

02/2014

ELÄKETURVAKESKUKSEN SELVITYKSIÄ

Kansainvälinen vertailu eläkevarojen sijoitustoiminnan sääntelystä

Mika Vidlund, Maria Rissanen, Antti Mielonen ja Ilkka Geitlin



Eläketurvakeskus
PENSIONSSKYDDSCENTRALEN

02/2014

ELÄKETURVAKESKUKSEN SELVITYKSIÄ

Kansainvälinen vertailu eläkevarojen sijoitustoiminnan sääntelystä

Mika Vidlund, Maria Rissanen, Antti Mielonen ja Ilkka Geitlin



Eläketurvakeskus
PENSIONSSKYDDSCENTRALEN

Eläketurvakeskus

00065 ELÄKETURVAKESKUS

Puhelin: 029 411 20

Sähköposti: etunimi.sukunimi@etk.fi

Pensionsskyddscentralen

00065 PENSIONSSKYDDSCENTRALEN

Telefon: 029 411 20

E-post: förnamn.efternamn@etk.fi

Finnish Centre for Pensions

FI-00065 ELÄKETURVAKESKUS, FINLAND

Telephone +358 29 411 20

E-mail: firstname.surname@etk.fi

Helsinki 2014

ISSN-L 1798-7113

ISSN 1798-8519 (verkkojulkaisu)

ESIPUHE

Tässä Eläketurvakeskuksen ja Työeläkevakuuttajat TELA:n yhteistyössä valmistuneessa selvityksessä tarkastellaan eläkejärjestelmien sijoitustoimintaan kohdistuvaa sääntelyä kuudessa eurooppalaisessa maassa. Lisäksi tarkastellaan sijoitustoiminnalla saatuja tuottoja ja sijoitusten jakaumia sekä eläkejärjestelmien ulkopuolisiin toimijoihin kohdistuvan sääntelyn vaikutusta eläketoimijoihin.

Selvitykseen alkusysäyksen antoi vuonna 2008 alkanut finanssikriisi ja sen myötä lisääntynyt pankki- ja rahoitusalan sääntely, jolla on vaikutuksensa myös eläkevarallisuuden sijoittamiseen. Viime vuosina eläkevarojen sijoitussääntelyä on kehitetty merkittävästi myös kansallisen lainsäädännön puitteissa, jonka lisäksi EU:n merkitys eläkesektorin sääntelyssä on korostunut eläkkeitä sääntelevien ylikansallisten Solvenssi- ja IORP -direktiivien viimeaikaisten uudistusten myötä.

Finanssikriisin aiheuttamien sääntelymuutosten sekä EU:n sääntelyuudistusten pääpiirteiden hahmotuttua koimme, että nyt on oikea hetki tarkastella kokonaisvaltaisesti eläkevarojen sääntelyyn ja sijoittamiseen liittyviä tekijöitä kattavan kansainvälisen vertailun kautta.

Haluamme kiittää arvokkaista kommentteista ja näkökulmista Ismo Riskua, Marjukka Hietaniemeä ja Mikko Kauttoa Eläketurvakeskuksesta, Reijo Vannetta, Suvi-Anne Siimestä ja Nikolas Elomaata TELA:sta, Mikko Kuusela STM:stä, Pia Santavirtaa Finanssialan Keskusliitosta sekä Tarja Kolehmainen ja Päivi Malista eläkevakuutusyhtiö Ilmarisesta. Lisäksi haluamme esittää erityiskiitokset Suvi Pohjoisaholle selvityksen taitosta. Selvityksessä esitetyistä tulkinnoista ja mahdollisista virheistä vastaavat ainoastaan tekijät.

Helsingissä 3.12.2014

Mika Vidlund, Maria Rissanen, Antti Mielonen ja Ilkka Geitlin

TIIVISTELMÄ

Tässä selvityksessä tarkastellaan eläkejärjestelmien sijoitustoimintaa ja siihen läheisesti liittyvää vakavaraisuussäätelyä sekä muuta sijoitussäätelyä valituissa esimerkkimaissa. Suomen ohella vertailuun on valittu Alankomaat, Britannia, Norja, Ruotsi ja Tanska, joissa kaikissa eläkevaroilla on merkittävä osuus eläketurvan rahoituksessa. Selvityksessä tarkastellaan myös kyseisissä maissa eläkejärjestelmien keskeisten toimijoiden sijoitusten jakaumia ja sijoitustoiminnalla saavutettuja tuottoja. Lisäksi pohditaan kansallisten ja kansainvälisten säätelykehikoiden vaikutusta eläkesijoittamiseen.

Selvityksellä haetaan vastauksia seuraaviin keskeisimpiin kysymyksiin:

- Mitkä ovat sijoitustoimintaa ohjaavat keskeiset säännöt ja periaatteet eri maissa?
- Mikä on sijoitusten riskipitoisuus eri maissa?
- Mikä on ulkomaisten ja kotimaisten sijoitusten osuus esimerkkitoimijoiden sijoitusjakaumassa?
- Minkä suuruista tuottoa esimerkkitoimijat ovat eläkevaroilleen saaneet viime vuonna?

Selvitys osoittaa, että sijoitustoiminnan säätely on yhä useammin ylikansallista ja joissain sijoitusinstrumenteissa jopa globaalia. Kansainvälisellä yhteistyöllä on muun muassa perustettu globaaleja elimiä laatimaan suosituksia ja tavoitteita etenkin pankkisektorin vakaudelle, johdannaisten säätelylle sekä pankkikonsernien rakenteellisiin ratkaisuihin. Vaikka eläkerahastot eivät ole osa pankkisektoria, ne joutuvat ottamaan huomioon tai mukautumaan myös näihin säätelyhankkeisiin ja niiden on tunnettava kunkin sijoituslajin säätely. Tämä johtuu muun muassa siitä, että eläkerahastojen varojen kasvu on tuonut instrumenttilajeihin lisää kirjoa. Lisäksi matala korkotaso pakottaa eläkerahastot käyttämään laaja-alaisemmin eri sijoituslajeja.

Vakavaraisuussäätely on viime vuosikymmenten aikana siirtynyt enemmän riskiperusteiseen ja markkina-arvoiseen varallisuuden ja vastuiden arviointiin, jossa vakavaraisuuden määrittely perustuu toimijoiden eri sijoitusinstrumentteihin kohdistuviin oletusarvoisiin riskeihin (esim. Solvenssi II). Riskiperusteisen säätelymallin yleistymisen myötä sijoitustoiminnan säätelyn pääperiaatteeksi on tullut niin sanottu varovaisuusperiaate (Prudent Person Principle), joka ohjaa sijoitustoimintaa määrällisten sijoitussäätöjen tai -rajoitusten sijaan.

Selvityksessä analysoidaan esimerkkitoimijoiden sijoitussalkkujen riskitasojen erilaisuutta karkealla jaolla erittelemällä korkosijoitukset muista sijoituksista. Pääajatuksena on, että pienemmällä riskillä toimivien salkuissa korkosijoitusten osuus on suurempi ja vastaavasti suuremmalla riskillä toimivien salkuissa muiden sijoitusten osuus on suurempi. Selvitys osoittaa, että korkosijoitusten osuudessa ei ole tapahtunut kovinkaan suuria muutoksia viimeisen 10 vuoden aikana. Korkosijoitusten osuus on säilynyt merkittävänä. Esimerkkitoimijoiden tarkastelussa tyypilliseksi eläkevarojen korkosijoitusten osuudeksi muodostui 40–60 prosenttia. Ruotsissa ja Tanskassa osuus on jonkin verran kasvanut, kun taas Norjan valtion eläkerahastolla ja Suomen yksityisalojen eläkevakuuttajilla korkosijoitusten osuus on puolestaan laskenut.

Sijoitusten alueellisen jakauman selvittämisen perusteella kotimaisten sijoitusten osuus vaihtelee paljon esimerkkitoimijoiden kesken. Norjan valtion kansainvälisen eläkerahaston ominaispiirre on, että se sijoittaa koko sijoitusvarallisuutensa ulkomaille. Ruotsalaisilla toimijoilla on korkeat 50–60 prosentin sijoitusten kotimaisuusasteet. Suomessa sijoitusten maantieteellisessä jakaantumisessa sen sijaan on toimijaryhmien välillä huomattava ero: julkisalojen eläkevakuuttajat (KEVA ja VER) sijoittavat kotimaisiin kohteisiin noin 20 prosenttia, kun yksityisalojen eläkevakuuttajilla osuus on lähes 40 prosenttia.

Tuottovertailu suomalaisten eläkevakuuttajaryhmien ja selvityksessä mukana olevien yksittäisten suurten ulkomaisten eläkelaitosten kesken osoittaa, että Suomen eläkevarojen keskimääräiset toimijaryhmätason tuotot jäävät eri tarkastelujaksoilla vertailujoukon keskitasolle tai heikompaan päähän. Keskimääräiset, vuotuiset reaalityöt vaihtelivat Suomen yksityisalojen työeläkevakuuttajien 3,4 prosentista Tanskan ATP:n 8,0 prosenttiin vuosina 2004–2013. Suomen julkisalojen eläkevakuuttajien vastaava tuotto oli 4,3 prosenttia. Tässä selvityksessä tarkastellut toimijat ja toimijaryhmät kuuluvat eläkesijoittajien parhaimmiston: keskimääräiset vuotuiset reaalityöt ovat 1,1–5,7 prosenttiyksikköä korkeammat kuin OECD-maiden eläkesijoitusten keskiarvotuotto.

SISÄLTÖ

1 Johdanto	9
1.1 EU-tason sääntely	9
1.2 Vakavaraisuuden arviointi	10
1.3 Varovaisuusperiaate määrällisten rajoitteiden sijaan	11
1.4 Kansalliset puskurirahastot.....	12
1.5 Eettiset sijoitusperiaatteet.....	12
1.6 Tuotto ja turvaavuus.....	13
1.7 Eläketoyimijoiden ulkopuolisesta sääntelystä.....	15
1.8 Selvityksen rakenne ja tavoitteet.....	15
Lähteet	17
2 Ylikansallisen sääntelyn vaikutus eläkerahastojen sijoitustoimintaan	19
2.1 Pankkien pääomavaatimusten muutokset ja Basel-säännöstö.....	19
2.1.1 Pankkien liiketoiminnan sääntelymuutokset.....	21
Volcker-sääntö	21
Vickersin ryhmä.....	22
Liikasen ryhmä ja komission asetusehdotus COM(2014) 43	22
2.1.2 Euroalueen yhtenäinen pankkivalvonta ja kriisintarkaisudirektiivi.....	24
2.1.3 Varjopankkitoiminta.....	25
2.1.4 Mahdolliset vaikutukset eläkerahastojen sijoitustoimintaan	25
2.2 Solvenssi II- ja IORP -direktiivien pääpiirteet	26
2.2.1 Solvenssi II -direktiivi.....	26
2.2.2 Varovaisuusperiaate.....	28
2.2.3 IORP-direktiivi	28
2.2.4 Mahdolliset vaikutukset eläkerahastojen sijoitustoimintaan	29
2.3 Noteeraamattomien osakkeiden eli pääoma- ja hedge- rahastojen sääntelymuutokset	29
2.3.1 AIFM-direktiivi.....	29
Mahdolliset vaikutukset eläkerahastojen sijoitustoimintaan	32
2.3.2 EUVeCa-, EUSEF- ja ELTIF-sääntelyhankkeet.....	33
Mahdolliset vaikutukset eläkerahastojen sijoitustoimintaan	35
2.4 Johdannaisten sääntelymuutokset	35
2.4.1 Muutosten pääpiirteet.....	35
2.4.2 Mahdolliset vaikutukset eläkerahastojen sijoitustoimintaan	38
2.5 Noteeratut osakeinstrumentit	38

2.5.1	MIFID-sääntelykokonaisuus	38
2.5.2	ETF-rahastot	40
2.5.3	Lyhyeksi myynnin raportointi	41
2.5.4	Mahdolliset vaikutukset eläkerahastojen sijoitustoimintaan	42
2.6	Korkosijoitusten sääntelymuutokset	43
2.6.1	Rahamarkkinarahastot	43
2.6.2	Valtionlainat	44
2.6.3	Yrityssektorin lainainstrumenttien kehittäminen	46
2.6.4	Mahdolliset vaikutukset eläkerahastojen sijoitustoimintaan	47
2.7	Pitkäaikaisen sijoittamisen sääntelyaloitteet (kiinteistö- ja infrasijoitukset)	47
2.7.1	Pitkäaikaisen rahoittamisen vihreästä kirjasta	47
2.7.2	OECD:n aloite pitkäaikaisen sijoittamisen tukemiseksi	48
2.7.3	Mahdolliset vaikutukset eläkerahastojen sijoitustoimintaan	50
3	Kansainvälinen katsaus	51
3.1	Yleistä vertailtavien maiden työeläkejärjestelmistä	51
3.2	Alankomaat	54
3.2.1	Sijoitussääntely	55
3.2.2	Vakavaraisuussääntely	56
Vakavaraisuussääntelyn uudistus	59	
3.2.3	Eläkerahastojen valvonta	60
3.2.4	Eläkerahastojen rahastointiaste ja sijoitusjakauma	60
Lähteet	63	
3.3	Iso-Britannia	64
3.3.1	Sijoitussääntely	66
Sijoitussääntelyn laadulliset periaatteet	66	
Maksuperusteisia järjestelmiä koskeva sijoitussääntely	67	
3.3.2	Vakavaraisuussääntely	68
Järjestelmäkohtainen vakavaraisuus	68	
Muut vakavaraisuuden arviointimenetelmät	69	
3.3.3	Valvonta	71
3.3.4	Etuusperusteisten eläkerahastojen rahastointiaste ja sijoitusjakauma	72
Lähteet	73	
3.4	Norja	76
3.4.1	Valtion eläkerahaston sijoitussääntely ja -jakauma	76
Kansainvälinen eläkerahasto, SPU	77	
Kansallinen eläkerahasto, SPN	80	
3.4.2	Työmarkkinaeläkkeet	81
Sijoitussääntely ja -jakauma	82	
Lähteet	84	

3.5	Ruotsi	86
3.5.1	Lakisääteiset AP-puskurirahastot	86
	Sijoitussäntely	87
	Sijoitusjakauma, tuottotavoite ja tuotot	88
3.5.2	Rahastoeläkejärjestelmä ja Seitsemäs AP-rahasto	91
3.5.3	Työmarkkinaeläkkeet	93
	Sijoitussäntely ja sijoitusjakauma	95
	Lähteet	97
3.6	Suomi	99
3.6.1	Yksityisalojen vakavaraisuussäntely	99
	Vastuuelan kattamista koskevat säännöt	101
	Vakavaraisuussäntelyn kehitys	102
3.6.2	Julkisalojen eläkelaitosten sijoitussäntely	103
	Valtion eläkerahasto	103
	KEVA	104
3.6.3	Yksityis- ja julkisalan toimijoiden sijoitusjakauma	105
	Lähteet	107
3.7	Tanska	108
3.7.1	ATP-työeläkejärjestelmän sijoitustoiminta ja -jakauma	108
3.7.2	Työmarkkinaeläkkeet ja sijoitusjakauma	111
3.7.3	Vakavaraisuussäädökset	113
	Vakavaraisuuden stressitesti: liikennevalomalli	115
	Lähteet	117
4	Sijoitustoiminnan tuotto- ja riskivertailua	119
4.1	Taustaa	119
4.2	Sijoituslajikohtaiset allokatiot	119
4.3	Sijoitusten alueellinen jakautuminen	122
4.4	Tuotot sekä niiden suhde sijoitusten allokatioon ja alueelliseen jakautumiseen	123
	Liite: Tuottokuviot seitsemän (2007–2013) ja viidentoista vuoden (1999–2013) ajanjaksoilta	131
	Lähteet	134
5	Yhteenveto	135
5.1	Eläkerahastot osana laajempaa varainhoitoalan sääntelyä	135
5.2	Sijoitustoimintaa ohjaavat keskeiset säännöt ja periaatteet eri maissa	135
5.3	Sijoitusten riskipitoisuus eri maissa	137
5.4	Sijoitusten alueellinen jakautuminen eri maissa	139
5.5	Esimerkkitoimijoiden sijoitustuottovertailu	140
	Lähteet	142

1 Johdanto

Eläkkeitä voidaan rahoittaa käytännössä kahden eri menetelmän keinoin. Jakojärjestelmärahituksen kautta kunakin vuonna maksettavat eläkkeet rahoitetaan samaan aikaan kerätyillä eläkemaksuilla tai verorahoituksella. Tässä menetelmässä käytetään myös usein puskurirahastoa, jonka kautta maksuvalmius voidaan varmistaa ja maksutason vaihtelua voidaan tasoitaa. Toinen menetelmä on rahastointi, jossa tuleviin eläkemenoihin varaudutaan keräämällä etukäteen eläkemaksuja, jotka sijoitetaan finanssimarkkinoille. Aikanaan maksettavat eläkkeet rahoitetaan näillä varoilla ja niille saaduilla tuotoilla.

Eläkevarojen sijoittamisen ja riittävyyden osalta olennaista on se, millaista riskinottoa eläkevarojen sijoittajille sallitaan. Käytännössä kyse on vakavaraisuudesta. Esimerkiksi Suomessa eläkeyhtiöiden vakavaraisuuskehikko asettaa rajoituksia niiden sijoitustoiminnalle. Suomessa työeläkevarat on lain mukaan sijoitettava tuottavasti ja turvaavasti. Sijoitusten hajautusta ohjaavat yksityiskohtaisemmin yksityisalojen työeläkelaitoksia koskevat kate- ja vakavaraisuussäännökset. Eläkelaitoksilla on oltava varoja riittävästi enemmän kuin vastuvelkaa eli tarpeeksi vakavaraisuuspääomaa. Vakavaraisuudella varmistetaan eläkelaitosten kyky selviytyä vakuutus- ja sijoitustoimintaan liittyvistä riskeistä. Sama periaate koskee myös muiden maiden toimijoita.

Vuoden 2008 finanssikriisi on lisännyt tarpeita ja toimenpiteitä eläkkeiden turvaavuuden lisäämiseksi. Viimeistään sen seurauksena valvontaa on useassa maassa tehostettu ja eläkejärjestelmien hoitajat ovat velvoitettuja niiden taloudellista tilaa kartoittaviin stressitesteihin ja raportointeihin ja sitä kautta tiiviimpään yhteydenpitoon valvojiin. Finanssikriisin johdosta on kiinnitetty paljon huomioita vakavaraisuussäntelyyn, jolla halutaan lisätä vakuutetun ja vakuutuksenottajien suojan valvontaa. Samalla valvojien valtuuksia on lisätty.

1.1 EU-tason sääntely

Vakavaraisuussäntelyyn ja sijoitustoiminnan valvontaan liittyvää kansallista lainsäädäntöä kehitetään nykyään merkittävässä määrin rajat ylittävällä tasolla. EU:lla on suuri vaikutus erityisesti ammatillisia lisäeläkkeitä koskevaan sääntelyyn ja meneillään on useita niitä koskevia lainsäädäntöhankkeita. Viime aikoina esillä ovat olleet EU-komission suunnitellut vakavaraisuussäntelyn yhdenmukaistamiseksi jäsenmaissa. Vahinko- ja henkivakuutusyhtiöitä koskeva Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/138/EY vakuutus- ja jälleenvakuutustoiminnan aloittamisesta ja harjoittamisesta eli ns. Solvenssi II:sta annettiin 25.11.2009. Ehdotuksen pääperiaatteet vastaavat monilta osin pankkialan Basel II -uudistusta, joka perustuu luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten vakavaraisuusdirektiiviin 2006/48/EY.

Solvenssi II -direktiivin oli tarkoitus tulla voimaan 31.10.2012. Sen voimaantulo on kuitenkin viivästynyt ja lopullinen aikataulu sen soveltamisesta on vielä auki. Jäsenmaat ovat kuitenkin valmistautuneet siihen, että Solvenssi II -direktiivi on saatettava kansallisesti voimaan 31.3.2015 mennessä ja sen soveltaminen alkaa 1.1.2016. Solvenssi II -direktiivi ei koske Suomen lakisääteisen työeläkevakuutuksen hoitajia, mutta vakuutusyhtiölakia ja työ-

eläkevakuutusyhtiöistä annettua lakia ehdotetaan muutettavaksi osin vastaamaan direktiiviin sisältyviä yhteisön hallintoa ja hallintojärjestelmää koskevia säännöksiä¹. Tämä sääntely kuuluu kuitenkin kansalliseen sääntelyyn eikä ole yhteydessä EU-sääntelyyn tai sen kehitykseen. Sosiaali- ja terveysministeriön johdolla on meneillään laaja prosessi kate- ja vakavaraisuusvaatimusten uudistamiseksi. Tässä selvityksessä vertailuista maista kaikissa osa Suomen työeläketurvaa vastaavasta eläkevakuuttamisesta tapahtuu henkivakuutusyhtiöiden kautta ja näin ne kuuluvat suoraan Solvenssi II -direktiivin soveltamisalaan.

Solvenssi- eli vakavaraisuusmääräyksiä uudistavan Solvenssi II -direktiivin tarkoituksena on erityisesti yhtenäistää EU-jäsenvaltioiden vakuutus- ja jälleenvakuutusyritysten vakavaraisuutta koskevia vaatimuksia ja vakuutusvalvonnan periaatteita sekä parantaa vakuutusyhtiöiden ja vakuutettujen suojaa. Yksittäisen vakuutusyrityksen riskiprofiili otetaan nykyistä yksityiskohtaisemmin huomioon sen vakavaraisuusvaatimuksen mitoituksessa. Tämä tapahtuu valvontajärjestelmällä, joka koostuu kolmesta pilarista: määrällisistä vakavaraisuusvaatimuksista, laadullisista vaatimuksista riskienhallinnalle sekä vakavaraisuusvaatimusten ja riskien raportointivaatimuksista yhtiöitä valvoville viranomaisille.

Lisäksi Euroopan parlamentin ja neuvoston ammatillisia lisäeläkkeitä tarjoavien eläkerahastojen toiminnan ja valvonnan (2003/41/EY, IORP-direktiivi²) direktiivin uudistamista koskeva komission esitys annettiin 27.3.2014 (COM(2014) 167 final). Direktiivin soveltaminen on määrä alkaa 2017. EU-komission alkuperäisissä suunnitelmissa oli IORP-direktiivin muutoksella tuoda työeläkerahastoille vastaavanlainen vakavaraisuusjärjestelmä kuin vakuutusyhtiöille tuleva Solvenssi II. Ehdotus pitääkin sisällään Solvenssi II -tyyppisiä elementtejä hyvään hallintoon, riskienhallintaan sekä raportointiin liittyen. Yhteinen vakavaraisuuskehikko sen sijaan ei ole ehdotuksessa mukana ja se on kohdannut useissa jäsenmaissa voimakasta vastarintaa työmarkkinaeläkerahastoja edustavien toimijoiden suunnalta. Keskeisenä ongelmakohtana on sääntelyn vaatima korkea pääomavaatimus, joka on seurausta laskelmissa käytettävien varojen ja vastuiden markkinaehtoisesta arvostuksesta ja diskonttaamisesta ns. riskittömällä korolla.

1.2 Vakavaraisuuden arviointi

Perinteisesti vakavaraisuuslaskenta on erityisesti henkivakuutusyhtiöiden kohdalla perustunut varallisuuden tasoitettuihin tai pitkänajan arvoihin ja vastuiden laskennassa on usein käytetty kiinteää diskonttokorkoa ja vakuutusmaksuihin liitettyä kiinteästi määräytyvää (fixed-rate) vakavaraisuuspuskuriä (Severinson & Yermo 2012).

Henkivakuutusyhtiöihin sovellettava sääntely on kuitenkin viime vuosikymmenten aikana siirtynyt enemmän riskiperusteiseen ja markkina-arvoiseen varallisuuden ja vastuiden arviointiin, jossa vakavaraisuuden määrittely perustuu toimijoiden sijoitusvarallisuuden eri instrumentteihin kohdistuviin oletusarvoisiin riskeihin (esim. Solvenssi II). Näin riskipitoisempiin varallisuuslajeihin sijoittavalta toimijalta vaadittava vakavaraisuuspuskuri on suu-

¹ Sosiaali- ja terveysministeriö 2014. Solvenssi II -direktiivin kansallinen voimaansaattaminen. http://www.stm.fi/vi-reilla/lainsaadantohankkeet/toimeentulo_ja_vakuutusasiat/solvenssi_ii

² Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/41/EY, annettu 3. päivänä kesäkuuta 2003, ammatillisia lisäeläkkeitä tarjoavien laitosten toiminnasta ja valvonnasta. Virallinen lehti nro L 235, 23/09/2003 s. 0010–0021, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32003L0041:FI:HTML>

remppi verrattuna pienemmän riskin portfolion toimijoihin. Samalla vastuiden laskeminen tulisi tehdä riskittömien instrumenttien tuoton mukaisesti heijastellen vastuiden luonnetta.

Perinteisiin eläketoiimijoihin (kassat, säätiöt) ei yleisesti sen sijaan ole juurikaan sovellettu edellä mainittua periaatetta. Vertailumaissa riskiperusteista mallia sovelletaan kuitenkin melko kattavasti. Esimerkiksi OECD (Severinson & Yermo 2012) nostaa Suomen ja Hollannin vakavaraisuusvalvonnan edelläkävijöiksi, sillä näissä maissa on pidemmän aikaa sovellettu kattavasti myös muiden kuin vakuutusyhtiöiden kohdalla Solvenssi II:een verrattavaa arvointimallia.

Suomessa eläkekassojen ja -säätiöiden vakavaraisuusvaatimukset uudistettiin vuosien 1996–1998 aikana vastaamaan työeläkevakuutusyhtiöiden vastaavia säännöksiä. Nykymallin mukainen eläkelaitosten vakavaraisuussäntely, joka sitoo valvontarajat sijoitusomaisuuden riskipitoisuuteen, tuli voimaan vuonna 1997. Suomalaisten, yksityisalojen eläkelaitosten vakavaraisuussäännöksiä on uudistettu finanssikriisin yhteydessä vuonna 2008. Vastuuministeriö eli sosiaali- ja terveysministeriö jakoi työn kolmeen vaiheeseen, joista viimeisen osalta annettiin hallituksen esitys eduskunnalle 27.11.2014. Ensimmäisessä ja toisessa vaiheessa muun muassa muutettiin vakavaraisuussäännöstöä kontrasyklisemmäksi eli markkinasuhdanteita vastaan toimivaksi. Mikäli markkinasuhdanteet heikentävät arvopaperien arvoja merkittävästi, voivat viranomaiset jatkossa helpottaa vakavaraisuussäännöstöjä tai niihin liittyviä velvoitteita väliaikaisesti, jotta eläkelaitosten ei tarvitsisi realisoida varoja laskevaan markkinaan. Lisäksi kolmannessa vaiheessa uudistetaan yksityisalojen eläkelaitosten vakavaraisuussäännöstön laskentatapaa muun muassa siten, että instrumenttien luokitteluun pitkälti pohjautuvasta menettelystä siirrytään instrumenttien riskipohjaiseen järjestelmään. Julkisen sektorin toimijoilla ei ole vakavaraisuusvaatimuksia.

1.3 Varovaisuusperiaate määrällisten rajoitteiden sijaan

Riskiperusteisen mallin yleistymisen myötä eläkejärjestelmiä säätelevissä laeissa suorat määrälliset (kvantitatiiviset) sijoitussäännöt tai -rajoitukset ovat vähenemässä ja tilalle on tullut tai tulossa laadullisia (kvalitatiivisia) periaatteita ja toimintatapoja soveltavaa sääntelyä. Myös Solvenssi II -direktiivissä sijoitustoiminnan sääntelyn pääperiaatteena on määrällisten sääntöjen sijaan ns. varovaisuusperiaate (Prudent Person Principle), jossa toimijat voivat sijoittaa varallisuutensa pääsääntöisesti haluamallaan tavalla, kunhan tietyt laadulliset periaatteet ohjaavat toimintaa. Näitä periaatteita on listattu direktiivin artikkelissa 132³ (ks. myös luku 2).

Varovaisuusperiaate kiinnittää enemmän huomiota itse sijoitustoiminnan prosessiin eli riskien kartoittamiseen ja hallintaan kuin varsinaisiin tuloksellisiin tavoitteisiin. Toimijoiden tulee asettaa sijoitustoiminnalleen pääsääntöisesti omat sisäiset rajansa, joiden määrittelyssä varovaisuusperiaate sekä riskiperusteinen vakavaraisuuslaskenta ovat avainasemassa⁴.

Myös uudistettu IORP-direktiivi on vähentämässä jäsenmaiden mahdollisuuksia suoriin määrällisiin rajoituksiin. Uuden direktiivin mukaan jäsenmaat eivät saa rajoittaa eläketoiimijoita sijoittamasta kasvua edistäviin instrumentteihin. Näin jäsenmaiden valvontaorganisaat-

³ Solvenssi II -direktiivi: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0138&from=EN>

⁴ Tarkemmin varovaisuusperiaatteesta: Galer, OECD 2002.

tiot voisivat rajoittaa ainoastaan osakkeiden osuuden nousemisen yli 70 prosenttiin kokonaisvarallisuudesta.

Sijoitussääntelyn lisääntyneestä laadullisesta luonteesta huolimatta eläke-toimijoille asetetaan yhä määrällisiä rajoitteita suurimmassa osassa teollistuneita maita. OECD:n (2014⁵) vertailun mukaan OECD-maista vain Alankomaat, Australia, Belgia, Irlanti, Kanada, Iso-Britannia ja Yhdysvallat eivät aseta eläkelaitosten eri omaisuuslajeja koskevia rajoja. Rajoitukset liittyvät yleisimmin osakesijoituksiin ja vielä tiukemmin listaamattomiin osakkeisiin. Osakesijoituksissa voi olla toimijakohtaisia eroja, kuten esimerkiksi Saksassa lisäeläkesäätiöt (Pensionsfonds) voivat muista toimijoista poiketen sijoittaa kaikki varansa osakkeisiin. Suomessa yksityisalojen lakisääteisten eläkevarojen osakesijoitusten määrää rajoittavat suoraan vastuuvelan katesäännöt: noteeraamattomien yhtiöiden osakkeisiin eläkevaroja voi lain mukaan sijoittaa enintään 15 prosenttia. Mailla on eriasteisia rajoitteita myös muiden omaisuuslajien osalta. Lisäksi sijoituksista ulkomaille on tavallisesti asetettu rajoitteita. Säännöillä rajoitetaan ulkomaan sijoitusten omaisuuslajikohtaista määrää ja osuuksia kokonaisvarallisuudesta sekä sijoitusten maantieteellistä jakaumaa. Muita rajoituksia ovat sijoitettavien yhtiöiden omistusosuuksia koskevat säännöt.

1.4 Kansalliset puskurirahastot

Eläkekassojen, eläkeyhtiöiden ja säätiöiden lisäksi eläkkeiden rahoitukseen osallistuu monessa maassa valtiollisia tai kansallisia toimijoita, joiden tehtävänä on tasoittaa lakisääteisen eläkejärjestelmän eläkemaksujen vaihtelua ja pienentää niihin kohdistuvaa nousupainetta. Näitä, ns. puskurirahastoja, eivät yleensä sido vakavaraisuussäädökset tai varovaisuusperiaate sijoitustoiminnan toteuttamisen suhteen. Tässä selvityksessä tarkastelluista maista Pohjoismaissa, lukuun ottamatta Tanskaa, puskurirahastot toimivat osana lakisääteisten eläkkeiden rahoittamista.

Puskurirahastoihin sovelletaan kuitenkin paljon erilaista sääntelyä, joka kohdistuu myös sijoitustoimintaan. Sääntely on tällöin usein kirjattuna rahastojen toimintaa ohjaaviin lakeihin tai asetuksiin ja periaatteiltaan se on usein määrällistä, varallisuuslajien suhteellisten osuuksien tai maantieteellisten rajoitusten asettamista. Puskurirahastot voivat kuitenkin asettaa sijoitustoiminnalleen myös eettisiä sääntöjä tai periaatteita, jotka ovat muodoltaan laadullisia.

1.5 Eettiset sijoitusperiaatteet

Eettiset, sosiaalisesti ja ympäristöllisesti vastuulliset sijoitusperiaatteet (Environmental, Social, Governance, ”ESG”) ovat viime vuosina kasvattaneet merkitystään myös eläkevarallisuuden sijoittamisessa. Vertailumaissa nämä periaatteet eivät ole kuitenkaan yleensä sitovia, vaan kyseessä ovat lähinnä vapaaehtoiset tai joissain tapauksissa sijoitusperiaatteiden raportoinnin suhteen velvoittavat periaatteet. Britanniassa laki on velvoittanut eläkerahastot vuodesta 2000 lähtien raportoimaan yleisten sijoitusperiaatteiden ohella myös mahdolli-

5 OECD 2014. Annual Survey of Investment regulation of Pension Funds. <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/annualsurveyofinvestmentregulationofpensionfunds.htm>

set eettiset periaatteet varojen sijoittamisessa. Muissa vertailumaissa eläkerahastoilla ei ole velvoittavaa lainsäädäntöä eettisten periaatteiden noudattamiseen tai raportointiin, mutta usein erityisesti suuret toimijat (esim. Alankomaiden ABP ja PFZW, Ruotsin Alecta) ottavat kuitenkin myös eettiset periaatteet huomioon sijoituspäätöksissään. Eurosif:in 12 Euroopan maata (sisältäen myös tämän selvityksen maat) kattavan vertailun mukaan⁶ 56 prosentilla vertailuun osallistuneista eläkerahastoista eettiset periaatteet otettiin ainakin jossain määrin huomioon sijoitustoiminnassa. Joidenkin monimutkaisten sijoitusinstrumenttien kohdalla periaatteiden noudattaminen voi kuitenkin olla vaikeaa.

Puskurirahastojen suhteen eettiset periaatteet voivat sen sijaan olla velvoittavampia. Norjassa Valtion eläkerahaston (GPF) eettiset säännöt^{7,8} kieltävät sijoitukset muun muassa ase- ja tupakkateollisuuteen ja yhtiöihin, joiden toimintaan liittyy esimerkiksi ihmisoikeuksien loukkaamista, korruptiota tai ympäristörikoksia. Ruotsissa puskurirahastot (Ensimmäinen–Neljäs AP-rahasto) asettivat vuonna 2007 vastuullisen sijoittamisen neuvottelukunnan (Etikrådet⁹), jonka tehtävänä on toimia neuvoa antavana asiantuntijaelimenä muun muassa vastuullista sijoittamista ja yritysten vastuullisuutta koskevista kysymyksistä. Neuvottelukunta pyrkii vaikuttamaan yrityksiin korostamalla vastuullista toimintaa. Kevassa on vastaavanlainen vastuullista sijoittamista koordinoiva ja kehittävä Vastuullisen sijoittamisen ohjausryhmä. Sekä Keva (2008) että VER (2011) ovat allekirjoittaneet YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet (UN PRI)¹⁰.

1.6 Tuotto ja turvaavuus

Lisääntyneiden turvaavuusvaatimusten ja eläkevarojen turvaamiseksi kehitettyjen toimenpiteiden uudistamisen lisäksi ovat väestön ikääntyminen ja Euroopassa viime vuodet jatkunut taloudellinen stagnaatio nostaneet vaatimuksia eläkevaroilta saatavista sijoitustuotoista. Työurien pidentämistavoitteen lisäksi sijoituksille tulisi saada riittävästi tuottoa eläkejärjestelmän kestävyuden turvaamiseksi.

Yleisesti voidaan todeta, että osakkeissa ja muissa korkeamman tuoton instrumenteissa arvojen heilahtelu on voimakkaampaa ja vastaavasti velkakirjoissa ja muissa korkosijoituksissa vähäisempää, mutta toisaalta tuotto jää yleensä osakkeita matalammalle tasolle. Näin tuottonäkökulmasta katsoen osakkeiden ja muiden korkeatuottoisten instrumenttien osuuden tulisi olla merkittävä eläkerahastojen sijoitusportfoliossa, mutta liiallista riskien hakemista ja keskittymistä tulisi välttää sekä varovaisuusperiaatteen mukaisesti että myös riskiperusteisen vakavaraisuussäätelyn johdosta.

6 Eurosif 2011. Corporate Pension Funds & Sustainable Investment Study 2011. <http://www.eurosif.org/semantics/uploads/2014/07/coporate-pensiosn-funds.pdf>

7 Regjeringen.no. Guidelines for the observation and exclusion of companies from the Government Pension Fund Global's investment universe. http://www.regjeringen.no/en/sub/styrer-rad-utvalg/ethics_council/ethical-guidelines.html?id=425277

8 Strategy Council 2013. Responsible Investment and the Norwegian Government Pension Fund Global – Main Report. http://www.regjeringen.no/pages/38525979/sc_mainrreport.pdf

9 Etikrådet. <http://www.ap4.se/etikradet/StartPage.aspx?id=556>

10 VER. <http://www.ver.fi/Public/default.aspx?nodeid=19819&culture=fi-FI&contentlan=1>

Keva. http://www.keva.fi/fi/tietoa_meista/sijoitukset/vastuullinen_sijoittaminen/Sivut/Default.aspx

Vakavaraisuussäädökset ovat keskeinen osa sääntelykehikkoa, jonka tavoitteena on turvata eläkkeiden sijoitustoiminnan riskienhallintaa. Sijoitusriskien lisäämismahdollisuus on vakuutuslaitoskohtaisesti yhteydessä vakavaraisuuspääoman määrään. Suomessa vakavaraisuussäädösten on väitetty rajoittavan eläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan tehokkuutta. Vakavaraisuussäädösten vuoksi työeläkeyhtiöiden sijoitusstrategioiden on väitetty muistuttavan toisiaan liian paljon, ja yhtiöiden ei katsota olevan vapaita tekemään omia sijoituspäätöksiään (ks. esim. Johanson et al. 2011). Ambachtsheer (2013) kysyy Suomen eläkejärjestelmän toimintaa arvioivassa raportissaan tarvitaanko vakavaraisuussäätelyä ollenkaan, koska järjestelmä rahoitetaan 75-prosenttisesti jakojärjestelmästä? Ambachtsheerin mukaan sääntely rajoittaa pitkäjänteistä sijoittamista ja eläkevarat voitaisiin ilman sääntelyä sijoittaa tuottohakuisemmin.

