suojarahaston lisäksi haastatteluissa esiin nousseita vaihtoehtoisia termejä olivat vipurahasto, absoluuttisen tuoton rahasto, vaihtoehtoisten riskipreemioiden rahasto ja riskirahasto. Työeläkeyhtiöt sijoittavat hedgerahastoihin, koska ne tarjoavat pienellä volatiliteetilla kohtuullista tuottoa ja kokonaisportfolion hajautushyötyä. Työeläkeyhtiöt tavoittelevat hedgerahastosijoituksillaan enemmän hajautushyötyä, kuin suuria tuottoja. Hedgerahastojen tuotto-odotukset ja riskit sijoittuvat keskimäärin korkosijoitusten ja osakesijoitusten välille. Moni työeläkeyhtiö kertoo tavoittelevansa hedgerahastojen kautta mahdollisimman pientä korrelaatiota osake- ja hedgerahastojen kanssa. Erään työeläkeyhtiön edustaja kertoi yhtiön hedgerahastosijoituksista seuraavaa:

”Silloin kun aloitimme hedgerahastosijoitukset, siirsimme koroista rahaa paremmin tuottaviin hedgeihin. Nyt alkaa olemaan hyvin hajautettu ja rakennettu portfolio. Ne (hedgerahastot) ovat tuottaneet hyvin ja alhaisella volatiliteetilla. Ne ovat toimineet juuri niin kuin pitääkin. Riskit ovat osakkeiden ja korkojen välissä, oikeastaan lähempänä korkoja kuin osakkeita.”

Etenkin pienemmät työeläkeyhtiöt toteuttavat hedgerahastosijoittamista rahastojen rahastojen kautta. Rahastojen rahasto koetaan helpoimmaksi tavaksi aloittaa hedgerahastoihin sijoittaminen, koska tällöin hedgerahastosijoittamiseen liittyvän ammattitaidon voi ulkoistaa. Ongelmana rahastojen rahastoissa työeläkeyhtiöt näkevät suuremmat kustannukset, jotka johtuvat kaksinkertaisesta palkkiosta. Työeläkeyhtiöiden hedgerahastosijoitukset vaihtelevat kooltaan merkittävästi. Esimerkiksi Veritaksella hedgerahastoihin on sijoitettuna 0,5 prosenttia sijoitusvarallisuudesta, kun Varmalla vastaava luku on yli 13 prosenttia.

Työeläkeyhtiöiden toiminta hedgerahastosijoituksissa ei suinkaan ole täysin itsenäistä ja ulkopuolisten palveluiden roolin voidaan sanoa olevan merkittävä. Yhdellä yhtiöllä on hedgesalkun hoidon tukena yksi ”konsulttitalo” sekä kaksi merkittävää rahastojen rahastoa. Kyseinen yhtiö ei ole sijoittanut rahastoihin, joita konsultti tai rahastojen rahastot eivät tunne. Lopullisen sijoituspäätöksen eläkeyhtiö tekee itse, mutta ulkopuolisten tahojen tuki on erittäin tärkeässä roolissa. Yksi eläkeyhtiö käyttää kahta ulkopuolista konsulttia ja yhtiön edustaja kuvaa yhteistyötä konsulttien kanssa erittäin hedelmälliseksi ja lisäarvoa antavaksi. Yhtiön edustajan mukaan konsultit tarjoavat saman palvelun rahastojen rahastoja kustannustehokkaammin ja toiminnan läpinäkyvyys on paremmalla tasolla. Konsultit omaavat paljon tietoa ja antavat neuvoja, joiden pohjalta yhtiö tekee itsenäisen sijoituspäätöksen. Kaikkiaan kolmella työeläkeyhtiöllä on hedgerahastosijoituksissa apunaan joko yksi tai useampia ulkopuolisia konsultteja. Loput toteuttavat hedgerahastoihin sijoittamista rahastojen rahastojen kautta, jotka ikään kuin toimivat myös ulkopuolisen neuvojan roolissa. Eräällä yhtiöllä yksi rahastojen rahasto toimii erittäin merkittävänä strategisena yhteistyökumppanina ja yhtiön edustaja kertoo yhtiön saavan tästä suhteesta huomattavasti enemmän irti kuin mitä pelkkä konsulttisuhte voisi tarjota.²¹⁵

Vastuullisuuskriteereitä ei juuri huomioida hedgerahastosijoituksissa. Eläkeyhtiöiden hedgerahastojen valintaan vaikuttavia kriteereitä ovat tuottojen tasaisuus, pääoman turvaavuus, raportoinnin läpinäkyvyys, vuoropuhelun laatu sekä pieni korrelaatio osake- ja korkomarkkinoiden kanssa. Yksi työeläkeyhtiö sanoo miettivänsä vastuullisten periaatteiden sisällyttämistä due diligence -prosessiinsa²¹⁶. Ainoastaan yksi työeläkeyhtiö kertoi ottavansa hedgerahastokohteen valinnassa huomioon vastuullisuuskysymykset. Yhtiön edustaja itse kertoo asiasta näin:

”Kysymme nykyään hedgerahastoilta, että noudattavatko ne jotain vastuullisia periaatteita. Se on aika hankala sitten sanoa, että noudattaako ne. Rahastot ovat hyvin dynaamisia ja nopealiikkeisiä. Hedget on ensimmäinen rahastokohde, jolle me avasimme meidän vastuullisen sijoituspolitiikan ja aina me nykyään kysymme, että ”mites te nämä asiat näette?”. Todennäköisesti ne vastaavat, että ei noudata

²¹⁵ Kappaleen tiedot perustuvat eläkeyhtiöiden edustajien kanssa käytyihin sähköpostikeskusteluihin

²¹⁶ Due diligence -prosessilla tarkoitetaan tässä yhteydessä yhteistyökumppanin valintaan liittyvää huolellista tarkastelua. Termi on vakiintunut alan puhekieleen. Suomen Yrittäjien www-sivuilla due diligence on käännetty ’asianmukaiseksi huolellisuudeksi’. (www.yrittajat.fi)

mitään vastuullisia periaatteita, mutta aina kun joku kysyy, niin toki se alkaa vaikuttaa niiden käyttäytymiseen. Monesti vastaus on, että ”pyrimme noudattamaan”. Pitää olla aika skeptinen sen suhteen.”

Työeläkeyhtiöt sijoittavat monipuolisesti eri strategioilla toimiviin hedgerahastoihin. Yksi työeläkeyhtiö kertoo olevansa varovainen multi-strategioiden kanssa, koska multi-strategioihin liittyy paljon vapaita parametrejä ja sillä perusteella toimivalla hedgerahastolla on suuret allokaatiovapaudet eri riskilähteiden välillä. Kyseinen yhtiö ei kuitenkaan kokonaan sulje pois multi-strategialla toimivia hedgerahastoja. Toinen työeläkeyhtiö taas sanoo sijoittavansa 40 prosenttia hedgesijoituksistaan multi-strategioilla toimiviin rahastoihin ja perustelee niiden olevan hyviä kohteita, koska ne pystyvät reagoimaan markkinatilanteessa tapahtuviin liikkeisiin. Lähes jokaisessa työeläkeyhtiössä suhtaudutaan varauksellisesti short selling -strategiaan, mutta sitäkään ei suljeta lähtökohtaisesti kokonaan pois. Työeläkeyhtiöillä ei juuri ole suoraan sijoitettuna short selling -strategioilla toimiviin hedgerahastoihin, mutta indeksirahastoissa ja rahastojen rahastoissa näitäkin positioita löytyy. Merkittävimmät osuudet hedgerahastosalkuissa ovat relative value-, event driven-, equity long/short- sekä global macro -strategioiden mukaan sijoittavilla rahastoilla. Pienemmät työeläkeyhtiöt sijoittavat pääosin hedgerahastojen rahastojen kautta.

Yksikään työeläkeyhtiöiden sijoituskohteina olevista hedgerahastoista ei ole sitoutunut sijoittamaan varoja vastuullisten periaatteiden mukaisesti, tai ainakaan työeläkeyhtiöt eivät tiedä, että tällaisiin periaatteisiin oltaisiin sitoutuneita. Yksikään työeläkeyhtiö ei myöskään ole luopunut hedgerahasto-osuuksista vastuullisiin periaatteisiin vedoten. Erään työeläkeyhtiön edustaja kertoi hedgerahastojen vastuullisuudesta näin:

”Meillä on hedgerahastoille kysymyspatteristo, mutta siinä ei ole osiota liittyen vastuulliseen toimintaan. Vastuullisen sijoittamisen näkökulmasta on vaikea sanoa hedgesijoituksista. On meillä todella hyvä kuva kuitenkin miten ne sijoittavat. Me tiedämme aika tarkasti fundien kaikki positiot. Jos ilmenisi jotain, mikä sotii vastaan meidän vastuullisia periaatteita, niin varmasti keskusteltaisiin asiasta. Tosiasia on se, että niillä on täysi vapaus tehdä mitä ne haluavat. Vaikka sanoisimme ”hyi hyi”, niin ei ne välttämättä mitään tee. Voidaanhan me aina ottaa rahat pois fundeista. Useimpien hedgerahastojen kanssa meillä on todella hyvät

välit ja varmasti keskustelut veisivätkin jonnekin. Parhaat hedge fundit ovat hyvin tarkkoja maineestaan ja pidän epätodennäköisenä, että ne lähtisivät epäeettiseen toimintaan. Näissä rahastoissa on mukana kuitenkin isoja yhdysvaltalaisia eläkerahastoja sekä yliopistoja. Ei rahastojen kannata lähteä yhden epäeettisen sijoituksen takia vaarantamaan näitä asiakassuhteita. Eli tämä säätelee aika hyvin itse itseään.”