Suomessa tuli vuoden 2007 alusta voimaan sijoitusuudistus, jonka tavoite on kannustaa työeläkesijoittajia lisäämään osakesijoituksia ja sijoittamaan nykyistä tuottohakuisemmin. Samalla osakeriskiä siirrettiin osittain työeläkejärjestelmän yhteisesti kannettavaksi uudella osaketuottoihin sidotulla puskurilla (osaketuottosidonnainen lisävakuutusvastuu). Uudistuksen tavoitteena oli kasvattaa noteerattujen osakkeiden osuutta työeläkelaitosten sijoitusjakaumasta asteittain keskimääräisestä 25 prosentista 35 prosenttiin (HE 77/2006; StVM 31/2006; StVM 33/2008; STM 2010).

Selvityksessä tarkastellaan tuottavuuden ja turvaavuuden välistä rajanvetoa muun muassa eri maiden eläketoimijoiden sijoitusporfolioiden eri instrumenttien suhteellisten osuuksien kautta. Sijoitussäätely ja -strategia sekä toisaalta muut eläkejärjestelmien ominaisuudet (esim. etuusperusteisuus, maksuperusteisuus) realisoituvat käytännössä toimijoiden sijoitus-salkun riskipitoisuuteen. Yksinkertaisuuden vuoksi allokaatiota on usein luontevaa ajatella sijoitusomaisuuden jakautumisena osake- ja korkomarkkinoille. Tätä aspektia on pyritty tarkastelemaan vertailemalla sijoitusporfolioiden muiden kuin korkopaperien osuutta kokonaisuusjoiutuksista. Mitä suurempi on muiden instrumenttien osuus, sitä suuremmaksi voidaan karkeasti arvioida tuotto- ja samalla riskihakuisuus.

Tuottavuuteen ja turvaavuuteen liittyvät myös keskustelut varojen sijoittamisesta ulkomaille ja kotimaahan. Vuonna 2005 vajaa kolmannes eläkevakuuttajien sijoituksista kohdistui Suomeen ja osuus on pysynyt suunnilleen samana nykyhetkeen asti. TELA:n mukaan työeläkevaroja oli maaliskuun lopussa 2014 sijoitettuna Suomeen 49,5 miljardia euroa eli noin 30 prosenttia sijoitusvaroista. Rahoitusteorian oppien mukaan kansainvälisellä hajauttamisella saavutetaan talouden resurssien tehokas käyttö. Lisäksi sijoitusten kansainvälinen hajauttaminen on keskeinen riskienhallinnan menetelmä. Suomessa eläkevakuuttajilta on julkisessa keskustelussa toivottu kotimaisten osakkeiden suosimista ulkomaisiin sijoituksiin verrattuna (equity home bias) muun muassa työllisyyden parantamiseksi. Home bias -ilmiötä on useissa tutkimuksissa todettu esiintyvän ympäri maailmaa. Suomessa yhteys yksityisen puolen eläkerahastojen sijoitusten ja yritysten investointien välillä on historiallisesti ollut tiivis, kun valtaosa sijoituksista käytettiin aina 1990-luvun alkuun asti asiakasyritysten lainarahoitukseen (takaisinlainaus). Rahoitusmarkkinoiden vapautumisen seurauksena tämä tiukka kytkentä eläketoimijoiden takaisinlainauksen ja investointien välillä on kuitenkin purkautunut (Hyytinen et al. 2010.).

1.7 Eläketoimijoiden ulkopuolisesta sääntelystä

Eläkesijoittajat nojaavat sijoitustoiminnassaan laajempaan varainhoitoalaan, jonka puolestaan tulee noudattaa sijoitustoiminnalle asetettuja rajoitteita ja yhä kiristyvää sääntelyä. Näin käytännön sijoitustoiminnassaan eläkerahastot joutuvat huomioimaan myös pankki- ja rahoitussektorin sääntelymuutoksia, yleensä kansainvälisessä kontekstissa.

Selvityksessä tarkastellaan myös näitä sääntelyvaikutuksia eläkkeiden rahoitukseen. Lisäksi luodaan katsaus suoraan eri instrumenttilajeihin kohdistuviin sääntelyhankkeisiin. Pankki- ja rahoituslaitoksilla tarkoitetaan tässä yhteydessä valvonnanalaisia, luvalla toimivia luotto- ja rahoituslaitoksia. Näitä ovat ennen kaikkea talletus- ja liikepankit. Luvanvaraisten liikepankkien lisäksi rahoitusmarkkinoilla toimii enenevässä määrin ns. varjopankkeja, joilla tarkoitetaan säännellyn rahoitusmarkkinan ulkopuolista rahoituksen välittämistä.

1.8 Selvityksen rakenne ja tavoitteet

Tässä selvityksessä tarkastellaan miten Suomi sijoittuu vertailtaessa eläkejärjestelmien sijoitustoimintaa ja siihen läheisesti liittyvää vakavaraisuussääntelyä sekä muuta sijoitussääntelyä valituissa esimerkkimaissa. Selvityksessä tarkastellaan myös kyseisissä maissa eläkejärjestelmien keskeisten toimijoiden sijoitusten jakaumia ja sijoitustoiminnalla saavutettuja tuottoja. Kustakin maasta on valittu 1–3 esimerkkitoimijaa. Lisäksi pohditaan sekä kansallisten että kansainvälisten sääntelykehikoiden vaikutusta eläkesijoittamiseen.

Vertailumaiksi on valittu eurooppalaisia maita; Alankomaat, Britannia, Norja, Ruotsi ja Tanska, joissa kaikissa eläkevaroilla on merkittävä osuus eläketurvan kestävyuden ja riittävyyden näkökulmasta katsottuna. Vertailumaissa (työ)eläkejärjestelmät ovat myös pitkälle kehittyneitä, joskin niiden rakenne ja toteutustapa vaihtelevat pohjoismaisten eläkejärjestelmien pakollisen ja tiukasti säännellyn työeläketurvan ja angloamerikkalaisen mallin mukaisen vapaaehtoiseen lisäeläkejärjestelyihin ja vähäisempään sääntelyyn perustuvan mallin välillä.

Työeläketurvan rahoituksen näkökulmasta tarkasteltuna selvityksessä tarkastellut maat voidaan jakaa kahteen osaan: täysin rahastoivaan tekniikkaan ja yksityisiin toimijoihin perustuviin järjestelmiin (Alankomaat, Britannia, Tanska) sekä jakojärjestelmäperusteisiin, kansallisia puskurirahastoja hyödyntäviin järjestelmiin (Ruotsi, Norja). Suomen työeläkejärjestelmän rahoituksessa on piirteitä molemmista tekniikoista: jakojärjestelmäperusteisuus, jota täydentää (pääasiassa) yksityisten toimijoiden hoitama osittainen rahastointi. Näin voidaan ajatella, että Suomi asettuu rakenteellisessa tarkastelussa vertailtavien maiden keskele. Tarkastelun kohteena oleva sijoitussääntely onkin hyvä nähdä myös tästä näkökulmasta.

Selvitys jakautuu kolmeen osaan. Ensimmäisessä osassa käydään läpi mitkä ylikansalliset säännöt ohjaavat sijoitustoimintaa ja miten ylikansallinen sääntely vaikuttaa sekä eläketoimijoiden että niihin läheisesti liittyvän rahoitussektorin sijoitustoimintaan. Toisessa osassa kuvataan eläketoimijoita ja sijoitustoimintaympäristöä valituissa esimerkkimaissa. Kolmannessa osassa vertaillaan sijoitustoiminnan tuottoja ja eroja sijoitusallokaatioissa valittujen toimijoiden osalta. Lopuksi yhteenvedossa esitetään keskeisiä tuloksia ja vastataan alla esitettyihin kysymyksiin.

- Mitkä ovat sijoitustoimintaa ohjaavat keskeiset säännöt ja periaatteet eri maissa?
- Mikä on sijoitusten riskipitoisuus eri maissa?
- Mikä on ulkomaisten ja kotimaisten sijoitusten osuus esimerkkitoimijoiden sijoitusjakaumassa?
- Minkä suuruista tuottoa esimerkkitoimijat ovat eläkevaroilleen saaneet viime vuonna?

Selvityksessä ei oteta kantaa teoreettisesti optimaaliseen sijoitussalkkuun, vaan tarkastellaan sijoitusporfolioiden riskipitoisuutta ja onko niin sanottua equity home bias -ilmiötä havaittavissa Suomessa ja vertailumaissa. Sijoitusallokaatioiden lisäksi tarkastellaan myös miten esimerkkitoimijoiden sijoitustuotot vertautuvat toisiinsa.

LÄHTEET

Ambachtsheer, K. (2013) Suomen eläkejärjestelmä: Instituutiorakenne ja hallinto. Eläketurvakeskus. http://www.etk.fi/fi/service/julkaisut/440/julkaisut?contentPath=fi/julkaisut/tutkimusjulkaisut/erillisjulkaisut/suomen_elakejarjestelma_instituutiorakenne_ja_hallinto

Galer, R. (2002) Prudent Person Rule Standard for the Investment of Pension Fund Assets. OECD. <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/2488700.pdf>

HE 77/2006. Hallituksen esitys Eduskunnalle eläkelaitosten toimintapääomaa ja vastuuvelkaa koskevien säännösten muuttamiseksi. <http://www.finlex.fi/fi/esitykset/he/2006/20060077>

Hyytinen, A. & Määttä, N. & Lassila, J. & Valkonen, T. (2010) Eläkevaroilla vauhtia Suomen talouskasvuun? Keskusteluaiheita, no 1224. ETLA, Elinkeinoelämän tutkimuslaitos. Helsinki. http://www.researchgate.net/publication/50836083_Elkevaroilla_vauhtia_suomen_talouskasvuun

Johanson J-E. & Lassila J. & Niemelä H. (toim.) (2011) Eläkevalta Suomessa. Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos ETLA. ETLA B250. <http://www.etla.fi/wp-content/uploads/2012/09/B250.pdf>

OECD (2014) Annual Survey of Investment regulation of Pension Funds. <http://www.oecd.org/finance/privatepensions/annualsurveyofinvestmentregulationofpensionfunds.htm>

Severinson, C. & J. Yermo (2012) The Effect of Solvency Regulations and Accounting Standards on Long-Term Investing: Implications for Insurers and Pension Funds. OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions. No. 30. OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/5k8xd1nm3d9n-en>

STM, Sosiaali- ja terveysministeriö (2010) Yksityisten alojen työeläkejärjestelmän vakavaraisuussääntelyn uudistamista selvittäneen laaja-alaisen työryhmän selvitys. http://www.stm.fi/c/document_library/get_file?folderId=1082856&name=DLFE-11454.pdf

StVM 31/2006 vp. Sosiaali- ja terveysvaliokunnan mietintö. Hallituksen esitys lakisääteistä eläkevakuutustoimintaa harjoittavien eläkelaitosten sijoitustoimintaa ja vakavaraisuutta koskevien säännösten muuttamista koskevaksi lainsäädännöksi. http://www.eduskunta.fi/faktatmp/utat-mp/akxtmp/stvm_31_2006_p.shtml

StVM 33/2008. Sosiaali- ja terveysvaliokunnan mietintö. Hallituksen esitys lakisääteistä eläkevakuutustoimintaa harjoittavien eläkelaitosten sijoitustoimintaa ja vakavaraisuutta koskevien säännösten muuttamista koskevaksi lainsäädännöksi. http://www.eduskunta.fi/faktatmp/utatmp/akxtmp/stvm_33_2008_p.shtml

2 Ylikansallisen sääntelyn vaikutus eläkerahastojen sijoitustoimintaan

Ilkka Geitlin, Tela

Tämä osa esittelee sijoitustoiminnan kansainvälisiä sääntelymuutoksia sekä niiden mahdollisia vaikutuksia eläkelaitosten sijoitustoimintaan. Aluksi käydään läpi yleisesti pankki- ja rahoitusalan sääntelymuutoksia sekä esitellään lyhyesti vakuutusala sääntelevät ylikansalliset Solvenssi II- ja IORP-direktiivit. Tämän jälkeen luodaan katsaus eri sijoitusinstrumentteihin kohdistuviin sääntelymuutoksiin.

Eläkelaitoksilla tarkoitetaan esityksessä laajasti eri yhtiö- tai oikeudellisessa muodossa toimivia oikeushenkilöitä, jotka joko vain hallinnoivat sijoitusvaroja (ns. puskurirahasto) tai hoitavat tämän lisäksi myös eläkevakuuttamista (eläkelaitokset). Näihin kahteen toimijaryhmään lukeutuvat Suomessa keskinäiset työeläkevakuutusyhtiöt, eläkesäätiöt ja -kassat, Suomen valtion eläkerahasto VER, julkisen sektorin eläkevakuutuslaitos Keva sekä erityislaitalla perustetut eläkelaitokset. Jäljempänä esityksessä käytetään termiä eläkerahasto kuvaamaan kaikkia näitä Suomen toimijoita sekä myös ulkomaisia eläkerahastoja tai -laitoksia siltä osin kuin nämä hallinnoivat sijoitusvaroja. Edelleen termiä ”eläkesijoittaja” tullaan käyttämään samalla periaatteella kuin eläkerahastoa, eli riippumatta eläketoimijan juridisesta muodosta.

2.1 Pankkien pääomavaatimusten muutokset ja Basel-säännöstö

Käytännön sijoitustoiminnassa eläkerahastot joutuvat huomioimaan myös pankki- ja rahoitussektorin sääntelymuutoksia, koska pankeilla on merkittävä rooli pääomamarkkinoilla muun muassa arvopaperikaupassa, rahoituksen välittäjinä, markkinatakauksessa sekä valuutta- ja maksujärjestelmien ylläpitäjinä. Pankeilla tarkoitetaan tässä yhteydessä valvonnanalaisia, luvalla toimivia luotto- ja rahoituslaitoksia. Pankkien lisäksi rahoitusmarkkinoilla toimii enenevässä määrin ns. varjopankkeja, joilla tarkoitetaan pankkimarkkinan ulkopuolista rahoituksenvälittämistä¹. Varjopankkitoimintaa käsitellään tarkemmin luvussa 2.1.2.

Merkittävimmän pankkisektorin sääntelykokonaisuuden muodostaa ns. Basel-säännöstö, jonka sisällöstä päätetään Bank for International Settlements -instituutissa (BIS). Basel-säännöstöstä on julkaistu jo instituutin historian kolmas kodifikaatio, niin sanottu Basel III². Tämä sääntelee ennen kaikkea pankkien vakavaraisuutta; pankkien vakavaraisuuspääoma jaetaan eri osiin (tier), joista toiset ovat pitkäaikaisia varoja ja toisten tulee olla realisoitavissa nopeasti. Ns. LCR (liquidity coverage ratio) sisältää säännökset siitä, kuinka paljon luotolaitoksella tulee olla 30 päivän sisällä realisoitavia arvopapereita.

LCR tulee portaittain voimaan siten, että pankeilla tulee olla täydestä määrästä 60 % vuonna 2015, 70 % 2016, 80 % 2017, 90 % 2018 ja lopulta 100 % 2019. Pankilla tulee olla riittävä määrä korkealaatuisia, likvidejä arvopapereita, jotka ovat joko käteistä tai voidaan

1 Financial Stability Board: Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking – An Overview of Policy Recommendations, 29 Aug 2013.

2 <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>.

helposti muuttaa käteiseksi (high quality liquid assets, HQLA)³. HQLA-määrettä suhteutetaan kokonaisnettomaksuihin, joita toimijalla on odotettavissa seuraavan 30 päivän aikana.

HQLA jaetaan edelleen kahteen pääluokkaan. Tason 1 varoihin luetaan käteinen, keskuspankkitalletukset sekä tietyt markkina-arvopaperit, joilla on valtiollinen tai keskuspankin takaus. Taso 2 jaetaan edelleen alatasoihin 2A ja 2B. Alatasoon 2A luetaan tietyt valtiolliset arvopaperit, vakuudelliset joukkovelkakirjat ja yritysten velkamuotoiset arvopaperit. Alatasoon 2B luetaan huonommin luokitellut yritysten joukkovelkakirjalainat, asuntovakuudelliset joukkovelkakirjat ja tietyt osakkeet⁴. Arvopapereiden tulisi lisäksi olla hajautettu kussakin luokassa eri liikkeeseenlaskijoiden kesken.

Pääomavaateiden osalta Basel III jakaa pankkien pääomarakenteen useammalle eri tasolle. Ensinnäkin pankeilla on oltava 8 % vähimmäispääoman taso taseesta (Total Capital, Tier 1 ja Tier 2). Tästä 4,5 % tulee olla ydinpääomaa (Common Equity Tier 1), 1,5 % muita ensisijaisia omia varoja (Tier 1 Capital 6 %) sekä 2 % toissijaisia omia varoja (Tier 2 Capital). Tämän lisäksi pääomarakenteelta voidaan velvoittaa 2,5 % suuruista kiinteää lisäpääomavaatimusta, 0–2,5 % harkinnanvaraista (viranomaisen asettamaa) puskurierää liiallisen luotonannon tilanteissa, 0–2 % lisäydinpääomavaatimusta luottolaitoksen systemisen merkittävyyden perusteella sekä 0–2 % pilarin 2 pääomaa pankin muiden riskien kattamiseksi viranomaisen erillisestä määräyksestä⁵. Enintään pääomavaade voisi siis olla 17 % luottolaitoksen taseesta. On kuitenkin tärkeä havaita, että näistä tasoista on olemassa kansallisia tai alueellisia poikkeamia; tässä esitetyt tasot muodostavat pohjarungon Basel III -säännöstössä.

Ydinpääoman ja LCR-suureen lisäksi pankeilta edellytetään tiettyä nettorahoitussuhdetta (net stable funding ratio, NSFR), jolla arvioidaan pankin oman varainhankinnan ja jälle-rahoituksen pitkäaikaisuutta ja hallittavuutta. Lisäksi NSFR-suureella pyritään täsmäyttämään pankin varoja ja vastuita (ns. pitkä ja lyhyt rahoitus).

Basel III -säännöstö on sisällytetty EU-alueella niin sanottuun CRDIV-direktiiviin⁶ ja CRR-asetukseen⁷. Direktiiviin ja asetukseen on sisällytetty Basel III -säännökset sekä muita pankkien toiminnalle asetettuja minimivaatimuksia EU-alueella. Komissio on myös halunnut yhdenmukaistaa EU-alueen pankkien kilpailuedellytykset ja siksi kaikkien pankkien pääomavaateet on säädetty Basel III -säännöstön tasolle, eikä yksinomaan suurpankkien. CRD-kokonaisuudessa on myös tarkennettu säännöksiä pankkivalvonnasta, viranomaisten määräämistä hallinnollisista sanktioista sekä pankkikonsernien hallinnosta (mm. ylimmän johdon järjestäminen suhteessa hallitukseen).

3 Bank of International Settlements, Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools, Jan 2013.

4 Bank of International Settlements, Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools, Jan 2013.

5 Suomen Pankki, Euro&Talous 2/2014, Rahoitusjärjestelmäpolitiikka.

6 Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, 26 Jun 2013, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC.

7 Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No 648/2012.

2.1.1 Pankkien liiketoiminnan sääntelymuutokset

Basel III -säännösten lisäksi pankeille merkittävät sääntelymuutokset ovat kohdistuneet siihen, mitä toimintaa pankki voi harjoittaa. Yhdysvalloissa Dodd-Frank lakikokonaisuuden⁸ yksi osa, niin sanottu Volcker-sääntö⁹, rajoittaa pankkien kaupankäyntiä taseen omilla varoilla (proprietary trading). Samaa kysymystä on käsitelty Iso-Britannian niin sanotun Vickersin ryhmän¹⁰ sekä Euroopan komission niin sanotun Liikasen ryhmän¹¹ työssä. Molemmat ryhmät ovat esittäneet suosituksiaan muun muassa siitä, miten pankkitoiminnan ja omien varojen kaupankäynnin suhdetta tulisi jatkossa käsitellä. Liikasen ryhmän työn pohjalta on EU-komissio antanut asetusehdotuksen¹² 29.1.2014.

Volcker-sääntö

Volcker-sääntö ensinnäkin rajoittaa pankkeja toimimasta pääoma- tai hedgerahastoja hallinnoivina managereina¹³. Erilaiset pääoma- ja hedgerahastot tulisi irrottaa konsernista ja liikepankin omasta taseesta. Nämä rahastot tulee joko myydä pois tai siirtää erilliseen yhtiöön. Myös MBO (management buy out) eli toimivan johdon koordinoima ja toteuttama ulososto voi olla tapa toteuttaa irrottaminen.

Toiseksi pankkien toimintaa niin sanotussa underwriting- eli markkinamuodostuksessa (market-making) rajoitetaan muun muassa siten, että underwriting-toiminnassa pankin underwriting-positio ei saa ylittää markkinoilla kohtuudella odotettavissa olevaa lähiajan kysyntää¹⁴; määritelmä on kuitenkin haastava ja käytännössä toteutus voi vaihdella. Markkinamuodostamisella tarkoitetaan yleisesti toimintaa, jossa pankki pitää omassa taseessaan arvopapereita, joita markkinaosapuolet tavallisesti ostavat toisiltaan.

Kolmanneksi pankeille on määrätty tarkempia ja pääosin tiukempia sisäisen valvonnan ja hallinnon järjestämisen eli compliancen vaatimuksia. Näissä pyritään huomioimaan pankin koko. Pankkien tulisi järjestää erillinen compliancen toteuttamista valvova ohjelma, johon myös ylimmän johdon on sitouduttava. Tästä poikkeuksena ovat kuitenkin pankit, joiden liiketoiminnassa ei ole muuta kuin perinteistä pankkitoimintaa.

Compliance-ohjelman lisäksi pankkien on raportoitava säännöllisesti kaupankäynnistään sekä dokumentoitava jatkuvasti kaupankäyntiä. Volcker-sääntöä koskevat myös 50 miljardin dollarin ja 25 miljardin dollarin raja-arvot; yli 50 miljardin dollarin konsernit joutuvat käynnistämään raportointinsa jo kesällä 2014, mutta 25–50 miljardin dollarin konsernit vas-

8 The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub.L. 111–203, H.R. 4173.

9 Kts. mm. Department of the Treasury, Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds.

10 Independent Commission on Banking, Final Report – Recommendations, Sep 2011.

11 High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector chaired by Erkki Liikanen, Final Report, 2 Oct 2012.

12 Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on structural measures improving the resilience of EU credit institutions, COM(2014) 43 final.

13 CFTC Division of Swap Dealer and Intermediary Oversight Responds to Frequently Asked Questions Regarding Certain Requirements under Section 13 of the Bank Holding Company Act of 1956

14 Final Rules to Implement the "Volcker Rule"; Board of Governors of the Federal Reserve System, Commodity Futures Trading Commission, Federal Deposit Insurance Corporation, Office of the Comptroller of the Currency ja Securities and Exchange Commission.

ta huhtikuusta 2016. Mikäli konsernin tase on 10–25 miljardia dollaria, käynnistyvät raportointivelvoitteet vasta joulukuussa 2016.

Vickersin ryhmä

Vickersin ryhmän raportissa esitetään muun muassa, että vähittäispankkitoiminta, joka palvelee kotitalouksia, pk-yrityksiä ja maksuliikennettä (retail activities), eriyttäisiin (ring-fence) riskipitoisemmista toiminnoista. Ajatus siten olisi, että eriyettyyn osaan voitaisiin kohdistaa valtiollisia tukitoimenpiteitä sekä talletussuojaa, mutta riskillisempään osaan ei kohdistuisi tukia, vaan tappiot tulisivat osakkeenomistajien kannettavaksi. Eriytetyssä osassa ei tulisi olla muun muassa:

- ETA-alueen ulkopuolisten asiakkaiden palvelut
- rahoitusalan riskejä sisältävät palvelut (services resulting in exposure to financial customers)
- kaupankäynti omilla varoilla (trading book activities)
- jälkimarkkinapalvelut ml. arvopapereiden ja arvopaperistettujen lainojen osto ja myynti sekä johdannaiskaupat pois lukien suojaavat, riskienhallintaan liittyvät johdannaiset¹⁵.

Eriytetyssä osassa tulisi kuitenkin sallia riittävästi yrityslainanantoa, joka voidaan täsmäyttää talletusvaroihin, jotta varojen ja vastuiden välille ei synny täsmäytysvajeita. Raportissa arvioidaan, että eriytettyjen osien sisälle jäisi pankkien taseista 12,5–33 prosenttia; valtaosa pankkien taseista jäisi siten ulkopuolelle. Raportissa on myös arvioitu, että pankkien tappionsietokykyä tulisi Ison-Britannian suurten pankkiryhmien osalta kasvattaa 17–20 prosenttia; tämän lisäksi pankkien ydinpääoman tason tulisi olla vähintään 10 prosenttia (vrt. Basel III 7–8 % vaade).

Liikasen ryhmä ja komission asetusehdotus COM(2014) 43

Asetusehdotuksen soveltamisalaan kuuluisivat unionin luottolaitokset sekä näiden EU-alueen emoyritykset mukaan lukien kolmansien maiden tytäryhtiöt ja sivuliikkeet. Lisäksi asetusta sovellettaisiin unionissa toimiviin kolmansien maiden pankkien sivuliikkeisiin ja tytäryrityksiin. Asetuksen 2 artiklassa todetaan asetuksen kohteeksi omaan lukuun tapahtuvan kaupankäynnin kieltäminen sekä tiettyjen kaupankäyntitoimintojen eriyttäminen. Pankkirakenneasetusta ei ole tarkoitus soveltaa kaikkiin pankkeihin; asetuksen 3 artiklan mukaan asetusta sovellettaisiin pankkeihin, joiden kokonaisvarat ovat kolmena peräkkäisenä vuonna vähintään 30 miljardia euroa ja kaupankäyntitoiminnot ovat vähintään 70 miljardia euroa tai 10 prosenttia kokonaisvaroista¹⁶. Myös jos pankki on luokiteltu direktiivin 2013/36/EU

15 Independent Commission on Banking, Final Report – Recommendations, Sep 2011, s. 11–12.

16 Ehdotus Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetukseksi EU:n luottolaitosten häiriönsietokykyä parantavista rakenne-toimenpiteistä, Bryssel 29.1.2014, COM(2014) 43 final.

131 artiklan mukaisesti maailmanlaajuiseksi järjestelmän kannalta merkittäväksi laitokseksi, kuuluu se asetuksen soveltamisalan piiriin.

Asetusehdotuksen 6 artiklan mukaan artiklan soveltamisalaan kuuluvat pankit eivät enää saisi harjoittaa muun muassa asetusehdotuksessa määriteltyä kaupankäyntiä omilla varoilla tai omaan lukuun (proprietary trading). Tämä taas on määritelty artiklassa 5 siten, että sillä tarkoitetaan kaupankäyntiä, jossa omalla pääomalla tai lainavaroilla otetaan positio instrumentin tai hyödykkeen ostoon, myyntiin tai luovutukseen ja jonka tarkoitus on vain voiton tuottaminen ilman yhteyttä asiakkaan lukuun tapahtuvaan toimintaan. Lisäksi edellytetään, että kaupankäynnissä käytetään position ottamiseen ja voiton tuottamiseen erikoistuneita kaupankäyntiyksiköitä, muita yksiköitä, osastoja tai kaupankäyntiä hoitavia henkilöitä. Pankkikonsernit voisivat kuitenkin jatkaa muiden kuin kiellettyjen toimintojen harjoittamista toimivaltaisen viranomaisen harkinnan mukaan; muilla kuin kielletyillä toiminnoilla viitataan siis tässä sellaiseen markkinatakaukseen, jota pankki harjoittaa esimerkiksi markkinatakaajana, luotonantajana erilaisille rahastoille tai sijoittajana ja järjestäjänä arvopaperistamisessa.

Asetusehdotuksen 7 artiklan mukaan palkitsemistakin koskevat säännöt on suunniteltava siten, ettei niillä kannusteta suoraan tai välillisesti henkilöstön jäsentä suorittamaan kiellettyjä toimintoja tai palkita tällaisten toimintojen suorittamisesta. Artiklan 10 mukaan viranomainen voisi määrätä, että tietyt toiminnot tulee eriyttää pankin konsernista. Artiklan 13 mukaan tällaisen päätöksen jälkeen kyseessä olevat kaupankäyntitoiminnot tulisi siirtää konserniyhtiöön, joka olisi juridisesti, taloudellisesti ja toiminnallisesti erillinen pankista. Eriytetyn yhtiön mahdollisuuksia ottaa vastaan talletuksia sekä tarjota maksuliikennepalveluja säänneltäisiin ehdotuksen 20 artiklassa. Asetusehdotuksessa käsitellään myös oman riskin vakaata hallintaa (11 art.), riskienhallintapalvelujen tarjoamista asiakkaille (12 art.), konsernin sisäisten (14 art.) ja ulkopuolisten (15 art.) suurten asiakasriskien rajoja, luottoriskin vähentämistekniikoista (art. 16), eriyttämissuunnitelmaa (art. 18), kynnsarvojen laskemista (22–23 art.), toimivaltaisten viranomaisten valtuuksia ja tehtäviä (art. 26) sekä kolmansien maiden järjestelmien vastaavuutta (art. 27).

Liikasen ryhmän raportissa suositeltiin muun muassa pankeille sijoittajavastuuintstrumenttien laadintaa yhdeksi kriisintarkaisuvälineeksi. Sijoittajavastuuintstrumenteilla (bail-in instruments) tarkoitetaan raportissa sellaista oman pääoman erää, joka käytetään ensisijaisesti tappioiden katteiksi. Instrumenttien luonteen tulisi kuitenkin olla riittävän selvä sijoittajille. Raportissa on käsitelty myös muun muassa riskipainoja lainakirjojen eri instrumenteilla sekä pääomavaateen määrittämisessä käytettäviä riskiparametrejä¹⁷. Lisäksi raportissa on käsitelty myös elvytys- ja kriisintarkaisusuunnitelmien laadintaa. Elvytys- ja kriisintarkaisusuunnitelmassa (recovery and resolution plan) pankki kuvaisi valvojalle, miten pankin kulloisenkin taseen mukainen riskikeskittymä olisi konkurssitilanteessa parhaiten selvitettävissä.

17 High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, Chaired by Erkki Liikanen, Final Report, 2 Oct 2012.

2.1.2 Euroalueen yhtenäinen pankkivalvonta ja kriisinratkaisudirektiivi

Euromaat ovat sopineet yhteisestä pankkivalvonnasta (Single Supervisory Mechanism, SSM) sekä yhteisestä pankkikriisien ratkaisukehikosta (Single Resolution Mechanism, SRM)¹⁸. Lisäksi EU-alueelle suunnitellaan yhtenäistä ohjeistusta talletus- ja liikepankeille (EU Single Rulebook)¹⁹. Pankkien kriisinratkaisumenettelydirektiivi (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD) annettiin 15.5.2014²⁰. Direktiivin lisäksi komissio antoi 21.10.2014 ehdotuksen delegoiduksi asetukseksi²¹, jossa muun muassa määritettäisiin, miten paljon kukin yksittäinen luottolaitos joutuisi maksamaan vuosittain selvitystilarahastoihinsa. Asetusehdotus on yksityiskohtainen sisällöltään ja sisältää useita liitteitä. Lisäksi EBA (European Banking Authority) on pitänyt runsaan määrän erilaisia kuulemismenettelyitä markkinatoimijoille muun muassa teknisistä standardiehdotuksista ja ohjeistuksista²².

Direktiivin 2014/59/EU 3 artiklan mukaan kunkin jäsenvaltion on nimitettävä yksi tai useampi kriisinratkaisuviranomainen, jolla on valtuudet käyttää kriisinratkaisuvälineitä sekä -valtuuksia. Direktiivin 5–12 artikloissa käsitellään pankkien elvytys- ja kriisinratkaisusuunnitelmien sisältöä ja yksityiskohtia. Elvytysuunnitelmissa ei saa olettaa poikkeuksellisen julkisen rahoitustuen saatavuutta tai vastaanottamista. Kriisinratkaisuviranomaisten vastuulla on 10 artiklan mukaisesti kriisinratkaisusuunnitelmien laadinta. Konsernitason kriisinratkaisusuunnitelmat on edelleen laadittava yhteistyössä tytäryritysten sijaintimaiden viranomaisten kanssa. Direktiivissä on annettu kriisinratkaisuviranomaisille laajat valtuudet puuttua valvottavien luottolaitosten toimintaan. Direktiivin 15–18 artiklassa käsitellään luottolaitosten ja konsernien purkamiskelpoisuutta ja 19–26 artiklassa muun muassa konsernin sisäistä rahoitustukea.

Artikloissa 31–34 käsitellään kriisinratkaisua tarkemmalla tasolla. Artiklan 34 (Kriisinratkaisua koskevat yleiset periaatteet) 1 kohdassa todetaan, että tappioista vastaavat ensin kriisinratkaisun kohteena olevan laitoksen osakkeenomistajat. Artiklassa 37 taas käsitellään kriisinratkaisuvälineiden yleisiä periaatteita ja artiklassa 40 omaisuudenhoitoyhtiön käyttöä kriisinratkaisussa. Velkakirjojen arvojen alaskirjausta, mikä voi kriisipankin varojen selvityksessä olla tärkeä osa käytännön työtä, käsitellään muun muassa 43, 46–47, 51 ja 53–55 artikloissa. Varsinaiset kriisinratkaisuvälineet on lueteltu 37 artiklassa, jossa seuraavat välineet on todettu: a) liiketoiminnan myynti b) omaisuudenhoitoyhtiön käyttö c) varojen erotelu ja d) velkakirjojen arvon alaskirjaus. Pääomainstrumenttien alaskirjausta taas käsitel-

18 Kts. mm. Council Regulation (EU) No 1024/2013 of 15 Oct 2013 conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions sekä Regulation (EU) No 1022/2013 of the Parliament and the Council of 22 Oct 2013 amending Regulation (EU) No 1093/2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority) as regards the conferral of specific tasks on the European Central Bank pursuant to Council Regulation (EU) No 1024/2013.

19 <http://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/single-rulebook>.

20 Directive 2014/59/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending...

21 Commission Delegated Regulation (EU) No.../... of XXX supplementing Directive 2014/59/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 with regard to ex ante contributions to resolution financing arrangements, C(2014) 7674/3.

22 EBA/CP/2014/30 October 2014, EBA/CP/2014/29 October 2014, EBA/CP/2014/28 September 2014, EBA/CP/2014/26 September 2014, EBA/CP/2014/25 September 2014, EBA/CP/2014/24 September 2014, EBA/CP/2014/23 September 2014, EBA/CP/2014/22 September 2014, EBA/CP/2014/21 September 2014, EBA/CP/2014/09 September 2014, EBA/CP/2014/18 July 2014, EBA/CP/2014/16 July 2014, EBA/CP/2014/15 July 2014, EBA/GL/2014/06 July 2014, EBA/RTS/2014/12 July 2014 ja EBA/RTS/2014/11 July 2014.

lään muun muassa 59–60 artikloissa. Direktiivin V osasto (87–92 art.) käsittelee erikseen rajat ylittävää kriisinratkaisua eli tilannetta, jossa kriisinratkaisuun osallistuu useampi kuin yksi jäsenvaltio. VI osasto (93–98 art.) taas sisältää säännöt suhteessa kolmansiin maihin eli EU:n ulkopuolisiin valtioihin. Direktiivin liitteissä luetellaan elvytysuunnitelmiin sisällytettävät tiedot (jakso A), viranomaisen pyydettävät tiedot kriisinratkaisusuunnitelmia varten (jakso B) sekä seikat, joita kriisinratkaisuviranomaisen on arvioitava arvioidessaan laitoksen tai konsernin purkamismahdollisuuksia (jakso C).

2.1.3 Varjopankkitoiminta

Luvanvaraisen liikepankkisektorin lisäksi rahoitussektorilla toimii ns. varjopankkeja (shadow banks), jotka tyypillisesti ovat erilaisia juridisia yhteisöjä tai yhtiöitä, jotka keräävät varoja sijoittajilta. Kerättyjä varoja käytetään edelleen velka- tai pääomasijoituksina reaalityönteeseen tai toisille toimijoille. Varjopankkisektorin toimijat ovat pääsääntöisesti säänneltyjä muilla sääntelyalueilla kuin luottolaitossääntelyn piirissä; muun muassa erilaiset sijoitusrahastot ja yhteissijoitusyhteisöt noudattavat rekisteröintimaansa lakeja toiminnassaan.

Varjopankki nimityksen sijasta sektoria voitaisiinkin kutsua myös esimerkiksi muuksi rahoitustoiminnaksi tai pankkisektorin ulkopuoliseksi rahoitukseksi. Esimerkiksi jos vahinkovakuutusyhtiö lainoittaa kiinteistökaupan pankin sijasta, toimii vahinkovakuutusyhtiö varjopankkina. Varjopankkeja ovatkin muun muassa erilaiset trustit, yhteissijoitusinstrumentit, pääomarahastot (mikäli nämä lainoittavat yrityksiä pankkien sijasta), yksityisten varainhoitajien hallinnoimat ja lainausta harjoittavat sijoitusrahastot sekä muut yhteisömuodot, jotka perustetaan joko pelkästään tai osin lainoittamaan reaalityönteeseen.

Sekä länsimaissa että Aasiassa on enenevässä määrin varjopankkisektorin toimijoita. Sektorin koosta on esitetty vaihtelevia arvioita. Financial Stability Board -instituutti (FSB) pyrkii vuosittain selvittämään varjopankkisektorin laajuutta ja viimeksi vuodelta 2013²³. Varjopankkien hallinnoimien varojen osuus globaaleista rahoitusvaroista on FSB:n mukaan arviolta 24 prosenttia ja noin puolet säännellyn pankkisektorin koosta. Sektorin varojen määräksi arvioidaan 71 triljoonaa dollaria. Varjopankkitoiminnan osuus vaihtelee kuitenkin maittain; Hollannissa sektorin osuus on arviolta 45 prosenttia, kun taas Iso-Britanniassa vain 25 prosenttia. Osuuteen vaikuttaa muun muassa maan pankkisektorin koko, sekä onko maahan muodostunut merkittävä sijoitusrahastojen ja -yhtiöiden regiimi. Merkille pantavaa on myös, että finanssikriisin jälkeen varjopankkisektorin kasvu on joissain maissa ollut huomattavan ripeää, muun muassa Kiinassa, Intiassa ja Indonesiassa. Syynä tähän on muun muassa talouskasvun aiheuttama, sijoitusvarojen määrän kasvu.

2.1.4 Mahdolliset vaikutukset eläkerahastojen sijoitustoimintaan

Pankkisääntelyn täsmällisiä vaikutuksia eläkesijoittajille on vaikea arvioida, mutta vaikutukset saattavat näkyä muun muassa arvopapereiden likviditeetissä. Kun pankit todennäköisesti jatkossa vähentävät ns. market making -toimintaa, ei arvopapereiden vaihdanta ole

23 Financial Stability Board, Global Shadow Banking Monitoring Report 2013, Nov 2012.

välttämättä yhtä vilkasta kuin nykyisin. Osin market making -toimintaa voi siirtyä muille toimijoille, kuten varjopankkisektorin toimijoille, mutta on mahdotonta sanoa, kuinka suuressa määrin tätä tapahtuisi. Lisäksi siirtymäsäännösten takia sääntelymuutokset eivät ole vielä astuneet kokonaan voimaan. Myös perinteistä lainaustoimintaa saattaa siirtyä varjopankkisektorille. Lainaukseen saattavat tulevaisuudessa osallistua esimerkiksi vakuutusalan toimijat, koska lainaus voi toisinaan olla myös sijoituskeino; samaan kohteeseen voidaan monesti sijoittaa joko ostamalla osakkeita tai myöntämällä lainaa kohdetaholle.

Pääomamarkkinoilla saatetaan edelleen siirtyä uudentyypisiin toimintatapoihin ja tuotteisiin, mikä voi heikentää kielteisiä vaikutuksia tai tuoda uusia instrumentteja sijoittajien käyttöön. Markkinoille on jo tullut uusia pankkisijoitusinstrumentteja, ns. coco-instrumentteja (contingent capital)²⁴. Tavallinen ehto coco-sijoitukselle on, että mikäli pankin vakavaraisuustaso laskee tietyn rajan alle, muunnetaan laina automaattisesti osakkeiksi, mikä muunnos vahvistaa pankin pääomarakennetta. Markkinoille on myös laskettu liikkeelle coco-lainoja, joiden osuudet mitätöityvät vastaavassa tilanteessa. Uusien instrumenttien optimaalinen riski-tuottohinnoittelu onkin lyhyen ajan haaste sijoittajille.

2.2 Solvenssi II- ja IORP -direktiivien pääpiirteet

2.2.1 Solvenssi II -direktiivi

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/138/EY vakuutus- ja jälleenvakuutus-toiminnan aloittamisesta ja harjoittamisesta (jäljempänä Solvenssi II -direktiivi tai direktiivi) annettiin 25.11.2009. Direktiivin oli tarkoitus astua voimaan 31.10.2012. Direktiivin suurimmat vaikutukset kohdistuvat keskeisiin vakuutusyhtiön toimintaa sääteleviin asiakokonaisuuksiin, joita ovat vakuutusyhtiön vakavaraisuusvaatimukset, hallintojärjestelmä, raportointi ja tietojen julkistaminen sekä valvonta. Uudistuksen merkitys on erittäin suuri Euroopan vakuutusosalalle ja valvontaviranomaisille, koska osassa Euroopan maita vakuutusyhtiöt tai vakuutusyhtiö tyyppiset toimijat hoitavat suuremman osan sosiaalivakuuttamisesta kuin Suomessa. Solvenssi II -direktiivin soveltamisala ei kuitenkaan kata lakisääteistä eläkevakuuttamista eikä täten myöskään Suomen lakisääteistä työeläkejärjestelmää. Monissa muissa Euroopan maissa ammatillisten lisäeläkkeiden merkitys on huomattavasti suurempi ja näistä merkittävä osa on henkivakuutusyhtiöiden hoidossa

Solvenssi II -direktiivin päämäärinä on muun muassa yhtenäistää Euroopan unionin jäsenvaltioiden vakuutus- ja jälleenvakuutusyritysten vakavaraisuutta koskevia vaatimuksia ja vakuutusvalvonnan periaatteita, parantaa vakuutuksenottajien ja edunsaajien suojaa sekä lisätä eurooppalaisen vakuutusalan kansainvälistä kilpailukykyä. Solvenssi II -direktiivi on saatettava kansallisesti voimaan 31.3.2015 mennessä ja sen soveltaminen alkaa 1.1.2016. Voimaantuloaikataulu riippuu kuitenkin Omnibus II -direktiivistä, jolla on muutettu Solvenssi II -direktiiviä. Euroopan parlamentti on hyväksynyt finanssikonglomeraattidirektiivin muutosdirektiivin vuonna 2011 ja Omnibus II -direktiivin keuhällä 2014²⁵.

24 CoCos: A primer, Bank for International Settlements, Quarterly Review 2013, Sep 2013.

25 www.stm.fi/vireilla/lainsaadantohankkeet/toimeentulo_ja_vakuutusasiat/solvenssi_ii

Solvenssi II:n vakavaraisuusvaatimukset perustuvat vakuutuslaitoksen todelliseen taloudelliseen asemaan ja riskiprofiiliin. Kaikki olennaiset riskit huomioidaan vakavaraisuusvaatimuksissa (vakuutus-, markkina-, luotto-, valuutta-, vastapuoliriskit ja operatiiviset riskit). Solvenssi II -direktiivissä säädetään muun muassa kahdesta pääomarakjasta, Solvency Capital Requirement/vakavaraisuuspääomavaatimuksesta sekä Minimum Capital Requirement/minimipääomavaatimuksesta. Edellinen määrittelee pääomamäärän, joka vahinko- tai henkivakuutuslaitoksella on oltava, jotta se kestäisi merkittäviä ennakoimattomia tappioita ja siten olisi vakuutuksenottajan kannalta luotettava. Jälkimmäinen taas määrittelee tason, jonka alittaminen vaarantaisi huomattavasti vakuutuksenottajien etuja; tason alittaminen laukaisee erityiset valvontatoimenpiteet²⁶.

Hallinnon ja valvonnan osalta Solvenssi II:n keskeisimmät uudistukset koskevat yhtäältä luotettavan hallinnon vaatimuksia ja toisaalta vakavaraisuusvalvontaa. Vakuutuslaitosten luotettavaa hallintoa koskevaa sääntelyä on uudistettu siten, että entistä enemmän uudistuksissa painotetaan vakuutuslaitoksen johdon vastuuta laitoksen hallinnoinnissa ja riskienhallinnan järjestämisessä ennakoivalla, tehokkaalla ja läpinäkyvällä tavalla. Lisäksi laitosten raportointia valvojalle sekä tietojen julkistamista yhtenäistetään ja laajennetaan. Vakuutuslaitosten valvontaa koskevissa uudistuksissa harmonisoidaan valvojan valvontavaltuuksia. Valvontakäytäntöjä pyritään saamaan aikaisempaa yhdenmukaisemmiksi ja siinä tarkoituksessa annetaan ensimmäistä kertaa valvontaprosessia koskevaa sääntelyä. Sääntelyssä painotetaan riskiperusteista valvontaa²⁶.

Euroopan unionin komissio antoi 29 päivänä lokakuuta 2010 konsolidoidun ehdotuksensa vakuutus- ja jälleenvakuutustoiminnan aloittamisesta ja harjoittamisesta annettua direktiiviä 2009/138/EY (Solvenssi II) täydentäväksi täytäntöönpanoasetukseksi (jäljempänä komission asetusluonnos, U 4/2011 vp). Edellytyksenä asetuksen antamiselle on edellä mainitun Omnibus II -direktiivin hyväksyminen, jolloin Solvenssi II -direktiivissä mainitut täytäntöönpanotoimenpiteitä koskevat valtuutukset muutetaan Lissabonin sopimuksen hyväksymisestä johtuen SEUT-sopimuksen 290 artiklan mukaisiksi delegoituja säädöksiä koskeviksi valtuutuksiksi²⁷.

Asetusluonnos sisältää tarkentavia säännöksiä muun muassa hallintojärjestelmästä ja sen eri osista, varsinkin riskienhallinnasta. Lisäksi säädetään tarkemmin hallintojärjestelmään kuuluvien toimintojen tehtävistä sekä vakuutusyrityksen hallituksen ja keskeisistä toiminoista vastaavien henkilöiden sopivuudesta ja luotettavuudesta (fit and proper). Ulkoistamisesta on luonnoksessa omat säännöksensä muun muassa ulkoistamissopimuksen ehtoja koskien. Palkitsemisesta ei Solvenssi II -direktiivissä ole säännöksiä, mutta asetuksessa säädetäisiin palkka- ja palkkiopolitiikkaa koskevista periaatteista. Solvenssi II -direktiivin ja komission asetuksen määräyksiä täydentävät jatkossa myös Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomaisen (EIOPA) ohjeet ja suositukset²⁸.

²⁶ Yksityisten alojen työeläkejärjestelmän vakavaraisuussääntelyn uudistamista selvittäneen asiantuntijatyöryhmän selvitys, sosiaali- ja terveysministeriö, 31.3.2010.

²⁷ HE 83/2013 vp, hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi vakuutusyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

2.2.2 Varovaisuusperiaate

Varovaisuusperiaate (prudent person principle) on Solvenssi II -direktiivissä säännelty 132 artiklassa²⁸. Artiklan mukaan jäsenvaltioiden on varmistettava, että vakuutus- ja jälleenvakuutusyritykset sijoittavat varansa artiklassa kuvattua varovaisuusperiaatetta noudattaen. Artiklan mukaan yritysten on tehtävä sijoituksia ainoastaan sellaisiin välineisiin ja sellaiseen omaisuuteen, joihin liittyviä riskejä yritys voi tunnistaa, mitata, seurata, hallita ja valvoa asianmukaisesti ja joista riskeistä voidaan raportoida asianmukaisesti. Lisäksi arvioinnissa on otettava huomioon kokonaisvakavaraisuustarpeet. Varat on edelleen sijoitettava siten, että niillä varmistetaan koko salkun varmuus, laatu, likviditeetti ja kannattavuus sekä siten, että ne voidaan ottaa käyttöön tarvittaessa.

Edelleen artiklan mukaan eturistiriitatilanteissa on yrityksen tai sijoitussalkkua hoitavan yksikön varmistettava, että sijoitus tehdään vakuutuksenottajien ja edunsaajien edun mukaisesti. Johdannaisinstrumenttien käytön on oltava mahdollista, jos ne auttavat pienentämään riskejä tai helpottavat sijoitussalkun tehokasta hoitoa. Varat, joita ei saa käyttää kaupankäyntiin säännellyllä rahoitusmarkkinoilla, on pidettävä varovaisella tasolla. Lisäksi sijoitusvarat on muutoin hajautettava asianmukaisesti, jotta vältetään liiallinen riippuvuus yksittäisistä sijoituskohteista tai maantieteellisistä alueista.

2.2.3 IORP-direktiivi

Ammatillisia lisäeläke- ja eläkerahastoja säännellään EU-tasolla ns. IORP-direktiivillä (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/41/EY ammatillisia lisäeläkkeitä tarjoavien laitosten toiminnasta ja valvonnasta). Direktiiviä ei kuitenkaan sovelleta Suomen lakisäänteeseen työeläkejärjestelmään, mutta sitä sovelletaan Suomessa toimivien eläkekassojen ja säätiöiden toimintaan siltä osin kuin nämä tarjoavat ammatillisia lisäeläkkeitä. Direktiivin 2 artiklan mukaan direktiivin soveltamisalaan kuuluvat ammatillisia lisäeläkkeitä tarjoavat laitokset. Direktiivi sisältää säännöksiä muun muassa rahoittavan yrityksen ja lisäeläkelaitoksen erottamiseksi toisistaan, tiedonantovelvoitteista eläkkeensaajille ja laitoksen jäsenille, viranomaisraportoinnista, toimivaltaisten viranomaisten valtuuksista, vakuutusteknisestä vastuuvasta, sijoittamista koskevista periaatteista, rajat ylittävästä toiminnasta sekä omaisuuden hoidosta ja varojen säilytyksestä.

Komission seurantakertomuksessa KOM (2009) 203 todettiin, että välitöntä tarvetta direktiivin muuttamiseen ei ole niiden kysymysten osalta, joista IORP-direktiivissä edellytetään komission raportointia²⁹. Kuitenkin komissio antoi 27.3.2014 ehdotuksen IORP-direktiivin uudistamiseksi (ns. IORP II)³⁰. Uudistusta on komissio perustellut muun muassa sääntelyn tehostamisella ja rahastojen hallinnon kehittämällä, jotta eläkerahastot kykenisivät suoriutumaan eläkevelvoitteistaan ja olisivat riittävän huolellisesti hallinnoituja. Lisäksi talouskasvua halutaan parantaa ja ohjata varoja pitkäaikaisiin reaalitalouden investointeihin;

28 Solvenssi II -direktiivi: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0138&from=EN>

29 Komission kertomus ammatillisia lisäeläkkeitä tarjoavien laitosten toiminnasta ja valvonnasta annetun direktiivin 2003/41/EY joistakin keskeisistä näkökohdista, KOM(2009) 203 lopullinen, 30.4.2009.

30 Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi ammatillisia lisäeläkkeitä ja tarjoavien laitosten toiminnasta ja valvonnasta (uudelleen laadittu), COM(2014) 167 final, 27.3.2014.

eläkerahastot hallinnoivat merkittäviä varoja EU-tasolla. Myös esille on nostettu komission perusteluissa väestön ikääntyminen ja sisämarkkinoiden kehittäminen eläkejärjestelmien osalta.

Komission ehdotus ei sisällä tarkkoja vakavaraisuussäännöksiä, vaan keskittyy muihin osa-alueisiin. Muun muassa sijoitustoimintaa koskien halutaan ehkäistä se, etteivät jäsenvaltiot rajoittaisi liiallisesti kansallisella sääntelyllä eläkerahastoja sijoittamasta osaketyypisiin instrumentteihin. Rajat ylittävien eläkerahastojen toimintaa ja muodostamista pyritään myös helpottamaan. IORP II -ehdotuksesta on kuitenkin tehty jo uusia luonnosehdotuksia, joista tätä kirjoitettaessa viimeisin on Italian puheenjohtajanaan 23.10.2014 esittelemä ehdotus³¹. Tässä ehdotuksessa on lisätty jäsenvaltioiden määräysvaltaa sekä poistettu viittaukset alemmanasteisiin säännöksiin, mikä tarkoittaisi sitä, että valtaosa sääntelystä tulisi sisällyttää itse direktiiviin. Myös soveltamisalaan on ehdotettu muutoksia. Koska kuitenkin on kyse EU-tasolla merkittävästä sääntelykokonaisuudesta, on odotettavissa että keskustelut yksityiskohdista jatkuvat pitkään.

2.2.4 Mahdolliset vaikutukset eläkerahastojen sijoitustoimintaan

SII-direktiiviä ei sovelleta suomalaiseen, lakisääteiseen työeläkevakuuttamiseen. Myöskään IORP-direktiiviä ei sovelleta suomalaisiin eläkevakuuttajiin kuin hyvin rajatusti (eläkesäätiöiden ja -kassojen lisäeläkeosa). Siksi suorat vaikutukset ovat vähäisiä. Välilliset vaikutukset saattavat ilmetä sijoitusmarkkinoiden kautta, mikäli instrumenttien osuudet vakuuttajien allokaatiossa muuttuvat. Kirjoittajan oma näkemys on, että SII-direktiivin vakavaraisuussäännökset ovat lisänneet lainamuotoisten sijoitusten suhteellista painoa EU-alueen henkijä vahinkoyhtiöiden sijoitustoiminnassa. Mikäli IORP-direktiivin vakavaraisuussäännökset tulevaisuudessa omaksuttaisiin samalta pohjalta, voisivat myös EU-alueen ammatillisten lisäeläkerahastojen lainasijoitukset lisääntyä suhteessa osakesijoituksiin. Tätä on kuitenkin vielä varhaista arvioida täsmällisellä tasolla.

2.3 Noteeraamattomien osakkeiden eli pääoma- ja hedgerahastojen sääntelymuutokset

2.3.1 AIFM-direktiivi

Pääomarahastot (private equity, PE) voidaan tavallisesti jakaa alalajeihin, joista selkeimmin erottuvat:

- kiinteistöpääomarahastot (private equity real estate)
- infrarahastot (infra)
- mid- ja large cap yrityskaupparahastot (buy out)
- eri velkatyyppeihin sijoittavat rahastot (debt/distressed debt)
- start up-rahastot (venture capital, VC)
- ympäristöteknologia (clean tech) sekä
- bio- ja lääketeknologiarahastot (life science).

31 Interinstitutional File: 2014/091 (COD), 14643/14, Brussels 23 Oct 2014.

Edellä esitetty jaottelu ei kuitenkaan ole tyhjentävä. Vipu- tai hedgerahastot (hedge funds, HEFE), tai absoluuttisen tuoton rahastot, voidaan edelleen jaotella riskiperusteisesti sen mukaan, mihin riskityyppiin rahasto sijoittaa (ks. tarkemmin Morningstar³² ja MSCI³³). Yksi jaottelu on seuraava:

- directional equity (11 alaluokkaa mm. maantieteellisten osakealueiden mukaisesti sekä long-only)
- directional debt (alaluokat long-short debt ja short-only debt)
- event (alaluokat distressed securities, event-driven ja merger arbitrage)
- global derivatives (alaluokat currency, global macro, systematic futures ja volatility)
- multistrategy (kahdeksan alaluokkaa, mm. eri FoF-yhdistelmät) ja
- relative value (alaluokat convertible, debt ja diversified arbitrage sekä equity market neutral).

Sekä PE- että HEFE-rahastot voivat toimia rahastojen rahasto -muotoisina (fund of funds, FoF), jolloin varsinainen rahasto tekee sijoituksia edelleen toisiin rahastoihin sateenvarjo- maisella rakenteella. FoF-rakenne voi soveltua sijoittajalle, joka haluaa laajan hajautuksen yhden rahaston sijoitussitoumuksella. Mikäli myös sijoittaja kokee saavansa FoF-rahasto- hoitajalta HEFE-rahastosijoittamisen syvällisemmän osaamisen ja kontaktit, voi sijoitta- ja ulkoistaa kyseessä olevan instrumenttilajin samalla ulkoisesti hoidettavaksi. Ongelmak- si FoF-rakenteissa voi kuitenkin muodostua kumulatiivinen hallintopalkkio, joka heiken- tää sijoittajan tuottoa; ensin varsinainen rahasto laskuttaa 1,5–2 prosentin hallinnointipalk- kion, minkä jälkeen sama palkkiotaso laskutetaan kustakin rahastosta, joihin varsinainen ra- hasto sijoittaa. Rakenne synnyttää kumulatiivisen palkkiolaskutuksen, joka heikentää sijoit- tajan nettotuottoa.

Koska finanssikriisin jälkeen erityisesti HEFE-rahastoissa nähtiin laajoja systeemiris- kejä, haluttiin näitä säännellä omalla sääntelykehikollaan. Nimenomaista sääntelyä HEFE- taikka PE-rahastoilla ei aiemmin ollut, vaikkakin rahastomanagereiden on täytynyt aina huo- mioida muun muassa sijoituspalveluja ja pääomamarkkinoita sääntelevät lait toimintaval- tiossaan. Komission toimesta säädettiin EU-alueelle sääntelykehikoksi vaihtoehtorahasto- jen hoitajia koskeva direktiivi (Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD)³⁴. AIFMD implementoitiin vuoden 2014 EU:n jäsenvaltioiden lainsäädäntöön. Implementoin- nissa on kuitenkin haasteina ollut muun muassa jäsenvaltioiden välinen sääntelykilpailu (kts. tarkemmin alla) sekä kansallisten lainsäädäntöprosessien nivominen komission asetus- valmisteluun ja muuhun EU-sääntelyyn.

Direktiiviä on täydennetty komission asetuksilla liittyen muun muassa velan käsittelyyn, säilytysyhteisöihin (depository) ja yleisiin hallintoperiaatteisiin³⁵ sekä eri rahastojen luokit-

32 The Morningstar Category Classifications of Hedge Funds, Morningstar Methodology Paper, 30 Apr 2012.

33 MSCI Hedge Fund Indices, Index Methodology, Objectives & Guiding Principles-Classification Standard-Index Construction and Maintenance, Apr 2006.

34 Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council, 8 Jun 2011.

35 Commission Delegated Regulation (EU) No 231/2013 of 19 Dec 2012 supplementing Directive 2011/61/E

teluun liittyvistä teknisistä standardeista³⁶, ja kahdella täytäntöönpanoasetuksella³⁷. Näiden ohella Euroopan arvopaperimarkkinavalvoja ESMA (European Securities and Markets Authority) on antanut ohjeita direktiivin soveltamisesta³⁸.

AIFMD velvoittaa rahastomanagerit muun muassa raportoimaan tarkkaan hallinnoimien varojen allokaatiot sekä instrumentit. Lisäksi toiminta pitää järjestää riittävän huolellisesti ja riskienhallinnan tulee täyttää direktiivin vaatimukset. Ehkä markkinoiden kannalta merkittävimmät velvoitteet koskevat velkarahoituksen eli vivutuksen (leverage) käyttöä ja raportointia sekä pääomarahastojen osalta kohdeyritysten pääomarakenteen muokkauksen rajoituksia. Vivutuksen suhteen on huomattava myös direktiivissä viranomaisvalvojille annettu oikeus rajoittaa yksittäisen toimijan velkavivun käyttöä; tätä voidaan pitää merkittävänä muutoksena PE- ja HEFE-rahastomarkkinoilla, sillä aiemmin nämä toimijat ovat olleet täysin tämän tyyppisten viranomaisvaltuuksien ulkopuolella.

Direktiivi velvoittaa rahastomanagerit käyttämään säilytysyhteisöä, jotta varojen turvaavuus olisi korkeampi. Säilytysyhteisön vaatimus on perustellumpi HEFE-rahastoissa, joista osa toimii hyvin likvidien arvopapereiden parissa. Kuitenkin pääomarahastojen kohdalla säilytysyhteisöä ei välttämättä tarvita, sillä pääomarahastot kutsuvat erikseen sijoittajien varoja kuhunkin kohdesijoitukseen (capital call); toisin sanoen pääomarahasto hallinnoi sijoituskohteita ja vain pieniä määriä käteisvaroja. Säilytysyhteisöä koskevat myös tarkat riippumattomuusvaatimukset sekä laaja vahingonkorvausvastuu asiakkaiden varoista. Säilytysyhteisöstä itsestään on myös direktiivissä säännöksiä, jotta varmistetaan siitä, että toimijat eivät palkkaisi säilytysyhteisöä, jonka toimintavarmuus tai vakavaraisuus ei olisi korkealla tasolla. Säilytysyhteisön vaade tulee todennäköisesti eniten nostamaan managereiden kuluja, sillä kun palvelusta tulee pakollinen, voidaan siitä laskuttaa suhteessa korkeampia palkkioita managereilta. Hallinnointiyhtiöillä tulee lisäksi olla riittävä oman pääoman taso.

Direktiivi myös edellyttää, että rahastomanagereilla on riittävä riskienhallinta, joka on erillinen sijoitusten salkunhoitotehtävistä. Riskienhallintaprosessit ja menetelmät on lisäksi kuvattava yksityiskohtaisesti ja seurattava menettelyitä jatkuvasti. Lisäksi henkilöstöä ja johtoa koskevaa palkkiorakennetta säännellään direktiivissä; tämä sääntely tosin noudattaa samoja sääntöjä, joita on asetettu pankki- sekä sijoituspalvelupuolella. Palkkiosäännösten tavoitteena on muun muassa varmistaa, että insentivointi ei olisi vain yhteen tilikauteen rajoittuvaa. Direktiivi asettaa myös toimivalle johdolle henkilökohtaisia vaatimuksia kelpoisuuden suhteen. Myös varojen arvostamista säännellään direktiivissä ja alemman asteisessa sääntelyssä.

Rahastojen hallinnointiyhtiöiden on joko rekisteröidyttävä kotijäsenvaltionsa valvontaviranomaisten rekistereihin tai haettava toimilupaa. Rekisteröityminen on kevyempi menettely ja suunnattu pienille rahastoyhtiöille. Kun yhtiö on saanut toimiluvan tai rekisteröinnin yhdeltä jäsenvaltiossa, voi yhtiö hakea tämän hyväksyntää ns. notifiointimenettelyllä, jossa oikeus markkinoida tuotteita vahvistetaan myös toisessa jäsenvaltiossa. Lisäk-

36 Commission Delegated Regulation 17 Dec 2013 supplementing Directive 2011/61/EU.

37 Commission Implementing Regulation (EU) No 448/2013 of 15 May 2013 ja Commission Implementing Regulation (EU) No 447/2013 of 15 May 2013.

38 Kts. mm. Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD, ESMA/2013/232, 3 Jul 2013 sekä Questions and Answers – Application of the AIFMD, ESMA/2014/868, 21 Jul 2014 ja Guidelines on key concepts of the AIFMD, ESMA/2013/611, 13 Aug 2013.

si direktiivi sisältää passimenettelyn säännöt, joiden on määrä astua täysin voimaan vuoden 2015 alusta alkaen.

AIFMD:n soveltamisalasta on tärkeä havaita, että ns. UCITS-direktiivin tai UCITS-regiimin alla säännellyt rahastot jäävät AIFMD:n soveltamisalan ulkopuolelle³⁹. UCITS-direktiivin ensimmäinen versio säädettiin jo vuonna 1985, mutta sen jälkeen direktiivin on tehty useita kokonaismuutoksia; viimeisin voimassaoleva versio on ns. UCITS IV, mutta ns. UCITS V -muutosehdotus on julkistettu 2012 kesällä. UCITS V -ehdotus sisältää muutoksia muun muassa säilytysyhteisöä, valvontasanktioita sekä palkitsemista koskien. UCITS-rahastojen merkittävien alue ovat piensijoittajille ja ei-ammattimaisille sijoittajille suunnatut rahastot. Kuitenkin UCITS-muotoisia rahastoja tarjotaan myös institutionaalisille sijoittajille.

Mahdolliset vaikutukset eläkerahastojen sijoitustoimintaan

AIFMD vaikuttaa enemmän rahastoyhtiöiden toimintaan kuin sijoittajiin. Yhtiöt joutuvat raportoimaan jatkossa laajalti rahastojen toiminnasta ja hallinnosta viranomaisille. Lisäksi viranomaisilla on valtuudet puuttua muun muassa velkavivun käyttöön rahastossa. Etenkin buy out -pääomarahastojen toimintaan vaikuttavat kohdeyrityksen pääomarakenteita koskevat rajoitteet; kohdeyrityksen pääomarakennetta koskevat rajoitukset ovat voimassa ns. closing-päivästä 24 kuukautta. Ne pyrkivät estämään sen, että pääomarahasto ei maksattaisi yrityksen voittovaroja ja omaa pääomaa rahastoon. Sinänsä hyvän ajatuksen omaava säännös osoittaa kuitenkin jossain määrin puutteellisen tiedon pääomarahastojen toimintatavoitteista. Ensinnäkään vahvan nettotaseen omaavia yrityksiä harvoin ostetaan pääomarahastoon, koska kauppahinta muodostuu tällöin helposti korkeaksi. Toisekseen pääomarahastot pyrkivät kasvattamaan kohdeyritysten liikearvoa ja/tai bruttokassavirtaa (EBITDA, earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations) myydäkseen kohdeyritykset eteenpäin mahdollisimman suurella voitolla. Nettovarojen ja oman pääoman jakaminen voittoina ajaisi kohdeyrityksen maksukyvyttömyystilaan, eikä korkeampaan liikearvoon.

AIFMD:n vaikutukset institutionaaliselle sijoittajille ilmenevät ehkä välittömimmin markkinointia ja EU:n ulkopuolisia, ns. kolmansia maita koskevista säännöksistä. EU:n ulkopuolisen rahastoyhtiön on hankittava lupa markkinoida rahastojaan joltain jäsenvaltion viranomaiselta, tai rekisteröidyttävä luvanvaraiseksi toimijaksi EU-alueelle esimerkiksi sivukonttorin kautta. Markkinointiluvan edellytyksiin lukeutuu muun muassa edellytys siitä, että itse rahaston sijaintivaltion ja EU-valtioiden välillä on oltava verotuksen tietojenvaihtoa koskeva sopimus. AIFMD:n luonnosvaiheen aikana tämä vaatimus vaikutti vaikealta täyttää, mutta kansainvälisen verotuksen kehittyminen yhä automatisoidumpaan tietojenvaihtoon on tuonut tietojenvaihtomenettelyt tai -sopimukset lähes kaikille rahoituskeskuksina toimiville lainsäädäntöalueille, joissa on käytössä kevennetty yritysverotus⁴⁰.

Markkinoinnissa ovat monet EU-jäsenmaat erottaneet toisistaan markkinoinnin ammattimaisille ja vähittäissijoittajille, jolloin ammattimaisille sijoittajille voidaan markkinoida

39 Directive 85/611/EEC, 20 Dec 1985, on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) sekä direktiivin myöhemmät versiot.

40 Mm. Foreign Account Tax Compliance Act, FATCA ja OECD:n Common Reporting Standard (CRS).

vapaammin rahastoja kuin vähittäissijoittajille. Tällainen jaottelu on tarkoituksenmukainen, sillä ammattimaisten sijoittajien sijoitustoiminta tulisi vaikeammaksi, jos eurooppalaiset sijoittajat joutuisivat jatkuvasti matkustamaan Yhdysvaltoihin ja Aasiaan selvittääkseen, onko rahastoyhtiöille uusia tuotteita.

Toinen seikka sijoittajien kannalta ovat rahastopalkkioiden kallistuminen lisääntyvän sääntelyn takia. Finanssikriisin jälkeen on markkinoilla nähty hallinnointipalkkioiden (management fee) hienoista maltillistumista, koska varainhankinta ja rahastojen perustaminen (fundraising) ovat vaikeutuneet. Koska sääntely kuitenkin asettaa toiminnan järjestämiselle useita edellytyksiä sekä etenkin säilytysyhteisön käytön pakolliseksi, on mahdollista että juoksevat kulut kasvavat ja tätä kautta myös sijoittajilta veloittettavat hallinnointipalkkiot. Perinteinen kulurakenne sekä PE- että HEFE-rahastoissa on ollut ns. 2/20-sääntö, joka tarkoittaa 2 % hallinnointipalkkiota hallinnoitavien varojen kokonaismäärästä sekä 20 % osuutta rahaston voitoista sijoittajien saadessa 80 %. Tästä on kuitenkin ollut markkinoilla poikkeamia sekä ylös- että alaspäin muun muassa suhdanteiden, rahastomanagerin menestymisen sekä rahastotyypin mukaan.

2.3.2 EUVeCa-, EUSEF- ja ELTIF-sääntelyhankkeet

AIFMD:n vanavedessä on komissio julkistanut muitakin rahastomuotoisiin instrumentteihin kohdistuvia sääntelymuutoksia. EU-komission asetukset start up-yritysrahastojen sekä sosiaalisten kehitysrahastojen rahoittamiseen (European Venture Capital Fund regulation, EUVeCa⁴¹ ja European Social Entrepreneurship Fund regulation, EUSEF)⁴² tulivat voimaan 22.7.2013. Talouskasvun kehittämisen lisäksi asetuksilla haluttiin luoda kevyempi sääntelyregiimi AIFMD:n rinnalle pienille rahastoille, jotka jäävät AIFMD:n raja-arvojen alle; AIFMD:n 2 artiklassa on määritetty raja-arvoiksi 150 miljoonan euron velkavivulla toimiva rahasto tai 500 miljoonan euron rahasto, joka ei käytä velkavivua ja jolla on vähintään 5 vuoden lunastusrajoitus.

EUSEF-rahastolla halutaan ohjata lisää varoja sosiaalisesti yleishyödyllisiin investointeihin. Rahaston varoista vähintään 70 prosenttia tulee sijoittaa sosiaalisiin yhteisöihin tai sijoitukseen. Nämä on määritelty siten, että:

- a. kohteen tulee olla noteeraamattoman osakkeen muodossa
- b. toimintatarkoituksena on tuottaa mitattavia, positiivisia sosiaalisia vaikutuksia yhtiöjärjestyksensä tai muun sellaisen mukaisesti, mikäli yhteisö
 1. tuottaa palveluita tai hyödykkeitä vammaisille tai marginalisoituneille ryhmille
 2. hyödyntää sellaista tuotantomenetelmää, joka heijastelee sen sosiaalista tarkoitusta
 3. tuottaa taloudellista tukea kohdan 1 tai 2 mukaiseen toimintaan
- c. käyttää voitonjakonsa ensisijaisesti sosiaaliseen tarkoitukseen
- d. on hallinnoitu läpinäkyvällä tavalla, johon osallistuvat työntekijät ja/tai osakkeenomistajat ja
- e. on perustettu joko EU-jäsenvaltioon tai edellytykset täyttävään toiseen maahan.

41 Regulation No 345/2013 on European Venture Capital Funds (EuVECA).

42 Regulation No 346/2013 on European Social Entrepreneurship Funds (EuSEF).

EUSEF-asetuksen vaatimukset sijoituskohteista vaikuttavat jossain määrin tulkinnanvaraisilta. On vaikea hahmottaa, mihin kohteisiin rahasto voisi sijoittaa, mikäli kaikkien edellytysten tulisi täyttyä. Lisäksi ongelmaksi voi muodostua se, että rahastomanagerin tulisi lähtökohtaisesti voida esteittä hallinnoida sijoituskohdetta arvon kasvattamiseksi. Mikäli kuitenkin toiminnan on samanaikaisesti täytettävä kaikki asetuksen edellytykset, on riski olemassa, että asetuksen mukaisia rahastoja ei perusteta uusia sijoituksia varten, vaan ainoastaan olemassa olevien kohteiden uudenmuotoista hallintoa varten. Esimerkiksi mikäli yleishyödyllinen yhteisö tai säätiö omistaa tällä hetkellä sairaalaketjun tai hoitoasemaketjun, voisi EUSEF-rahasto olla yksi vaihtoehto tämän omistamiseen, mikäli se olisi verotehokkaampi kuin nykyinen omistusmuoto. Monessa maassa rahastomuotoihin on saatettu hankkia kouluja, hoivakoteja tai sairaaloita, jotka on toteutettu PPP-muotoisesti korkealla velkavivulla, jolloin tuotto on muodostunut houkuttelevaksi. Nämä voisivatkin tulla kyseeseen EUSEF-rahastolle.

EUVeca-rahaston tulee sijoittaa start-up yrityksiin vähintään 70 prosenttia rahaston varoista. Start up -yrityksillä tarkoitetaan yrityksiä:

- a. joita ei ole listattu pörssiin tai vastaavaan kauppapaikkaan
- b. jotka työllistävät alle 250 henkilöä ja
- c. joiden liikevaihto ei ylitä 50 miljoonaa euroa, tai vaihtoehtoisesti tase ei ylitä 43 miljoonaa euroa
- d. on perustettu EU-jäsenvaltioon tai edellytykset täyttävään toiseen valtioon. Sijoituksia ei voida kuitenkaan tehdä pieniin pankkeihin tai sijoitusyhteisöihin.

EUVeca-rahasto tulisi todennäköisesti toimimaan paremmin kuin EUSEF-rahasto kaupallisten managereiden keskuudessa. Syitä tähän ovat ensinnäkin selkeämmin kirjoitetut edellytykset hyväksytyille sijoituskohteille sekä se, että rahastomuoto on kevyemmin säännelty kuin AIFMD:n mukaan toimiva; jälkimmäinen edellytys sinänsä pätee myös EUSEF-rahastolle, mutta EUSEF on muuten vaikeampi muoto toteutettavaksi.

Komissio on käsitellyt pitkäaikaisen rahoittamisen lisäämistä EU-alueella useammassa aloitteissa (kts. mm. tiedonanto pitkäaikaisen rahoittamisen lisäämisestä⁴³). Myös konkreettisia sääntelyaloitteita rahoituksen parantamiseksi sekä talouskasvun lisäämiseksi EU-alueella on tehty. Yksi konkreettinen ehdotus on 26.6.2013 julkistettu asetusehdotus erityiseksi rahastomuodoksi pitkäaikaisille sijoituksille (European Long Term Investment Fund, ELTIF)⁴⁴. ELTIF olisi suunnattu etenkin erilaisten kiinteistö-, infra- ja PPP-hankkeiden (Public Private Partnership) sekä vastaavien projektien toteuttamislustaksi. Asetusehdotuksen mukaan ELTIF-rahaston sijoitusten tulisi olla lähtökohtaisesti noteeraamattomien osakesijoitusten muodossa. Sijoituskohteet on kuitenkin määritelty laivammin ja sallivammin kuin EuVeca- tai EUSEF-asetusten mukaisissa rahastoissa (kts. edellä), mikä on sijoittajan kannalta hyvä seikka.