Hedgerahastoilla on merkittävää liikkumisvapautta sijoituskohteiden valinnassa ja sijoitustaktiikan muutoksissa verrattuna esimerkiksi perinteisiin osakerahastoihin. Hedgerahaston edustaman perusstrategian muuttaminen on kuitenkin työeläkeyhtiöiden mielestä käytännössä mahdotonta, ainoastaan teoriassa mahdollista. Hedgerahastoilla on sijoitusperiaatteensa ja -strategiansa, joita rahasto on säännöissään ilmoittanut noudattavansa. Jos rahasto päättää muuttaa toteuttamaansa sijoitusstrategiaa, edellyttää se rahaston sääntöjen muuttamista, josta taas on informoitava sijoittajia etukäteen. Dokumentaatio ja hedgerahastojen säännöt ovat työeläkeyhtiöiden mukaan sisällöltään hyvin laajoja, eikä hedgerahastojen yksittäisten positioiden valintaa pystytä millään tavalla kontrolloimaan, koska näihin tietoihin ei päästä käsiksi. Ainoastaan yksi työeläkeyhtiö ilmoittaa saavansa erittäin yksityiskohtaiset tiedot hedgerahastojen yksittäisistä sijoituspositioista. Tämä tieto ei kuitenkaan vaikuta siihen, etteivätkö hedgerahastot pystyisi muuttamaan positioita yksipuolisesti. Erään työeläkeyhtiön edustaja vastaa hedgerahastojen strategioiden yksipuolista muuttamista koskevaan kysymykseen seuraavasti:

”Voivat tottakai (muuttaa strategiaansa yksipuolisesti)! Jos ne sen tekee, niin se on meille äärimmäisen negatiivinen signaali. Rahastoilla on sääntönsä, mutta ne ovat sisällöltään hyvin laajat. Meidän luottamus ostetaan sillä, että sovitaan, mitä tehdään, mitä oikeasti on tehty ja mitä tullaan tekemään. Eivät ne ennakkoon meille ilmoita muutoksista. Pyritään toki olemaan keskustelun ytimessä, mutta kaikkea ei voi saada. Niille aika merkittävä lähtökohta on tietojen salassapito. Niiden pitäisi kohdella kaikkia sijoittajia samalla tavalla, mutta erikokoiset sijoittajat saavat tietoa eri tavalla. Kyllä me suurin piirtein saadaan selville, miten strategia on muuttunut, emmekä oikeastaan edes tarvitse tietoa yksittäisistä positioista.”

Multi-strategioita noudattavilla hedgerahastoilla on yleensä hyvin laaja liikkumisvapaus sijoituskohteiden valinnan suhteen. Multi-strategiaa noudattavat hedgerahastot sijoittavat useilla eri strategioilla samanaikaisesti ja nämä strategiat on ennalta määritelty rahaston säännöissä. Tämän tyyppiset hedgerahastot voivat siis muuttaa sijoitusstrategioidensa painopisteitä, mutta eivät mielivaltaisesti vaihtaa päästrategioitaan.

Hedgerahastot rajoittavat rahasto-osuuksien lunastuksia aikarajoituksilla eli lock-up-periodeilla. Mitä pidempi on hedgerahaston lock-up, sitä epälikvidimpi on sijoitus ja sitä suurempi on sijoituksen riski. Kysymykseen ”Miten nopeasti työeläkeyhtiöt pystyvät hedgerahastosijoituksista irtautumaan, nopeimmillaan/hitaimmillaan?”, eri työeläkeyhtiöiden edustajat antoivat seuraavat vastaukset:

”Nopein viikossa ja hitain 1,5 vuotta. Lock-up on silloin pisimmillään, kun menee ensimmäisen kerran rahastoon sisään. Jos maksaa ”erikoisfeen” (erikoispalkkion) niin likviditeettiä voi parantaa.”

”Nopeimmillaan pari viikkoa, hitaimmillaan muutama kuukausi.”

”Fund of funds -puolella yleensä hyvin nopeata, maksimissaan kolme kuukautta. Tai siis kohtuullisen nopeaa hedge-puolella. Yksittäisissä fundeissa voi olla kahden vuoden lock-up. Pidempi lock-up pienentää hallinnointipalkkiota ja lyhyempi lock-up kasvattaa palkkiota.”

”Nopein likviditeetti-ikkuna on yhden päivän, pisin kolme vuotta. Pääomapainoin tarkasteltuna kolmesta kuuteen kuukautta, lähempänä kolmea.”

”Kaksi viikkoa lyhin ja kaksi vuotta pisin. Kolme kuukautta on tavallisin lock-up, mutta 45 päivää ennen pitää yleensä ilmoittaa. Lunastuksen maksaminen voi olla esimerkiksi 90 prosenttia 30 päivän sisällä. Oikeastaan tällaisia käytäntöjä vain fund of fundeissa. Hedget voivat estää joukkopaon.”

”Yksi kuukausi on lyhin ja kolme vuotta pisin lock-up.”

Haastatteluissa ilmeni, että hedgerahastot pystyvät tietyin edellytyksin estämään sijoittajien joukkopäön rahastosta. Joukkopäko voisi toteutua esimerkiksi suuren taloudellisen katastrofin seurauksena, jolloin sijoittajat haluaisivat realisoida sijoituksensa. Hedgerahastoilla on mahdollisuus ”laittaa luukut kiinni”, jolloin varat pysyvät rahastossa kunnes tilanne rauhoittuu. Kyse on sopimusteknisestä asiasta, eli joissain tapauksissa tällainen mahdollisuus on olemassa ja joissain ei.

Rahastoyhtiön on jokaisena pankkipäivänä laskettava rahasto-osuuden arvo, lukuun ottamatta erikoissijoitusrahastoa, jonka arvo on laskettava ja julkistettava kuukausittain kunkin kuukauden viimeisenä pankkipäivänä.²¹⁷ Haastatteluissa ilmeni, että lähes kaikki yhtiöt saavat tiedot hedgerahastojen virallisesta arvosta kuukausittain, niin sanotut kuukausi-NAV:t²¹⁸ ja epäviralliset NAV:t lasketaan viikottain, niin sanotut viikko-NAV:t. Yhden työeläkeyhtiön edustaja ilmoitti, että työeläkeyhtiö saa viralliset arvot hedgerahastoilta kerran viikossa.

Työeläkeyhtiöiden melko yhtenäinen mielipide on, että hedgerahastot ovat niille raportoinnin suhteen riittävän avoimia, jos avoimuutta verrataan sijoituksen riskiin. On selvästi nähtävissä, että suuremmat sijoittajat saavat hedgerahastoilta enemmän informaatiota, kuin pienemmät. Yksi työeläkeyhtiö pitää hedgerahastoja erittäin avoimina sijoituskohteina:

”95 prosenttia hedgeistä on sellaisia, että tiedetään tosi hyvin, mistä tuottoa haetaan. Se viisi prosenttia on enemmän sellaisia CTA-tyylisiä tietokonepohjaisia malleja. Ne eivät hirveästi avaa sitä mitä ne tekee. Hedgerahastot ei tietenkään kerro, mitä ne ovat seuraavaksi tekemässä. Riskiin nähden ne ovat riittävän avoimia.”

Kuten luvussa 6.1 tuli ilmi, työeläkeyhtiöt eivät lähtökohtaisesti sulje pois yksittäisiä toimialoja sijoitusavaruudestaan. Viisi kuudesta haastateltavana olevasta työeläkeyhtiöstä kertoi, että heillä ei ole tietoa siitä, onko heillä hedgerahastojen kautta sijoituksia tupakka-, alkoholi-, uhkapeli-, aikuisviihde-, tai aseteollisuuden aloilla.

²¹⁷ Sijoitusrahastolaki 48/1999, 48 §

²¹⁸ NAV (Net Asset Value) on rahaston (netto) arvo ja se saadaan vähentämällä rahaston markkina-arvoisista varoista rahaston velat. Ks. esim. www.avenir.fi

Kolmen työeläkeyhtiön edustajien mielestä on kuitenkin todennäköistä, että näilläkin toimialoilla on hedgerahastoilla sijoituksia, ainakin hetkittäin. Yksi työeläkeyhtiö kertoi, että yhtiöllä on ainakin ollut uhkapelitoimialalla suuria ”shorttpositioita” verkossa toimivissa online-uhkapeliyhtiöissä.

Hedgerahastojen riskit vaihtelevat merkittävästi ja ne sisältävät erityyppisiä riskejä muihin sijoituskohteisiin verrattuna. Tutkimushaastattelujen perusteella on mahdotonta antaa suoraa vastausta siihen, sisältävätkö hedgerahastot keskimäärin muita sijoituskohteita enemmän riskiä työeläkeyhtiöissä. Työeläkeyhtiöiden edustajat antoivat tähän kysymykseen monipuolisia vastauksia:

”Osakkeen volatilitteetti on kovempi. Mutta toki voi olla yksittäisiä fundeja, joissa on enemmän riskiä.”

”Normaalisti ne (hedgerahastot) katkaisevat tätä ”drawdownia” eli markkinoiden laskut eivät tunnu niin syvinä. Siinä mielessä suojaavat ja ovat vähän riskittömämpiä. Ne voivat käyttää kuitenkin hyvin epälikvidejä instrumentteja sekä suuria yksittäisiä positioita ja tätä kautta riski on suurempi. Operatiivisia riskejä on myös, koska palveluntarjoajien ketju on pitkä. Ja jos hommat alkaa kaatumaan niin siellä ne rahat on.”

”Riski asettuu joukkolainojen ja osakkeiden välimaastoon, kun tarkastelee indeksejä.”

”Hedgerahastot sisältävät ehdottomasti vähemmän markkinariskiä. ”Headline-riskin”²¹⁹ suhteen enemmän riskiä.”

”Kaksi riskikkäämpää aspektia: muita rahastoja huonompi likviditeetti ja vipuaste.”