ELTIF-rahaston velkavivun enimmäisasteeksi on määrätty 30 prosenttia, mitä voidaan pitää turhankin maltillisena. ELTIF-rahaston hoitajan on oltava AIFM-direktiivin mukainen,

⁴³ Communication from the Commission to the European Parliament and the Council on Long-Term Financing of the European Economy, Mar 2014, COM(2014) 168 final

⁴⁴ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Long-Term Investment Funds, COM (2013) 462 final, Jun 2013.

hyväksytyt rahastohoitajat. ELTIF kuuluu siten AIFM-direktiiviin ”sääntelyregiimiin” tai -perheeseen. ELTIF-rahastojen voitonjakoa on säännelty asetuksessa siten, että ELTIF:illä on oltava kirjallinen aikataulu varojen myyntiin ja jakoon rahaston elinkaaren päätyttyä. Sijoittajan oikeutta lunastaa osuuksiaan on rajoitettu voimakkaasti; osuuksia ei asetuksen mukaan saa lunastaa lainkaan, ennen kuin rahaston elinkaari päättyy. ELTIF-rahastolla on oltava EU-säännösten mukainen markkinointiesite ennen kuin rahastoa voidaan markkinoida. Lisäksi rahaston on noudatettava AIFM-direktiivin raportointi- ja hallintovelvoitteita, muun muassa säilytysyhteisön vaatimusta.

ELTIF soveltuu lähtökohtaisesti hyvin infra- ja kiinteistöhankeisiin. Suosion esteeksi voi kuitenkin muodostua 30 prosentin enimmäisvelka-aste; infrakohteissa velka-aste voidaan hallittavuuden puolesta nostaa korkeaksi, mikäli kyse on esimerkiksi voimalaitoksesta tai siirtoverkosta, joka tuottaa suurella varmuudella jatkuvaa tuottoa. Velkavivun osalta tulisi muistaa, että velka-asteen sijasta on katsottava velan hallittavuutta. Tähän vaikuttavat vakuuksien ohella korkotasot, kassavirta sekä sen pysyvyys ja varmuus.

Mahdolliset vaikutukset eläkerahastojen sijoitustoimintaan

EUSEF-, EUVeCa- ja ELTIF-hankkeet eivät todennäköisesti vaikuta suoraan eläkerahastojen omaan sijoitustoimintaan. Rahastoyhtiöille ne sen sijaan tuovat uusia instrumentteja rahastojen toimintamuodon valintaan. Eläkesijoittajat saattavatkin kohdata näitä rahastomuotoja rahastoyhtiöiden markkinoinnissa. Kuten kuitenkin edellä todettiin, ovat uusille rahastomuodoille asetetut edellytykset osin monimutkaisia ja voivat rajoittaa liikaa rahastoyhtiön toimintaa, mikä heikentänee niiden suosiota.

2.4 Johdannaisten sääntelymuutokset

2.4.1 Muutosten pääpiirteet

Johdannaiskaupan sääntely nousi finanssikriisin jälkeen keskiöön, kun useampi kansainvälinen liikepankki ja vakuutusyhtiö tuli maksukyvyttömäksi osin johdannaiskaupan vastapuoli- ja takaaja-asemaan liittyneiden riskien realisoiduttua, ja osin riittämättömien riskipuskurien takia.

G20-maat tekivät vuonna 2009 periaatelinjauksen, jonka mukaan kahdenkeskisten eli OTC-johdannaissopimusten (over the counter) positiot tulee saada viranomaisvalvonnan piiriin. OTC-johdannaissopimus on kahden markkinaosapuolen keskenään sopima järjestely, jota ei selvitetä tai ”clearata” keskitetysti; sopimusten keskeinen informaatio ei tästä syystä ole tähän asti ollut viranomaisvalvojen tiedossa. Sekä Yhdysvalloissa että Euroopan Unionissa käynnistettiin sääntelyhankkeet tätä varten: Yhdysvalloissa Dodd-Frank lain-

säädäntökokonaisuus⁴⁵ ja EU:ssa asetustasoinen European Infrastructure Market Regulation (EMIR)⁴⁶.

Niin sanottua EMIR-asetusta on täydennetty toimeenpanoasetuksilla ja teknisillä standardeilla⁴⁷. Lisäksi ESMA (European Securities and Markets Authority) on pitänyt kuulemisia ja laatinut teknisiä standardeja muun muassa johdannaiskaupoista raportoitavista tiedoista ja keskusvastapuolten eli CCP-toimijoiden (central clearing party) keskeisistä vaatimuksista muun muassa toiminnan järjestämisen suhteen sekä ohjeistusta EU:n ulkopuolisiin maihin liittyen⁴⁸.

Koska johdannaiset ovat korostetun kansainvälinen instrumentti, on sääntelyn seuranta varten perustettu ylikansallisia ryhmiä. Yksi keskeinen taho on The Over-the-Counter (OTC) Derivatives Regulators Group (ODRG), joka on Australian, Singaporen, Brasilian, Yhdysvaltain, Hong Kongin, EU:n, Sveitsin, Ontarion ja Quebecin viranomaisten yhteiselin liittyen johdannaissääntelyyn. Forumin tavoitteina on muun muassa toimia yhteistyön keskuksena ja avustaa kunkin maan viranomaisia yhteisten ongelmien ratkonnassa, kehittää ja implementoida johdannaiskaupan ja -selvitysmenettelyiden standardeja, ratkoa yhteisiä ongelmia tehokkaasti ja keskitetysti sekä muun muassa koordinoita tietojenjakoja keskusvastapuolten ja kauppapaikkarekisteiden sekä viranomaisten välillä⁴⁹.

ODRG:n raporteissa on muun muassa kiinnitetty huomiota viranomaisten riittävään tiedonsaantiin johdannaissopimusten vastapuolista⁵⁰. ODRG pyrkii myös yhdenmukaistamaan käytänteitä sekä sääntelyvaatimuksia. Muista orgaaneista etenkin IOSCO (International Organisation of Securities Commissions) tekee paljon työtä johdannaissääntelyn parissa. IOSCO on kansallisten arvopaperimarkkinavalvojien katto-organisaatio ja pyrkii koordinoimaan arvopaperimarkkinaregulaation globaalia toimeenpanoa⁵¹.

Johdannaismarkkinasta arviolta 95 prosenttia on OTC-johdannaisia ja loppuosa listattujen johdannaistuotteiden kauppaa⁵². OTC-johdannaiset pyritään sääntelyllä tuomaan samojen selvitysvaatimusten ja -menettelyjen alaisiksi kuin listatut johdannaistuotteet, joilla käydään kauppaa säännellyillä markkinapaikoilla (esim. pörssit). Johdannaissopimuksista yleisin on todennäköisesti koronvaihtosopimus (interest rate swap, CDS). Muita tavallisia joh-

45 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Pub.L. 111–203, H.R. 4173).

46 Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories.

47 Commission Delegated Regulation (EU) No 148/2013 of Dec 2012, Commission Delegated Regulation (EU) No 149/2013 of Dec 2012, Commission Delegated Regulation (EU) No 150/2013 of Dec 2012, Commission Delegated Regulation (EU) No 151/2013 of Dec 2012, Commission Delegated Regulation (EU) No 152/2013 of Dec 2012, Commission Delegated Regulation (EU) No 153/2013 of Dec 2012, Commission Implementing Regulation (EU) 1247/2012 of Dec 2012, Commission Implementing Regulation (EU) 1248/2012 of Dec 2012, Commission Implementing Regulation (EU) 1249/2012 of Dec 2012, Commission Delegated Regulation (EU) No 1002/2013 of July 2013, Commission Delegated Regulation (EU) No 1003/2013 of July 2013, Commission Delegated Regulation (EU) No 876/2013 of May 2013, Commission Delegated Regulation (EU) No 285/2014 of February 2014 ja Commission Delegated Regulation (EU) No 667/2014 of March 2014.

48 Kts. mm. ESMA/2013/302 April 2013, ESMA/2013/322 June 2013, ESMA/2013/661 June 2013, ESMA/2013/BS/1159 September 2013, ESMA/2013/1375 October 2013, ESMA/2013/BS/1158 September 2013, ESMA/2013/BS/1160 September 2013, ESMA/2013/1087 August 2013, ESMA/2013/1657 November 2013 ja ESMA/2014/299 March 2014.

49 <http://www.otcdrf.org/>.

50 Report of the OTC Derivatives Regulators Group on Cross-Border Implementation Issues, Sep 2014, ODRG.

51 www.iosco.org.

52 Regulation on Over-the-Counter Derivatives and Market Infrastructures, Memo/12/232, European Commission, 29 Mar 2012.

dannaisia ovat luottoriskijohdannaiset (credit default swap), valuuttajohdannaiset, hyödyke- tai raaka-ainejohdannaiset, optiot sekä futuurit.

Lähes kaikkia johdannaisia voidaan käyttää joko riskinottoon tai oman sijoitusriskin pienentämiseen eli riskienhallintaan. Riskin suojauskaan ei kuitenkaan sikäli ole aukoton, että mikäli toinen sopimusosapuoli tulisi maksukyvyttömäksi tai ei muutoin kykenisi täyttämään sopimusvelvoitettaan, ei sijoittaja saa suoritusta. Siksi runsaasti johdannaisia käyttävän sijoittajan on viisasta seurata tarkoin vastapuolensa likviditeettiä, vakavaraisuutta ja maksukykyä.

EMIR-asetus (648/2012) sisältää yhteensä 91 artiklaa. Artiklan 2 määritelmissä on vastapuolet jaettu finanssialalla toimiviin vastapuoliin ja finanssialan ulkopuolisiin vastapuoliin. Finanssialan ulkopuolisia vastapuolia johdannaismarkkinoilla voivat olla esimerkiksi energia- tai raaka-aineyhtiöt, jotka suojaavat oman tuotteen hintaa tiettyyn rajaan asti. Finanssialan ulkopuolisista vastapuolista on säännöksiä artiklassa 10. Finanssialalla toimivia vastapuolia ovat taas sijoitus- ja rahoitusalan toimijat eläkerahastoja (sekä mm. työeläkevakuutusyhtiöitä) lukuunottamatta. Eläkerahasto tyyppisiä toimijoita koskevat artiklan 89 mukaiset siirtymäsäännöt. Artiklassa 3 määritetään konsernin sisäiset transaktiot, joilla pääsääntöisesti tarkoitetaan sellaisia OTC-johdannaissopimuksia, jotka on tehty samaan konsolidointiryhmään kuuluvien vastapuolten kesken. Artiklassa 4 kuvataan määritysvelvollisuuden edellytykset OTC-johdannaissopimuksille: vastapuolten on määritettävä kaikki OTC-johdannaissopimukset, jotka koskevat OTC-johdannaistajia, jonka on ilmoitettu kuuluvan määritysvelvollisuuden piiriin 5 artiklan 2 kohdan mukaisesti, jos määrätyt edellytykset lisäksi täyttyvät. Asetuksen 7 artiklassa säädetään keskusvastapuoleen ja 8 artiklassa markkinapaikkaan pääsystä.

EMIR-asetuksen III jakson 1 luvussa säännellään keskusvastapuolen toimiluvan myöntämisen edellytyksiä ja menettelyjä. Luvussa on säännöksiä muun muassa toimiluvasta, pääomavaatimuksista, kollegiosta sekä toimiluvan peruuttamisesta. III osaston 2 luvussa säännellään keskusvastapuolten valvonnasta sekä 4 luvussa kolmansien maiden suhteista. Asetuksen IV osaston 1 luvussa säädetään keskusvastapuolia koskevista vaatimuksista, muun muassa ylimmästä johdosta ja hallituksesta, viranomaisille annettavista tiedoista, eturistiriidoista sekä toimintojen ulkoistamisesta. Asetuksen 46 artikla sisältää vaatimuksia vakuuksista; keskusvastapuolet saavat hyväksyä erittäin likvidejä vakuuksia, joihin liittyy mahdollisimman vähäinen markkina- ja luottoriski, kattamaan määritysosapuoliinsa liittyvät alkuperäiset ja voimassa olevat vastuut. Lisäksi asetuksen 47 artikla sääntelee keskusvastapuolen omaa sijoituspolitiikkaa; rahoitusvaroja voidaan sijoittaa vain käteisvaroihin tai erittäin likvideihin rahoitusvälineisiin, joihin liittyy mahdollisimman vähäinen markkina- ja luottoriski.

Kaikki raportoitavat tiedot on myös keskusvastapuolen säilytettävä pääsääntöisesti kymmenen (10) vuoden ajan artiklan 29 mukaisesti. EMIR-asetuksen 6 artiklan mukaisesti ESMA:n on määrä tulevaisuudessa pitää verkkosivuillaan jatkuvapäivitteistä, julkista rekisteriä niistä johdannaisista, jotka ovat selvitysvelvoitteen alaisia. Varsinaiset sopimustiedot eivät kuitenkaan tule julkiseen rekisteriin. Asetuksen VI osasto sisältää säännöksiä kauppaketorekisterien rekisteröinnistä ja valvonnasta. Artikla 56 sääntelee rekisteröintihakemusta ja 71 artikla rekisteröinnin peruuttamista. Asetuksen VII osasto puolestaan sisältää säännök-

set kauppatietorekistereiden vaatimuksista; artiklassa 78 säädetään yleisistä vaatimuksista liittyen muun muassa päätöksenteko-, ohjaus- ja valvontajärjestelyihin ja eturistiriitoihin.

2.4.2 Mahdolliset vaikutukset eläkerahastojen sijoitustoimintaan

Koska johdannaissopimuksen voi puhelimen ja sähköpostin välityksellä tehdä käytännössä missä tahansa maailmassa sijaitsevalla kauppapaikalla ja missä tahansa sijaitsevan vastapuolen kanssa, on markkinatoimijoiden uudelleen sijoittautumisen riski yksi suurimpia. Kansalliset yhtiöt ovat pitkälti listautuneita ”kotipörsseihinsä” ja listauspaikan sekä pääkonttorin siirtäminen on iso operaatio. Kauppa-alustan siirtäminen on kuitenkin helpompaa. Tästä syystä sääntely voi vaikuttaa siihen, että uusia kauppapaikkoja avataan esimerkiksi Singaporeen tai Hong Kongiin ennemmin kuin EU-alueelle tai Yhdysvaltoihin. Tätä vaikutusta tosin lieventää se, että suurin osa maailman sijoitusvarallisuudesta ja suurpankeista on Euroopan ja Yhdysvaltain alueella. Kun kuitenkin katsotaan kehittyvien talouksien säästöjen ja eläkerahastojen kasvua, voi jo 2020-luvulla tilanne muuttua olennaisesti.

Eläkesijoittaja saattaakin tulevaisuudessa asioida yhä useammin eri sääntelyalueilta peräisin olevien toimijoiden kanssa. Osaltaan tällaista toimijoiden sääntelykaupankäyntiä (regulatory arbitrage) saattaa kuitenkin hillitä globaali yhteistyö sääntelyn yhdenmukaistamiseksi. On kuitenkin todennäköistä, että eriytymistä tapahtuu keskipitkällä aikavälillä, ennen kuin sääntely saadaan globaalisti ehyeksi ja yhdenmukaiseksi.

2.5 Noteeratut osakeinstrumentit

2.5.1 MIFID-sääntelykokonaisuus

EU:n alueella merkittävin arvopaperimarkkinoiden sääntelykokonaisuus on todennäköisesti ns. MIFID-direktiivin (MIFID II)⁵³ sekä MIFIR-asetuksen uudistustyö (MIFIR)⁵⁴. Uudistus on hyvin laaja-alainen: hanke sisältää uusia raportointivelvoitteita markkinapaikkojen ylläpitäjille liittyen muun muassa markkinapaikkojen kaupankäyntimääriin ja vaihdannassa oleviin arvopaperityyppeihin. Uudistuksen tavoitteisiin lukeutuvat muun muassa pyrkimys vaikuttaa markkinoiden hinnanmuodostuksen läpinäkyvyyteen etenkin sellaisten kauppapaikkojen osalta, joista ei tähän asti ole raportoitu tietoja viranomaisille tai julkisiin rekistereihin. Edelleen tavoitteina on yhdenmukaistaa ja vahvistaa valvovien viranomaisten toimivaltuuksia EU-alueella sekä valvontasanktioiden harmonisointi. Myös kilpailun lisääminen ja kilpailuedellytysten vahvistaminen ovat tavoitteina, kuten myös sijoittajansuojan vahvistaminen. Kolmansiä maita/EU:n ulkopuolisia maita koskevat säännöt pyritään harmonisoi-
maan.

MIFID II tullaan direktiivinä implementoimaan jäsenvaltioiden lainsäädäntöön. MIFIR on asetuksena jäsenvaltioita ja toimijoita suoraan velvoittavaa sääntelyä. Lisäksi sekä MI-

⁵³ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU, Jun 2014.

⁵⁴ Regulation(EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012, Jun 2014.

FID II:n että MIFIR:n säännöksistä tullaan antamaan komission toimeenpanoasetuksia sekä ESMA:n alemmanasteista ohjeistusta. Johdannaistuotteiden osalta MIFID-kokonaisuus sääntelee johdannaiskaupan menettelyitä samoin kuin EMIR-asetus. Koska MIFID II ja MIFIR ovat näin laajoja kokonaisuuksia ja moni yksityiskohta sekä tekninen seikka on vielä kokonaan täsmentymättä, käsitellään tämä kokonaisuus tässä selvityksessä vain pääpiirteittäin.

MIFID II 1 artiklan mukaan direktiivi asettaa edellytykset:

- sijoituspalveluyritysten (investment firms) auktorisoinnille ja toimintaedellytyksille
- sijoituspalvelujen tarjoamisen EU:n ulkopuolisesta maasta sivuliikkeen kautta
- säänneltyjen markkinapaikkojen (regulated markets) toimiluvulle ja toiminnalle
- kauppatietojen raportointipalvelujen tarjoamiselle ja toiminnalle sekä
- toimivaltaisten viranomaisten valvonnalle, yhteistyölle ja toimeenpanolle.

MIFIR taas määrää 1 artiklan perusteella yhdenmukaiset menettelyt:

- kauppatietojen julkistamiseen
- kauppajen (transactions) raportointiin toimivaltaisille viranomaisille
- johdannaisten kaupalle organisoiduilla kauppapaikoilla (trading venues)
- syrjimättömälle pääsyyllä selvitysmenettelyyn/määrityspalveluihin (clearing) sekä
- syrjimättömään kaupankäyntiin viitearvoilla (benchmarks)
- Euroopan markkinavalvojien toimivaltuuksille puuttua yksittäisiin tuotteisiin sekä positiolimiitteihin ja
- sijoituspalvelujen tarjoamiselle EU:n ulkopuolelta tai kolmansista maista joko sivuliikkeestä tai ilman sivuliikettä.

Näiden lisäksi sääntelyä on odotettavissa kaikilta kolmelta EU:n markkinavalvontaviranomaiselta (EBA/European Banking Authority, EIOPA/European Insurance and Occupational Pensions Authority sekä ESMA/European Securities and Markets Authority), koska MIFIR:in ja MIFID II:n sääntely on soveltamisalaltaan niin laajaa. Lisäksi komissiolta on odotettavissa teknisiä täytäntöönpanostandardeja kymmenistä eri osa-alueista: muun muassa kauppajen julkistamisvelvoitteiden yksityiskohdista, pre- ja post-trade raportoinnista ja tietojen erillään pitämisestä, velvollisuudesta varmistaa, että määritettävillä johdannaisilla toteutetut liiketoimet ilmoitetaan ja hyväksytään määritettäväksi.

MIFID II ja MIFIR painottuvat yleisellä tasolla kauppapaikkojen, sijoituspalveluyritysten, keskusvastapuolten ja pörssien sääntelyyn sekä sijoittajansuojan, sijoituspalvelujen myynnin ja tarjoamisen sekä viranomaisvalvonnan toteuttamiseen. Sijoituspalvelujen myynnissä halutaan varmistaa, että neuvonantajat ovat riippumattomia ja ammattitaitoisia. Sijoitustuotteiden osalta myyjillä on oltava selosteet siitä, että he itse ymmärtävät tuotteiden merkityksen ja toiminnan. Neuvonannon ja varainhoidon on myös oltava kullekin asiakkaalle soveltuvaa. Soveltuvuusarvioinnissa painoarvoa saavat asiakkaan ominaisuudet ja yksilölliset tarpeet, jotka palvelumyyjän on kyettävä identifioimaan. Lisäksi sijoituspalveluyrityksen on tallennettava ja nauhoitettava puhelinkeskusteluja ja sähköistä viestintää, sekä säilyttää tallenteet.

Sijoituspalveluyritysten on myös aiempaa tarkemmin varmistettava asiakkaiden varojen säilyminen sekä omistusoikeudet nimettyjen asiakkaiden varoihin. Ns. HFT-kauppiaat (high frequency traders), jotka käyvät kauppaa koneellisesti algoritmien pohjalta ja usein puhtaasti spekulatiivisesti, joutuvat rekisteröitymään ja kuvaamaan menettelynsä ja prosessinsa viranomaisille. Kaupankäynti tulee myös keskeyttää, jos volatilitteetti markkinainstrumentissa voimistuu liikaa.

Yksittäisten sijoitustuotteiden osalta EU:n valvontaviranomaiset sekä kansalliset valvojat saavat aiempaa hienosyisempiä ja vahvempia tuotekielto- ja rajoitusoikeuksia. Muille kuin osakeinstrumenteille tulee oma, säännelty kauppapaikkatyypinsä (OTF, organised trading facility). Aiemmin markkinapaikkana on arvopaperipörssin lisäksi tunnettu ns. MTF (multilateral trading facility).

Raportointivelvoitteet kaupankäynnistä ovat yksityiskohtaisia ja koskevat sekä kauppaa edeltävää että kauppajen jälkeistä informaatiota. Lisäksi velvoitteet tulevat koskemaan myös muita instrumentteja kuin listaosakkeita (non-equity instruments). Markkinapaikan ylläpitäjä voi saada viranomaisilta luvan olla noudattamatta raportointivaatimuksia, mutta tällöin markkinapaikan kaupankäyntimäärille/volyymille tulee kaupankäyntirajoitteita: yksittäisen instrumentin kaupankäyntimäärä saa olla vain 4 prosenttia kyseessä olevan instrumentin 12 kuukauden kaupankäyntivolyymistä EU:n alueella. Lisäksi EU-alueen kaupankäynti kyseessä olevalla instrumentilla on rajoitettu 8 prosentin osuuteen instrumentin EU-alueen kauppapaikkojen kaupankäyntivolyymistä.

Yksittäinen kauppapaikka voisi myös hakeutua pk-sektorille suuntautuneeksi kauppapaikaksi, jolloin sääntely on kevyempää. Komissio on arvioinut, että MIFID-kokonaisuuden implementointi tuo rahoitus- ja sijoitusalan toimijoille 512–732 miljoonan euron kertakustannuksen ja 312–586 miljoonan euron juoksevat vuosikulut⁵⁵. Kulut ovat merkittäviä ja pienet toimijat tulevat todennäköisesti olemaan yhä suuremmissa vaikeuksissa kaikkien sääntelyvelvoitteiden täyttämässä. Kilpailun lisäämisen sijasta sääntely saattaa ajaa pienempiä yksiköitä suurempiin ja supistaa toimijakenttää keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

2.5.2 ETF-rahastot

Ehkä eniten yleistynyt osakeinstrumentti 2000-luvun aikana on ollut listattu rahasto (exchange traded fund, ETF). ETF on rahasto, jonka osuuden arvo on julkisesti listattu yleisellä kauppapaikalla ja joka ns. passiivituotteena seuraa passiivisesti valittua indeksiä. Kokonaiskulurakenteeltaan (TER) passiivirahastot ovat pääsääntöisesti kustannustehokkaampia kuin aktiivirahastot, joiden hallintopalkkiot ovat selvästi korkeampia ja jotka pyrkivät aktiivisilla arvopaperivalinnoilla tuottamaan korkeampia tuottoja kuin markkinaindeksit.

ETF-rahaston arvo määräytyy kuitenkin joidenkin viiteinstrumenttien kehityksen mukaan; osuuksien arvo voi esimerkiksi kohdentua pohjoismaisiin metsäyhtiöihin tai Tokion pörssin kulutustavarayhtiöihin. ETF voi myös kohdentua muihin kuin listattuihin osakeinstrumentteihin; ETF:iä on enenevässä määrin rakennettu raaka-ainehyödykkeisiin, kor-

⁵⁵ Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II): Frequently Asked Questions, European Commission MEMO/14/305, Apr 2014 2014.

koinstrumentteihin (valtionlainat suurimpana ryhmänä), tiettyyn maantieteelliseen alueeseen, valuuttaan, yrityssektorin koon mukaan (Small-Cap, Mid-Cap, Large-Cap).

ETF:n keskeinen ajatus on viiteinstrumenttien/-indeksin riskipositio mahdollisimman kattavalla hajautuksella. Sijoittajan ei tarvitse ostaa kutakin yksittäistä arvopaperia saavuttaakseen ETF:n hajautuksen ja allokaation, vaan yhden ETF:n osuuksia. ETF:n pohjalla olevat arvopaperit tavallisesti hankitaan joltain markkinatoimijalta (pankki, suursijoittaja tai sijoitusrahasto, authorised participant) pohjaksi/koriksi rahastolle (basket of securities, creation securities). ETF:n osuuksia muodostetaan näiden arvopapereiden pohjalta jokin määrä, joille osuuksille muodostuu tämän jälkeen hinta vaihdannassa/ETF-pörsissä. Osuuksilla käydään tämän jälkeen varsinaista pörssikauppaa/jälkimarkkinakauppaa markkinoilla hin- taodotusten ja markkinanäkemyksen mukaan.

Sijoituslalla lisääntyvä kuluseuranta on lisännyt erilaisten passiivituotteiden suosiota ja ETF:n suosio voi osaltaan selittyä tällä. Lähes kaikki suuret varainhoitotalot ovat rakentaneet viime vuosien aikana laajoja ETF-tuoteperheitä⁵⁶. Sijoituslalla käydään kuitenkin jatkuvaa keskustelua siitä, tuottavatko aktiivisesti hoidetut rahastot pitkällä aikavälillä paremmin kuin passiivituotteet.

2.5.3 Lyhyeksimyynnin raportointi

EU-alueella astui voimaan vuoden 2012 aikana ns. lyhyeksimyntiasetus⁵⁷. Asetusta on täydennetty teknisellä täytäntöönpanoasetuksella⁵⁸, joka koskee muun muassa lyhyeksimyynnin teknisiä standardeja ja ilmoitusmenettelyä. Asetuksen taustalla olivat muun muassa finanssikriisissä havaitut ongelmat liittyen spekulatiivisiin lyhyeksimynteihin, joita kohdistettiin vaikeuksissa oleviin vakuutus- ja pankkikonsernien pörssiosakkeisiin.

Finanssikriisin jälkeen ns. eurokriisin aikana havaittiin sama spekulatiivinen lyhyeksimynti vaikeuksissa olevien valtioiden valtionlainojen luottoriskijohdannaisiin, jotka suojaavat velkojaa valtion maksukyvyttömyydeltä⁵⁹. Asetuksella pyritään lisäämään pääomamarkkinoiden vakautta sekä ehkäisemään systeemiriskien syntymistä. Asetuksen säätämiseen vaikutti myös se seikka, että EU-alueella useat jäsenvaltiot joutuivat asettamaan lyhyeksimyntikieltoja kansallisesti ja ilman keskitettyä koordinoitua toimenpiteiden laadusta, kestosta ja vaikutuksista.

Asetus velvoittaa kunkin EU-jäsenmaan kansallisen valvojan julkistamaan verkkosivuiltaan sellaiset lyhyeksimyntipositiot, joiden arvo ylittää 0,5 prosenttia kohdeyrityksen liikkeelle lasketusta osakepääomasta. Markkinatoimijoiden on raportoitava nämä positiot viranomaisille, joka hallinnoi kyseistä julkista rekisteriä verkkosivustoillaan. Lisäksi toimijoi-

56 Kts. mm. <http://www.etfguide.com/> ja <http://etfdb.com/>

57 Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps, lyhyeksimyynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä.

58 Commission Delegated Regulation (EU) No 918/2012 of 5 July 2012 supplementing Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps with regard to definitions, the calculation of net short positions, covered sovereign credit default swaps, notification thresholds, liquidity thresholds for suspending restrictions, significant falls in the value of financial instruments and adverse event

59 http://ec.europa.eu/internal_market/securities/short_selling/index_en.htm

den on ilmoitettava toimivaltaiselle viranomaiselle ilman julkista ilmoitusvelvoitetta sellaiset positiot, jotka ylittävät 0,2 prosenttia yhteenlasketusta osakepääomasta.

Valtionlainojen luottoriskijohdannaisten kohdalla raja-arvon määrittää ESMA (European Securities and Markets Authority). ESMA pitää jatkuvasti päivitettävää rekisteriä verkkosivuillaan, jonka lukemat perustuvat kansallisten viranomaisten ilmoittamiin kotivaltion valtionvelan kokonaismäärään⁶⁰. Erityiset raja-arvot ovat 0,1 ja 0,5 prosenttia liikkeelle lasketusta valtionvelan määrästä. Valtiollisten luottoriskijohdannaisten kohdalla ei ole julkista ilmoitusvelvollisuutta. Kaikki positiot lasketaan nettomääräisesti riippumatta siitä, onko kyse yrityksen arvopaperista vai valtion laina-arvopaperista.

Asetus myös kieltää kokonaan lyhyeksi myynnin, jossa position asettaja ei ole lainannut osakkeita tai tehnyt vastaavaa järjestelyä kohteina olevien arvopapereiden suhteen (ns. naked short selling). Tämä koskee sekä valtiollisia laina-arvopapereita että pörssilistattuja osakkeita.

Teknisessä täytäntöönpanoasetuksessa on säädetty tarkempia sääntöjä muun muassa arvopaperin omistusoikeutta, arvopaperin hallintaa erilaisilla järjestelyillä, arvopaperien lainaamista, lyhyeksi myyntiä, nettopositoiden laskentaa, ns. pitkiä ja lyhyitä positioita (toimijan näkemys joko siitä, että arvopaperin markkina-arvo nousee tai että markkina-arvo laskee) sekä konsernimuotoisten toimijoiden kohdalla eri konserniyhteisöjen yhteisen position laskentaa. Ilman viimeksi mainittua ohjeistusta riskinä on, että toimijat voisivat kiertää asetuksen rajoitteita lyhyeksi myynnille ottamalla positioita esimerkiksi rahastoyhtiön eri rahastoissa tai varainhoitokonsernin eri tytäryhtiöissä.

Komission omassa vaikutusarviossa on arvioitu, että lyhyeksi myyntiasetus on muun muassa lisännyt markkinoiden läpinäkyvyyttä ja parantanut selvitysmenettelyiden sujuvuutta⁶¹. Haitallisia vaikutuksia ei raportissa nähdä ilmaantuneen asetuksen säännöksistä. Koska asetus on ollut vasta kaksi vuotta voimassa raportin laadintahetkellä, katsoo komissio, että asetuksen vaikutuksia tulee vielä seurata ainakin kolme vuotta, ennen kuin asetuskokonaisuuteen harkitaan muutoksia.

2.5.4 Mahdolliset vaikutukset eläkerahastojen sijoitustoimintaan

Tässä osiossa kuvatuista sääntelymuutoksista MIFID II -kokonaisuus on ylivoimaisesti merkittävin. Vaikka MIFID II vaikuttaa eniten sijoituspalvelujen tarjoajiin, tulevat sijoittajatkin vaikutusten piiriin. Täsmällisten vaikutusten arviointia vaikeuttaa kuitenkin edellä mainittu, yksityiskohtaisten säännösten puuttuminen. Palveluntarjoajien osalta MIFID II asettaa osin ehkä tarpeettomankin yksityiskohtaisia velvoitteita ja voidaan kysyä, onko EU-alueella olemassa ylisääntelyn riski. Ylisääntely voi luoda alalle tulon esteitä uusille toimijoille ja ehkäistä kilpailua palveluntarjoajien välillä. Lisäksi toimijoita saattaa siirtyä kevyemmin säännellyille alueille, kuten edellä todettiin jaksossa 2.4.2.

Pitkällä aikavälillä tällainen kehitys, kuten toimialojen keskittyminen ja kilpailun mahdollinen väheneminen, ei ole sijoittajien kannalta hyvä asia. Lisäksi on odotettavissa, että

60 <http://www.esma.europa.eu/page/Net-short-position-notification-thresholds-sovereign-issuers>

61 Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the evaluation of the Regulation (EU) No 236/2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps, COM(2013) 885 final, Dec 2013.

etenkin suursijoittajille asetetaan todennäköisesti nykyistä laajempia raportointivelvoitteita; MIFID II -kokonaisuus sisältää joitain tällaisia toimintavelvoitteita myös sijoittajille.

2.6 Korkosijoitusten sääntelymuutokset

2.6.1 Rahamarkkinarahastot

Rahamarkkinarahastot (money market funds) ovat kaikille sijoittajille tärkeässä asemassa likvidien käteisvarojen hallinnassa. Rahamarkkinarahastoja voi kuvata käteisvarojen ”parkkipaikkana”, joissa tuotto on hyvin alhainen, mutta joissa raha lähtökohtaisesti säilyttää päivän arvonsa. EU-alueella rahamarkkinarahastojen arvioidaan hallinnoivan pelkästään euro-määräisesti noin yhden triljoonan euron varallisuusmäärää⁶².

Rahamarkkinarahastoa voidaan käyttää muun muassa silloin, kun sijoittaja suunnittelee allokaatiomuutoksia, joiden markkinaolosuhteet eivät ole vielä toteutuneet, mutta joiden sijoittaja uskoo toteutuvan lyhyellä aikavälillä. Koska rahamarkkinarahastot ovat pääsääntöisesti erittäin likvidejä, saadaan suuretkin varat nopeasti käyttöön käteisenä.

Eläkerahastot, valtiolliset sijoitusrahastot (sovereign wealth funds, SWF) ja valtaosa vakuutusyhtiöistä eivät ole keskuspankkijärjestelmän piirissä, josta syystä rahamarkkinarahastojen merkitys näille toimijoille on suuri. Osa rahamarkkinarahastoista on operoinut kiinteällä osuuden arvolla (constant net asset value/, CNAV), jolloin suhdanteista riippumatta rahasto-osuuden arvona on aina pidetty yhtä euroa tai dollaria. Osa rahastoista taas on käyttänyt vaihtuvaa osuuden arvoa (variable net asset value, VNAV), jolloin osuuden arvossa huomioidaan rahaston varojen markkinakohtaiset muutokset.

Rahamarkkinarahastot aiheuttivat finanssikriisin aikaan systeimiriskin lunastuspakojen yhteydessä; jotkin rahamarkkinarahastot uhkasivat joutua maksukyvyttömyyden tilaan, koska rahastoilla ei ollut tosiasiallisesti riittävästi likvidejä varoja osuuksien maksamiseksi sijoittajille. Monet rahamarkkinarahastot ovat toimineet vakioidulla osuusarvolla, toisin sanoen yhden osuuden arvo on jatkuvasti yhden euron tai dollarin arvoinen siitä riippumatta, minkä arvoisia rahamarkkinarahaston hallinnoimat varat ovat olleet. Kun arvopaperien markkina-arvot ovat heikentyneet, eivät rahamarkkinarahastot ole enää voineet ylläpitää vakioitua osuusarvoa.

Lunastuspaosta seuraavia kriisin uhkia on sattunut ainakin vuonna 1994 (Community Bankers Money/johdannaistappiot), vuonna 2008 (Reserve Primary/Lehman Brothers -investointipankin konkurssi) sekä vuonna 2014 (useat Etelä-Afrikan rahamarkkinarahastot/African Bank Investments Ltd. -rahoituslaitoksen maksukyvyttömyysmenettely)⁶³.

EU-komissio on julkistanut asetusehdotuksen rahamarkkinarahastoja säänteleväksi asetukseksi (MMF-asetus)⁶⁴. Myös Yhdysvalloissa on julkistettu rahamarkkinarahastoihin koh-

62 http://ec.europa.eu/internal_market/investment/money-market-funds/index_en.htm

63 Kts. mm. Financial Times, Aug 24 2014 sekä <http://www.futuregrowth.co.za/news/breaking-the-buck-abil-proves-the-money-market-guarantee-is-a-fallacy>

64 Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Money Market Funds, COM(2013) 615 final, Sep 2013.

distuvaa sääntelyä⁶⁵. MMF-asetuksen lisäksi komissio on järjestänyt asiaan liittyen kuulemisen kaikille markkinatoimijoille⁶⁶. Sekä Yhdysvaltain että EU:n sääntelyt mukailevat FSB:n (Financial Stability Board) ja ESRB:n (European Systemic Risk Board) suosituksia. Yhdysvaltain sääntely muun muassa pakottaa tietyn tyyppiset, institutionaalisia asiakkaita palvelevat rahamarkkinarahastot käyttämään vaihtuvaa osuusarvoa (VNAV tai floating net asset value, FNAV).

Lisäksi rahaston hallitus voisi ottaa käyttöön joko likviditeetti- tai lunastuspalkkiot, mikäli viikon sisällä erääntyvät varat tippuvat alle 30 prosentin rahaston varoista. Palkkioiden lisäksi rahaston hallitus voisi asettaa lunastusrajoitteita (gates), jotka estäisivät kokonaan osuukien lunastamisen. Rajoitteiden tulisi olla kuitenkin enintään 10 päivää voimassa. Gate-rajoituksia on nykyisin sopimuskäytäntöpohjaisesti käytössä etenkin HEFE-rahastoissa.

Komission MMF-asetus sallii rahamarkkinarahastojen sijoittaa rahaston varoja ainoastaan rahamarkkinainstrumentteihin, takaisinostosopimuksiin (ns. repo-kauppa), luottolaitostalletuksiin ja rahoitusjohdannaisiin. Asetus edellyttää rahamarkkinarahastoilta tiettyjä likviditeettitasoja päivittäin sekä viikoittain. Rahaston varoista ainakin 10 prosenttia tulisi olla sellaisia arvopapereita, joiden maturiteetti on vuorokausi. Edelleen varoista 20 prosenttia tulisi olla realisoitavissa viikon sisällä.