”Fund of funds ei sisällä enemmän riskiä. Tietenkin niiden alla olevissa rahastoissa voi olla tiettyä markkinariskiä. Rahaston rahasto hallitsee näitä riskejä

²¹⁹ Headline-riski (headline=otsikko) tarkoittaa negatiivisen julkisuuden aiheuttamaa imagoriskiä. Ks. esim. www.wordspy.com

ja niihin me joudumme luottamaan. Meillä on näissä kuitenkin hajauttamisen periaate.”

Hedgerahastojen kautta voi myös toteutua riskejä, jotka liittyvät yhteiskuntavastuullisten periaatteiden rikkomuksiin. Nämä riskit liittyvät imagoriskin ja taloudellisen riskin keskinäiseen riippuvuuteen. Jos hedgerahastossa ilmenee merkittävä eettisten periaatteiden rikkomus tai sijoituksia on vastuuttomasti toimivissa kohteissa, vaikuttaa se kielteisesti ensinnäkin kyseisen hedgerahaston imagoon ja imagon kautta myös rahaston arvoon. Imagoriski voi toteutua myös työeläkeyhtiöille, jotka ovat sijoittaneet varojaan vastuuttomasti toimivaan hedgerahastoon. Jos imagotappion merkitys on suuri, voi tämä pahimmillaan johtaa työeläkeyhtiöiden asiakasyritysten menettämiseen ja rahaston arvonalaskun lisäksi taloudellinen riski voi tällöin toteutua työeläkeyhtiölle myös asiakkaiden menetyksen kautta. Erään työeläkeyhtiön edustaja näkee yleisesti hedgerahastomarkkinoilla ongelmana ”holtittoman riskinoton”, joka liittyy velkavivun käyttöön. Varojen tuottava ja turvaava sijoittaminen voi monesti olla haastavaa hedgerahastoissa. Imagoriski vaikuttaa suoraan taloudellisesti, mutta myös taloudellisen riskin negatiivinen toteutuminen voi vaikuttaa kielteisesti työeläkeyhtiön imagoon. Jos työeläkeyhtiö kärsii merkittäviä tappioita hedgerahastojen kautta, antaa se julkisuuteen kuvan sijoitustoiminnan ammattitaidon puutteesta, jolla voi olla vaikutusta työeläkeyhtiön luotettavuuskuvaan ja sen asiakkuuksiin. Ainakin yksi työeläkeyhtiö ilmoitti tekevänsä sopimukset hedgerahastojen kanssa siten, että jos rahastoissa ilmenee törkeitä väärinkäytöksiä tai laitonta toimintaa, niin työeläkeyhtiöllä on oikeus saada sata prosenttia varoista heti pois ilman mitään lock-up’eja. Kyseisen työeläkeyhtiön edustajan mielestä eettiset rikkomukset kulkevat näiden väärinkäytösten rajapinnassa ja olisivat toteutuessaan hyvin tulkinnanvaraisia.

Hedgerahastot toimivat normaaleita sijoitusrahastoja koskevan sääntelyn ja valvonnan ulkopuolella. Työeläkeyhtiöt kokevat sääntelyyn liittyvät kysymykset hyvin ongelmallisiksi. Useimpien haastateltavien mielestä olisi hyvä, jos alalla olisi jotkut yhteiset raamit tai standardit, jotka koskisivat kaikkia hedgerahastoja. Monet työeläkeyhtiöt ovat sitä mieltä, että sijoittajan pitää osata vaatia riittävän hyvää informaation ja raportoinnin taso. Erään vastaajan mielestä eläkeyhtiöt ovat mahdollisesti jopa parhaita yhteistyökumppaneita hedgerahastoille, joten neuvotteluasemat ovat hyvät. Suurilla sijoittajilla on kuitenkin etua pieniin nähden ja

tämä realisoituu parempana raportointina, parempina likviditeettiehtoina ja pienempinä kuluina. Monet hedgerahastot ovat ilmoittautuneet sääntelyn piiriin vapaaehtoisesti, esimerkiksi USA:ssa SEC:n valvonnan piiriin. Yhden työeläkeyhtiön edustajan mukaan hedgerahastot ovat kuitenkin viime aikoina lähteneet SEC:n valvonnan piiristä, koska ovat kokeneet sen liian byrokraattiseksi, raskaaksi ja toiminnalleen haitalliseksi. Eräs työeläkeyhtiön edustaja kommentoi sääntelykeskustelua näin:

”Minun mielestä on vähän väärä käsitys, että niitä ei säädellä. Pitää paikkansa, että suurin osa on rekisteröity veroparatiiseihin, sillä ne eivät muuten pystyisi järkevästi toteuttamaan sijoituspolitiikkaansa. Usein unohdetaan, että esimerkiksi kaikki meidän hedge fund -rahastoyhtiöt – siis emoyhtiöt, jonne koko ”management fee” kulkee ja jota verotetaan tuloksesta – on rekisteröity Yhdysvalloissa tai Englannissa ja paikallinen viranomainen valvoo nimenomaan sitä rahastoyhtiötä. Eli rahasto on rekisteröity saarelle, mutta kaikki rahavirta kulkee rahastosta emoyhtiöön, jolloin se tulee sääntelyn piiriin.”

Erään työeläkeyhtiön edustajan mielestä sääntely ei kuitenkaan takaisi rahastojen toiminnan eettisyyttä. Välillisesti vastuullinen toiminta voisi kuitenkin parantua paremmin säänneltyjen raportointivaatimusten kautta. Yleisesti työeläkeyhtiöt näkevät sääntelyn tiukentamisen hyvin ongelmallisena. Vastaajien mielestä on vaikea sanoa, mitä se järkevällä tavalla toteutettuna tarkoittaisi, kenellä olisi resursseja hedgerahastojen toiminnan valvontaan ja onko sääntelyn tehostaminen tarpeellista hedgerahastojen suhteen. Viimeinen argumentti liittyy siihen, että sijoittaja itse lopulta määrittelee, kuinka suurta riskiä on valmis ottamaan ja mihin kohteisiin varoja sijoittaa. Hedgerahastot toisaalta toimivat hyvin juuri siksi, että niitä ei säännellä normaalilla tavalla.

Yhdysvaltojen asuntoluottokriisi ei ole vaikuttanut työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikkaan hedgerahastojen suhteen. Suomalaisissa työeläkeyhtiöissä suorat taloudelliset vaikutukset asuntoluottokriisistä ovat ainakin hedgerahastojen kautta olleet positiiviset. Ainoastaan yksi työeläkeyhtiö kärsi pienistä tappioista erään hedgerahastojen rahaston kautta, joka oli tietyllä tapaa riippuvainen ”subprime-lainoista”. Erään yhtiön parhaiten suoriutunut hedge-rahasto oli vahvasti mukana USA:n asuntoluottokriisissä:

”Jos ajatellaan näitä subprime-sijoituksia, niin me olimme viime vuonna (2007) nettohyötyjä. Paras hedgerahastosalkun rahasto tuotti 600 prosenttia ja se oli sellainen rahasto, joka oli lyhyeksi myynyt strategiansa mukaisesti itsensä näissä subprimeissa. Kun markkinat romahti, niin niiden positio räjähti positiivisesti. Meillä oli myös muualla korkosalkussa luottoriskisuojaus päällä, niin netto oli kokonaisuudessaan positiivinen eli hyödyimme. Mutta tämä asia pitää laittaa laajempaan kontekstiin eli subprimeista alkanut luottopuolen hässäkkä on varmasti epäsuorasti vaikuttanut meihin negatiivisestikin.”

Työeläkeyhtiöt kommentoivat hedgerahastosijoitusten osuuden mahdollista kasvattamista näin:

”Kyllä meillä trendi on ollut sellainen, että me pikku hiljaa niitä lisäämme ja luulen, että se jatkuu.”

”Markkinoista riippuu. Ehkä. Ehkä ei.”

”Kyllä se on mahdollista. Todennäköisesti kyllä. Trendin mukaan.”

”Aiomme.”

”Ehkä marginaalisesti, mutta olemme jo aika isolla painolla.”

”Ei näillä näkymin. Se on sellainen alue, että pitää vielä pohtia, haluammeko olla mukana.”

7 PÄÄTELMÄT

7.1 Vastuullinen sijoittaminen työeläkevakuutusyhtiöissä

Vastuullinen sijoittaminen on nykypäivänä keskeinen osa työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa. Vastuullinen sijoittaminen nähdään ympäristöön, yhteiskuntaan ja hyvään hallintotapaan liittyvien tekijöiden huomioon ottamisena osana sijoituspäätöstä. Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan vastuullisuutta voidaan kuitenkin tarkastella laajemmassa kontekstissa, kuin ainoastaan ESG-tekijöiden huomioimisessa. Työeläkeyhtiöt ovat suurina institutionaalisina sijoittajina vastuussa toiminnastaan koko yhteiskunnalle ja etenkin suomalaisille työntekijöille ja eläkkeensaajille. Tästä syystä vastuullisuuden käsite voidaan työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnasta puhuttaessa ulottaa koskemaan myös varojen tuottavaa ja turvaavaa sijoittamista.

Työeläkeyhtiöt suhtautuvat sijoitustoimintansa vastuullisuuteen vakavuudella. Työeläkeyhtiöt myöntävät, että ne eivät kaikessa sijoitustoiminnassaan pysty aukottomasti valvomaan vastuullisten periaatteiden toteutumista. Suorissa sijoituksissa vastuullisten periaatteiden toteuttaminen on helpompaa kuin välillisissä sijoituksissa, koska suorissa sijoituksissa sijoituskohteen toimintaperiaatteisiin pääsee tarvittaessa suoraan vaikuttamaan. Suorat osakesijoitukset tapahtuvat pääosin Suomessa ja muissa pohjoismaissa sekä jonkin verran myös Euroopan alueella. Näillä alueilla toimivat yritykset tunnetaan hyvin ja niiden toimintaa on helppo valvoa. Passiiviset indeksisijoitukset sisältävät hyvin todennäköisesti yrityksiä, jotka on suljettu pois esimerkiksi monista kestävän kehityksen indekseistä. Keskeinen kysymys onkin se, missä määrin vastuullisuutta pitää toteuttaa, jotta se palvelee myös järkevää resurssien käyttöä ja tuottavaa sijoitustoimintaa. Vastuullisuus pitäisi kyetä ottamaan huomioon niin hyvin kuin resurssien puitteissa on mahdollista ja siinä määrin, mitä yhtiö lupaa. On selvästi havaittavissa, että suuremmilla eläkeyhtiöillä resurssit vastuullisen toiminnan toteuttamiseen ovat paremmat kuin pienemmillä eläkeyhtiöillä. Suuremmilla yhtiöillä osa sijoitustoiminnan vastuullisuuden valvonnasta on ulkoistettu. Pienemmissäkin yhtiöissä toiminnan vastuullisuuden arvioinnille annetaan merkittävää painoarvoa ja näitä seikkoja punnitaan jatkuvasti sijoitustoimintaa toteutettaessa.

Kansainväliset vastuullisen sijoittamisen periaatteet sekä yleiset vastuulliseen toimintaan liittyvät ohjeet on tiedostettu suomalaisissa työeläkeyhtiöissä. Kaksi kuudesta yhtiöstä on allekirjoittanut YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet, joiden sisältö vastaa myös Työeläkevakuuttajat TELA:n vastuullisen sijoittamisen periaatteita. Tutkimuksessa nousi esiin myös monia muita vastuullisen toiminnan kriteereitä, joita työeläkeyhtiöt huomioivat toiminnassaan. Näistä mainittakoon ILO:n työelämän perusoikeudet, yleiset ihmisoikeudet, kestävä kehitys, OECD:n toimintaohjeet monikansallisille yrityksille, YK:n Global Compact sekä YK:n lasten oikeuksien julistus.

Vastuullinen sijoitustoiminta on siinä määrin aktiivista, että osa työeläkeyhtiöistä on jo joutunut luopumaan sijoituskohteista vastuullisiin periaatteisiin nojaten. Lähtökohtaisesti yksittäisten toimialojen poissulkemista ei pidetä järkevänä, koska eläkeyhtiöiden mukaan jokaisella toimialalla voi toimia vastuullisia tai epäeettisesti toimivia yrityksiä. Eläkeyhtiöt eivät siis sulje sijoituskohteistaan lähtökohtaisesti pois esimerkiksi tupakka-, alkoholi-, uhkapeli-, aikuisviihde- ja aseollisuuden aloja, lukuunottamatta yhtä eläkeyhtiötä, joka pyrkii välttämään sijoituksia tupakkateollisuuteen.

Vastuullisten tekijöiden huomioon ottaminen sekä sijoitustoiminnassa että muussa toiminnassa on korostunut ”ajan henkeä” seuraten myös työeläkeyhtiöissä. Voidaan sanoa, että toimialasta riippumatta yritysten vastuullisuus ja yhteiskuntavastuu ovat nykypäivänä keskeisiä raportoinnin ja liiketoiminnan osa-alueita. Yritysten tai yhteisöjen vastuullisten toimintaperiaatteiden puuttuminen raportoinnista on nykypäivänä enemmän huomiota herättävä seikka, kuin niiden esittely edes jollain tasolla. Vastuullinen toiminta nähdään suurelta osin myös kilpailuetuna. Oli kyseessä pohjimmiltaan yritysten kilpailuedun tavoittelu tai aito halu vaikuttaa yhteiskunnan ongelmiin, kyse on kuitenkin kestäväen kehityksen edistämisestä ja yhteiskunnallisten velvoitteiden täyttämistä, mikä tietysti on joka tapauksessa hyvä asia.

7.2 Hedgerahastoihin liittyviä ongelmia

Uusi työeläkelaitosten sijoitustoimintaa koskeva sääntely mahdollistaa entistä suuremman riskinoton varoja sijoitettaessa. Lainsäädäntöuudistuksen keskeisenä tavoitteena mainittiin eläkemaksujen nousupaineen hillitseminen ja sijoitusten luokittelu niiden tosiasiallisen riskin mukaan. Sijoitusvarallisuutta on mahdollista allokoida aiempaa enemmän esimerkiksi osakkeisiin, osakerahastoihin sekä erikoissijoitusrahastoihin, kuten hedgerahastoihin. Uusi lainsäädäntö on siis tuonut mukanaan uusia mahdollisuuksia, mutta myös uusia uhkia. Uhkat liittyvät siihen yksinkertaiseen tosiseikkaan, että korkeampien tuottojen tavoittelu tarkoittaa suurempien taloudellisten riskien ottamista eli suurempia tappion mahdollisuuksia.

Hedgerahastojen kasvanut osuus työeläkeyhtiöiden sijoitussalkuissa on saanut aikaan keskustelua eläkevarojen turvaavasta sijoittamisesta. Keskusteluun ovat ottaneet osaa niin valvontaviranomaiset, eläkeyhtiöt kuin lehdistökin. Keskustelua ovat lisänneet joidenkin yksittäisten hedgerahastojen suuret tappiot ja hedgerahastoissa tapahtuneet väärinkäytökset. Julkista keskustelua leimaavat toisistaan merkittävästi eroavat tulkinnat hedgerahastoista. Hedgerahastoihin sijoittavat puhuvat usein suojarahastoista ja niitä kritisoivat käyttävät termiä riskirahasto. Näillä kahdella termillä on merkittävä ero. Tässä tutkielmassa on käynyt ilmi, että hedgerahastot on erittäin monimuotoinen ryhmä ja on hyvin hankalaa tehdä kaikkia hedgerahastoja koskevia yleistyksiä. Yksi syy siihen, että tulkinnat ja käsitykset poikkeavat niin paljon toisistaan on varmasti se, että hedgerahastot ovat sijoituskohteena monelle vieras ja mystinen ryhmä.

Hedgerahastot ovat saaneet paljon kritiikkiä osakseen, koska ne toimivat kevyemmän sääntelyn piirissä kuin perinteiset sijoitusrahastot. Kevyestä sääntelystä johtuen ulkopuolisen tarkastelijan voi olla vaikeaa tutkia rahastojen toimintaperiaatteita ja suorituskykyä. Tilanne on toinen rahastoon sijoittavalla, joka tekee kahdenkeskisen sopimuksen varainhoitajan kanssa. Suuret institutionaaliset sijoittajat pystyvät keskustelemaan rahastojen varainhoitajien kanssa periaatteista, joilla varoja hoidetaan. Sopimusten sisällöt ovat tarkoin varjeltuja liikesalaisuuksia, joten rahastojen sijoitusperiaatteiden yksityiskohdista puhuminen eläkeyhtiöiden taholta olisi vastoin sopimuksen ehtoja. Tutkimushaastattelussa kävi ilmi, että useimmiten hedgerahastojen

yksityiskohtaiset strategiat ovat tarkoin varjeltuja salaisuuksia, joista ei kerrota edes niihin sijoittaville, mutta toisaalta jotkut eläkeyhtiöt tietävät hyvinkin tarkkaan hedgerahastojensa sijoitusperiaatteet. Hedgerahastot näyttävät siinä määrin kohtelevan sijoittajia epätasa-arvoisesti, että suurien varallisuuksien sijoittajille raportointi on avoimempaa kuin pienemmille sijoittajille. Ulkopuolisen tarkastelijan on vaikeaa saada informaatiota hedgerahastojen todellisesta toiminnasta. Suomessa valvovalla viranomaisella näyttää olevan hedgerahastojen raportoinnista ja toiminnasta hyvin erilainen kuva niihin käytännössä sijoittavilla. Sijoittajien vaatimukset voivat vaikuttaa hedgerahastojen raportoinnin tasoon. Työeläkeyhtiöiden tulisi pyrkiä parhaansa mukaan tekemään sopimukset niin, että hedgerahastosta saatava informaatio olisi mahdollisimman läpinäkyvää ja mahdollisimman helposti valvottavissa.

Varojen turvaavuuden kannalta merkittäväksi ongelmaksi hedgerahastosijoituksissa nousee rahastojen lock-up-periodit ja irtautumiseen liittyvät ennakoilmoitusajat. Lock-upit ovat joissain yhtiöissä pisimmillään kahdesta kolmeen vuotta. Hedgerahastot pystyvät myös tietyn edellytyksin estämään sijoittajien joukkopaon rahastosta eli pidättäytymään varojen maksamisesta sijoittajalle. Hedgerahastosijoituksen likviditeetti on siis perinteisiin sijoituskohteisiin – lukuunottamatta kiinteistöjä – verrattuna heikko. Likviditeettiin liittyy kiistatta ongelmia, eikä ongelmiin oteta kantaa lainsäädännökään puitteissa. Toisaalta asiaa voidaan lähestyä niin, että hyväksytään se tosiseikka, että on olemassa likvidejä sijoituksia ja vähemmän likvidejä sijoituksia. Työeläkeyhtiö ostaa hedgerahaston sijoituspolitiikan sellaisena kuin se on ja sijoitussuunnitelmansa mukaisesti hyväksyy heikomman likviditeetin. Heikko likviditeetti on hedgerahastoille tyypillinen ominaisuus ja se takaa hedgerahastoille mahdollisuuden toteuttaa niille ominaista sijoituspolitiikkaa.