Rahastojen tulee lisäksi määrittää keskimääräinen, painotettu maturiteetti (weighted average maturity, WAM) rahaston varoista. Kiinteää arvoa (CNAV) käyttävillä rahamarkkinarahastoilla tulisi olla vähintään 3 prosentin pääomapuskuri. Rahastoilla tulisi lisäksi olla asiakasprofilointiin menettelytavat sekä sisäiset luottoluokitus- ja luottoarviointimenetelmät sen välttämiseksi, että rahastot eivät ole yksinomaan riippuvaisia ulkoisista luottoluokittajista⁶⁷.

2.6.2 Valtionlainat

Valtioiden liikkeelle laskemat joukkovelkakirjat tai ”bondit” ovat yleisin laina-arvopaperi pääomamarkkinoilla. Valtionlainojen arvopapereita voidaan muun muassa käyttää ”polttoaineena” luottolaitosten jälleenrahoitusmarkkinoilla ns. repo-kaupan arvopapereina. Valtionlainojen velkakirjoja voidaan myös käyttää johdannaisopimusten vakuusarvopapereina. Suurimpien liikkeelle laskijoiden velkakirjoilla on myös huomattavan likvidit jälkimarkkinat (mm. USA ja Saksa). Koska korkotaso on nykyhetkellä erittäin matala, ovat yhä useammat sijoittajat siirtyneet kehittyneitä maita riskillisempien kehittyvien valtioiden valtionlainoihin. Tätä myöten myös kehittyvien maiden lainanhoitokulut ovat laskeneet, mutta on vaikea sanoa, vastaavatko kaikkien kehitysmaiden velkakirjojen kuponkikorot velkakirjojen riskitasoa.

Itse valtionlainainstrumenttiin kohdistuu Euroopan komission talous- ja rahoituskomitean 18.11.2011 kehittämä ja sopima ehtomuutos, jossa selvennettiin ns. yhteistoiminta-

65 Securities and Exchange Commission, Jul 2014: 17 CFR Parts 230, 239, 270, 274 and 279, Release No. 33-9616, IA-3879; IC-31166; FR-84; File No. S7-03-13, RIN 3235-AK61, Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF.

66 Consultation Document, Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments, DG INT MARKT, Jul 2012.

67 Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Money Market Funds, COM(2013) 615 final, Sep 2013.

lausekkeen (collective action clause, CAC) sisältöä kaikkiin euroalueella liikkeelle laskettaviin valtionlainoihin⁶⁸. Uusi ehtomalli sisällytettiin kaikkiin euroalueen valtionlainoihin 1.1.2013 alkaen⁶⁹. Tätä ajankohtaa edeltäviin valtionlainoihin ei lauseketta sovelleta pois lukien Kreikan valtion velkajärjestelyssä restrukturoidut velkakirjat, joihin muutoinkin sovelletaan Ison-Britannian lakia Kreikan lain sijaan.

Uuden CAC-lausekkeen taustalla on Kreikan velkakriisi ja euromaiden valtiovarainministerien 28.10.2010 tekemä päätös lausekkeen muuttamisesta. Ajatus syntyi Kreikan velkajärjestelyn pohjalta, koska jatkossa haluttiin välttää tilanne, jossa pieni vähemmistö velkojia voisi liian tehokkaasti vastustaa lainojen uudelleenjärjestelyitä. Keskeinen ajatus on, että velkakirjoja koskevat muutokset voidaan hyväksyä alhaisemmalla hyväksyntäosuudella kuin aiemmin, esimerkiksi 75 prosentin sijasta 66 prosentin määränemmistö voisi riittää muutoksen sitovuuteen suhteessa kaikkiin velkoihin.

CAC-ehdon muutos tuo euroalueen lainat lähemmäs Iso-Britannian ja Yhdysvaltain markkinakäytäntöjä. Euromaat ovat maakohtaisesti implementoineet muutoksen velkakirjoihin joko sopimuskäytännön kautta tai lainmuutoksen kautta⁷⁰. Ehtomuutos mahdollistaa muutosten tekemiseen useampaan liikkeelle laskettuun velkakirjasarjaan/-erään, jolloin suurempi osa liikkeelle laskijan lainoista voidaan uudelleen järjestellä samassa yhteydessä. Muutoksella haluttiin luonnollisesti parantaa euroalueen vakautta ja ehkäistä systeemikriisiä jatkossa, tai nopeuttaa ja helpottaa kriisien ratkomista. Aika kuitenkin näyttää, mikä merkitys valtionlainojen ehdoilla on tulevaisuuden kriiseissä; muun muassa Argentiinan valtion maksukyvyttömyysriidat velkojien ja Argentiinan valtion välillä ovat olleet pitkiä ja oikeusriitoja on ratkottu useissa kansainvälisissä tuomioistuimissa.

Argentiinan oikeustapauksessa yksi ongelma on ollut yhdysvaltalaisen tuomioistuimen tuomio, jonka mukaan vähemmistövelkojille vahvistettiin oikeus täyteen maksuun jälkimarkkinoilta alemmalla hinnalla hankkimilleen lainapapereille. Tämä päätös vaikeuttaa valtionvelkojen uudelleenjärjestelyä ja osittaista velkapääoman leikkausta (ns. hair-cut; termiä käytetään kuvaamaan tilannetta, jossa esimerkiksi 30 % velan pääomasta annetaan anteeksi velallisvaltiolle, jolloin velkojat luonnollisesti kärsivät tappioita).

Sekä Kreikan että Argentiinan valtionlainojen uudelleenjärjestelyissä on esiintynyt spekulatiivisia toimijoita, jotka ensin ostavat ns. ”20 sentillä” tai ”30 sentillä” eli 20 tai 30 prosentin nimellisarvolla lainapapereita ensisijaisilta lainaajilta ja hakevat sen jälkeen oikeuslaitte joko täyttä tai 60–80 prosentin maksua. Muun muassa Kreikan järjestelyssä CAC-lausekkeen avulla velan alennus voitaisiin kuitenkin hyväksyä määränemmistöllä, jolloin vähemmistövelkojilla on vähemmän keinoja spekulointiin.

Komission lisäksi myös International Capital Market Association -järjestö (ICMA) julkisti 29.8.2014 uudet malliehdot koskien valtiollisten velkakirjojen CAC-ehtoa sekä pari passu -periaatteen sisältävää ehtoa; pari passu -periaatteella tarkoitetaan yleisesti yhdenmu-

68 Economic and Financial Committee, Common Terms of Reference, Feb 2012 sekä Supplemental Provisions, Feb 2012.

69 EFC Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets – Model Collective Action Clause – Supplemental Explanatory Note, Mar 2012.

70 Report on the implementation of euro area model Collective Action Clauses (CACs), EFC Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets.

kaisen kohtelun periaatetta⁷¹. Uusilla malliehdolla pyritään selkiyttämään ja helpottamaan valtiollisia maksukyvyttömyysprosesseja sekä pienentämään riskiä siitä, että pieni vähemmistö velkojia voisi kokonaan estää järjestelyitä, joita enemmistö velkojista tukee. Muun muassa Kreikan viimeisimmässä velkajärjestelyssä prosessin pitkittyminen aiheutti turbulenssia pääomamarkkinoilla, jota osaltaan voimisti prosessin pitkittyminen. Ensimmäinen valtio, joka sisällytti uusiin, liikkeelle laskemiinsa velkakirjoihin ICMA:n uusia malliehtoja, oli Kazakstanin valtio⁷².

2.6.3 Yrityssektorin lainainstrumenttien kehittäminen

Useissa Euroopan maissa on kehitetty yritysrahoitussektorille uusia lainainstrumentteja rahoituksen elvyttämiseksi ja rahoituslähteiden monipuolistamiseksi. Pk-sektorin rahoitusta on käsitelty muun muassa Euroopan komission pitkäaikaisen rahoituksen vihreässä kirjassa⁷³. Lisäksi OECD:n projektissa on samoja kysymyksiä lähestytty hiukan eri näkökulmasta⁷⁴. Komissio on ehdottanut muun muassa pk-yrityssektorin joukkovelkalainojen ottamista mukaan jäsenvaltioiden sääntelyyn. Pk-yrityksillä tulisi olla oma, kevyemmin säännelty joukkovelkakirjojen formaatti, joita pk-yritykset voisivat laskea liikkeelle joko omalla markkinapaikallaan tai esimerkiksi Nasdaq OMX:n First North -listalla⁷⁵.

Toinen komission suosima ajatus on erillinen luottoluokituspalvelu pk-yrityksille, joka voisi lisätä suursijoittajien kiinnostusta pk-rahoittamiseen. Euroopan komission pitkäaikaisesta rahoitusta käsittelevässä vihreässä kirjassa (kts. tarkemmin alla luku Pitkäaikaisen sijoittamisen sääntelyaloitteita) on esitetty EU-alueen kattavaa, yhdenmukaista luottoluokitus- tai ns. ”reittaus”-järjestelmää. Reittausjärjestelmän avulla pankit ja sijoittajat kykenisivät muodostamaan tarkan kuvan pk-yrityksen tilanteesta sekä vertaamaan kohdetta muihin vastaaviin yrityksiin.

Nykyisin luottolaitoksilla on käytössään sisäisiä, hyvinkin sofistikoituneita luokitusprosesseja, mutta EU-tason yhtenäistä järjestelmää ei ole yleisesti saatavilla. Tällaista ns. ”kevytrentausta” on suunniteltu useassa EU:n jäsenmaassa. Luokitus poistaisi sijoittajilta ainakin osittain tarpeen suorittaa perinpohjainen yritystutkimus, koska luokitus antaisi ainakin suuntaa yrityksen tilasta.

Pohjoismaista etenkin Norja on kehittänyt pk-sektorin jvk-lainausta⁷⁶. Norjan niin sanottu high yield -markkina on kasvanut uuden sääntelyn myötä huomattavasti⁷⁷. High yield -markkinalla tarkoitetaan tässä pk-sektorin joukkovelkalainoja vastakohtana suuryritysten

71 International Capital Market Association, Standard Aggregated Collective Action Clauses (“CACs”) for the Terms and Conditions of Sovereign Notes, 29 Aug 2014 sekä Standard Pari Passu Provision for the Terms and Conditions of Sovereign Notes, 29 Aug 2014.

72 Kts. mm. <http://www.emergingmarkets.org/Article/3388638/Kazakh-CAC-adoption-heralds-new-era-for-sovereign-debt-restructuring.html> sekä

73 Green Paper – Long-Term Financing of the European Economy, Mar 2013, COM(2013) 150 final.

74 Institutional Investors and Long-term Investment, OECD, 2013.

75 <http://www.nasdaqomxnordic.com/joukkovelkakirjat/firstnorth>

76 Oslo Börs – The Norwegian bond market, Issuing Corporate Bonds In Oslo – an efficient, flexible and mature market for raising capital sekä mm. http://www.oslobors.no/ob_eng/Oslo-Boers/Listing/Interest-bearing-instruments/Nordic-ABM/Terms

77 http://www.oslobors.no/ob_eng/Oslo-Boers/About-us/Press-room/News-from-Oslo-Boers/NOK-217-billion-of-new-loan-capital-raised-on-Oslo-Boers-marketplaces

pienempiriskisille investment grade -lainoille. Tuotto ja riski ovat näissä päinvastoin; high yield -lainoja laskevat liikkeelle pk-yritykset, joiden toiminta on riskisempää ja konkurssitodennäköisyys paljon suurempi kuin suuryrityksillä.

Myös Tanskassa on uudistettu sääntelyä pk-yritysten lainamarkkinan osalta⁷⁸. Suomessa on ryhdytty valmistelemaan lain mahdollisia muutoksia markkinan kehittämiseksi. Lisäksi Suomessa on itsesääntelyteitse kehitetty malliehdot pk-yritysten jvk-lainoille⁷⁹. Suomessa ei kuitenkaan toistaiseksi ole olemassa pk-yrityksille erillistä luottoluokitusjärjestelmää.

2.6.4 Mahdolliset vaikutukset eläkerahastojen sijoitustoimintaan

Korkoinstrumenteista etenkin valtionlainat ovat muodostaneet tärkeän instrumentin sijoittajien allokaatiossa. Eläkesijoittajat eivät kuitenkaan tavallisesti ole olleet merkittäviä sijoittajia kaikkein riskisimmissä valtiolainoissa, joista edellä mainitut konkurssimenettelyt ovat aiheutuneet. Ongelmatilanteita koskevat sääntelyuudistukset saattavat kuitenkin tuoda oikeusvarmuutta ja ennakoitavuutta valtionlainamarkkinoille, mikä pitkällä aikavälillä on hyödyllistä myös sijoittajille.

Matala korkotaso on heikentänyt korkoinstrumenttien houkuttelevuutta. Korkoinstrumenteista ovatkin korkean riskin ja tuoton yritysainat nostaneet suosiotaan. Siksi on todennäköisesti hyvä, että instrumenttilajiin kohdistuvaa sääntelyä uudistetaan läpinäkyvyyden ja likviditeetin lisäämiseksi. Matala korkotaso vaikeuttaa pitkittyessään optimaalisen riskituotosuhteen analysointia etenkin korkoinstrumenttien osalta.

2.7 Pitkäaikaisen sijoittamisen sääntelyaloitteet (kiinteistö- ja infrasijoitukset)

2.7.1 Pitkäaikaisen rahoittamisen vihreästä kirjasta

Euroopan komissio julkisti 2013 vuoden alusta edellä mainitun pitkäaikaisen rahoittamisen vihreän kirjan (green paper)⁸⁰, jossa kartoitettiin keinoja lisätä pitkäaikaista rahoitusta ja sijoittamista EU:n alueella. Vihreä kirja käsittelee laajasti eri rahoituksen osa-alueita. Aloitteina käsiteltiin muun muassa:

- erityistä EU-laajuista, pitkäaikaisiin sijoituksiin painottuvaa säästötiliä kuluttajille
- Solvenssi II-direktiivin pääomavaateiden/stressitasojen laskemista tiettyjen sijoitusinstrumenttien osalta
- pankkien vakavaraisuusvaatimusten arviointia pitkän ajan lainoituksen kohdalta (CRDIV-direktiivi ja CRR-asetus)
- julkisten kehityspankkien ja takauslaitosten koordinoitua (mm. vientituet ja Euroopan Investointipankki)

⁷⁸ Fitch Ratings, Nordic High Yield Tests Its Limits, Special Report, May 2014.

⁷⁹ Elinkeinoelämän keskusliitto ja Listayhtiöiden neuvottelukunta, joukkolainojen malliehdot. 30.12.2013.

⁸⁰ Vihreä kirja on formaatti, josta komissio pitää laajan ja julkisen kuulemisen julkistuksen yhteydessä ja jota tavallisesti seuraa valkoinen kirja (white paper), joka sisältää konkreettisempia ehdotuksia tietyille EU-viranomaisille valmisteltavaksi.

- arvopaperistamissäännösten arviointia etenkin vakuudellisten, kiinteistö- ja infrakohteiden osalta sekä
- pk-sektorin yritysten luottoluokitusjärjestelmän luomista EU-alueelle⁸¹.

2.7.2 OECD:n aloite pitkäaikaisen sijoittamisen tukemiseksi

OECD:n piirissä on kartoitettu komission tavoin pitkäaikaisten instrumenttien lisäämisen mahdollisuutta. OECD on julkistanut edellä mainitun ”Institutional Investors and Long-term Investment” -hankkeen, jossa kartoitetaan uusia, mahdollisia sijoitusinstrumentteja pitkäaikaisen sijoittamisen tukemiseen ja lisäämiseen institutionaalisten sijoittajien joukossa.

Hankkeen osana on muun muassa muotoiltu G20-maiden ja OECD:n yhteistyönä keskeisiä periaatteita pitkän ajan sijoittamisen tukemiseksi. Periaatteissa muun muassa painotetaan oikeiden olosuhteiden luomista pitkäaikaisten sijoitusten markkinoille, pitkäaikaissäästöjen hyödyntämistä investoinneissa, institutionaalisten sijoittajien valmiuksia pitkäaikaisiin sijoituksiin sekä oikeanlaisen verokehikon rakentamista pitkäaikaisille sijoituksille. OECD on myös tuottanut runsaasti vertailevaa materiaalia eri maiden aloitteista, joilla pitkäaikaisia sijoituksia on tuettu. Institutionaaliset sijoittajat ovat toistaiseksi allokoineet alle 1 prosenttia kokonaisallokaatioistaan infrasijoituksiin⁸².

Institutionaalisilla sijoittajilla tarkoitetaan sekä eläkerahastoja että erilaisia valtiollisia rahastoja (sovereign wealth fund, SWF). Institutionaaliset sijoittajat ovat muokanneet allokaatioitaan pois listaosakkeista finanssikriisin jälkeen⁸³ ja vastaavasti lisänneet korkoinstrumenttien osuutta allokaatioissaan.

Sääntelyn on todettu myös vaikuttavan ohjaavasti varojen allokointiin, mikä on ollut havaittavissa muun muassa EU-alueella Solvenssi II -direktiivin implementoinnin yhteydessä; sijoittajat, joita sääntely koskee, ovat siirtäneet oman pääoman muotoisia sijoituksia vieraan pääoman muotoisiksi, koska SII-direktiivi kohtelee kevyemmin lainainstrumentteja kuin pääomainstrumentteja.

OECD:n mukaan institutionaaliset sijoittajat hallinnoivat noin 65 triljoonan USD varoja vuoden 2009 lopulla. Pitkäaikaisten sijoittajien hallinnoimaa pääomaa voidaan pitää pitkäjänteisenä pääomana (patient capital), joka sijoitettuna esimerkiksi yhteiskunnallisiin infrastruktuurihankkeisiin voi olla myös yhteisöllisesti osallistuvaa pääomaa (engaged capital). OECD kehottaakin valtioita kehittämään institutionaalisten sijoittajien hallintosääntelyä siten, että varmistetaan riittävä osaaminen pitkäaikaisten sijoitusten tekemiseen. Lisäksi lyhyen ajan riskinottoa tulisi rohkaista vähentämään.

Institutionaaliset sijoittajat ovat varojen kasvaessa siirtyneet käyttämään ulkoisia varainhoitajia enenevässä määrin; varainhoitajat saattavat muun muassa äänestää yhtiökokouksissa sijoittajan puolesta sekä laajoissa mandaateissa tehdä jopa sijoituspäätöksiä (esim. erilai-

81 Communication from the Commission to the European Parliament and the Council on Long-Term Financing of the European Economy, Mar 2014, COM(2014) 168 final.

82 Institutional Investors and Long-Term Investment – Project Report, May 2014, OECD.

83 The Role of Banks, Equity Markets and Institutional Investors in Long-Term Financing for Growth and Development, Report for G20 Leaders, OECD, Feb 2013.

set trust-järjestelmät tai täyden valtakirjan sopimukset, joissa sijoittaja antaa tietyn summan varoja managerille, joka päättää itsenäisesti allokatiosta).⁸⁴

Pitkäaikaisista sijoituksista malliesimerkkinä sekä OECD:n että EU-komission käsitteilyssä pidetään infrastruktuurisijoituksia. Infrastruktuurisijoituksia ovat 1980- ja 1990-luvuilla lisänneet valtioiden yksityistämiset etenkin energia- ja liikenne- sekä tietoliikenneverkkoyhtiöiden osalta⁸⁵. Tavallisesti näihin on sijoitettu noteeraamattomien yhteisömuotojen kautta, eikä niinkään listattujen yhtiöiden avulla⁸⁶. Listayhtiöt ovat tavallisimpia asutusinvestointeissa (etenkin ns. REIT-yhteisömuodot, real estate investment trust).

Listamattomien rakenteiden huonona puolena ovat kuitenkin olleet managereita suosivat kulurakenteet; etenkin pääomarahastoille ominaiset 2/20-palkkiot (2 % hallintopalkkio netto- tai bruttovarojen määrästä sekä 20 % osuus voitoista) heikentävät tuottotasoa (OECD ei tosin huomii pääomarahastojen historiallista tuottotasoa: vuosina 2001–2014 perustetuilla, infrasijoituksiin keskittyneillä rahastoilla vuosittainen nettotuoton taso on ollut n. 8–10 %⁸⁷). Infrasisijoituksista painopiste on lisäksi ollut ns. brownfield, eli olemassa olevissa kohteissa, kun uusininvestointien eli ns. greenfield-kohteiden painoarvo on ollut selvästi vähäisempi.

Esimerkkinä erottelusta voidaan ottaa esimerkiksi tuulivoimala: greenfield-sijoittaja sijoittaisi tuulivoimaa rakentamaan osakeyhtiöön joko oman pääoman tai velkapääoman muodossa, joilla varoilla tuulivoimalat rakennettaisiin (tyypillisesti mukana on myös project finance -rahoitusta tarjoava pankki).

Brownfield-sijoittaja taas ostaisi yhtiön osakkeita tai myöntäisi yhtiölle velkaa silloin, kun tuulimyllyt jo jauhavat sähköä myyntiin jakelusopimuksen turvin. Brownfield-sijoituksen ilmeinen etu on sen ennakoitavuus: energia-alan kohteiden tuottotasoa voidaan määrittää muun muassa siirto- tai jakelusopimusten keston avulla, kun taas greenfield-sijoituksessa riskejä on enemmän (rakentamisen hinta voi nousta, maankäytöllisiä esteitä voi tulla yms.). Mikäli uusiin infrasisijoituksiin siis haluttaisiin kannustaa, tulisi kannusteiden kohdentua greenfield-sijoitusvaiheeseen esimerkiksi korkotukina, vakuushelpotuksina, pääomaturvajärjestelyinä tai muina sellaisina.

Eri sijoitustapoja infrasisijoituksiin ovat:

- a. välillinen, listaamaton rahasto
- b. välillinen, listattu rahasto
- c. suora sijoitus noteeraamattomaan osakkeeseen sekä
- d. suora yhteissijoitus noteeraamattomaan osakkeeseen yhdessä toisten sijoittajien tai varainhoitajan kanssa.

Oman pääoman muotoisen sijoituksen lisäksi sijoittaja voi sijoittaa infravelkaan eli velkasijoitukseen, joilla pankki tai varjopankki on rahoittanut kohteen rakentamisen. Velkasijoitus

84 Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies, OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2011, Issue 1.

85 The Role of Banks, Equity Markets and Institutional Investors in Long-Term Financing for Growth and Development, Report for G20 Leaders, OECD, Feb 2013.

86 Pooling of Institutional Investor Capital – Selected Case Studies in Unlisted Equity Infrastructure, Apr 2014, G20/OECD Task Force.

87 The 2014 Preqin Private Equity Performance Monitor, Preqin Ltd.

voikin olla monelle sijoittajalle mielekäs vaihtoehto, koska etenkin senior-velkojan turvana ovat itse sijoituskohteen osakkeet tms. oikeus itse kohteeseen. Junior-velkojilla ei pääsääntöisesti ole vakuusturvaa, mutta vastaavasti korkeampi korkotaso.

OECD:n ja G20:n yhteisselvityksessä on myös käyty läpi erilaisia tuottokartoituksia, jotka osoittavat tuottovaihtelun olevan suurta ennen kaikkea tarkasteluajankohdan mukaan (-2,79 vuosina 2006–2010 ja 22,5 % 1995–2006). Voikin olla, että infrasijoittajan kannattaisi ottaa painopisteeksi kehittyvien talouksien erilaiset greenfield-infrakohteet; riski on luonnollisesti korkea, mutta pitkän aikavälin tuotot voivat olla korkeampia kuin kehittyneiden talouksien brownfield-kohteet.

Toinen vaihtoehto on hajauttaa infrasalkku greenfield- ja brownfield-kohteisiin halutussa suhteessa, esimerkiksi 70/30 prosenttia, 60/40 tai 80/20 halutun riskitason mukaan (mitä enemmän riskiä, sitä enemmän greenfieldiä; tämän lisäksi voidaan valita myös oman pääoman ja velkapääoman väliltä). OECD:n selvityksessä on todettu greenfield-riskin muistuttavan private equity-/noteeraamattoman osakkeen riskiä ja brownfield-kohteen riskin muistuttavan kiinteistö- ja korkoriskiä⁸⁸. Infrariskiä voidaan myös ottaa eri instrumenttiluokissa: korkoluokassa voidaan sijoittaa esimerkiksi infravelkaan, kiinteistö-/infraluokassa suoriin infrasijoituksiin, osakeluokassa listattuihin infrastruktuuriyhtiöihin ja listaamattomassa osakkeessa voidaan sijoittaa infrapääomarahastoihin.

2.7.3 Mahdolliset vaikutukset eläkerahastojen sijoitustoimintaan

Useat pitkäaikaisista infrasijoituksista soveltuvat lähtökohtaisesti hyvin eläkesijoittajille. Infra- ja kiinteistösijoitukset ovat kuitenkin sijoitusluokkana heterogeeninen ryhmä ja yksittäiset sijoitukset on analysoitava tarkoin. Lisäksi inflaatiosuojaus on tärkeä elementti, koska tuotot ovat infra- ja kiinteistösijoituksissa tavallisesti maltillisia. Suomalaiset eläkesijoittajat ovat perinteisesti sijoittaneet ulkomaisiin kiinteistö- ja infrakohteisiin välillisesti rahastojen kautta, mutta tulevaisuudessa tultaneen näkemään enenevässä määrin suoria sijoituksia etenkin muihin Pohjoismaihin.

Infra-, kiinteistö- ja maa-alesijoitukset ovat myös sidoksissa lainsäädäntöön. Mikäli esimerkiksi jossain maassa ei ole tietullikäytäntöä, on tällaista infrasijoitusta mahdoton ko. maassa tehdä. Myös kiinteistöjä ja maan omistamista koskeva lainsäädäntö on monesti historiaan ja traditioihin pohjaavaa, ja vaihtelee enemmän valtioittain kuin vaikkapa IT- tai mediaoikeus. Mikäli kuitenkin kansainväliset toimijat, kuten OECD ja EU:n komissio, laativat toimivia sääntelymalleja infra- ja kiinteistösijoituksiin kansainvälisesti, voidaan otaksua näiden instrumenttien kasvattavan jatkossa suosiotaan eläkesijoittajien allokaatioissa.

88 Pooling of Institutional Investor Capital – Selected Case Studies in Unlisted Equity Infrastructure, Apr 2014, G20/OECD Task Force.

3 Kansainvälinen katsaus

Antti Mielonen ja Mika Vidlund, ETK

3.1 Yleistä vertailtavien maiden työeläkejärjestelmistä

Tässä osassa esitetään aluksi vertailumaiksi valittujen Alankomaiden, Britannian, Norjan, Ruotsin ja Tanskan sekä Suomen eläkejärjestelmien ominaispiirteitä, jonka jälkeen maakohdittaisesti käydään tarkemmin läpi kansallista sijoitustoiminnan sääntelykehikkoa. Vertailumaille yhteistä on työmarkkinaeläkejärjestelmien yleisyys ja niiden korkea kattavuus. Kollektiivisten sopimusten kautta pakollisia (quasi-mandatory) työmarkkinaeläkejärjestelmiä löytyy Hollannista, Ruotsista ja Tanskasta. Norjassa työmarkkinaeläkejärjestelmät ovat säädetty lailla pakollisiksi vuodesta 2006 lähtien. Britanniassa ne ovat vapaaehtoisia, mutta joutuksen muun muassa lakisääteisen eläkejärjestelmän suhteellisen matalasta tasosta kohtalaisen yleisiä kattaen noin puolet palkansaajista.

Suomen työeläke on osa lakisääteistä sosiaaliturvaa, mutta työeläkejärjestelmässämme on kuitenkin piirteitä, jotka voidaan liittää myös työmarkkinoilla sovittuihin lisäeläkkeisiin. Näistä keskeisimmät ovat:

- lakisääteisen työeläkejärjestelmän katottomuus
- työmarkkinajärjestöjen keskeinen rooli
- hajautettu ja pääsääntöisesti yksityisoikeudellisesti hallinnoitu työeläkejärjestelmä
- eri toimijoiden välinen kilpailu ja eläkkeiden (osittainen) rahastointi.

Muihin maihin verrattuna Suomen työeläke on verrannollinen sekä lakisääteiseen että työmarkkinoilla sovittuun lisäeläketurvaan, ja täyttää näiden molempien tehtävää. Tämä näkyy kansainvälisesti verraten vähäisenä lisäeläkejärjestelyjen määränä.

Työmarkkinaeläkejärjestelmät ovat vertailumaissa yleensä täysin rahastoivia. Niiden merkityksestä kunkin maan kokonaiseläkejärjestelmässä antaa kuvan myös suhteellisen korkea rahastointiaste. Vertailumaista erityisesti Britannia, Hollanti ja Tanska ovat kerryttäneet mittavat eläkerahastot, joiden määrä ylittää maan BKT:n. Ruotsissa työmarkkinaeläkevarat olivat noin 60 prosenttia ja Norjassa noin 50 prosenttia BKT:hen verrattuna.

Vertailumaista Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa (ATP) rahastoidaan lakisääteisiä eläkkeitä etukäteen. Suomen lakisääteisen työeläkejärjestelmän varat ovat noin 80 prosenttia BKT:hen verrattuna, Ruotsissa noin 30 prosenttia, Norjassa reilut 170 prosenttia ja Tanskassa vajaat 40 prosenttia. Britanniassa ja Hollannissa lakisääteiset järjestelmät rahoitetaan jakojärjestelmäperiaatteella joko verovaroin tai vakuutusmaksuin.

Kun tarkastellaan eläkejärjestelmien rakennetta, voidaan todeta, että työmarkkinaeläkejärjestelmät ovat muuttuneet vertailumaissa yhä enenevässä määrin etuusperusteisista järjestelmistä maksuperusteisiksi. Norjassa lähes kaikki uudet työmarkkinaeläkejärjestelmät ovat maksuperusteisia, Britanniassa maksuperusteiset järjestelmät ovat lähes pääsääntö yksityisellä puolella samoin kuin Tanskassa. Myös Ruotsissa maksuperusteiset järjestelmät ovat yleisimpiä työmarkkinaeläkejärjestelmiä. Myös lakisääteisellä puolella Norjan ja Ruotsin

työeläkejärjestelmät ovat nimellisesti maksuperusteisia (NDC, notional defined contribution).

Vertailumaista ainoastaan Alankomaissa ja Suomessa etuusperusteiset järjestelmät ovat säilyttäneet asemansa, joskin molemmissa maissa niihin on liitetty maksuperusteisten järjestelmien piirteitä (mm. Suomessa elinaikakerroin ja Alankomaissa sijoitusriskin vaikutus maksettavaan etuuteen indeksoinnin kautta). Hollannissa työeläketurva on täysin työmarkkinaeläketurvan varassa, kun Suomessa työeläkejärjestelmä on lakisääteinen.

Näin kokonaisaläketurvan kannalta sijoitustoiminnalla, ja siten myös sijoitussäätelyllä, on merkittävä rooli jokaisessa vertailumaassa. Jos sijoitustoiminnan tuotto jää matalaksi, tai jopa negatiiviseksi, on sillä maksuperusteisissa järjestelmissä merkittävä vaikutus yksittäisen eläkkeensaajan eläketasoon. Etuusperusteisissa järjestelmissä vaikutus kohdistuu eläkemaksutason nousuun.

Sijoitussäätelyn kannalta järjestelmien rakenteella on merkitystä: maksuperusteiset järjestelmät ovat täysin rahastoituja riippumatta sijoitusten tuotosta, kun taas etuusperusteisissa järjestelmissä vakavaraisuusasteen valvonta liittyy kiinteästi sijoitussäätelytoimintaan. Esimerkiksi Hollannin, Tanskan, Ruotsin ja Britannian etuusperusteisissa järjestelmissä vakavaraisuusasteen pudotessa alle 100 prosenttiin, on eläkeyhtiön tehtävä muutoksia mahdollisesti sijoitusallokaatioon tai eläkemaksutason. Maksuperusteisissa järjestelmissä valvonta ja säätely kohdistuvat lähinnä työnantajan ja työntekijän eläkemaksujen riittävän tason valvontaan ja vakuutettujen sijoitussalkun koostumukseen.

Työmarkkinaeläkkeiden hallinto on hajautettu usealle eri toimijalle. Alankomaissa toimialakohtaiset rahastot (kassat) ovat merkittävässä asemassa ja selkeä enemmistö aktiivijäsenistä kuuluu niihin. Toimialakohtaisilla kassoilla on pitkät perinteet. Esimerkiksi suurin rahasto, julkisen sektorin työntekijöiden eläkerahasto ABP, perustettiin jo vuonna 1836.

Britanniassa yritysکوhtaiset rahastot ovat olleet angloamerikkalaiseen tapaan yleisin työmarkkinaeläkkeiden järjestämistapa yksittäisten järjestelmien määrän kohotessa jopa kymmeneen tuhansiin. Uudet yleiset eläkekassat (esim. NEST) ovat kuitenkin kasvattamassa merkittävästi jäsenmääriään ja tulevaisuudessa ne voivatkin muodostua merkittävimmäksi tavaksi hoitaa eläketurva.

Eläkesäätiöiden ja kassojen lisäksi henkivakuutusyhtiöillä on merkittävä osuus vertailumaiden työmarkkinaeläkemarkkinoilla. Pohjoismaissa työmarkkinaeläkkeet on perinteisesti järjestetty henkivakuutusyhtiöissä. Esimerkiksi Tanskassa, Norjassa ja Ruotsissa henkivakuutusyhtiöiden osuus työmarkkinaeläkkeiden kokonaismaksutulosta on 75–80 prosenttia. Taulukossa 3.1 esitetään yleiskuva vertailtavien maiden työmarkkinaeläkkeiden keskeisistä piirteistä.

Taulukko 3.1.

Yleistä työmarkkinaeläkkeistä ja eläkevarallisuus vertailumaissa.

	Alankomaat	Britannia	Norja	Ruotsi	Tanska	Suomi*
Työmarkkinaeläkkeiden kattavuus, %	90	50	90	90	90	100
Työmarkkinaeläkkeiden jäsenyys	Kollektiiviset sopimukset	Työnantaja- ja liittosopimukset	Laki	Kollektiiviset sopimukset	Kollektiiviset sopimukset	Laki
Työmarkkinaeläkevarat % BKT:sta	160	135	45	57 + 17 (rahastoeläke)	137+ 36 (ATP)	52
Puskurirahastot % BKT:sta	-	-	173	31	-	28
Maksu- (DC) tai etuusperusteisuus (DB)	DB	DC/DB	DC/DB	DC/DB	DC, takuu-tuotto	DB
Valvonta	Keskuspankki, De Nederlandse Bank–DNB)	Eläkevalvontaviranomainen (The Pensions Regulator)	Finanssi-valvonta (Finanstilsynet)	Finanssi-valvonta (Finansinspektion)	Finanssi-valvonta (Finanstilsynet)	Finanssi-valvonta
Eläkesijoittajien lkm.	n. 400	n. 50 000	n. 100	n. 270	75	35

* Suomen työeläke on taulukossa luokiteltu työmarkkinaeläkkeeksi.

Sijoitusallokaatioita ja -tuottoja käsittelevässä luvussa 4, on kustakin maasta valittu 1–3 esimerkkitoimijaa. Toimijavalinnassa on keskitytty niihin eläkesijoittajiin, jotka ovat maassa keskeisiä toimijoita ja joiden hallinnoima varojen määrä on merkittävä. Toimijavalintaan on vaikuttanut myös vertailukelpoisten tietojen saatavuus. Esimerkkitoimijat ja niiden hallinnoiman varallisuuden määrä on esitetty taulukossa 3.2.

Taulukko 3.2.

*Esimerkkitoimijat ja varallisuuden määrä.**

	Järjestelmä	Varallisuuden määrä 31.12.2013
Alankomaat		
Julkisalan rahasto (ABP)	DB, täysin rahastoitu	325,2 mrd. €
Terveysalan rahasto (PFZW)	DB, täysin rahastoitu	137,3 mrd. €
Britannia		
Tietoliikenne- ja palvelusalan rahasto (BT)	DB, täysin rahastoitu	46,6 mrd. € (39,6 mrd. GBP)
Yliopistojen rahasto (USS)	DB, täysin rahastoitu	50,3 mrd. € (42,7 mrd. GBP)
Norja		
Valtion eläkerahasto (GPFJ)	Puskurirahasto	645,3 mrd. € (5 038,0 mrd. NOK)
Ruotsi		
Lakisääteiset puskurirahastot (AP1–AP4 ja AP6)	Vanhuuseläkkeiden puskurirahastot	122,2 mrd. € (1 057,6 mrd. SEK)
Työmarkkinaeläkeyhtiö Alecta	DB / DC, täysin rahastoitu	69,7 mrd. € (602,8 mrd. SEK)
Työmarkkinaeläkeyhtiö AMF	DC, täysin rahastoitu	42,1 mrd. € (363,8 mrd. SEK)
Suomi		
Julkisalojen työeläke	Puskurirahasto	56,9 mrd. €
Yksityisalojen työeläke	DB, osittain rahastoitu	105,2 mrd. €
Tanska		
Lakisääteinen työeläkerahasto (ATP)	DC, täysin rahastoitu	79,4 mrd. € (592,3 mrd. DKK)
Metalli- ja teollisuusliiton Industriens Pension eläkeyhtiö	DC, täysin rahastoitu	15,6 mrd. € (116,1 mrd. DKK)

* Euromäärät laskettu Suomen Pankin ilmoittamista vuoden 2013 keskipursseista.

3.2 Alankomaat

Antti Mielonen, ETK

Alankomaissa kollektiivinen eläketurva muodostuu asumisperusteisesta ja jakojärjestelmärahoitteisesta kansanvakuutusjärjestelmästä sekä työmarkkinasopimuksiin perustuvista, täysin rahastoiduista lisäeläkejärjestelmistä. Lisäeläkkeet eivät ole periaatteessa pakollisia, mutta kattavien työehtosopimusten myötä niissä on vakuutettuina noin 90 prosenttia työllisistä henkilöistä.