Hedgerahastoihin liittyy sijoituskohteena enemmän ongelmia kuin moniin muihin sijoituskohteisiin ja ongelmat ovat muihin kohteisiin verrattuna erilaisia. Tutkielmassa on tullut esiin sääntelemättömyyteen, velkavipuun, läpinäkyvyyteen, lock-up'ehin, tilastointiin ja rikollisuuteen liittyvät ongelmat. Työeläkeyhtiöt ovat tietoisia näistä ongelmista, mutta kaikesta huolimatta ne sijoittavat hedgerahastoihin. Työeläkeyhtiöt sijoittavat hedgerahastoihin tavoitellakseen sijoitussalkun hajautushyötyä, eikä keskeisin tavoite suinkaan ole huimat tuotot. Hedgerahastot hakevat tuottoa erilaisista kohteista, kuin muut rahastot ja tästä syystä niiden riskit ovat erilaiset. Tutkielmassa on

tullut ilmi, että hedgerahastojen volatiliteetti on keskimäärin pienempi kuin osakkeissa ja osakerahastoissa. Hedgerahastot tarjoavat eläkeyhtiöille vaihtoehtoisia riskin lähteitä, joten hajautushyöty on ilmeinen. Jälleen on syytä muistaa, että markkinoilla toimii sekä korkean volatiliteetin että matalan volatiliteetin hedgerahastoja. Haastattelujen perusteella työeläkeyhtiöt suosivat sijoituskohteinaan maltillisempia hedgerahastoja.

Hedgerahastoja käsittelevässä luvussa tarkasteltiin eri hedgestrategioita ja niiden riskituottoprofiilia tiettyjen tunnuslukujen valossa. Vaikkakin tämänkaltaisiin tilastoihin liittyy luotettavuusongelmia, antavat tilastot kuitenkin suuntaa eri strategioiden riskeistä suhteessa tuottoon. Selvästi suuririskisin sijoitusstrategia näyttää olevan short selling-strategia, joka siis perustuu lyhyisiin arvopapereiden omistuspositioihin. Short selling-strategialle ominaista on suuri velkavivun käyttö. Haastatteluissa ilmeni, että eläkeyhtiöt välttelevät short selling -strategialla toimivia hedgerahastoja, koska pitävät niitä melko epävarmoina sijoituskohteina. Sen sijaan työeläkeyhtiöt suosivat relative value, event driven, equity long/short sekä global macro -strategioita. Kaikissa näissä strategioissa viimeisen kymmenen vuoden aikana toteutuneet vuosituotot ovat olleet hyviä – keskimäärin noin 10 prosentin tasoa – ja volatiliteetit suhteellisen alhaisia. On kuitenkin syytä muistaa, että myös yksittäisten strategioiden sisälle mahtuu paljon eri tasolla suoriutuvia rahastoja ja tilastointiin tulee suhtautua varauksella.

Hedgerahastoja käsitellään Suomessa juridisesti erikoissijoitusrahastoina. Tämä antaa niille huomattavia vapauksia liittyen muun muassa rahasto-osuuksien lunastukseen ja raportointiin. On vaikea sanoa, pitäisikö hedgerahastojen toimintaan puuttua lainsäädäntöä muuttamalla, ja jos pitäisi, niin kuinka paljon. Haastatteluissa tuli ilmi, että eläkeyhtiöt näkisivät mielellään alalla jotkut yhteiset raamit tai standardit, jotka koskisivat kaikkia hedgerahastoja. Toisaalta hedgerahastojen toiminta perustuu pitkälti kevyen sääntelyn puitteissa toteutettuihin toimintavapauksiin. Raportoinnin tason nostaminen sopivassa suhteessa voisi olla askel avoimempaan ja läpinäkyvämpään sijoitustoimintaan, joka olisi myös valvovan viranomaisen toive. Vakuutusvalvontaviraston tutkimusjohtaja Lasse Koskinen toteaa, että Suomi ei voi juuri vaikuttaa hedgerahastojen kansainväliseen sääntelyyn, mutta eläkevakuutusalan sijoitustoimintaa koskeva sääntely ja valvonnan kehittäminen olisi mahdollista. Tästä

voidaan tulkita, että Koskisen mielestä eläkelaitosten sijoitustoimintaa koskevaa sääntelyä pitäisi joltain osin vielä muuttaa.²²⁰

Sijoittaja pystyy itse vaikuttamaan hedgerahastoihin liittyviin riskeihin ja ongelmiin. Tärkeää on avoin keskustelu hedgerahaston edustajien kanssa sekä luottamuksen hankkiminen. Työeläkeyhtiöt ovat hedgerahastolle erittäin tärkeitä asiakkaita, koska työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikalle on ominaista pitkän aikavälin sijoittaminen, mikä palvelee myös useimpien hedgerahastojen sijoituspolitiikkaa. Työeläkeyhtiöt sijoittavat rahastoihin myös verrattain suuria summia. Työeläkeyhtiöiden tulisi laatia tarkat kriteerit hedgerahastosijoituksilleen ja vaatia rahastojen varainhoitajilta näiden kriteerien mukaista toimintaa. Laki puuttuu hyvin vähän tai ei ollenkaan hedgerahastojen raportointiin, joten vastuu raportoinnin vaatimuksista on sijoittajilla. Haastattelujen perusteella eläkeyhtiöt pitävät hedgerahastojen avoimuutta jo nyt riittävällä tasolla sijoituksen riskiin nähden.

7.3 Hedgerahastot vastuullisen sijoittamisen näkökulmasta

Osakerahastot ovat normaalin sijoitusrahastoja koskevan sääntelyn piirissä, joten ne ovat suhteellisen läpinäkyviä ja tarkoin säänneltyjä. Sääntely ei kuitenkaan ulotu vastuullisten periaatteiden noudattamiseen. Työeläkeyhtiöt sijoittavat osakerahastoihin, koska niiden kautta eläkeyhtiö pääsee käsiksi osakkeisiin, joihin sijoittaminen suoraan ei ole resurssien puitteissa järkevää tai edes mahdollista. Osakerahastojen kautta tapahtuvan sijoittamisen vastuullisuuden valvominen ei ole työeläkeyhtiön näkökulmasta helppoa, koska rahastojen kautta sijoitukset jakaantuvat lukemattomiin yrityksiin. Työeläkeyhtiöt eivät pysty osakerahastojen osalta toteuttamaan vastuullista sijoitustoimintaa siinä määrin, mitä suorissa osakesijoituksissa. Osakerahastojen lopullisten sijoituskohteiden joukossa voi siis hyvinkin olla kohteita, jotka eivät ole linjassa eläkeyhtiön vastuullisten periaatteiden kanssa. Poikkeuksena on yksi eläkeyhtiö, jonka osakerahastosalkun sisällön vastuullisuutta valvoo ulkopuolinen, riippumaton taho. Sijoittajien vaatimusten seurauksena osakerahastot ovat kuitenkin enenevässä määrin alkaneet julkaista omia vastuullisen sijoitustoiminnan periaatteitaan. Etenkin

²²⁰ Kauppalehti 17.3.2008 ”Sijoittajan pitää olla selvillä myös hedgerahastojen varjopuolista”

suuret rahastoyhtiöt ovat tarkkoja maineestaan, joten toiminta pyritään pitämään normeja kunnioittavana ja vastuullisena. On siis todennäköistä, että osakerahastojen suhteen ala alkaa valvoa itse itseään vastuullisten periaatteiden toteuttamisessa.

Vastuullisten periaatteiden valvonnan vaikeudesta huolimatta tärkeää on, että työeläkeyhtiö pyrkii toteuttamaan vastuullisia periaatteitaan rahastosijoituksissaan niin hyvin kuin mahdollista ja niiden lupauksen mukaan, joita yhtiö antaa julkisuuteen. Suomalaisissa työeläkeyhtiöissä vastuullisuus rahastosijoituksissa on suoraan sijoittamiseen verrattuna vielä vähällä huomiolla, joten paljon olisi varmasti tehtävissä. Vain yksi yhtiö on sisällyttänyt osakerahastoille täytettäväksi annettavaan kysymyspatteristoon osion vastuullisista periaatteista (Liite 2). Tosiasia on se, että mitä enemmän tällaisia seikkoja rahastoilta kysytään, sitä enemmän niihin aletaan kiinnittää huomiota ja sitä enemmän rahastoyhtiö ymmärtää vastuullisuuden kilpailuetuna.

Työeläkeyhtiöiden sijoituskohteina olevat hedgerahastot eivät ole sitoutuneet sijoittamaan eläkeyhtiöiden varoja minkään vastuullisten periaatteiden mukaan. Työeläkeyhtiöiden hedgerahastosijoittamisessa vastuullisen sijoitustoiminnan periaatteiden toteutumista on hyvin vaikea valvoa, eivätkä työeläkeyhtiöt juuri edes yritä valvoa niitä. Toisin sanoen suomalaisten työeläkeyhtiöiden varoja voi olla hedgerahastojen kautta sijoitettuna lähes tulkoon minkälaisiin kohteisiin tahansa. Lopulliset positiot eivät päädy tavallisen kansalaisen tietoisuuteen, koska varojen allokoinnin yksityiskohdat eivät ole julkista tietoa. Toisaalta voidaan kysyä, onko hedgerahastojen toiminta itsessään vastuullista tai eettistä. Haastatteluissa ilmeni, että ainakin yhdellä yhtiöllä on hedgerahastojen kautta ollut suuria positioita online-uhkapeliyhtiöissä. Yhdysvaltojen asuntoluottokriisi on ajanut ahdinkoon niin yhdysvaltaisia pankkeja kuin kotitalouksiakin, mutta monet hedgerahastot ovat tuottaneet valtavasti kriisin kustannuksella. Hyvin usein hedgerahastot hyötyvät juuri silloin, kun tietyllä yrityksellä menee huonosti. Hedgerahastoja on usein moitittu moraalittomasta toiminnasta. Onko kuitenkin väärin syyttää rahastoa siitä, että se hakee tuottoa sieltä, missä sitä on saatavilla? Hedgerahasto toimii tällä periaatteella ja yksittäinen eläkelaitos voi tehdä valinnan siitä, sijoittaako tällaiseen rahastoon ja onko rahaston toiminta linjassa omien vastuullisen sijoittamisen periaatteiden kanssa.

Perinteisesti vastuullinen sijoittaminen nähdään sijoituskohteen arvioinnissa sen noudattamien ympäristöön, yhteiskuntaan ja hallintotapaan liittyvien asioiden huomioimisena. Tässä tutkielmassa hedgerahastosijoittamista tarkastellaan työeläkeyhtiöiden vastuullisen sijoittamisen näkökulmasta, joka on tarkastelunäkökulmana uusi tai ainakin harvinainen. Hedgerahastoihin liittyvä julkinen arviointi keskittyy lähes ainoastaan niiden luotettavuuden, tuottavuuden, riskien ja ongelmien analysointiin. Yksittäisen hedgerahaston toiminnasta on vaikea saada tietoa, eikä ulkopuolinen tarkastelija pysty tarkastelemaan rahastojen lopullisia yksittäisiä sijoituspositioita. Jotta hedgerahastoja voidaan mielekkäästi tutkia vastuullisen sijoittamisen näkökulmassa, tulee vastuullisen sijoitustoiminnan käsite nähdä laajemmassa kontekstissa. Etenkin, kun kyseessä on työeläkeyhtiöiden toteuttama sijoitustoiminta, voidaan vastuullisuutta arvioida enemmän tuottavuuden ja turvaavuuden vastuun näkökulmasta, kuin perinteisten ESG-tekijöiden näkökulmasta.

Kuten aiemmin on tullut ilmi, työeläkeyhtiöillä ei ole tiedossa, että niiden sijoituskohteina olevat hedgerahastot ottaisivat toiminnassaan tarkasteluun esimerkiksi ESG-tekijöitä. Työeläkeyhtiön kuitenkin pitäisi tietää, onko varat sijoitettu tuottavasti ja turvaavasti. Työeläkeyhtiöiden hedgerahastosijoitukset ovat tuottaneet mukavasti ja suunnitelmien mukaan, joten tuottavuudessa ei näyttäisi olevan ongelmia. Turvaavuusnäkökulma onkin toinen asia. Tähän liittyvät pitkät lock-up'it, rahastojen ottamat suuret yksittäiset positiot, raportoinnin vähäisyys, vaihteleva tilastointi sekä velkavivun käyttö. Nämä asiat korostuvat eri tavalla eri rahastoissa ja niihin pitäisi vastuullisesti sijoittavan eläkeyhtiön kiinnittää huomiota.

YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteiden kolmannen ohjeen mukaan sijoittajan pitäisi pyrkiä edistämään sijoituskohteiden asianmukaista raportointia ESG-asioissa. Neljännen ohjeen mukaan PRI:n allekirjoittaneen sijoittajan pitäisi edistää vastuullisen sijoittamisen periaatteiden hyväksymistä ja käyttöönottoa sijoitustoimialalla. YK:n periaatteet allekirjoittaneiden tulisi muistaa nämä kohdat myös hedgerahastosijoituksissaan. Haastatteluissa ilmeni, että ainakin yksi yhtiö kysyy vastuullisiin periaatteisiin liittyviä asioita hedgerahastojen edustajilta aina, kun yhteistyötä kartoitetaan. Näiden asioiden tiedustelu kerta kerran jälkeen saattaa hyvinkin vaikuttaa siihen, että myös hedgerahastot alkavat ottaa näitä asioita huomioon jo kilpailuetuun liittyvistä syistä.

7.4 Lopuksi

Vastuullinen sijoitustoiminta on käsitteenä monitulkintainen. Eri kulttuureissa sana 'vastuullinen' tai 'eettinen' voidaan nähdä hyvin eri tavalla. Millaisia johtopäätöksiä suomalainen sijoittaja voi vetää osakerahastosta, joka operoi Lähi-Idän alueella ja ilmoittaa sijoittavansa varat vastuullisesti? Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa tärkeintä on, että yhtiö ilmoittaa julkisesti noudattamansa vastuullisen sijoitustoiminnan periaatteet ja pyrkii noudattamaan niitä parhaansa mukaan. Jos vastuullisia sijoitusperiaatteita sovelletaan eri tavoin eri sijoituskohteisiin, tulisi tästä raportoida avoimesti ja kertoa, miksi näin on. Suomalaiset työeläkeyhtiöt ovat raportointinsa mukaan alkaneet kiinnittää suurta huomiota sijoitustoimintansa vastuullisuuteen ja osittain tätä toteutetaan myös käytännössä erittäin hyvin. Toisaalta vastuullisen sijoitustoiminnan käytännöt eroavat merkittävästi suorien ja välillisten sijoituskohteiden kesken. Välillisissä sijoituksissa vastuullisilla kriteereillä on vielä suhteellisen vähän painoarvoa suoriin sijoituksiin verrattuna ja tähän olisi varmasti syytä kiinnittää huomiota.

Lakisääteisten eläkemaksujen maksajien pitäisi olla oikeutettuja tietämään, mihin työeläkeyhtiöt eläkevaroja sijoittavat. Informaation piilottelu lisää epävarmuutta ja etenkin hedgerahastoista pitäisi pystyä keskustelemaan avoimemmin ja kertomaan niistä enemmän julkisuuteen. Perinteisesti eläkeyhtiöt ovat olleet vaitonaisia hedgerahastosijoituksistaan. Osittain tämä johtuu siitä, että rahastoyhtiö ei anna lupaa sijoitusten avoimeen tarkasteluun, mutta toisaalta tämä lisää yleistä epävarmuutta sijoitusten turvaavuudesta. Hedgerahastoista pitäisi kuitenkin keskustella avoimemmin yleiselläkin tasolla, koska eriävät tulkinnat hedgerahastojen sisällöllisestä merkityksestä kertovat, että hedgerahastot ovat edelleen melko tuntematon sijoituskohde suurelle yleisölle.

Hedgerahastoihin liittyy kiistatta läpinäkyvyysongelma. Työeläkeyhtiöllä on kuitenkin vaatimuksillaan mahdollisuuksia vaikuttaa rahastojen käyttäytymiseen raportoinnin ja läpinäkyvyyden lisäämisen suhteen. Läpinäkyvyysongelma johtaa varojen sijoittamiseen liittyvän turvattomuuden lisäksi ESG-tekijöiden tarkastelun mahdottomuuteen. Työeläkeyhtiöiden vastuullisten periaatteiden toteuttaminen

hedgerahastosijoituksissa on tällä hetkellä hyvin vaikeaa, ellei jopa mahdotonta. Tutkielman johdannossa lainattiin erästä kohtaa TELA:n vastuullisen sijoittamisen periaatteista: ”Sijoituskohteen läpinäkyvyys ja sijoitusinstrumenttien ymmärtäminen ovat tärkeitä edellytyksiä sille, että työeläkevakuuttajien hyväksymät vastuullisuuden periaatteet voidaan käytännössä ottaa huomioon.” Siinä määrin kuin suorissa osakesijoituksissa, vastuullisten periaatteiden huomioiminen hedgerahastosijoituksissa ei tällä hetkellä ole mahdollista. On kuitenkin arvioitava, millainen toimintatapa palvelee eläkevarojen sijoittamisen todellista tarkoitusta, eli varojen sijoittamista tuottaviin ja turvaaviin kohteisiin. Hedgerahastot ovat tähän mennessä olleet keskimäärin hyvin tuottavia työeläkeyhtiöiden sijoituskohteita, eikä turvaavuusaspektillakaan arvioituna rahastojen toiminnassa ole esiintynyt moitittavaa. On edelleen syytä muistaa, että hedgerahastoja on markkinoilla paljon ja ne eroavat toisistaan merkittävästi. Luotettavan yhteistyökumppanin valintaan on hedgerahastojen suhteen kiinnitettävä erityistä tarkkuutta. Sijoittajien vaatimukset avoimemmasta toiminnasta ja paremmasta raportoinnista voivat tulevaisuudessa mahdollistaa hedgerahastojen vastuullisuuden tehokkaamman arvioinnin myös ESG-tekijöiden osalta.

LÄHTEET

Kirjallisuus:

- Boyson, N., Stahel, C. & Stulz, R. 2006. Is there hedge fund contagion? Draft: February 4, 2006. Alkuperäinen vedos vuoden 2005 joulukuulta on saatavilla osoitteessa <http://www.fma.org/SLC/Papers/hedge_fund_contagion.pdf> (Luettu 20.2.2008)
- Edhec-Risk Asset Management Research 2008. Hedge Fund Performance in 2007. An EDHEC Risk and Asset Management Research Centre Publication.
- Eurosif. European SRI Study 2006.
- Frush, Scott P. 2007. Hedge Fund Demystified: A Self-Teaching Guide. McGraw-Hill, Inc.
- Hedge Fund Working Group (HFWG). 2008. Hedge Fund Standards: Final Report. Produced by Jeffrey Pellin Consultancy.
- Hirsjärvi, S. & Hurme, H. 2001. Tutkimushaastattelu: teemahaastattelun teoria ja käytäntö. Helsinki: Yliopistopaino.
- Hirsjärvi, S & Huttunen, J. 1995. Johdatus laadulliseen tutkimukseen. Porvoo: WSOY.
- Howie, R., Bhagwan, S., Beukes, L., Cheema, H., Keating, C., Mirza, K., Morley, I. & Saltuk, Y. 2005. Hedge Funds: Examining the Potential Benefits and Risks of Hedge Fund Investing. (Saatavilla internetistä osoitteesta <http://www.actuaries.org.uk/__data/assets/pdf_file/0018/30546/Howie.pdf> 10.4.2008.)
- Kallunki, J., Martikainen, M. & Niemelä, J. 2002. Ammattimainen sijoittaminen. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.
- Kari, M., Kiuru, J., Kontiokorpi, R., Lehtonen, S. & Hakala, T. 2004. Suomen työeläkejärjestelmä EU:ssa. Helsinki: Yliopistopaino.
- Kasanen, E., Lukka, K. & Siitonen, A. (1991) Konstruktiivinen tutkimusote liiketaloustieteessä, Liiketaloudellinen Aikakauskirja, No. 3, 301-325.
- Koivusalo, L., Kammonen, H. & Lämsä, S. 2004. Työeläke. Sulkava: Finnreklama Oy.
- Korpiluoma, R., Alaluusua, A., Heinonen, R., Kaarre, S., Kekäläinen, J., Kouvonen, K., Lilius, S., Mustonen, P., Perälehto-Virkkala, A., Takanen, M. & Tuomikoski, J. 2006. Työeläke. Sulkava: Finnreklama Oy.
- Lehtonen, S., Lindell, C. & Ryytänen, E. 2007. Eläkkeiden rahoitus. Saatavana Eläketurvakeskuksen www-sivuilta: www.etk.fi.