Lisäeläkevarallisuus ylitti 1 000 miljardin euron rajan alkuvuodesta 2014 ja varallisuuden arvo on huomattavan suuri myös suhteessa maan talouteen, noin 160 prosenttia bruttokansantuotteesta¹. Lisäeläketurva on myös merkittävässä roolissa yksittäisen vakuutetun kokonaiseläketurvan kannalta: lisäeläke muodostaa laskennallisesti noin 2/3 keskituloisen palkansaajan kokonaiseläkkeestä ja mitä suurempituloisesta palkansaajasta on kyse, sitä suurempi osa kokonaiseläkkeestä on lisäeläketurvaa².

Lisäeläketurva on järjestetty pääsääntöisesti eläkerahastoissa (pensioenfonds), jotka ovat muodoltaan säätiöitä (stichting). Säätiöt ovat juridisesti erotettuja työnantajasta. Uudenlaisia, erityisesti useassa Euroopan maassa toimiville yrityksille tarkoitettuja Premium Pension Institution -järjestelyjä on voitu perustaa vuodesta 2011 lähtien. Myös henkivakuutusyhtiöissä järjestetään jonkin verran kollektiivista lisäeläketurvaa³.

Säätiömuotoisten lisäeläkejärjestelmien lukumäärä on laskenut viimeisen vuosikymmenen aikana noin 1 000:sta alle 400:aan. Erityisesti yksittäisten yhtiöiden omia eläkesäätiöitä on lakkautettu ja vakuuttaminen on keskittynyt entistä enemmän suuriin alakohtaisiin eläkekassoihin (n. 80 kpl.), jotka kattavat nykyisin noin 80 prosenttia kaikista vakuutetuista. Alakohtaisista kassoista puolestaan suurimmat ABP ja PFZW kattavat reilun kolmanneksen kaikista lisäeläkevakuutetuista yli 2 miljoonalla yhteenlasketulla aktiivijäsenellä.

Lähes kaikki lisäeläkejärjestelmät ovat yhä etuusperusteisia, joissa eläke karttuu tiettyinä prosenttina palkasta. Alankomaiden etuusperusteisissa järjestelmissä on kuitenkin joitain maksuperusteisten järjestelmien piirteitä, kuten eläkkeiden indeksitarkistusten sitominen sijoitustoiminnan onnistumiseen. Muissa maissa yleistyneitä puhtaita maksuperusteisia eläkejärjestelmiä on sen sijaan verrattain vähän. Vuoden 2013 elokuun lopussa 5,8 prosenttia lisäeläkejärjestelmien (säätiöiden) vakuutetuista kuului maksuperusteisiin järjestelmiin.

Lisäeläkejärjestelmiä sääntelevät useat eri lait⁴. Keskeisimmät säädökset on koottu vuoden 2007 alussa voimaan astuneeseen eläkelakiin, joka määrittää periaatteet, vähimmäisstandardit ja raamit, joita työmarkkinaeläkejärjestelmien on noudatettava. Eläkelaisissa säädetään muun muassa sijoitussääntelyn periaatteista, työntekijöiden sekä työnantajien ja elä-

1 Lähde: OECD Pension Markets in Focus 2013.

2 Pensions at a Glance 2013.

3 Henkivakuutusyhtiöiden hoidossa olevissa eläkejärjestelyissä on n. 15 prosenttia koko sektorin vakuutetuista.

4 Eläkelaki (Pensioenwet), laki pakollisesta osallistumisesta alakohtaiseen eläkerahastoon (Wet verplichte deelneming in een bedrijfstakpensioenfonds 2000), laki pakollisista ammatillisista eläkerahastoista (Wet verplichte beroeps-pensioenregeling), laki eläkeoikeuksien jakamisesta avioeron yhteydessä (Wet verevening pensioenrechten bij echtscheiding), eläkehallintolaki (Wet versterking bestuur pensioenfondsen), muut eläkejärjestelmiin liittyvät sekundääriset lait ja Euroopan Unionin lainsäädäntöä ohjaavat direktiivit (lähinnä IORP) sekä verolainsäädäntö.

kehallinnon velvollisuuksista, eläkerahastojen hallinnon rakenteesta sekä eläkejärjestelmien sallituista muodoista (etuus-, maksu- tai pääomaperusteisuus). Yksittäisten eläkejärjestelmien tarkemmat säännöt, kuten esimerkiksi karttumisprosentit, neuvotellaan kuitenkin työmarkkinajärjestöjen välillä työehtosopimusten puitteissa.

3.2.1 Sijoitussäätely

Koska eläkejärjestelmät ovat pääsääntöisesti etuusperusteisia, joissa etuudet ovat (nimellisarisvoisesti) taattuja, ja toisaalta koska eläkerahaston alirahastoinnin tai sponsoriyhtiöiden maksuvaikeuksia turvaavia erillisiä takuujärjestelyjä ei ole, on eläkerahastojen sijoitussäätelyllä merkittävä rooli eläkejärjestelmien turvaavuuden kannalta.

Sijoitussäätelyyn liittyviä suoria määrällisiä (kvantitatiivisia) sääntöjä on lisäeläkkeitä sääntelevissä laeissa varsin vähäisessä määrin⁵. Tällainen on kuitenkin eläkelain IORP-direktiivin mukainen rajoitus, jonka mukaan eläkerahasto voi sijoittaa enintään 5 prosenttia sijoitussalkustaan sponsoriyhtiön osakkeisiin tai 10 prosenttia oman yhtiöryhmän yhtiöiden osakkeisiin.

Sijoitussäätelyn pääperiaatteena on määrällisten sääntöjen sijaan varovaisuusperiaatteen mukainen säätely (Prudent Person Principle), jossa säätely tapahtuu laadullisten periaatteiden tai kriteerien kautta. Olennaisena piirteenä on lisäksi riskiperusteinen vakavaraisuuden arviointi ja valvonta. Sijoitussäätelyn periaatteet ja säännöt on kirjattu eläkelain FTK-säädöksiin (Financieel Toetsingskader) ja niiden perusteisiin (Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen).

FTK-säädösten mukaan eläkerahaston sijoitustoiminnan intressinä tulee olla ainoastaan järjestelmän jäsenten ja etuudensaajien edun vaaliminen. Lisäksi eläkerahaston sijoitustoiminnan tulee täyttää seuraavat vaatimukset:

- Varat tulee sijoittaa siten, että turvaavuus, laatu, likviditeetti sekä tuotto varmistetaan
- Varat tulee sijoittaa siten, että ne kattavat eläkevastuut niiden laatua ja aikajännettä vastaavasti
- Kaupankäynti tulee tapahtua pääsääntöisesti säännellyillä markkinapaikoilla
- Johdannaisiin sijoittamisen tulee perustua vain sijoitusriskien vähentämiseen tai tehokkaaseen salkun hoitamiseen
- Sijoitussalkun tulee olla riittävän hajautettu, jotta mihinkään varallisuuslajiin tai kohteeseen ei synny liiallista sidosta.

FTK-säädökset edellyttävät lisäksi eläkerahastojen noudattavan seuraavia periaatteita:

- vastuiden ja varojen mittaaminen markkina-arvoilla käyttäen viimeisimpiä kuolleisuustilastoja
- läpinäkyvyys
- riskiperusteisuus.

⁵ Poikkeuksena pienet eläkerahastot, ks. vakavaraisuussäätely.

Markkina-arvojen käyttäminen varojen arvon määrittelyssä on suhteellisen suoraviivaista. Eläkevastuiden suhteen periaate tarkoittaa, että etuuksien nykyarvon laskennassa käytetään diskonttokorkona vastuiden aikarakennetta vastaavaa, kuukausittain muuttuvaa (riskitöntä) markkinakorkoa. Kiinteä 4 prosentin korko oli käytössä eläkelakia edeltäen vuoteen 2007 saakka, mutta nykyään korkona käytetään Bloombergin noteeraamaa euro swap rate -käyrää tasoitettuna kolmen kuukauden päivänoteerauksien keskiarvoihin.

Vuoden 2012 syyskuusta lähtien markkinasidoksesta on kuitenkin osittain luovuttu, kun käyttöön on otettu sovellettu korkokäyrä, joka erkaantuu markkinakoroista yli 20 vuoden menevien maturiteettien suhteen. Tämä tehdään siten, että mitä pitempi maturiteetti, sitä enemmän painoa on 4,2 prosentin laskennallisella Solvenssi II:n mukaisella Ultimate Forward Rate -korolla, joka puolestaan perustuu 2 prosentin pitkän ajan inflaatio-odotukselle ja 2,2 prosentin pitkän ajan odotukselle reaalikorosta. Yli 60 vuoden maturiteettien suhteen korkona käytetään pelkästään UFR-tasoa. UFR-tekniikan käyttöönotolla on pyritty vakautamaan eläkerahastojen vastuiden heilahteluja ja se on osaltaan myös auttanut nostamaan viime vuosien aikana madaltuneita rahastointiasteita⁶.

Läpinäkyvyydellä haetaan puolestaan selkeää ja objektiivista tietoa eläkerahaston taloudellisesta tilanteesta sekä eläkejärjestelmän vakuutettujen että valvontaviranomaisen suuntaan. Läpinäkyvyyseriaatteeseen liittyen jokaisen eläkerahaston tulee toimittaa DNB:lle (muiden olennaisten raporttien ohella) vuosittainen aktuaariraportti, josta tulee selvittää muun muassa miten rahasto on täyttänyt FTK-säädösten edellytykset.

Riskiperusteisuus liittyy vakavaraisuuden laskentaan. Käytännössä vakavaraisuus määritellään suhteessa sijoitusvarallisuuden riskipitoisuuteen. Mitä riskipitoisempi salkku rahastolla on, sitä suurempi on vakavaraisuusvaatimus.

FTK-säädöksissä määrätään myös eläkemaksun ja sen komponenttien asettamisesta. Eläkemaksu tulee asettaa tasolle, joka takaa kustannustehokkaasti nimelliset vastuut. Rahastojen tulee lisäksi määritellä erilliset maksukomponentit vakavaraisuusvaatimuksen, hallintokulujen ja indeksikorotusten rahoittamiseksi.

3.2.2 Vakavaraisuussäätely

FTK-säädösten mukaan eläkerahastoilla tulee aina olla riittävästi varoja kattaakseen indeksioimattoman (eli nimellisarvoisen) vastuuvélkansa. Sen lisäksi niillä tulee olla vakavaraisuuspuskuri, jotta eläkkeiden maksaminen olisi turvattua myös heikomman taloudellisen ja demografisen kehityksen aikana.

Vakavaraisuuden vähimmäisrajan (minimaal vereist vermogen) määrittely perustuu IORP-direktiiviin ja sen laskennassa otetaan huomioon rahaston sijoitusriskit, hallintokulut sekä eläkejärjestelmän sisäiset ominaisuudet (perhe-eläkkeet, työkyvyttömyyseläkkeet). Käytännössä vähimmäisraja asettuu noin 105 prosenttiin (nimellisistä) eläkevastuista.

⁶ Pitkien maturiteettien diskonttokorko on noussut UFR-metodin käyttöönoton myötä ja näin vastuiden nykyarvot ovat laskeneet parantaen rahastointiasteita. Diskonttokoron laskentaan on tulossa muutoksia vuoden 2015 aikana (ks. Vakavaraisuussäätelyn uudistus).

Taulukko 3.3.**Vähimmäisrajan määrittely.**

Rahaston sijoitusriski/hallintokulu	vähimmäisraja (100 +)
Rahastolla sijoitusriski	4 % vastuista kerrottuna nettomääräisten vastuiden suhteella bruttomääräisiin vastuihin (väh. 3,4 %)*
Ei sijoitusriskiä ja hallintokulut laskettu vähintään 5 vuodeksi eteenpäin	1 % bruttomääräisistä vastuista
Ei sijoitusriskiä, mutta hallintokulut määritelty alle 5 vuotta	25 % edellisvuoden nettomääräisistä hallintokuluista
Vähimmäisrajaan lisätään edellisten komponenttien ohella 1 % niille eläkerahastoille, joissa etuuksina voidaan maksaa pääomamääräinen kuolinkorvaus ja työkyvyttömyyseläke.	

* Nettovastuu on bruttovastuu vähennettynä vastuiden jälleenvakuutetulla osalla. Suhdeluvun minimiarvo on 85 %, eli komponentin vähimmäisarvo on tällöin 3,4 %.

Jos vakavaraisuusaste on alle vähimmäisrajan, ja on todennäköistä, että vähimmäisrajan saavuttaminen maksujen, sijoitusallokaatioiden muuttamisella tai indeksoinnin leikkaamisella ei onnistu, on eläkerahastolla tässä tilanteessa (ns. last resort) mahdollista leikata myös nimellisiä karttuneita ja maksussa olevia eläke-etuuksia. Päätöksen mahdollisista leikkauksista tekee rahaston hallitus⁷. Jos leikkauspäätös tehdään, edellyttää se myös valvontaviranomaisen (DNB) hyväksyntää.

Vähimmäisrajan lisäksi eläkerahastolla on oltava riittävästi varallisuutta, jotta todennäköisyys, että rahaston vastuuvélka ylittää varat vuoden aikana on alle 2,5 prosenttia (Value-at-Risk 97,5 %)⁸. Tämän periaatteen mukaisesti lasketaan rahastokohtainen vakavaraisuusvaatimus (vereist eigen vermogen), joka kattaa edellä mainitun alirahastointiriskin. Vaadittu rahastointiaste asettuu keskimäärin noin 120 prosenttiin eläkevastuiden määrästä.

FTK-säädösten perusteissa määritellään kolme menetelmää vakavaraisuusvaatimuksen laskemiseen. Pienet eläkerahastot voivat käyttää yksinkertaista mallia (vereenvoudigd model), jossa vaatimus on kiinteä 130 prosenttia. Jotta rahasto voi käyttää tätä mallia, pitää sen täyttää seuraavat edellytykset:

- valvontaviranomaisen hyväksyntä (DNB)
- yksinkertainen eläkejärjestelmä
- matalariskinen sijoitusstrategia:
 - hajautettu sijoitussalkku
 - enimmillään 25 prosenttia osakkeita ja kiinteistöisijoituksia
 - ei lyhyitä positioita (short positions)
 - ei johdannaisia tai pääomalainoja.

Yleensä rahastot käyttävät kuitenkin standardimallia (standaard model), joka ottaa huomioon sijoitusten riskiprofiilin vakavaraisuusvaatimuksen koon määrittelemisessä. Käytännös-

⁷ Heinäkuun alussa 2014 voimaan tulleen uuden eläkehallintolain mukaan eläkerahaston hallintomalli ja hallituskoonpano voidaan valita viidestä eri vaihtoehdosta. Kaikissa malleissa on myös eläkkeensaajilla edustus eläkerahaston hallinnossa työnantajien ja palkansaajien edustajien ohella. Eläkkeensaajien osuus on kuitenkin rajoitettu enintään 25 prosenttiin hallituspaikoista.

⁸ Luku kuvaa sijoitusten tappioriskin arvoa valitulla todennäköisyydellä ja ajanjaksolla. Teoreettisesti alirahastointitilanne voi kyseisellä todennäköisyydellä toteutua korkeintaan kerran 40 vuodessa.

sä suuremman riskin sijoitusportfolion ja epäsuotuisan ikärakenteen omaavalla rahastolla on suurempi vakavaraisuusvaatimus ja vastaavasti keskimääräistä pienemmän riskin sijoitus-salkun ja suotuisamman ikärakenteen omaavalla rahastolla matalampi vaatimus. Standardi-mallin vakavaraisuusvaatimuksen laskennassa otetaan huomioon yhdeksän eri riskikatego-riaa ja niille määritetyjä muutosskenaarioita tai shokkeja:

- markkinariski
 - korkoriski (S_1)
 - osake- ja kiinteistöriski (S_2)
 - valuuttariski (S_3)
 - raaka-aineriski (S_4)
- luottoriski (S_5)
- vakuutusriski (S_6)
- likviditeettiriski (S_7)
- keskittämiskorkeusriski (S_8)
- operatiivinen riski (S_9)

Näistä likviditeetti-, keskittämiskorkeus- ja operatiivinen riski eivät toistaiseksi vaikuta vakavarai-suusvaatimuksen määräytymiseen. Vakuutusriskikomponentti määräytyy järjestelmän jäsen-ten määrän, keski-ikä, kuolleisuuskehityksen (sisältäen puskurin oletetusta poikkeavan ke-hityksen varalle) sekä järjestelmästä myönnettävän perhe-eläkkeen etuustyypin perusteella. Markkina- ja luottoriskeille määritellään alla olevan taulukon mukaiset muutosskenaariot. DNB arvioi riskikategoriat ja muutosskenaariot uudelleen kolmen vuoden välein.

Taulukko 3.4.

Riskikategoriat ja muutosskenaariot.

Riskikategoria	Tarkennus	Muutoksen suuruus
Korkoriski (S_1)	Markkinakorkokäyrän muutokset (negatiivisin vaikutus huomioon)	Korkokäyrään sovelletaan kerrointa, joka on 1,6–0,63 riippuen maturiteet-tista: pitkällä koroilla pienempi vaiku-tus. Esim. 15-v. korko 1,29–0,77
Osake- ja kiinteistöriski (S_2)	Kehittyvien maiden noteeratut osakkeet Noteeraamattomat osakkeet Noteerattujen yhtiöiden osakkeet Kiinteistöt	-35 % -30 % -25 % -15 %
Valuuttariski (S_3)		-20 %
Raaka-aineriski (S_4)		-30 %
Luottoriski (S_5)	Valtion ja yksityisten velkakirjojen korkoero kasvaa	40 %

Lähde: DNB.

Riskikategorioiden komponentit kootaan yhteen ja vakavaraisuusvaatimus muodostetaan seuraavan kaavan mukaan:

$$S_i = \sqrt{S_1^2 + S_2^2 + 2\rho S_1 S_2 + S_3^2 + S_4^2 + S_5^2 + S_6^2}$$

Kaavassa S_1 on vakavaraisuusvaatimus (totaal vereist eigen vermogen) ja ρ on 0,5 korrelaatio korkoriskin (S_1) ja osake- ja kiinteistöriskin (S_2) välillä.

Eläkerahastot voivat käyttää myös omaa sisäistä mallia (intern model) vakavaraisuusvaatimuksen laskemiseen, jos perusmalli tai yksinkertaistettu malli eivät ole riittävän sopivia ja tarkkoja rahaston riskiprofilille. Sisäisen mallin käyttäminen edellyttää DNB:n lupaa sekä valvontaa, jonka lisäksi rahaston tulee käyttää kolmen vuoden välein myös perusmallia, jotta sisäisen mallin tarkkuus voidaan varmistaa.

Vakavaraisuussäätelyn uudistus

Eläkelain FTK-osioon ja samalla koko eläkejärjestelmään on suunniteltu merkittäviä muutoksia, jotka ovat tulossa voimaan tämän hetken tiedon mukaan vuoden 2015 alusta lähtien⁹. Alla on listattu merkittävimmät tiedossa olevat muutokset:

- Keskimäärin 5 prosenttiyksikköä korkeampi vakavaraisuusvaatimus, johon liittyvät muuttuneet riskipainot. Perusteluissa on todettu, että käytössä oleva 97,5 prosentin VaR vaatii nykyistä korkeammat puskurit, jolloin keskimääräinen vakavaraisuusvaatimus nousee noin 120 prosentista 125 prosenttiin.
- Diskonttokorkokäyrän laskennassa käytettävä UFR-korko tullaan määrittämään markkinakorkojen 10 vuoden liukuvana keskiarvona nykyisen kiinteän UFR-tason sijaan. Uusi menetelmä tuottaisi tällä hetkellä nykyistä tasoa (4,2 %) matalamman UFR-tason ja vastaavasti korkeammat vastuuden nykyarvot. Lisäksi diskonttokäyrän johtaminen kolmen kuukauden markkinanoteerauksien keskiarvoista lopetetaan.
- Rahastointiasteet lasketaan 12 kuukauden liukuvan keskiarvon mukaan nykyisen hetkellisen arvioinnin sijaan.
- Indeksointi on sallittua vain, jos rahastointiaste ylittää 110 prosenttia nykyisen noin 105 prosentin sijaan. Täysi indeksointi mahdollista vain, jos vakavaraisuusvaatimus täyttyy (n. 125 %). Eläkemaksujen alennukset mahdollisia vain, jos indeksointitavoitteet täytetty 5 edellisen vuoden ajan.
- Rahastointiasteen pudotessa alle vakavaraisuusvaatimuksen, rahaston on laadittava vuosittain rahoitussuunnitelma, josta käy ilmi miten vaatimus saavutetaan viimeistään 10 vuoden kuluessa (nykyisin 15 vuotta). Rahastojen tulee saavuttaa vaatimustasoa vähintään 10 prosenttia vuodessa joko indeksointileikkausten tai eläkemaksujen korotusten kautta. Erytistapauksissa myös etuusleikkaukset ovat mahdollisia, kuten nykyisinkin.
- Vähimmäisrajan saavuttamiselle ei tarvitse tehdä enää erillistä lyhyen ajan rahoitussuunnitelmaa. Kuitenkin rahastointiasteen jäädessä viiden peräkkäisen vuoden ajan alle vähimmäisrajan, tulee tilanne korjata joko etuusleikkauksilla tai lisämaksuilla.

⁹ Voimaantulo 1.1.2015. Toimeenpanossa käytetään kuitenkin siirtymäaikaa heinäkuun alkuun 2015. Lakiesitys uudesta FTK:sta on vielä parlamentin käsittelyssä: http://www.eerstekamer.nl/wetsvoorstel/33972_wet_aanpassing_financieel

3.2.3 Eläkerahastojen valvonta

Vuodesta 2004 lähtien lisäeläkesektorin valvonnasta ovat vastanneet yhdessä Hollannin keskuspankki (De Nederlandsche Bank, DNB) sekä Finanssivalvontaviranomainen (Autoriteit Financiële Markten, AFM).

Finanssivalvontaviranomainen vastaa markkinakäyttäytymiseen ja informaatiovelvoitteisiin liittyvästä valvonnasta. AFM valvoo, että rahastot ja vakuutusyhtiöt hoitavat muun muassa eläkelain edellyttämät tiedonanto- ja tiedottamisvelvollisuudet ajallaan, ymmärrettävästi ja avoimesti.

Keskuspankin tehtävänä on valvoa eläkelain ja muun lisäeläkelainsäädännön velvoitteiden mukaisesti pääasiassa lisäeläkesektorin taloudellista tilaa. Valvonta jakautuu vakavaraisuusvalvontaan (prudentieel toezicht) sekä materiaaliseen valvontaan (materieel toezicht). Materiaalinen valvonta liittyy eläkeoimijoiden hallintorakenteiden ja eläkejärjestelmien sääntöjen lainmukaisuuden valvontaan.

Jos vakavaraisuusaste jää vakavaraisuusvaatimuksen alle, tulee rahaston laatia kolmen kuukauden kuluessa pitkän ajan rahoitussuunnitelma (langetermijnherstelplan), joka on hyväksyttävä keskuspankilla. Suunnitelmasta tulee käydä ilmi miten rahaston vakavaraisuusaste nostetaan viimeistään 15 vuoden kuluessa takaisin vaatimuksenmukaiselle tasolle.

Jos vakavaraisuus on laskenut alle vähimmäisrajan, eli käytännössä alle 105 prosenttia, tulee rahaston laatia viimeistään kahden kuukauden kuluessa lyhyen ajan rahoitussuunnitelma (kortetermijnherstelplan), josta käy ilmi miten vakavaraisuusaste palautetaan viimeistään kolmen vuoden sisällä vähimmäisrajan ylittävälle tasolle. Suunnitelman toimenpiteet tulee hyväksyttävä keskuspankissa ja sen on mahdollista kiristää aikarajaa edelleen yhteen vuoteen, jos toimenpiteet eivät näytä tehokailta vakavaraisuuden palauttamiseksi vähimmäisrajalle.

3.2.4 Eläkerahastojen rahastointiaste ja sijoitusjakauma

Eläkerahastojen tilastotietoja ylläpitää keskuspankki. Oheessa esitettyjen aikasarjojen alkuvuosi on 2007, jolloin tilastointitapa muutettiin nykyisenkaltaiseksi.

Eläkerahastojen keskimääräinen rahastointiaste putosi finanssikriisin yhteydessä (v. 2007–2009) 150 prosentin tasolta alimmillaan 92 prosenttiin. Finanssikriisin jälkeisen ajan kehitys ei ole myöskään ollut toivotunlaista. DNB on arvioinut rahastointiasteen muutokseen vaikuttaneita tekijöitä vuosilta 2009–2012 niiden rahastojen kohdalla, jotka ovat päättäneet leikata tai jäädyttää eläkkeitä 2012 vuoden lopussa¹⁰. Pääasiallinen syy rahastointiasteen heikkoon kehitykseen on ollut yleinen korkotason lasku, joka on nostanut vastuiden nykyarvoa. Myös elinajanodotteen kasvu on osaltaan vaikuttanut heikkoon kehitykseen. Vastaavasti sijoitusten hyvä tuotto on kompensoinut edellä mainittuja tekijöitä merkittävästi. Maksutason muutoksilla tai etuuksien kehityksellä ei sen sijaan ole ollut merkittävää vaikutusta¹¹.

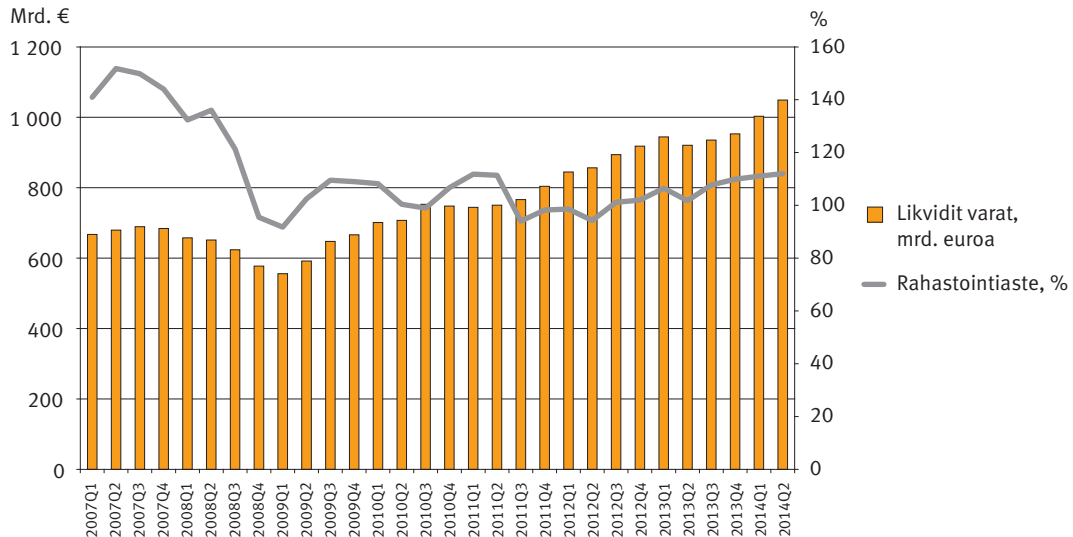
10 66 eläkerahastoa (n. 16 % kaikista rahastoista) päätti vuoden 2012 lopussa leikata eläkkeitä vuodelle 2013. Keskimääräinen leikkaus oli 1,9 %.

11 Ks. tarkemmin: <http://www.dnb.nl/en/news/news-and-archive/dnbulletin-2013/dnb286393.jsp>

Vaikka rahastoitu varallisuus on kasvanut merkittävästi vuoden 2009 noin 600 miljardista eurosta nykyiselle yli 1 000 miljardin tasolle, eivät rahastointiasteet ole kuitenkaan palanneet kriisiä edeltäneelle tasolle, joskin hienoista parantumista on tapahtunut aivan viime vuosien aikana. Viimeisimmän tilastotiedon mukaan rahastointiaste oli 112 prosenttia vuoden 2014 kesäkuun lopussa (2014/Q2).

Kuvio 3.1.

Varallisuus ja rahastointiaste vuonna 2007–2014, mrd. euroa ja %.

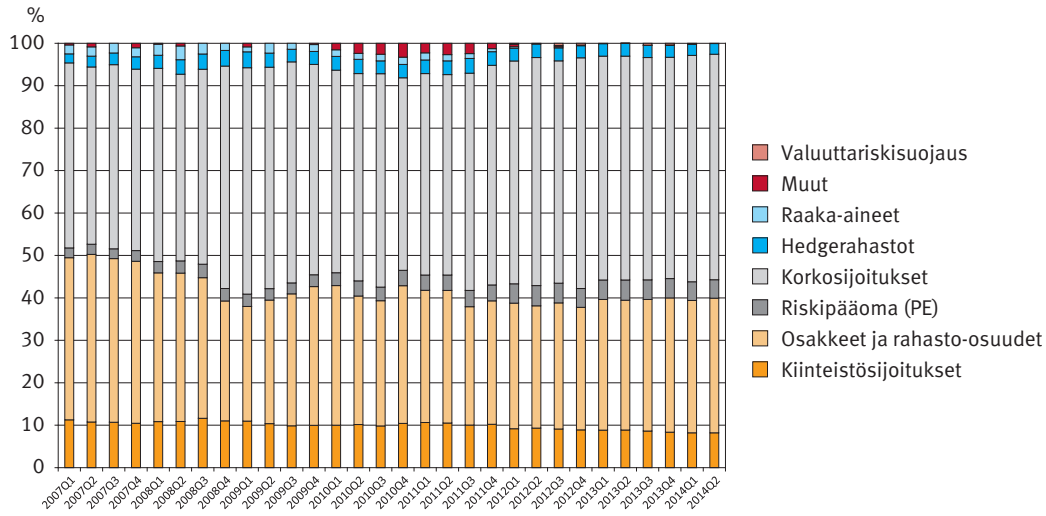


Lähde: DNB tilastotaulukko t8.8ek: Estimated funding ratios of pension funds.

Eläkerahastojen keskimääräinen sijoitusjakauma on muuttunut viimeisten vuosien aikana korkopaperipainotteisemmaksi. Viimeisen tilastotiedon mukaan korkosijoitukset muodostivat jo reilut 53 prosenttia kokonaisvarallisuudesta, kun vuoden 2007 alussa osuus oli noin 10 prosenttiyksikköä matalampi. Seuraavaksi eniten sijoitusvarallisuutta on pörssinoteeratuissa osakkeissa ja rahasto-osuuksissa, yhteensä lähes 32 prosenttia, jonka lisäksi riskipääomaa (private equity) on noin 4 prosenttia. Kiinteistösijoitukset muodostivat noin 8 prosenttia ja hedgerahastot 2,5 prosentin osuuden. Raaka-aineet sekä muut varallisuuslajit eivät muodostaneet merkittävää osaa sijoitusvarallisuudesta.

Kuvio 3.2.

Eläkerahastojen sijoitusvarallisuuden jakauma v. 2007–2014, %.



Lähde: DNB tilastotaulukko 8.9ek: Pension assets invested at pension funds' risk (pyöristetty 100 %:iin).

Vuoden 2013 maaliskuun lopun tilanteen mukaan suhteellisen pieni osa eläkevaroista on sijoitettu kotimaahan (14,1 %). Alankomaiden ulkopuolisen euroalueen osuus on lähes kolmannes (29,2 %) ja muualle maailmaan sijoitetaan yli puolet sijoitusvarallisuudesta (56,8 %). Alla olevassa taulukossa on kuvattu sijoitusten maantieteellinen jakauma sekä eri sijoituskategoriat.

Taulukko 3.5.

Eläkerahastojen sijoitukset maantieteellisesti 31.3.2013, miljardia euroa.¹²

	Hollanti	Euroalue (pl. Hollanti)	Muu maailma	Yht.
Osakkeet	10,3	47,8	323,0	381,1
– listattuja	7,1	39,3	251,1	297,4
– listaamattomia	2,7	8,2	40,4	51,4
– hedgerahastot	0,4	0,3	31,5	32,2
Korkosijoitukset	87,1	210,4	133,0	430,6
– valtion velkakirjoja	43,5	172,0	33,4	248,9
– kiinnityksiä	12,7	2,1	15,9	30,6
– joukkovelkakirjoja	14,0	33,1	75,2	122,2
– käteinen ja muut saatavat	16,9	3,3	8,6	28,8
Kiinteistöinvestoinnit	21,7	21,3	48,3	91,3
Muut	15,8	0,3	40,5	56,6
Yhteensä	134,9 (14,1 %)	279,8 (29,2 %)	544,8 (56,8 %)	959,6

Lähde: DNB.

¹² Perustuu DNB:n tekemään kyselytutkimukseen, jossa 30 suurimman rahaston tulokset on skaalattu vastaamaan koko lisäeläkesektoria.

LÄHTEET

Brunner & Hinz & Rocha (2008) Risk-Based Supervision of Pension Funds: A Review of International Experience and Preliminary Assessment of the First Outcomes. World Bank.
<http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-4491>

DNB (2013) DNBulletin: Pension funds invest 14 per cent in the Netherlands.
<http://www.dnb.nl/en/news/news-and-archive/dnbulletin-2013/dnb295699.jsp>

DNB (2012) UFR method for calculating the term structure of interest rates.
<http://www.toezicht.dnb.nl/en/binaries/51-226788.pdf>

DNB (2014) Result pension funds. <http://www.statistics.dnb.nl/en/financial-institutions/pension-funds/supervisory-data-on-pension-funds/index.jsp>

DNB (2013) DNBulletin: Purposive effort needed for pension system reform.
<http://www.dnb.nl/en/news/news-and-archive/dnbulletin-2013/dnb296529.jsp>

DNB (2013) Five years in the pensions sector: curtailment and indexation in perspective.
<http://www.dnb.nl/en/news/news-and-archive/dnbulletin-2013/dnb286393.jsp>

DNB (2014) Estimated funding ratios of pension funds.
<http://www.statistics.dnb.nl/en/financial-institutions/pension-funds/supervisory-data-on-pension-funds/index.jsp>

Hallituksen tiedonanto AV/PB/2012/14554 September Pension Package.
<http://www.government.nl/documents-and-publications/parliamentary-documents/2012/09/24/letter-to-the-dutch-lower-house-of-parliament-september-pension-package.html>

Høj, J. (2011) Making the Dutch Pension System Less Vulnerable to Financial Crises. OECD Economics Department Working Papers, No. 832, OECD Publishing.
<http://dx.doi.org/10.1787/5kgkdgg5fxd3-en>

IMF (2011) Kingdom of the Netherlands-Netherlands: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation – Technical Note on Pensions Sector Issues.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11209.pdf>

Investment & Pensions Europe, March 2013.

Investment & Pensions Europe, September 2014.

OECD (2013) Pension Markets in Focus 2013.
<http://www.oecd.org/pensions/PensionMarketsInFocus2013.pdf>

Overheid.nl (2014) Eläkelaki. Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen.
http://wetten.overheid.nl/BWBR0020809/geldigheidsdatum_17-09-2014

Overheid.nl (2014) FTK-säädösten perusteet.
http://wetten.overheid.nl/BWBR0020871/geldigheidsdatum_17-09-2014

UFR Committee (2013) Advisory Report of the UFR Committee. <http://www.government.nl/documents-and-publications/publications/2013/10/01/ultimate-forward-rate-ufr-committee-summary-and-advice.html>

3.3 Iso-Britannia

Antti Mielonen, ETK

Britannian eläkejärjestelmä muodostuu lakisääteisestä eläkejärjestelmästä (State Pension), työmarkkinaeläkkeistä (Workplace Pensions) sekä yksilöllisestä eläketurvasta (Individual Personal Pension).

Lakisääteinen eläketurva rahoitetaan sosiaalivakuutusmaksujen sekä verovarojen kautta jakojärjestelmäperiaatteella, eikä etukäteisrahastointia käytetä eläkkeiden rahoitukseen. Lakisääteisen eläketurvan taso on verraten matala (maksimi lakisääteinen eläke on n. 330 €/viikko, keskimäärin n. 150 €/viikko)¹, jonka vuoksi lisäeläkkeet muodostavat merkittävän osan erityisesti keski- ja ylempituloisten eläketurvasta. Lisäeläketurvan merkitys tulee myös kasvamaan tulevaisuudessa, koska lakisääteinen järjestelmä uudistetaan vuodesta 2016 alkaen niin, että enimmäistaso tulee hieman laskemaan ja samalla se muutetaan tuloista riippumattomaksi tasaeläkkeeksi.

Työmarkkinaeläkkeet ovat Britanniassa vapaaehtoisia, mutta edellä mainituista syistä kohtalaisen yleisiä. Vuonna 2013 noin 50 prosenttia kaikista työntekijöistä kuului työnantajan tarjoamaan lisäeläkejärjestelmään. Kokonaisuudessaan lisäeläkkeiden kattavuus on kuitenkin ollut laskussa useamman vuosikymmenen ajan aina vuoteen 2012 saakka (ks. kuvio alla), erityisesti yksityisellä puolella. Julkisella sektorilla lisäeläketurva on sen sijaan aina ollut kattavaa². Hallituksen viimeaikaiset uudistukset lisäeläkkeitä säätelevään lainsäädäntöön ovat tähänneet erityisesti yksityisen sektorin lisäeläketurvan kattavuuden nostamiseen pakollisen liittymisen kautta ja viimeisten tilastotietojen valossa jäsenmäärät ovatkin lähteneet nousuun³.

Työmarkkinaeläketurva (workplace pensions) on myös lähes poikkeuksetta rahastoitua eläketurvaa (pl. useat julkisen sektorin järjestelmät). Eläkevarat muodostivat 135 prosenttia BKT:sta vuonna 2011 rahamääräisen varallisuuden ollessa Yhdysvaltojen jälkeen maailman toiseksi suurin 2 352 miljardin euron (2 041 mrd. £) määrällä⁴.