- Mäkinen, V. 1980. Yrityksen toiminnan tutkimisen lähestymistavoista. Toiminta-analyttisen tutkimusstrategian kehittelyä. Tampereen yliopisto: Yrityksen taloustieteen ja yksityisoikeuden laitoksen julkaisuja, Sarja A 1: Tutkimuksia 17.
- Puttonen, V. & Repo, E. 2007. Miten sijoitan rahastoihin? Juva: WS Bookwell Oy.
- Rantala, J. & Pentikäinen, T. 2003. Vakuutusoppi. Vammala: Vammalan kirjapaino Oy.
- Sorainen, J. Työntekijän eläkelain mukaisen eläkevakuutuksen vakuutustekniikkaa. 2007. Suomen aktuaariyhdistys.
- Sparkes, R. 2002. Socially Responsible Investment – A Global Revolution. John Wiley & Sons Ltd. England.

Lainsäädäntö:

Kiinteistörahastolaki 1173/1997

Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvelan kattamisesta (111/2006)

Laki työeläkevakuutusyhtiöistä (354/1997)

Sijoitusrahastolaki (48/1999)

Muut lähteet:

ABP: ”Responsible Investment Report” <<http://abp.turnpages.nl/DS2/public/slot054/>> 25.6.2008.

Arvopaperi Online 29.2.2008: ”Peloton hedge-rahasto teki jättitappiot” <<http://www.arvopaperi.fi/article/id=26824/>> 17.4.2008.

Aurator Varainhoito Oy: ”10 kysymystä hedgerahastoista” <<http://www.aurator.com/haastattelu.html>> 14.4.2008.

Avenirin www-sivut: <<http://www.avenir.fi/documents/6/072002kkraportti.pdf>> (Luettu 8.4.2008)

Economie 2008: ”Socially Responsible Investment and Ethical Investment” <<http://www.economie.co.uk/page.php?page=108>> 24.3.2008.

Edhec-Risk Asset Management Research: Indexes and Benchmarking. <<http://www.edhecrisk.com/indexes/>> 28.2.2008.

Eläketurvakeskus 2006. Työeläkejärjestelmän sijoitustoiminta. <<http://www.etk.fi/Binary.aspx?Section=45532&Item=59850>> 9.5.2008.

Eläke-Fennia. Vuosikertomukset 2006 & 2007.

Eläke-Tapiola. Vuosikertomukset 2006 & 2007.

Etera. Vuosikertomukset 2006 & 2007.

European Parliament 2008. Working document on Hedge Funds and private equity. Committee on Economic and Monetary Affairs (DT/714525EN).

Financial Times 28.2.2008: ”Peloton Partners in \$2bn assets sale”
<http://us.ft.com/ftgateway/superpage.ft?news_id=fto030320080403341107&page=1> 17.4.2008.

Global Reporting Initiative. <<http://www.globalreporting.org/AboutGRI/WhatWeDo/>> 19.3.2008.

Helsingin Sanomat 14.3.2008: ”Eläkeyhtiöt sijoittaneet miljardeja salaperäisiin suojarahastoihin”
<<http://www.hs.fi/talous/artikkeli/E1%C3%A4keyhti%C3%B6t+sijoittaneet+miljardeja+salaper%C3%A4isiin+suojarahastoihin/1135234815343>> 18.3.2008.

Helsingin Sanomat 15.2.2008: ”Suojarahastot olivat tarpeen”.

Helsingin Sanomat 15.3.2008: ”Eläkeyhtiöt: Meillä on tietoa suojarahastoista”.

Ilmarinen. Vuosikertomukset 2006 & 2007.

Ilmarinen 2008. ”Hedge-rahastot hallinnassa”. Eläkevakuutusyhtiö Ilmarisen asiakaslehti 1/2008.

Investment Law Group: ”SEC Approves Hedge Fund Antifraud Rule”
<http://www.investmentlawgroup.com/index.php?option=com_content&task=view&id=98&Itemid=52> 13.4.2008.

Investopedia: ”Downside Risk”
<<http://www.investopedia.com/terms/d/downsiderisk.asp>> 1.3.2008.

InvestorWords: ”Downside Risk”
<http://www.investorwords.com/1570/downside_risk.html> 1.3.2008.

Kauppalehti 21.8.2007: ”Vakuutusvalvoja huolestui hedgerahastojen riskeistä”.

Kauppalehti 17.3.2008: ”Sijoittajan pitää olla selvillä myös hedgerahastojen varjopuolista”.

Kauppalehti 21.4.2008: ”Hedge-rahastot vetävät rikollisia puoleensa”.

Kauppalehti 21.4.2008: ”Ilmarinen hävisi Varmalle tuotoissa”.

- Kauppapolitiikka 2002. OECD:n toimintaohjeet: yhteiskuntavastuun keskeinen normisto.
<<http://www.kauppapolitiikka.fi/netcomm/news/showarticle.asp?intNWSAID=11502>> 24.3.2008.
- Kirjallinen kysymys eduskunnan puhemiehelle 201/2008 vp. Kiljunen, K.
”Lakisääteisten eläkevarojen sijoittaminen suojarahastoihin” 18.3.2008.
- Milliman: ”Socially Responsible Investing in the Fund Of Hedge Funds Arena” 2006.
<<http://www.milliman.com/expertise/investment/publications/position-papers/pdfs/socially-responsible-investing-fund-PP11-01-06.pdf>> (Luettu 25.4.2008)
- Moneychimp: ”Investment Grade”
<http://www.moneychimp.com/glossary/investment_grade.htm> 20.4.2008.
- Moneyterms: ”Systemic risk” <<http://moneyterms.co.uk/systemic-risk/>> 13.4.2008
- Määttä, P. 2004. Monimutkaistuvat sijoitustuotteet – mitä uutta sijoitusrahastoissa ja indeksilainoissa. Rahoitustarkastuksen www-sivut:
<http://www.rahoitustarkastus.fi/NR/rdonlyres/2413114B-77D4-451C-9DE0-7F177E07F066/0/Sijoitus04_PetriMaatta.pdf> 3.4.2008.
- Neomarkka: Sanasto
<<http://www.neomarkka.fi/taloudellinen/vocabulary.html>> 1.3.2008
- Nordea: ”Joukkolainan tuotto ja riskit”
<<http://www.nordea.fi/Henkil%C3%B6asiakkaat/S%C3%A4%C3%A4st%C3%B6t%2Bja%2Bsijoitukset/Neuvoja%2Bsijoittamiseen/Joukkolainan%2Btuotto%2Bja%2Briskit/702214.html>> 10.4.2008.
- OECD 2001. Working Party on Private Pensions. Socially Responsible Investing (SRI): Next steps and possible further work (DAFFE/AS/PEN/WD(2001)18).
- OECD 2006. Selected developments: Hedge funds and the insurance industry. DAF/AS/WD(2006)16.
- OECD 2007a. An overview of hedge funds and structured products: Issues in Leverage and Risk. DAF/CMF(2007)13.
- OECD 2007b. Roundtable on Corporate Responsibility. Recent trends and regulatory implications in socially responsible investment for pension funds.
- OECD 2007c. Investment Committee. The UN Principles for Responsible Investment and the OECD Guidelines for Multinational Enterprises: Complementarities and Distinctive Contributions. DAF/INV/WD(2007)13.
- Pörssisäätiö 2008a: ”Hedge fund -sijoitusrahasto”
<<http://www.porssisaatio.fi/default.aspx?path=4;160;260&id=602>> 28.2.2008.

Pörssisäätiö 2008b: ”Mitä tunnusluvut kertovat?”

<<http://www.porssisaatio.fi/artikkelit/mita-tunnusluvut-kertovat>> 20.4.2008.

Rahoitustarkastus: ”Joukkovelkakirjalainat”

<http://www.rahoitustarkastus.fi/Fin/Saastajalle_ja_sijoittajalle/Tuotteet_ja_palvelut/Saasto-_ja_sijoitustuotteet/Joukkovelkakirjalainat/etusivu.htm>
(Luettu 10.4.2008)

Rahoitustarkastus: ”Yleisohje johdannaisriskien hallinnasta” Nro 105.12

<<http://www.rahoitustarkastus.fi/NR/rdonlyres/29A42436-FB86-42F3-8B7B-A3B99E5A5BE1/0/10512.pdf>> 18.4.2008.

Salmi T. & Järvenpää M. Laskentatoimen case-tutkimus ja nomoteettinen

tutkimusajattelu sulassa sovussa. Julkaistu Liiketaloudellisessa aikakauskirjassa 2/00, ss. 263-275. <http://lta.hse.fi/2000/2/lta_2000_02_a5.pdf> 11.4.2008.

Suomen evankelis-luterilaisen kirkon vastuullisen sijoittamisen ohjeet 2007. Saatavana osoitteesta

<http://www.evl.fi/vastuullisen_%20sijoittamisen_%20ohjeet2007.pdf>
1.4.2008.

Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry. ”Rahastoyhtiöiden omistajapolitiikka”.

<http://www.sijoitusrahastot.fi/itsesaantely/fi_FI/omistajapolitiikka/> 1.4.2008.

Suomen Yrittäjät. ”Suoja salaisuutesi”.

<http://www.yrittajat.fi/yritysporssi/home.nsf/www/ylehti_suojaasalaisuus>
8.4.2008.