Yksityisen puolen lisäeläkejärjestelmät ovat Britanniassa yleensä yrityskohtaisia ja niitä on yhteensä jopa lähes 50 000⁵. Riippuen hallintomuodosta, ne voivat olla joko säätiö- (trust based) tai sopimus pohjaisia järjestelmiä (contract based). Säätiöpohjaisissa järjestelyissä eläkkeiden hallinnosta ja eläkevarallisuuden sijoittamisesta vastaa säätiön hallitus (board of trustees)⁶, jonka lakisääteinen velvollisuus on asettaa toiminnan ensisijaiseksi päämääräksi eläkejärjestelmän jäsenten etu.

1 Maksimimääräinen Basic State Pension sekä S2P yhteensä v. 2014. Keskimääräiset eläkkeet: BSP n. 105 €/viikko ja S2P tai SERPS n. 44 €/viikko (v. 2012). Lähde: PPI Pensions Facts November 2013, Pensions Policy Institute 2013

2 ONS: 2013 Annual Survey of Hours and Earnings: Summary of Pension Results: 85 prosenttia julkisen sektorin työntekijöistä kuuluu lisäeläkejärjestelmiin yksityisen sektorin kattavuuden ollessa 36 prosenttia. Julkisen sektorin eläkejärjestelmät poikkeavat rakenteeltaan ja hallinnoltaan merkittävästi yksityisestä puolesta eikä niitä käydä tässä julkaisussa tarkemmin läpi.

3 Automaattinen liittyminen eläkejärjestelmään (auto enrolment) on ollut voimassa vuodesta 2012 lähtien. Lisätietoa muutoksista esim. DWP: Reinforcing Workplace Pensions

4 ONS: Pension Trends – Chapter 9: Pension Scheme Funding and Investment, 2013 Edition. Sisältää osittain myös henkilökohtaista eläkesäästämistä. Euromäärä laskettu Suomen pankin vuoden 2011 keskimääräisellä kurssilla.

5 The Pensions Regulator: Annual report and accounts 2012–2013, s. 140.

6 Hallituksen jäsenistä vähintään kolmasosan tulee olla jäsenten nimittämiä.

Sopimuspohjaisissa eläkejärjestelyissä työnantaja tarjoaa työntekijöille mahdollisuuden liittyä kolmannen osapuolen, yleensä vakuutusyhtiön, hallinnoimaan eläkejärjestelmään. Työntekijät solmivat itse sopimuksen eläkkeitä hallinnoivan tahon kanssa, jolloin työnantaja ei ole sopimusosapuolena. Työnantajan vastuu tämän tyyppisissä eläkejärjestelmissä rajoittuu pääasiassa eläkemaksun työnantajaosuuden maksamiseen. Sopimuspohjaiset järjestelmät voivat olla työnantajalle yksinkertaisempia hallinnoida ja niiden suosio onkin hieman lisääntynyt viimeisen 15 vuoden aikana.

Yksityisen puolen työmarkkinaeläkejärjestelmät ovat nykyisin pääosin maksuperusteisia (toisin kuin julkisella puolella). Yksityisen puolen etuusperusteisissa järjestelmissä vakuutettuja on noin neljäsosa ja maksuperusteisissa vastaavasti noin kolme neljännestä. Uusien yleisten eläkekassojen (master trust) on arvioitu lisäävän maksuperusteisten työmarkkinaeläkkeiden vakuutettujen määrää edelleen jopa noin 6–9 miljoonalla henkilöllä vuoteen 2020 mennessä, eli aktiivijäsenmäärän odotetaan kaksinkertaistuvan seuraavan viiden vuoden aikana⁷.

Taulukko 3.6.

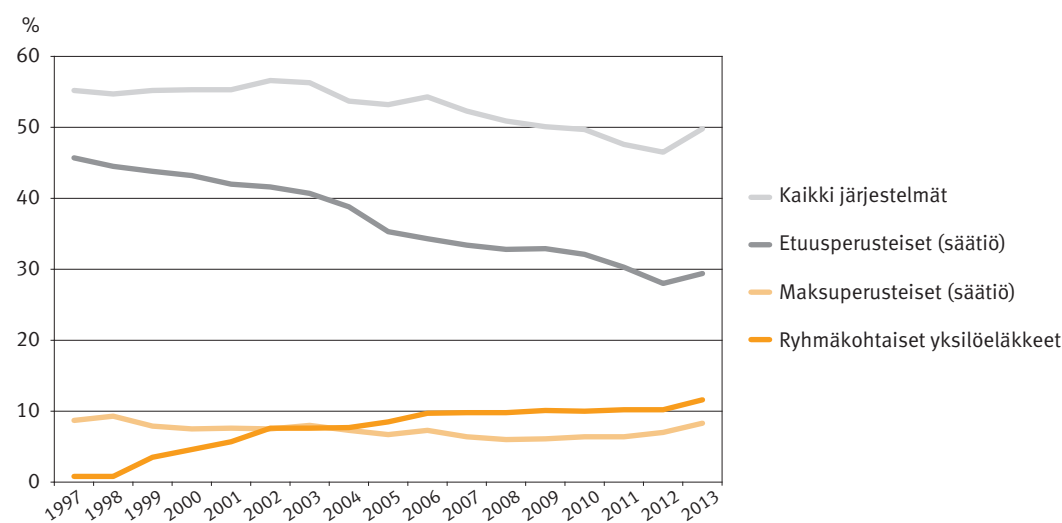
Työmarkkinaeläketypit Britanniassa.

Työmarkkinaeläkkeet		
Säätiöpohjainen		Sopimuspohjainen
Etuusperusteinen	Maksuperusteinen	
Työsuhde-eläke (trust based / occupational defined benefit)	Työsuhde-eläke (trust based / occupational defined contribution)	Ryhmäkohtaiset yksilölliset eläkkeet (group stakeholder / group personal)

Lähde: OFT Defined contribution workplace pension market study.

Kuvio 3.3.

Työmarkkinaeläkkeiden kattavuus ja tyypit Britanniassa (yksit. ja julk. sekt.) v. 1997–2012, % työvoimasta.



Lähde: ONS 2013 Annual Survey of Hours and Earnings: Summary of Pension Results.

⁷ Uusia matalan kulurakenteen yleisiä eläkekassoja ovat: mm. NEST, NOW: Pensions, The People's Pension. Lähde: The Changing Landscape of Pension Schemes in the Private Sector, PPI 2012.

3.3.1 Sijoitussäätely

Britannian lisäeläkejärjestelmien säätely nojaa säätiöpohjaisten järjestelmien suhteen pääosin varovaisuusperiaatteeseen (Prudent Person Principle), joka toteutuu luottohenkilöiden (trustees) fidusiaaristen velvoitteiden (fiduciary duties) kautta. Yleisesti fidusiaarisissa suhteissa on kyse tilanteista ja olosuhteista, jotka edellyttävät toisen puolesta toimivalta henkilöltä jatkuvaa lojaalisuutta päämiestään kohtaan⁸. Eläkejärjestelmään sovellettuna lakisääteisten luottohenkilöiden tulee aina toimia järjestelmän jäsenten etujen mukaisesti (act in the best interest of beneficiaries).

Fidusiaariset velvoitteet ovat laadullisia muodoltaan ja sijoitustoiminnan suhteen se tarkoittaa, että erityisiä määrällisiä rajoitteita ei juurikaan aseteta. Poikkeuksena ovat IORP-direktiivin mukaiset rajoitteet sponsorivaan yhtiöön sijoittamisesta, joka on säätiöperusteisten järjestelmien kohdalla rajoitettu enintään 5 prosenttiin rahaston nettovarallisuudesta. Eläkerahastot eivät saa myöskään myöntää lainoja sponsorivalle yhtiölle.

Sopimuspohjaisissa järjestelmissä sijoitustoiminnasta eivät vastaa luottohenkilöt, eivätkä niitä rajoita myöskään fidusiaariset velvoitteet. Järjestelmiä ohjaa paitsi itse sopimus, myös valvontaviranomaisen (Financial Conduct Authority) määräykset ja periaatteet. Joissain kohdin ne voivat olla tiukempia kuin säätiöiden kohdalla (mm. vakuutusyhtiön vakavaraisuusvelvoitteet), mutta erityisesti jäsenten edunvalvonnan suhteen ne eivät ole yhtä tiukoja ja sijoitusten suhteen mitään erityisiä määrällisiä rajoitteita ei ole.

Edellä mainittujen laadullisten kriteerien lisäksi eläkerahastojen toimintaa sääntelevät vakavaraisuuden laskentaperiaatteet etuusperusteisissa järjestelmissä ja maksuperusteisissa järjestelmissä pääasiassa oletusrahastoon (default fund) liittyvät määräykset ja maksutsovelvoitteet.

Sijoitussäätelyn laadulliset periaatteet

Fidusiaariset velvoitteet esiintyvät yleisellä tasolla muun muassa luottohenkilöistä annetussa laissa (Trustee Act 2000). Käytännössä eläkejärjestelmiä koskevat velvoitteet on esitetty tarkemmin eläkelainsäädännössä (Pensions Act 1995, Pensions Act 2004) sekä erityisesti lisäeläkkeiden sijoitusasetuksissa (Occupational Pension Scheme (Investment) Regulations 2005)⁹. Myös eläkerahastojen omat sopimukset ja säännöt (trust deed, trust rules) voivat asettaa sääntöjä sijoitusten suhteen.

Vuoden 1995 eläkelaki antaa eläkerahaston luottohenkilöille hyvin laajat sijoitusvaltuudet. Luottohenkilöt voivat tehdä sijoituspäätöksiä rahaston sääntöjen puitteissa kuten heille olisi annettu absoluuttinen oikeus rahaston varallisuuteen¹⁰. Päätösten tulee kuitenkin nojautua riittävään ja asiantuntevaan tietoon, esimerkiksi järjestelmän aktuaarin tai sijoituskonsultin neuvoja käyttäen. Lisäeläkkeiden sijoitusasetukset rajoittavat luottohenkilöiden sijoitusvaltuuksia myös seuraavin säännöin¹¹:

⁸ Ks. esim. Mikkola, T.

⁹ Eläkelait kattavat yleisesti eri asioita eläkejärjestelmien säätelyn suhteen, joten ne ovat sovellettavin osin samanaikaisesti voimassaolevaa lainsäädäntöä.

¹⁰ Eläkelaki 1995, osa 34 ”The trustees of a trust scheme have, subject to any restriction imposed by the scheme, the same power to make an investment of any kind as if they were absolutely entitled to the assets of the scheme.”

¹¹ Nämä vaatimukset eivät koske alle 100 jäsenen järjestelmiä.

1. Rahaston varallisuus tulee sijoittaa jäsenten etujen mukaisesti.
2. Sijoitusoikeutta käytetään niin, että taataan portfolion turvaavuus, laatu, likviditeetti ja tuottavuus.
3. Eläkevastuiden kattamiseen käytettävä varallisuus on sijoitettu niin, että eläkevastuiden luonne ja kesto on otettu huomioon.
4. Eläkerahaston varallisuus koostuu pääasiassa sijoituksista, joilla voidaan käydä kauppaa säännellyillä markkinapaikoilla. Muut sijoitukset tulee pitää varovaisella tasolla.
5. Sijoitukset tulee hajauttaa niin, että vältetään liiallinen riippuvuus johonkin tiettyyn sijoitukseen tai liikkeellelaskijaan.
6. Sijoituksia johdannaisiin tulee tehdä vain siinä suhteessa kuin ne vähentävät sijoitusriskejä ja mahdollistavat tehokkaan salkunhoitamisen.

Vuoden 1995 eläkelaissa on säädetty myös pakollisesta sijoitusperiaatteiden selvityksestä (Statement of investment principles), jonka mukaan selvityksestä tulee ilmetä muun muassa rahaston sijoitusten valintaperusteet, käytettävät sijoitusinstrumentit, niiden keskinäiset painoarvot ja riskit – mukaan lukien riskien mittaustapa sekä sijoitusten odotettu ja toteutunut tuotto. Sijoitusselvitys tulee päivittää vähintään joka kolmas vuosi. Vuodesta 2000 lähtien sijoitusperiaatteissa on täytynyt olla myös maininta mahdollisten eettisten, sosiaalisten ja ympäristönsuojelullisten periaatteiden käytöstä sijoitustoiminnassa.

Vuoden 2004 eläkelaissa on puolestaan säädetty tarkemmin luottohenkilöiden velvollisuuksia ottaa selville ja olla tietoisia sekä yleisestä eläkelainsäädännöstä että oman järjestelmän sopimusyksityiskohdista ja säännöistä. Käytännössä lain yhtenä tarkoituksena on ollut luottohenkilöiden itsenäisyyden lisääminen sijoitusstrategian ja järjestelmän sääntöjen määrittelyssä. Britannian lisäeläkejärjestelmät ovat keskimäärin pieniä kooltaan ja luottohenkilöiden päätöksenteko on perustunut usein pääosin sijoituskonsulttien tai neuvonantajien suosituksiin¹².

Maksuperusteisia järjestelmiä koskeva sijoitussäätely

Maksuperusteisia järjestelmiä koskevaa erityistä sijoitussäätelyä sovelletaan erityisesti vanhoihin stakeholder-järjestelmiin¹³ sekä vuoden 2008 eläkelain voimaantulon myötä myös kaikkiin uusiin automatic enrolment -kelpoisiin järjestelmiin.

Stakeholder-järjestelmät voivat olla säätiö- tai sopimusperusteisia. Molemmissa tapauksissa hoitokulujen osuudelle on asetettu 1,5 prosentin vuotuinen enimmäistaso ensimmäisen 10 vuoden ajalle ja tämän jälkeen ne voivat olla enintään yhden prosentin. Lisäksi eläkemaksuille on maksettava periaatteessa vähintään takuutason mukainen tuotto¹⁴.

12 Ks. esim. OFT Defined contribution workplace pension market study, s. 45

13 Stakeholder-järjestelmät tulivat markkinoille vuonna 2001. Ne ovat joustavia eläkejärjestelyjä, ja alun perin tarkoitettu henkilöille, joilla ei ole mahdollisuutta osallistua työnantajan järjestelmään.

14 Minimituotto muodostuu Englannin keskuspankin peruskorosta (Bank of England Base rate), josta on vähennetty 2 prosenttiyksikköä. Vuonna 2000 peruskorko oli 6 %, jolloin takuutuotto oli 4 %. Peruskorko on sittemmin pudotettu 0,5 prosenttiin, joten käytännössä takuutuottovaatimus on pudonnut negatiiviseksi.

Vuoden 2008 eläkelain mukaan kaikkien maksuperusteisten eläkejärjestelmien on täytettävä jatkossa tietyt vähimmäismaksuvelvoitteet sekä tarjottava jäsenilleen myös oletusrahastovaihtoehto ollakseen automatic enrolment -kelpoisia järjestelmiä.

Eläkemaksun vähimmäistaso on tällä hetkellä 2 prosenttia, mutta se nousee vaiheittain 8 prosenttiin vuoden 2018 lokakuuhun mennessä (tällöin työnantaja 3 %, työntekijä 4 % ja verohyvitys 1 %). Oletusrahastovaihtoehtoa käytetään silloin, kun vakuutettu ei tee aktiivista sijoitusvalintaa¹⁵. Oletusrahaston suhteen säädökset eivät määrää tarkasti eri sijoitustyyppien painoja tai sijoitusjakauman muotoa, mutta eläkeiän lähestyessä sijoitusten painopiste tulee kuitenkin siirtää arvoltaan vähemmän vaihtelevampiin sijoituksiin, kuten korkopapereihin¹⁶. Tyypillisesti sijoitusallokaatiota aletaan muuttaa viisi vuotta ennen eläkkeellesiirtymistä osake- tai yhdistelmärahastopainotteisesta korkopaperipainotteiseksi niin, että eläkkeellesiirtymisvuotta edeltävänä vuonna sijoitussalkku koostuu noin 75 prosenttisesti pitkän maturiteetin velkakirjoista ja 25 prosenttisesti käteisestä tai muusta hyvin likvidistä varallisuudesta¹⁷.

3.3.2 Vakavaraisuussäätely

Lakisääteisesti asetetut vakavaraisuusrajat ja laskentaperiaatteet ovat Britanniassa olleet käytössä vuodesta 1997 lähtien. Tätä ennen järjestelmät ovat saaneet määritellä pääasiassa itse vakavaraisuuden laskentamenetelmät. Huhtikuussa 1997 vuoden 1995 eläkelain voimaan tulon myötä yksityisen sektorin etuusperusteisille järjestelmille asetettiin yhtenäiset vakavaraisuusvaatimukset (Minimum Funding Ratio). MFR-vaatimuksia kritisoitiin kuitenkin erityisesti siitä, että ne vääristivät sijoituspäätöksiä ilman, että ne samalla turvaisivat tehokkaalla tavalla eläkkeitä¹⁸. MFR-vaatimukset lakkautettiin vuoden 2004 eläkelain voimaantulon myötä käyttöönotetulla, ja yhä voimassa olevalla, järjestelmäkohtaisella vakavaraisuuslaskennalla. Vakavaraisuuden laskennassa käytetään järjestelmäkohtaisen laskennan lisäksi myös muita menetelmiä, joilla on käytännössä eri funktiot liittyen muun muassa kirjanpito vaatimukseen tai takuurahaston jäsenmaksun määrittelyyn.

Järjestelmäkohtainen vakavaraisuus

Vuoden 2004 eläkelaisissa määritetään etuusperusteisten järjestelmien lakisääteinen vakavaraisuustavoite (Statutory funding objective). Vakavaraisuustavoitteen mukaisesti jokaisella järjestelmällä tulee olla riittävästi ja oikeanlaista varallisuutta kattaakseen vastuovelkansa¹⁹. Vakavaraisuusasteen laskemisessa käytetään järjestelmäkohtaista aktuaarista laskenta-

15 NAPF:in mukaan 85 prosenttia maksuperusteisista järjestelmistä tarjoavat jo oletusrahastovaihtoehdon ja jäsenistä valtaosa, lähes kolme neljästä, valitsee oletusrahastosäästämisen. Lähde: NAPF (2013): Default Fund Design and Governance in DC Pensions.

16 DWP (2011): Guidance for offering a default option for defined contribution automatic enrolment pension schemes.

17 Velkakirjojen osuuden kasvattamisella haetaan säästöjen arvon pienempää heilahtelua eläkkeellesiirtymisen läheisyydessä ja käteisen osuus selittyy pääosin verolakien kautta, jotka ovat antaneet mahdollisuuden nostaa eläkkeellesiirtymisen yhteydessä enintään 25 prosenttia eläkesäästöistä kertausummana.

18 Myrers Report.

19 2004 eläkelaki, kappale 35: "...every scheme is subject to a requirement ('the statutory funding objective') that it must have sufficient and appropriate assets to cover its 'technical provisions.'"

tekniikkaa (Scheme Specific Funding, SSF), ja tällä tavoin tehty arvio vakavaraisuusasteesta tulee tehdä vähintään kolmen vuoden välein. Järjestelmäkohtaisen vakavaraisuusasteen jäädessä alle vakavaraisuustavoitteen, tulee luottohenkilöiden laatia rahoitussuunnitelma (recovery plan) vähintään 15 kuukauden kuluttua arvioinnista.

SSF-vakavaraisuusasteen laskemisessa varat tulee arvioida markkinahintaan ilman varojen tasoittamista tai keskiarvoistamista. Eläkevastuiden laskemisessa voidaan käyttää työnantajan ja luottohenkilöiden yhdessä sopimia oletuksia muun muassa kuolleisuuden sekä inflaation suhteen. Vaikka oletukset voidaan valita rahastokohtaisesti, laki määrää kuitenkin, että niiden tulee olla varovaisia (prudent). Valvontaviranomainen (TPR) valvoo viime kädessä käytettyjen oletusten varovaisuutta.

Eläkevastuiden nykyarvon laskennassa käytettävä diskonttokorko määritellään rahastokohtaisesti työnantajan ja luottohenkilöiden sopimuksen pohjalta. Korko voi lisäksi erota jo eläkkeellä olevien jäsenten ja aktiivijäsenten välillä niin, että eläkkeellä olevilla on matalampi korkotaso kuin aktiivijäsenillä. Lisäeläkkeiden sijoitusasetusten mukaan diskonttokoron asettaminen tulee kuitenkin perustua joko molempiin tai vain toiseen seuraavista kohdista:

- rahaston sijoitusten tuotto ja odotettu tuotto
- korkealaatuisten velkakirjojen markkinahintainen tuotto.²⁰

Näin SSF-arvion perusteet vaihtelevat järjestelmittäin. Lisäksi sponsoriyhtiön maksukykyoletuksella (employer covenant) on merkitys paitsi käytettävään diskonttokorkoon myös valittavaan sijoitusstrategiaan: Mitä vahvempi on sponsoriyhtiön taloudellinen tilanne ja maksukyky, sitä optimistisempia oletuksia ja korkeampaa diskonttokorkoa (rohkeampaa sijoitusstrategiaa) voidaan käyttää. Vastaavasti sponsoriyhtiön maksukyvyyn ollessa heikko, oletusten tulee olla konservatiivisia ja käytännössä diskonttokoron tulisi tällöin lähestyä riskitöntä tasoa eli valtion velkakirjojen tuottoja. Tyypillisesti diskonttokorkona käytetään gilts plus a margin -menetelmää, jossa valtion velkakirjojen tuottoon lisätään marginaali (usein 1 prosenttiyksikkö) vastaamaan rahaston muita korkeamman tuoton sijoitusinstrumentteja. TPR:n mukaan työnantajan maksukyvyyn tulisi tällöin kuitenkin kattaa oletetun korkeamman tuoton ja riskittömän tason välinen ero vastuiden laskennassa²¹.

Muut vakavaraisuuden arviointimenetelmät

Vuoden 2004 eläkelain voimaantulon myötä perustettiin etuusperusteisten järjestelmien suojaksi takuurahasto PPF (Pension Protection Fund), joka takaa eläkkeet sponsoriyhtiön maksuvaikeuksien tai konkurssin yhteydessä²². PPF:n toiminta rahoitetaan etuusperusteisten jär-

20 Asetus 5, kohta (4) b: "the rates of interest used to discount future payments of benefits must be chosen prudently, taking into account either or both— (i) the yield on assets held by the scheme to fund future benefits and the anticipated future investment returns, and (ii) the market redemption yields on government or other high-quality bonds."

21 "Any risk margin in the assumptions for setting technical provisions must take account of the extent to which the employer covenant can support them" – TPR Scheme funding and the employer covenant.

22 Tällaisissa tilanteissa maksettava takuueläke voi olla matalampi kuin karttunut tai maksussa oleva eläke: Jos eläke on ollut jo maksussa ja jos henkilö on saavuttanut järjestelmän normaalieläkeiän, korvataan 100 % eläkkeestä eläkekattoon saakka. Jos eläke ei ole ollut maksussa tai eläkkeensaaja on alle normaalieläkeiän, korvataan 90 % etuudesta.

jestelmien pakollisilla jäsenmaksuilla (PPF levy) ja niistä saatavilla sijoitustuotoilla sekä PPF:n piiriin joutuneiden suljettujen järjestelmien varallisuudella.

Takuurahastolle suoritettava vakuutusmaksu määrätään vuoden 2004 eläkelain kohdan 179 (section 179) suoritettavan vakavaraisuusarvion mukaisesti. Vakuutusmaksu muodostuu eläkevastuuosasta ja riskiperusteisesta osasta. Mitä suuremmat ovat vastuut ja mitä suurempi on alirahastoidun eläkevastuun määrä sekä työnantajan konkurssiriski, sitä suurempi on vakuutusmaksu²³.

Vakavaraisuusasteen s179-arvioinnissa käytetään TPR:n päättämiä yhteisiä laskentaoletuksia (inflaatio, kuolleisuus, ym.) kaikille rahastoille, jonka johdosta s179-vakavaraisuuslaskelmat ovat eri järjestelmien suhteen vertailukelpoisia toisin kuin SSF-arviot. Niitä käytetäänkin yleisesti koko etuusperusteisten eläkejärjestelmien keskimääräisen vakavaraisuuden mittarina. s179-arvioissa varallisuuden ja vastuiden arvoina käytetään eri pörssi-indeksistä johdettuja viiden vuoden keskiarvoja laskentahetken markkina-arvojen sijaan. Keskiarvoistettuihin varallisuus- ja vastuuarvoihin sovelletaan lisäksi stressitestiä, joista johdetaan stressipohjainen varallisuus ja vastuu alla olevan taulukon kertoimien mukaisesti. Eläkevastuut diskontataan nykyarvoon käyttämällä valtion velkakirjojen viiden vuoden keskiarvotuottoja (smoothed gilt yields). Suurten, yli 1,5 miljardin punnan vastuiden eläkejärjestelmien tulee lisäksi suorittaa omat räätälöidyt lisätestit (Bespoke Stress Calculation).

Taulukko 3.7.

Vakuutusmaksun muodostamisessa käytetyt stressikertoimet v. 2014–2015.

Vastuuvelka	Stressikerroin, %
Korkokerroin	-0,61
Inflaatiokerroin	0,34
Varallisuus	
Yritysvelkakirjat	0,00
Valtion velkakirjat	10,00
Inflaatioidonnoiset valtion velkakirjat	16,00
Kotimaiset listatut osakkeet	-22,00
Ulkomaiset listatut osakkeet	-16,00
Listamattomat osakkeet ja riskipääoma	-22,00
Kiinteistöt	-6,00
Käteinen	0,00
Hedgerahastot	-7,00
Hyödykkeet	-16,00
Vakuutukset	-22,00
Annuiteetit	16,00
Muut	-22,00

Lähde: PPF Transformation Appendix.

23 Eläkevastuusta ei oteta täyttä määrää huomioon, vaan ainoastaan takuurahastolle työnantajan konkurssitilanteessa koituvien eläkevastuiden määrä, joka on noin 90 prosenttia täydestä vastuusta. Lisätietoa maksun määräytymisestä: <http://www.pensionprotectionfund.org.uk/levy/howthelevyworks/Pages/howthelevyworks.aspx>

Full buy-out -tyyppistä vakavaraisuusarviota käytetään yleensä vain, jos sponsoriyhtiö aikoo sulkea järjestelmän ja siirtää vastuut ja varat kolmannelle osapuolelle, yleensä vakuutusyhtiölle. Eläkevastuut diskontataan tällöin nykyarvoon s179-tyyppisen arvion mukaisesti käyttäen valtion velkakirjojen tuottoa, mutta toisin kuin s179-menetelmässä, vastuut arvioidaan täysarvoisesti.

FRS 17 -tilinpäätösstandardin (Financial Reporting Standard)²⁴ mukaista menetelmää sovelletaan etuusperusteisia eläkejärjestelmiä sponsoroivien yhtiöiden eläkevastuiden laskeamiseen. Menetelmä määrittelee miten eläkejärjestelmän eläkevastuut ja niiden alijäämä (tai ylijäämä) on raportoitava yhtiön tilinpäätöksessä ja vuosikertomuksessa.

Eläkevastuiden katteena käytettävä varallisuus tulee FRS 17 -standardin mukaisesti arvioida markkinahintaan ja eläkevastuut laskea aktuaarisin periaattein käyttäen puolueettomia oletuksia inflaation ja kuolleisuuden suhteen. Diskonttokorkona käytetään vastaavan aikarakehteen ja valuutan omaavien yritysten AA-luokan joukkovelkakirjojen tuottoa.

FRS 17 -standardia käyttävät Britannian listaamattomat yhtiöt. Euroopan Unionin alueella noteeratut yhtiöt ovat sen sijaan velvoitettuja käyttämään IFRS-standardin mukaista IAS 19 -menetelmää (International Accounting Standard)²⁵. IAS 19-standardi otettiin käyttöön vuoden 2013 alussa ja se vastaa pääpiirteiltään FRS 17-standardia. FRS 17-standardi tulee korvautumaan uudella FRS 102 -standardilla vuoden 2015 aikana.

3.3.3 Valvonta

Lisäeläkejärjestelmien valvontaan osallistuu usea eri taho. Järjestelmän yleisestä toiminnasta vastaa työ- ja eläkeministeriö (Department for Work and Pensions, DWP).

Eläkevalvontaviranomaisen (The Pensions Regulator, TPR) vastuulla on pääasiassa säätiöpohjaisten työmarkkinaeläkejärjestelmien valvonta. TPR on työ- ja eläkeministeriön alainen virasto (agency), joka korvasi aiemman valvontaviranomaisen (OPRA) vuoden 2004 eläkelain voimaantulon yhteydessä vuonna 2005.

TPR:n käyttämä valvontaperiaate on riskiperusteinen, mutta se poikkeaa jonkin verran muiden maiden valvontaorganisaatioiden käyttämistä vastaavista periaatteista. TPR käyttää vakiomallia riskiarvioissaan, mutta johtuen osittain valvottavien rahastojen suuresta lukumäärästä, kaikille rahastoille ei tehdä riskiarvioita. TPR käyttää valvonnassaan automaattisia indikaattoreita (trigger points), joiden perusteella rahasto voidaan ottaa lähempään tarkasteluun. Näitä ovat muun muassa s179 tai FRS/IAS -rahastointiasteen jääminen alle 100 prosentin ja/tai yli 10 vuoden pituiset rahoitussuunnitelmat, joissa eläkemaksujen nosto keskittyy periodin loppupäähän tai joissa sijoitustuotto-oletukset eivät ole realistisia. Lisäksi TPR ottaa huomioon sponsoriyhtiön maksukyvyn sekä koon mahdollisista lisätoimenpiteistä päättäessään.

Rahoitusmarkkinoiden menettelytapaviranomainen FCA (Financial Conduct Authority) sääntelee yrityksiä, jotka tarjoavat sopimuspohjaisia ja maksuperusteisia eläkejärjestelmiä. FCA:n tehtävät liittyvät rekisteröityneiden yritysten markkinatoimitavan (conduct of business) ja asiakkaiden reilun kohtelun (treating customers fairly) valvontaan.

²⁴ Lähde: The Financial Reporting Council.

²⁵ Tekninen tiivistelmä IAS19-standardista: <http://www.ifrs.org/Documents/IAS19.pdf>

Englannin keskuspankin alainen finanssivalvontaviranomainen PRA (Prudential Regulation Authority) toimii läheisessä yhteistyössä FCA:n kanssa ja se valvoo vakuutusyhtiöiden sekä suurimpien investointiyhtiöiden ja pankkien vakavaraisuutta. Näin sopimusperusteisten eläkejärjestelmien hallinnoijat kuuluvat yleensä myös PRA:n valvottavien joukkoon lukuun ottamatta yleisiä eläkekassoja (master trust).

3.3.4 Etuusperusteisten eläkerahastojen rahastointiaste ja sijoitusjakauma

Eläkevalvontaviranomainen (TPR) ja takuurahasto keräävät yhteistä, vuosittain ilmestyvää rahoitustilastoa etuusperusteisten ja takuurahaston piirissä olevista järjestelmistä. Tilasto kattaa lähes kaikki etuusperusteiset järjestelmät lukuun ottamatta joitain julkisen sektorin järjestelmiä. Rahastointiasteet lasketaan s179-menetelmällä ja viime vuosina rahastot ovat olleet keskimäärin alirahastoituja eläkevastuiden arvon ylittäessä varallisuuden. Finanssikriisin myötä rahastointiaste putosi 100 prosentin tasolta nopeasti 80 prosenttiin vuosina 2008–2009. Tämä johtui varallisuusarvojen merkittävästä alenemisesta, samalla kun vastuiden nykyarvot nousivat valtion velkakirjojen (UK gilts) korkotason pudotessa. Vuosien 2011–2013 aikana tapahtuneen rahastointiasteen voimakkaan laskun syynä on sen sijaan ollut pääasiassa valtion velkakirjojen merkittävästi madaltunut korkotaso²⁶.

Taulukko 3.8.

Etuusperusteisten järjestelmien tunnuslukuja (s179-perusteinen laskenta) v. 2006–2013.

	Järjestelmien lkm.	Kokonaisvarallisuus (Mrd. £)	Eläkevastuut (Mrd. £)	Ylijäämä/alijäämä (Mrd. £)	Rahastointiaste %
2006	7 751	769,5	792,2	-22,7	97
2007	7 542	837,7	769,9	67,8	109
2008	6 897	837,2	842,3	-5,1	99
2009	6 885	780,4	981,0	-200,6	80
2010	6 596	926,2	887,9	38,3	104
2011	6 432	968,5	969,7	-1,2	100
2012	6 316	1,026,8	1,231,0	-204,2	83
2013	6 150	1,118,5	1,329,2	-210,8	84

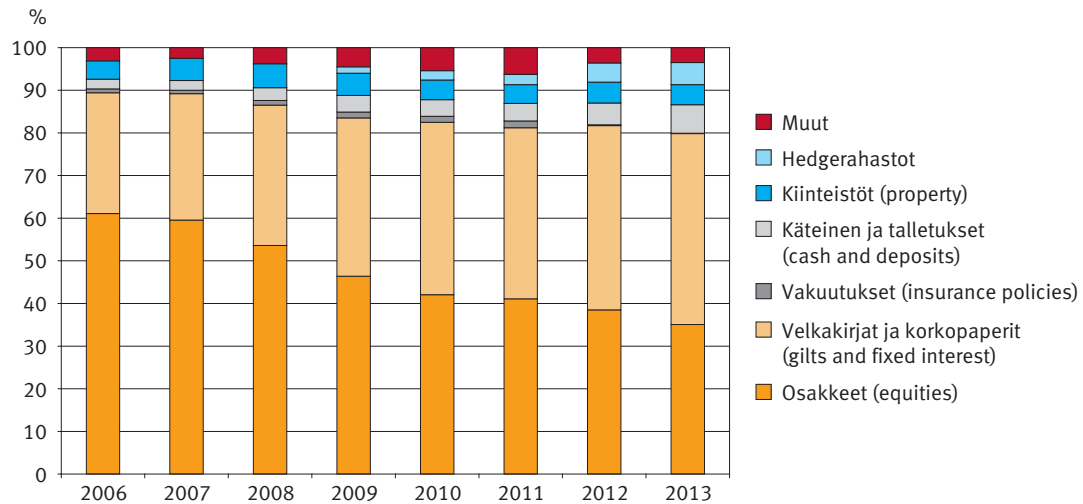
Lähde: TPR & PPF: The Purple Book 2013.

TPR:n ja PPF:n tilaston mukaan etuusperusteisten järjestelmien sijoitussalkuissa osakkeiden osuus on pudonnut viimeisen kahdeksan vuoden aikana yli 60 prosentin tasolta 35 prosenttiin kokonaissijoituksista. Samalla velkakirjojen ja korkopapereiden osuus on kasvanut noin neljänneksestä lähes 45 prosenttiin. Myös hedgerahastojen osuus on noussut viimeisen viiden vuoden aikana alle 2 prosentista reiluun 5 prosenttiin.

²⁶ The Purple Book 2013, s. 49: "The highest funding ratio in June 2007 reflected high levels for both gilt yields and equity markets, while the lowest funding ratio in May 2012 mainly reflected low levels for 15-year gilt yields."

Kuvio 3.4.

Etuusperusteisten järjestelmien keskimääräinen sijoitusjakauma v. 2006–2013, %.



Lähde: The Purple Book 2013. Table 7.2 Average asset allocation in total assets.

LÄHTEET

Byrne & Blake & Cairns & Dowd (2007) Default Funds in UK Defined Contribution Pension Plans. The Pensions Institute Discussion Paper PI-0411.

<http://www.pensions-institute.org/workingpapers/wp0411.pdf>

Blome & Fachinger & Franzen & Scheuenstuhl & Yermo (2007) Pension Fund Regulation and Risk Management. Results from an ALM Optimisation Exercise. OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions. No. 8. OECD Publishing. doi:10.1787/171755452623

Department for Work and Pensions (2011) Guidance for offering a default option for defined contribution automatic enrolment pension schemes. https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/185056/def-opt-guid.pdf

Department for Work and Pensions (2012) Reinvigorating Workplace Pensions.

<http://www.dwp.gov.uk/docs/reinvigorating-workplace-pensions.pdf>

Franzen, D. (2010) Managing Investment Risk in Defined Benefit Pension Funds. OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions. No. 38. OECD Publishing. doi: 10.1787/5kmjnr3s-r2f3-en

Legislation.gov.uk (2000) Stakeholder Act.

http://www.legislation.gov.uk/uksi/2000/1403/pdfs/uksi_20001403_en.pdf

Legislation.gov.uk (2000) Trustee Act.

http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/29/pdfs/ukpga_20000029_en.pdf

Legislation.gov.uk (2004) Pensions Act 2004.

http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2004/35/pdfs/ukpga_20040035_en.pdf

Legislation.gov.uk (2005) Statutory Instruments. Occupational Pension Scheme (Investment) Regulations 2005.

http://www.legislation.gov.uk/uksi/2005/3378/pdfs/uksi_20053378_en.pdf

Legislation.gov.uk (2005) Pensions Act 1995.

<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1995/26/contents/enacted>

Legislation.gov.uk (2008) Pensions Act 2008.

http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2008/30/pdfs/ukpga_20080030_en.pdf

Mikkola, T. (2003). Trust. Oikeusvertaileva tutkimus. Forum Iuris. Helsinki 2003

Myners Report (2001) HM Treasury, Institutional investment in the UK: a review. March 2001.

<http://uksif.org/wp-content/uploads/2012/12/MYNER-S-P-2001.-Institutional-Investment-in-the-United-Kingdom-A-Review.pdf>

NAPF (2013) Default Fund Design and Governance in DC Pensions. http://www.napf.co.uk/PolicyandResearch/DocumentLibrary/~media/Policy/Documents/0334_Default_fund_design_in_DC.pdf

OECD (2013) Pension Markets in Focus 2013.

<http://www.oecd.org/pensions/PensionMarketsInFocus2013.pdf>

Office for National Statistics (2014) 2013 Annual Survey of Hours and Earnings: Summary of Pension Results. http://www.ons.gov.uk/ons/dcp171778_355168.pdf

Office of Fair Trading (2013) Defined contribution workplace pension market study. http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20131101164215/http://www.oft.gov.uk/shared_offt/market-studies/oft1505

Pensions Policy Institute (2013). PPI Pensions Facts November 2013.