Talouselämä: ”Hedge säikäyttää salkunhoitajan”

<http://www.talouselama.fi/docview.do?f_id=1048812> 17.4.2008.

Turun Sanomat 22.2.2008: ”Ilmarisen sijoitukset tuottivat Veritasta ja Varmaa vähemmän”

Työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeva selvitys 2006. Helsinki.

Työeläkevakuuttajat TELA ry: Työeläkevakuuttajien vastuullisen sijoittamisen periaatteet <<http://www.tela.fi/?pid=1180952834>> 18.3.2008a.

Työeläkevakuuttajat TELA ry: Sijoituskanta sijoituslajeittain

<<http://www.tela.fi/?pid=1180686453>> 25.3.2008b.

Työeläkevakuuttajat TELA ry: Jäsenet

<<http://www.tela.fi/?pid=1181045072>> 27.3.2008c.

Työeläke-lehden 3/2007 liite: ”Työeläkelaitosten tilinpäätöstiedot 2006” (Saatavilla Eläketurvakeskuksen [www-sivuilta www.etk.fi](http://www.sivuilta.www.etk.fi)).

UN Global Compact: The Ten Principles.

<<http://www.unglobalcompact.org/AboutTheGC/TheTenPrinciples/index.html>>
12.2.2008.

United Nations Principles for Responsible Investment (PRI):

<<http://www.unpri.org/principles/>> 12.2.2008.

Vakuutusvalvonnan lehdistötiedote 7/2007: Selvitys vakuutusalan subprime-riskeistä ja hedge-rahastosijoituksista.

Valtion eläkerahasto:

<<http://www.ver.fi/Public/default.aspx?contentid=23156&nodeid=19792>>
23.3.2008.

Varma. Vuosikertomukset 2006 & 2007.

Vastaus kirjalliseen kysymykseen 201/2008 vp. Hyssälä, L. ”Lakisääteisten eläkevarojen sijoittaminen suojarahastoihin” 8.4.2008.

Veritas. Vuosikertomukset 2006 & 2007.

Wikipedia: ”Volatiliteetti”. <<http://fi.wikipedia.org/wiki/Volatiliteetti>> 20.4.2008.

Wordspy: ”Headline risk”.

<<http://www.wordspy.com/words/headlinerisk.asp>> 8.4.2008.

LIITE 1 :TUTKIMUSHAASTATTELUN RUNKO

Teema 1: Vastuullisuus

1. Mikä on asemasi yhtiössä ja rooli sijoitusorganisaatiossa?
2. Kerro omin sanoin lyhyesti yhtiönne noudattamista vastuullisista/eettisistä periaatteista sijoitustoiminnassanne.
3. Onko yhtiönne sitoutunut noudattamaan sijoitustoiminnassaan joitain kansainvälisiä yhteiskuntavastuun periaatteita, esim. YK:n PRI-periaatteita tai Global Compact -ohjeistusta?
4. Suljetteko potentiaalisista sijoituskohteista pois tiettyjä
 - a) toimialoja (kuten tupakka-, alkoholi-, uhkapeli-, aikuisviihde ja aseteollisuus)
 - b) yrityksiä ("musta lista")
 - c) maantieteellisiä alueitavastuullisiin/eettisiin periaatteisiin nojaten?
Mitä toimialoja/yrityksiä/alueita?
5. Millainen yhteys on mielestänne yhteiskuntavastuullisella sijoittamisella ja sijoitusten tuotolla?
6. Kuinka usein arvioitte arvopaperisalkkunne eettisyyttä/vastuullisuutta vai arvioitteko ollenkaan? Onko arviointi ulkoistettu? Kuka arvioi?
7. Oletteko joutuneet luopumaan mistään sijoituskohteista vastuullisiin periaatteisiin nojaten?

Teema 2: Vastuullisuus osakerahastoissa

8. Kerro omin sanoin lyhyesti sijoituspolitiikastanne osakerahastojen suhteen.
9. Millainen yksikkö yhtiössänne vastaa osakerahastosijoituksista?
10. Kuinka paljon yhtiöllänne on osakerahastosijoituksia?
_____ €(markkina-arvo)
_____ %-osuus kaikista sijoituksista
11. Miten paljon osakerahastosijoituksenne ovat tuottaneet vuosina 2005-2007?
12. Miten vastuulliset/eettiset sijoitusperiaatteet otetaan huomioon osakerahastosijoituksissa?
13. Noudattavatko sijoituskohteenanne olevat osakerahastot samoja vastuullisia/eettisiä periaatteita sijoituksissaan kuin yhtiönne itse noudattaa?
Ovatko ne sitoutuneet noudattamaan mitään vastuullisia/eettisiä periaatteita?

14. Millä tavalla valvotte osakerahastojen sijoituspolitiikan vastuullisuutta/eettisyyttä? Koetteko, että sitä on vaikea valvoa?
15. Oletteko luopuneet osakerahasto-osuuksista vastuullisiin periaatteisiin nojaten? Jos olette, niin millä perusteilla?
16. Tiedättekö, onko sijoituskohteenanne olevilla osakerahastoilla sijoituksia tupakka-, alkoholi-, uhkapeli-, aikuisviihde tai aseteollisuuden aloilla tai yrityksiin, jotka toimivat ympäristöön tai kansainvälisiin ihmisoikeuksiin nähden vastuuttomasti? (Tai yrityksissä, jotka toimivat yhtiönne käsityksen mukaan epäeettisesti.)
17. Millaisina näette riskit, joita teille voisi toteutua osakerahastojen kautta ilmenneinä yhteiskuntavastuullisten periaatteiden rikkomuksina?

Teema 3: Vastuullisuus hedgerahastoissa

18. Kerro omin sanoin lyhyesti, mitä teille tarkoittaa käsite hedgerahasto? Onko se teille enemmän suojarahasto vai riskirahasto?
19. Kerro omin sanoin lyhyesti sijoituspolitiikastanne hedgerahastojen suhteen.
20. Millainen yksikkö yhtiössänne vastaa hedgerahastosijoituksista?
21. Kuinka paljon yhtiöllänne on hedgerahastosijoituksia?
 _____ €(markkina-arvo)
 _____ %-osuus kaikista sijoituksista
22. Kuinka monessa hedgerahastossa yhtiöllänne on osuuksia?
23. Mikä on ollut hedgerahastojen tuotto vuosina 2005-2007?
24. Mikä on karkea jako, millaisiin hedgerahastoihin sijoitatte ja millaisiin ette sijoita? Onko valintakriteereinä mitään eettisiä/vastuullisia periaatteita?
25. Mikä on hedgerahastosijoitustenne suurpiirteinen jakauma strategioiden suhteen?
26. Ovatko sijoituskohteenanne olevat hedgerahastot sitoutuneet sijoittamaan varat vastuullisten periaatteiden mukaisesti?
27. Oletteko luopuneet tietyistä hedgerahasto-osuuksista vastuullisiin periaatteisiin nojaten? Jos olette, niin millä perusteilla?
28. Voivatko sijoituskohteenanne olevat hedgerahastot muuttaa yksipuolisesti sijoitusstrategiaansa (ja muuttaa käyttäytymistään riskinoton suhteen)?
29. Hedgerahastot rajoittavat usein osuuksien lunastuksia. Miten nopeasti pystytte irtautumaan hedgerahastosijoituksista, toisin sanoen muuttamaan sijoituksenne rahaksi? Nopeimmillaan/hitaimmillaan?

30. Sijoitusrahastoissa arvonlaskenta suoritetaan jokaisena päivänä. Kuinka usein hedgerahastojenne arvonlaskenta suoritetaan/voidaan suorittaa?
31. Ovatko hedgerahastot teille riittävän avoimia? Tiedättekö tarpeeksi hyvin, millaisista kohteista ne hakevat tuottoa?
32. Tiedättekö, onko sijoituskohteenanne olevilla hedgerahastoilla sijoituksia tupakka-, alkoholi-, uhkapeli-, aikuisviihde tai aseteollisuuden aloilla?
33. Onko teidän hedgerahastosijoituksissa kyse enemmän riskin ja sijoitusten hajauttamisesta vai lisätuottojen tavoittelusta?
34. Sisältävätkö hedgerahastot keskimäärin muita sijoituskohteitanne enemmän riskiä?
35. Millaisina näette riskit, joita teille voisi toteutua hedgerahastojen kautta ilmenneinä yhteiskuntavastuullisten periaatteiden rikkomuksina?
36. Pitäisikö hedgerahastojen sääntelyä teidän mielestänne tiukentaa? Miten?
37. Onko Yhdysvaltojen asuntoluottokriisistä koitunut yhtiöllenne tappioita hedgerahastojen kautta? Muuttiko kriisi sijoituspolitiikkaanne hedgerahastojen suhteen?
38. Aiotteko jatkossa lisätä hedgerahastojen osuutta sijoitussalkussanne?

LIITE 2: OSAKERAHASTOILLE ESITETTÄVÄT VASTUULLISUUTEEN LIITTYVÄT KYSYMYKSET

Työeläkevakuutusyhtiön X osakerahastojen valinnassa käytettävän kysymyspatteriston osio vastuulliseen toimintaan liittyvistä asioista:

Compliance

Is there a compliance policy for the fund?

Do you have compliance manual?

If yes, then is it a public document?

Do you provide staff training regarding compliance policy?

If yes, then how often and what kind of training?

Are you a UN PRI signatory?

Are you a member of corporate governance group/network? (E.g. ICGN, ECGI or local cg group)?

Responsible Investments (“RI”)

Do you have a RI policy?

If yes, then is it integrated into your overall investment policy?

What issues are included in your RI policy? (E.g. Environmental issues, proxy voting etc.)

Do you have RI screens?

If yes, what kind of screens do you use?

Do you have a voting policy?

If yes, then describe the policy.

Do you have an engagement policy?

If yes, then describe the policy.

Do you have RI reporting?

Do you have dedicated RI staff?