<http://www.pensionspolicyinstitute.org.uk/pension-facts/pension-facts-tables>

Pension Policy Institute (2012) The Changing Landscape of Pension Schemes in the Private Sector.

http://www.pensionspolicyinstitute.org.uk/uploadeddocuments/2012/20120627_PPI_MetLife_The_changing_landscape_of_pension_schemes_in_the_private_sector.pdf

Pension Protection Fund (2014) Guidance: s179. http://www.pensionprotectionfund.org.uk/DocumentLibrary/Documents/Section_179_Assumptions_Guidance_VA7_May14.pdf

Pension Protection Fund (2014) Guidance on assumptions to use when undertaking a valuation in accordance with Section 179 of the Pensions Act 2004. http://www.pensionprotectionfund.org.uk/DocumentLibrary/Documents/section_179_guidance_vg6_july2014.pdf

Pension Protection Fund (2014) http://www.pensionprotectionfund.org.uk/DocumentLibrary/Documents/1415_transformation_appendix.pdf

The Financial Reporting Council (2014). <https://frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Accounting-and-Reporting-Policy/Standards-in-Issue/FRS-17-Retirement-Benefits.aspx>

The Financial Reporting Council (2014) FRS 17 Retirement Benefits. <https://frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Accounting-and-Reporting-Policy/Standards-in-Issue/FRS-17-Retirement-Benefits.aspx>

The Pensions Regulator (2009) Scheme funding and the employer covenant. <http://www.thepensionsregulator.gov.uk/docs/employer-covenant-statement-june-2009.pdf>

The Pensions Regulator (2013) Annual report and accounts 2012–2013. <http://www.thepensionsregulator.gov.uk/docs/annual-report-and-accounts-2012-2013.pdf>

The Pensions Regulator (2013) The Purple Book 2013. http://www.pensionprotectionfund.org.uk/DocumentLibrary/Documents/purple_book_2013.pdf

3.4 Norja

Mika Vidlund ja Antti Mielonen, ETK

Norjassa tuli vuoden 2011 alusta voimaan vanhuuseläkeuudistus. Uudistuksen yksi keskeisimmistä muutoksista oli lakisääteisen etuusperusteisen työeläkkeen muuttaminen maksuperusteiseksi. Työeläkettä täydentää työeläkevähenteinen takuueläke. Eläkeuudistus tulee voimaan asteittain ja tällä hetkellä voimassa ovat siirtymäkauden säännökset. Vuonna 1963 tai sen jälkeen syntyneet saavat koko vanhuuseläkkeensä uusien sääntöjen mukaan. Vuosina 1954–1962 syntyneiden eläke lasketaan osittain vanhojen ja osittain uusien sääntöjen mukaan. Tätä vanhemmilla eläke lasketaan vanhojen sääntöjen mukaan.

Työeläkettä kertyy nimellinen 18,1 prosenttia vakuutetun ansiokaton (6 400 €/kk) alittavasta tulon osasta. Maksuja ei rahastoida, vaan eläkkeet rahoitetaan jakojärjestelmäperiaatteella (NDC). Erillistä eläkemaksua ei kuitenkaan ole. Kunkin vuoden eläkemenot katetaan kyseisen vuoden yleisellä sosiaalivakuutusmaksulla ja valtion budjetista saatavilla muilla tuloilla. Valtion eläkerahasto on osa valtion budjettia ja eläkerahaston tuottoa käytetään vuosittain myös valtion budjetin katteena.

Lakisääteisen eläkejärjestelmän uudistusta edelsi laki pakollisesta lisäeläketurvasta (Lov om obligatorisk tjenestepensjon, OTP), joka tuli voimaan 2006. Lisäeläkkeet ovat täysin rahastoitujia.

3.4.1 Valtion eläkerahaston sijoitussäntely ja -jakauma

Valtion eläkerahasto (Statens pensjonsfond) on puskurirahasto, joka kerää merkittävän osan varallisuudestaan öljy- ja kaasutuotannosta saatavista tuloista. Rahastoon ei ohjata eläkemaksuja. Sitä ei myöskään sido eläkevastuiden kattamiseen tähtäävä vakavaraisuussäntely.

Norjan valtion eläkerahasto perustettiin vuonna 2006, kun entinen öljyrahasto (Petroleumfond) ja kansanvakuutusrahasto (Folketrygdfond) yhdistyivät. Tällöin syntyivät ulkomaille sijoittava kansainvälinen eläkerahasto (Statens pensjonsfond – Utland, SPU) ja pääosin kotimaahan sijoittava kansallinen eläkerahasto (Statens pensjonsfond – Norge, SPN). Kansainvälisen eläkerahaston juuret ovat kuitenkin 1990-luvulla, jolloin öljyrahasto perustettiin. Ensimmäiset nettovarainsiirrot öljyrahastoon tehtiin toukokuussa 1996. Kansallista eläkerahastoa edelsi puolestaan Kansanvakuutusrahasto, joka perustettiin samanaikaisesti nykyisen kansanvakuutusjärjestelmän kanssa vuonna 1967 ja siihen on siirretty sosiaalivakuutusjärjestelmästä tulojen ja menojen välisestä erotuksesta syntynyttä ylijäämää. Viimeisten vuoden 1979 varainsiirtojen jälkeen se on kuitenkin toiminut ns. suljettuna rahastona eli uutta pääomaa rahastoon ei ole siirretty. (Finansdepartement 2014; Folketrygdfondet; NBIM.)

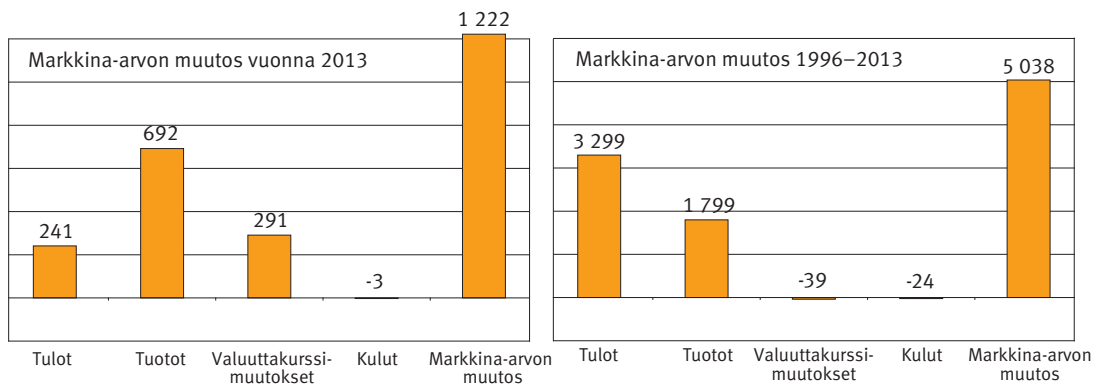
Kansainvälistä eläkerahastoa hallinnoi Norjan keskuspankki ja kotimaahan sijoittavaa kansallista eläkerahastoa Folketrygdfondet. Molemmat kuuluvat valtiovarainministeriön hallinnonalaan ja toimivat maan parlamentin valvonnassa. Eläkerahaston toiminnasta säädetään erillisessä laissa (Lov om Statens pensjonsfond). Folketrygdfondet hallinnoi myös

vuonna 2009 finanssikriisin seurauksena määräajaksi perustettua valtion erillistä bondirahastoa, mutta tämä ei ole osa eläkerahastoa.

Valtion eläkerahasto on yksi maailman suurimmista eläkerahastoista. Valtion eläkerahaston varat olivat yhteensä noin 625 miljardia euroa (5 206 mrd. NOK) vuoden 2013 lopussa.²⁷ SPU:n osuus varoista oli 605 miljardia euroa (5 038 mrd. NOK) ja SPN:n noin 20 miljardia euroa (168 mrd. NOK). (Finansdepartement 2014.) Eläkevarat olivat 173 prosenttia suhteessa koko maan BKT:hen tai 225 prosenttia suhteessa Norjan mannermaan BKT:hen (SSB), jota myös usein vertailulukuna käytetään²⁸. Kuviossa 3.4 on esitetty kansainvälisen eläkerahaston nykyisen markkina-arvon muodostavien tuloerien suuruus vuonna 2013 sekä rahaston perustamisesta lähtien laskettuna.

Kuvio 3.5.

Kansainvälisen eläkerahaston markkina-arvon muodostavien tuloerien suuruus vuonna 2013 ja järjestelmän perustamisesta vuonna 1996 lähtien, miljardia NOK.



Lähde: Finansdepartement 2014.

Kansainvälinen eläkerahasto, SPU

Valtion eläkerahastoa ei nimestään huolimatta ole korvamerkitty yksistään eläkemenojen kattamiseen. Kansainvälinen eläkerahasto, SPU, on osa valtion budjettia ja eläkerahaston tuottoa käytetään vuosittain myös valtion budjettialijäämän kattamiseksi. Vuonna 2014 eläkerahaston varoilla katetaan valtion budjetin alijäämää 139 miljardilla kruunulla. Se on noin 2,8 prosenttia eläkevaroista ja 10 prosenttia koko vuoden budjettimenoista. Vuonna 2001 määritellyn finanssipoliittisen ohjesäännön mukaan Norjan hallitus voi pitkällä aikavälillä käyttää keskimäärin 4 prosenttiyksikköä rahaston vuosituotosta budjetin katteena, joka vastaa rahastolle asetettua pitkän aikavälin reaalityttö-odotusta. Tavoitteena on säilyttää pääoma myös tuleville sukupolville sekä ehkäistä talouden ylikuumeneminen.

SPU:n pitkän aikavälin reaalityttö on jäänyt jonkin verran asetetusta tavoitteesta, mutta vuosien 2012 ja 2013 hyvien sijoitustuottojen ansiosta reaalityttö oli vuoden 2013 lopussa lähellä asetettua tavoitetasoa. Keskimääräinen aikapainotettu reaalityttö aikavälillä tammi-

²⁷ 1 NOK = 0,12 € (20.6.2014).

²⁸ Mannermaan BKT: 2 314 mrd. NOK; Koko BKT: 3 011 mrd. NOK vuonna 2013. (SSB).

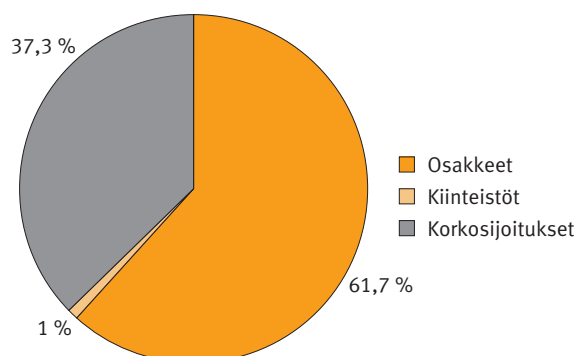
kuu 1997 – joulukuu 2013 eli käytännössä rahaston koko olemassaoloajalta oli 3,9 prosenttia (Finansdepartement 2014). Rahaston tuottojen heilahtelut ovat kuitenkin olleet normaali-jakaumaan verrattuna odotuksia suuremmat. Epävarmuus tulevista sijoitustuotoista ja haasteellisuudesta saavuttaa asetettu tuottotavoite on Norjassa johtanut keskusteluihin siitä, pitäisikö valtion oikeutta käyttää rahaston tuottoja vähentää.

Rahasto sijoittaa kaikki varansa ulkomaille. Rahaston sijoitustoimintaa ohjaavana tavoitteena on saada korkein mahdollinen tuotto maltillisella riskitasolla. Sijoitustoiminnan riskitason määrittelee pitkälti osakepainotteisuus. Osakesijoittaminen alkoi vuonna 1997 ja vuonna 2007 osakepaino nostettiin alkuperäisestä 40 prosentin tasosta 60 prosenttiin. Ministeriö on määrittänyt osakkeiden osuuden kiinteäksi osana pitkän aikavälin strategiaa. Osuus kuitenkin käytännössä vaihtelee ja osakkeiden osuus voi esimerkiksi olla 50–70 prosenttia sijoitusten muuttuvista markkina-arvoista riippuen, mutta sääntöjen mukaan sijoituksia tulee tiettyjen rajaehtojen täytyessä muuttaa osakepainon pitämiseksi vaaditulla tasolla. Vuoden 2013 viimeisellä neljänneksellä rahasto toimi ensimmäistä kertaa perustamisensa jälkeen osakkeiden nettomyyjänä vähentääkseen osakepainon (64 %) nousua. Osakesijoitukset on hajautettu globaalisti useaan eri yhtiöön. Sääntöjen mukaan eläkerahasto voi hankkia korkeintaan 10 prosenttia ostettavan yrityksen osakekannasta. Rahaston suurin omistusosuus yksittäisessä yhtiössä oli 9,4 prosenttia vuonna 2013²⁹. Rahaston omistusosuus ylitti 5 prosentin vain 45 yhtiössä. Rahaston omistusosuus oli keskimäärin 1,3 prosenttia kaikista maailman listatuista yhtiöistä (FTSE Global All Cap -vertailuindeksi).

Sijoitussalkun loppuosuus muodostuu korkoinstrumenteista ja kiinteistöistä. Korkopapereiden osuus tulee olla vähintään 35 prosenttia ja kiinteistösijoitusten osuus enintään 5 prosenttia. Ministeriö otti vuonna 2008 kiinteistösijoittamisen osaksi sijoitusstrategiaansa. Varsinainen päätös sijoittaa 5 prosenttia listaamattomiin kiinteistöihin tehtiin vuonna 2010 ja Keskuspankki teki ensimmäiset sijoitukset vuonna 2011. Vuoden 2013 lopussa rahaston sijoituksista oli osakkeissa 61,7 prosenttia, korkoinstrumenteissa 37,3 prosenttia ja kiinteistöissä 1 prosenttia. (Finansdepartement 2014; NBIM.)

Kuvio 3.6.

Kansainvälisen eläkerahaston sijoitusportfolio vuonna 2013, %.



29 Government Pension Fund Global Holding of equities at 31 December 2013. http://www.nbim.no/globalassets/reports/2013/annual-report/eq_holdings_spu.pdf

Hallitus on käynyt keskusteluja siitä, että eläkerahaston tulisi laajentaa sijoitusportfoliotaan suuntaamalla sijoituksiaan muun muassa infrastruktuuriin ja riskipääomaan (private equity) sekä nykyistä enemmän kehittyvien markkinoiden yrityksiin. Tähän mennessä ministeriön laatimat säännöt eivät salli rahaston sijoittaa listaamattomiin yhtiöihin. Norjan hallitus on laajentamassa kansainvälisen eläkerahaston sijoitusportfoliota uudistamalla sijoitussääntöjä vuoden 2014 aikana mahdollistaen rahaston suorat sijoitukset infrastruktuurihankkeisiin. Rahasto on suuntaamassa sijoituksiaan uusiutuvaan energiaan.

Valtiovarainministeriö on myös asettanut määrättyjä reunaehtoja sille, paljonko Keskuspankki voi sijoitustoiminnassaan ottaa riskejä. Keskeisin näistä on tunnusluku (expected tracking error), jolla mitataan sijoitusrahaston salkun tuoton poikkeamaa vertailuindeksistä³⁰. Rahaston tavoitteena on, että tämän ns. benchmark-portfoliotuoton ja varsinaisen portfoliotuoton eron keskihajontaa mittaava poikkeama on enintään 1 prosenttiyksikkö. Poikkeaman odotetaan olevan tätä suurempi kerran kolmessa vuodessa. Vuonna 2013 poikkeama oli 0,6 prosenttiyksikköä. Pitkällä aikavälillä tarkasteltuna poikkeamaa koskeva tavoite on toteutunut vuoden 2008 poikkeuksellista sijoitusmarkkinakehitystä lukuun ottamatta. Keskuspankki on ehdottanut raja-arvon nostamista 2 prosenttiyksikköön. Sallittu poikkeama oli 1,5 prosenttiyksikköä ennen finanssikriisiä (ks. Finansdepartement 2014.)

Poikkeamaa vähentää Keskuspankin sijoitussääntöjen vaade omistusten ja benchmarking-indeksin yhteensopivuudesta, jonka tulee olla vähintään 60 prosenttia. Osakesijoitukset olivat 81 prosenttisesti identtisiä ja joukkovelkakirjojen osalta vastaavasti 74 prosenttisesti vuonna 2013 (ks. taulukko 3.9). Keskuspankki tekee lisäksi omat riskikartoituksensa vertailuindeksistä poikkeavien sijoituskohteiden osalta. Ministeriö on luottoriskin osalta määrittänyt, että matalan luottoluokituksen liikkeellelaskijoiden joukkovelkakirjat voivat olla enintään 5 prosenttia korkosijoituksista. Vertailuindeksiin näitä ei ole sisällytetty. Keskuspankki on määrittänyt riskirajan tätä noudattaen 1 prosenttiin korkosijoituksista.

Seuraavassa taulukossa on esitetty Keskuspankin sijoitustoimintaa ohjaavia rajoituksia, joka täydentää ministeriön rahastolle asettamia vaatimuksia. Lisäksi Keskuspankki on asettanut kiinteistösijoittamiselle omat yksityiskohtaiset rajoitukset muun muassa maantieteellistä hajauttamista ja kiinteistötyyppejä koskien (ks. lisää Finansdepartement 2014).

Rahasto on saanut julkisuutta myös eettisestä sijoitustoiminnastaan, jota ohjaavat säännöt asetettiin alun perin vuonna 2004 (Finansdepartement 2014). Ministeriö korvasi nämä säännöt uusilla vastuullista sijoittamista koskevilla ohjeilla vuonna 2010. Valtiovarainministeriön alainen eettinen neuvosto (Etikkrådet) antaa sijoituksia koskevia suosituksia, joita Keskuspankki rahaston hoidossaan noudattaa.

30 Lähtökohtaisesti FTSE Group, Barclays Capital ja Investment Property Databank (IPD) -vertailuindeksit.

Taulukko 3.9.

Keskuspankin sijoitustoimintaa ohjaavat riskirajat ja toteutunut tilanne 31.12.2013.

Riski	Rajat	Tilanne 31.12.2013
Vastapuoliriski	Enintään 0,5 %	0,1
Luottoriski	Alle BBB-luottoluokituksen omaavan liikkeellelaskijan arvopaperiosuus voi olla enintään 1 % korkosijoituksista	0,1
Omistusten ja benchmarking-indeksin päällekkäisyys	Osakkeet: vähintään 60 % Joukkovelkakirjalainat: väh. 60 %	81,1 74,0
Likviditeetti (pl. kiinteistöt)	Väh. 10 % USA:n, UK:n, DE:n, FR:n ja JP:n valtionlainakirjoissa	14,9
Vipuvaikutus (leverage)	Enintään 5 % osake- ja korkosijoituksista	0,1
Arvopapereiden lainaksi antaminen (lending)	Enintään 35 % rahaston varoista	3,3
Optioiden liikkeellelasku	Enintään 2,5 % rahaston varoista	0,0
Arvopapereiden lainaksi ottaminen lainausohjelmien välityksellä (borrowing)	Enintään 5 % rahaston varoista	0,0
Sijoittaminen yhteen yhtiöön	Enintään 1,5 % rahaston varoista	0,8
Varojen hoidon ulkoistaminen	Enintään 1 % rahaston varoista	0,2

Lähde: Finansdepartement 2014.

Kansallinen eläkerahasto, SPN

Entistä kansanvakuutusrahastoa, SPN:ää, hallinnoidaan budjetista täysin erillisenä rahastona eli varainsiirtoja näiden välillä ei ole. Valtiovarainministeriö on asettanut sijoitustoiminnalle määrätyt raamit, strategian, pääpiirteissään samoin kuin kansainväliselle rahastolle. Rahastoa hallinnoiva Folketrygdfondet, samoin kuin kansainvälistä eläkerahastoa hallinnoiva keskuspankki, tekee kuitenkin itsenäisesti yksityiskohtaiset sijoitustoimintaa koskevat riskiarvotukset ja sijoituspäätökset.

Rahasto sijoittaa varansa ministeriön strategian mukaisesti osake- ja obligaatiomarkkinoille, joista suurin osa on sijoitettu Norjaan. Loput varoista on sijoitettu Pohjoismaihin Islantia lukuun ottamatta. Sijoitustoiminnan ulottaminen Pohjoismaihin on ollut sallittua vuodesta 2001 alkaen.

Osakkeiden osuus ministeriön asettamassa sijoitussalkun vertailuindeksissä on kiinteä 60 prosenttia samoin kuin kansainvälisellä rahastolla. Osakkeiden osuutta on lisätty 20 prosentista 60 prosenttiin vuosien 2006 ja 2008 välillä. Rahasto voi poiketa vertailuindeksistä tiettyjen reunaehtojen mukaan. Osakkeiden osuus sijoitusportfoliosta voi vaihdella 50–70 prosentin välillä. Vuoden 2013 lopussa rahaston sijoituksista oli osakkeissa 62,6 prosenttia ja korkoinstrumenteissa 37,4 prosenttia. Norjan osuudeksi on vertailuindeksissä määritelty 85 prosenttia sijoituksista. Vuoden 2013 lopussa 52,6 prosenttia osakesijoituksista ja 31,4 prosenttia joukkovelkakirjoista oli sijoitettu Norjaan. (Finansdepartement 2014.)

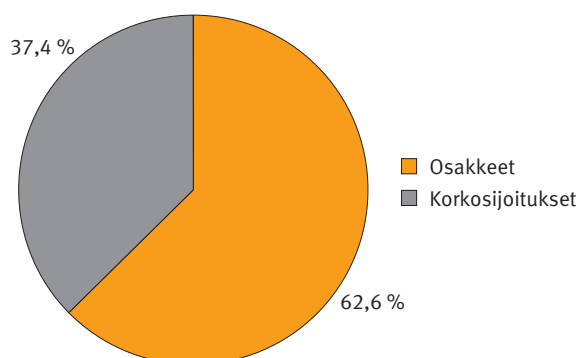
Samoin kuin kansainvälisessä rahastossa portfolion tuottoa verrataan vertailuindeksiin³¹ (benchmark-portfolio), mutta rahaston tuoton poikkeama vertailuindeksistä (expected

31 Oslo Stock Exchange ja Barclays Capital -indeksit.

tracking error) voi olla enintään 3 prosenttiyksikköä vuoden aikana eli sallittu poikkeama on huomattavasti suurempi kuin SPU:lla. Tavoitetaso oli 2 prosenttia ennen vuotta 2007, jolloin se nostettiin 3,5 prosenttiin ja nykytasolle vuonna 2008 (Finansdepartement 2011). Vuonna 2013 poikkeama oli kuitenkin vain 0,8 prosenttiyksikköä. Tähän vaikuttaa se, että omistukset ja benchmarking-indeksi ovat hyvin lähellä toisiaan. Yhteensopivuus norjalaisten osakkeiden osalta oli 91 prosenttia ja Pohjoismaiden osalta 85 prosenttia. (Finansdepartement 2014; Folketrygdfondet.)

Kuvio 3.7.

Kansallisen eläkerahaston sijoitusportfolio vuonna 2013, %.



Kansallisen rahaston keskeisenä ministeriön asettamana strategisena tehtävänä on toteuttaa vastasyklisiä sijoitustoimintaa, toisin sanoen ostaa silloin kuin muut myyvät ja päinvastoin. Tätä ohjaavat säännöt eivät ole julkisesti tiedossa. Sijoitustoimintaa ohjaavien sääntöjen mukaan eläkerahasto voi hankkia korkeintaan 15 prosenttia ostettavan norjalaisen yrityksen osakekannasta ja 5 prosenttia pohjoismaalaisen yhtiön osakekannasta (Folketrygdfondet). Vuoden 2013 lopussa rahaston suurin omistusosuus yksittäisessä norjalaisessa yhtiössä oli 11 prosenttia ja pohjoismaalaisessa yhtiössä 1,1 prosenttia. Ministeriön rahastolle asettamat säännöt sallivat sijoittamisen listaamattomiin yhtiöihin (private equity) vain, mikäli nämä ovat selkeästi ilmoittaneet aikeistaan listautua pörssiin. (Finansdepartement 2014; Folketrygdfondet.)

Ministeriö on luottoriskin osalta määrittänyt, että matalan luottoluokituksen liikkeellelaskijoiden joukkovelkakirjat voivat muodostaa enintään 25 prosenttia korkosijoituksista. Sallittu määrä on selkeästi korkeampi kuin SPU:lla, joka osaltaan heijastaa myös Norjan ja kansainvälisten korkosijoitusmarkkinoiden välisiä eroja.

3.4.2 Työmarkkinaeläkkeet

Lisäeläkejärjestelmät ovat pääsääntöisesti henkivakuutusyhtiöiden hallinnoimia. Niiden keraamät vakuutusmaksut muodostavat noin kolme neljäsosaa koko lisäeläkepuolen vakuutusmaksuista³². Vuonna 2011 Norjassa toimivia henkivakuutusyhtiöitä oli 22, joista 12 oli norjalaisia ja 10 ulkomaisia yhtiöitä. Lisäeläkevakuuttaminen on kuitenkin voimakkaasti kes-

³² Ks. esim. ETK 01/2013.

kittynyttä. DNB Livsforsikring, Storebrand Livsforsikring ja Kommunal Landspensjonskasse (KLP) -yhtiöiden osuus koko sektorin eläkevarallisuudesta oli 82 prosenttia vuonna 2011. Koko henkivakuutussektorin yhteenlaskettu varallisuus oli vuoden 2014 ensimmäisen kvartaalin lopussa 1 115 miljardia kruunua (n. 135 mrd. euroa).

Eläkekassat keräävät puolestaan noin 15 prosenttia vakuutusmaksutuloista. Vuonna 2012 eläkekassoja oli noin 90, joista suurin osa vakuuttaa yksityisen sektorin palkansaaajia. Eläkekassojen yhteenlaskettu varallisuus oli 230 miljardia kruunua (n. 28 mrd. euroa) vuoden 2012 lopussa.

Eläkekassojen ja henkivakuutusyhtiöiden yhteenlaskettu varallisuus on noin 45 prosenttia suhteessa maan bruttokansantuotteeseen. Huomioitavaa on, että henkivakuutusyhtiöiden varallisuudesta osa käytetään muiden tuotteiden kuin eläkevakuutusten rahoittamiseen³³.

Sijoitussäätely ja -jakauma

Lisäeläkevakuuttamista sääntelevät useat eri lait ja asetukset. Tämän vuoden alussa voimaan astunut uudistettu lisäeläkelaki antaa yleiset raamit eläkejärjestelmille. Uusi laki mahdollistaa muun muassa etuus- ja maksuperusteisten järjestelmien lisäksi hybridijärjestelmien perustamisen. Etuus- ja maksuperusteisilla järjestelmillä on lisäksi omat eläkelakinsa, joissa niiden etuudet ja muut säännöt määritellään tarkemmin. Vakuutustoimintalaki määrittelee henkivakuutusyhtiöiden ja eläkekassojen kohdalla pääperiaatteet sijoitussäätelyn ja vakavaraisuuden suhteen, jonka lisäksi yksityiskohtaisia velvoitteita eri instrumenttien osuuksille asetetaan erillisessä varallisuudenhallinta-asetuksessa ja vakavaraisuusvaatimuksista säädetään puolestaan tarkemmin omassa asetuksessa³⁴.

Vakuutustoimintalakia uudistettiin vuonna 2006, jolloin useita määrällisiä rajoituksia poistettiin. Sijoitussäätelyperiaatteet ovatkin nykyään pääsääntöisesti varovaisuusperiaatteen (prudent person principle) mukaisia laadullisia sääntöjä. Lain mukaan vastuuvelan kattavan varallisuuden hoidon tulee perustua varovaisuusperiaatteeseen ja varallisuus tulee olla sijoitettuna niin, että otetaan huomioon vastuiden luonne, turvaavuus, riskien hajautus, likviditeetti ja tuotto.

Varallisuudenhallinta-asetuksessa säädetään sijoitustoiminnalle kuitenkin yhä myös määrällisiä rajoituksia, jotka henkivakuutusyhtiöiden ja eläkekassojen tulee täyttää:

- sijoituksia enintään 10 prosenttia (suhteessa eläkevastuihin) OECD- tai EU-maiden yritysten listaamattomiin osakkeisiin, erityisrahastoihin (mm. hedge-rahastoihin) tai näiden maiden ulkopuolisiin listattuihin osakkeisiin
- sijoituksia enintään 5 prosenttia (suhteessa eläkevastuihin) suojaamattomiin lainoihin

33 BKT (ml. öljyteollisuus) v. 2013 n. 3 011 mrd. NOK, lähde SSB.

34 Lait: ns. OTP-laki, Lisäeläkejärjestelmälaki (Lov om tjenestepensjon), Laki etuusperusteisista eläkejärjestelmistä (Lov om foretakspensjon), Laki maksuperusteisista eläkejärjestelmistä (Lov om innskuddspensjon i arbeidsforhold) ja Vakuutustoimintalaki (Lov om forsikringsselskaper, pensjonsforetak og deres virksomhet mv.). Asetukset: Asetus henkivakuutusyhtiöiden ja eläkekassojen varallisuudenhallinnasta (Forskrift om livsforsikringsselskapers og pensjonsforetaks kapitalforvaltning), Asetus henkivakuutusyhtiöiden, eläkekassojen, maksuperusteisten eläkevakuutusyhtiöiden ja holding-yhtiöiden pääoma- ja vakavaraisuusvaatimuksista (Forskrift om minstekrav til kapitaldekning i forsikringsselskaper, pensjonskasser, innskuddspensjonsforetak og holdingselskap i forsikringskonsern), Asetus henkivakuutusyhtiöiden vakavaraisuuspuskurin ja pääoman laskennasta (Forskrift om beregning av solvensmarginkrav og solvensmargin kapital for norske livsforsikringsselskaper).

- sijoituksia enintään 4 prosenttia (suhteessa eläkevastuihin) yksittäisen liikkeellelaskijaan tuotteisiin
- sijoituksia enintään 1 prosentti (suhteessa eläkevastuihin) yksittäiseen suojaamattomaan lainaan tai yksittäiseen erityisrahastoon
- sijoituksia enintään 7 prosenttia (suhteessa eläkevastuihin) yksittäiseen kiinteistösi-
joitukseen
- enintään 4 prosenttia varallisuudesta voi olla sijoitettuina sponsoriyhtiöön (8 % kon-
sERNIN yhtiöihin)
- vähintään 80 prosenttia varoista (70 prosenttia eläkekassoilla) tulee olla samassa va-
luutassa kuin eläkevastuut, tietyin poikkeuksin.

Asetuksissa säädetyissä vakavaraisuussäännöissä edellytetään, että eläkevastuut on täysin katettu. Minimitason lisäksi vaaditaan vähintään 8 prosentin toimintapääoma. Eläkevarat arvioidaan samalla tavoin riskiperusteisesti sekä henkivakuutusyhtiöiden että eläkekassojen kohdalla. Eri instrumenteille asetetaan riskipainot, jotka vaihtelevat 0 ja 150 prosentin välillä. Matalimmat riskipainot ovat muun muassa käteistalletuksilla ja useimmilla EU:n jäsenvaltioiden velkikirjoilla. Korkeimmat riskipainot ovat puolestaan riskipääomasijoituksilla (private equity, venture capital).

Yleisesti vakavaraisuussäädösten pääperiaatteet noudattavat tai tulevat noudattamaan tulevia Solvenssi II -säädöksiä. Henkivakuutusyhtiöt ja suurimmat eläkekassat tekevät jo nyt säännöllisesti Solvenssi II -säädösten mukaisia stressitestejä, joilla pyritään varmistamaan, että järjestelmät ovat täysin rahastoituja myös ennalta määrättyjen shokkitilanteiden aikana. Solvenssi II -säädösten astuessa voimaan vuoden 2016 alussa vakavaraisuusvaatimukset tulevat yleisen käsityksen mukaisesti nousemaan.

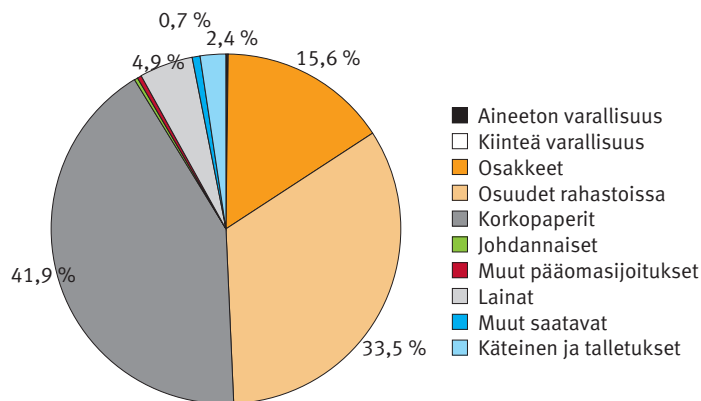
Etuusperusteisissa järjestelmissä eläkevarallisuudelle on myös hallinnollisesti asetettu minimituottovaatimus, joka tarkoittaa käytännössä myös enimmäisdiskonttokorkoa, jolla voidaan laskea karttuneiden etuuskien nykyarvo. Minimituottovaatimus määräytyy pitkien korkojen perusteella ja se on laskenut viime vuosina korkojen kehityksen mukaisesti olleen 2,5 prosenttia uusille eläkeoikeuksille. Valvontaviranomainen (Finanstilsynet) on päättänyt alentaa diskonttokoron edelleen 2 prosenttiin vuoden 2015 alusta lähtien. Keskimääräinen vähimmäistuottovaatimus eroaa edellä mainitusta tasosta jonkin verran, koska uusi korkotaso tulee vähitellen voimaan nykyisiin sopimuksiin. Vuonna 2013 keskimääräinen taso oli noin 3 prosenttia.³⁵

Henkivakuutusyhtiöiden sijoituksista suurin osa on korkopapereita ja rahasto-osuuksia. Osakkeiden osuus sijoitusjakaumassa on matala (ks. kuvio 3.8).

35 <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2013-2014/Meld-St-21-201320141/2/5.html?id=764747>

Kuvio 3.8.

Henkivakuutusyhtiöiden sijoitusjakauma v. 2014 ensimmäisellä kvartaalilla, %.



Lähde: SSB.

LÄHTEET

AON (2014) Global Retirement Update. http://www.aon.com/attachments/human-capital-consulting/Global-Retirement-Update_March-2014.pdf

Mielonen & Puuperä & Ramberg & Vidlund (2013) Lakisääteisten eläkkeiden ja työmarkkinaeläkkeiden hallintokulut esimerkkimaissa. ETK:n selvityksiä 01/2013. http://www.etk.fi/fi/gateway/PTARGS_0_2712_459_440_3034_43/http%3B/content.etk.fi%3B7087/publishedcontent/publish/etkfi/fi/julkaisut/katsaukset_ja_selvitykset/selvitykset/lakisaaiteisten_elakkeiden_ja_tyomarkkinaelakkeiden_hallintokulut_esimerkkimaissa_7.pdf

Finansdepartement (2011) The Management of the Government Pension Fund in 2010. Report No. 15 (2010–2011) to the Storting. http://www.regjeringen.no/pages/16516288/PDFS/STM201020110015000EN_PDFS.pdf

Finansdepartement (2014) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013. Melding til Stortinget. Meld. St. 19 (2013–2014). <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2013-2014/Meld-St-19-201320141.html?id=754743>

Finansdepartement (2014) The Management of the Government Pension Fund in 2013. Meld. St. 19 (2013–2014) Report to the Storting (white paper). http://www.regjeringen.no/pages/38734155/PDFS/STM201320140019000EN_PDFS.pdf

Finansdepartementet (2014) Revidert nasjonalbudsjett. Meld. St. 2, (2013–2014), Melding til Stortinget 2014. http://www.statsbudsjettet.no/upload/Revidert_2014/dokumenter/pdf/stm2_2014.pdf

Finanstilsynet (2013) Risk Outlook 2013 The Financial Market in Norway. http://www.finanstilsynet.no/Global/English/Reports/Risk%20Outlook%20Reports/Risk_Outlook_2013.pdf

Folketrygdfondet (2014). <http://www.folketrygdfondet.no/>

Lovdata (1995) Forskrift om beregning av solvensmarginkrav og solvensmarginkapital for norske livsforsikrings-selskaper.

http://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/1995-05-19-481#KAPITTEL_1

Lovdata (2000) Lov om foretakspensjon (foretakspensjonsloven).

<http://lovdata.no/dokument/NL/lov/2000-03-24-16>

Lovdata (2000) Lov om innskuddspensjon i arbeidsforhold (innskuddspensjonsloven).

<http://lovdata.no/dokument/NL/lov/2000-11-24-81>

Lovdata (2005) Lov om forsikringsselskaper, pensjonsforetak og deres virksomhet mv. (forsikringsvirksomhetsloven).

<http://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-10-44?q=lov+om+forsikringsselskaper>

Lovdata (2005) Lov om obligatorisk tjenestepensjon [OTP-loven].

<http://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-12-21-124>

Lovdata (2006) Forskrift om minstekrav til kapitaldekning i forsikringsselskaper, pensjonskasser, innskuddspensjonsforetak og holdingsselskap i forsikringskonsern <http://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2006-12-22-1616>

Lovdata (2007) Forskrift om livsforsikringsselskapers og pensjonsforetaks kapitalforvaltning.

<http://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2007-12-17-1457>

NBIM, Norges Bank Investment Management (2014). <http://www.nbim.no/en/>

OECD (2014) Economic Surveys. <http://www.oecd.org/eco/surveys/Norway-Overview-2014.pdf>

SSB, Statistisk sentralbyrå (2014).

<http://www.ssb.no/177725/final-expenditure-and-gross-domestic-product.at-current-prices.nok-million85>

3.5 Ruotsi

Mika Vidlund, ETK

Ruotsin lakisääteinen vanhuuseläkejärjestelmä uudistettiin vuosituhannen vaihteessa ja työeläke muutettiin maksuperusteiseksi. Vanhuuseläke muodostuu ansioperusteisesta työeläkkeestä ja sitä täydentävästä vähimmäisturvan takaavasta takuueläkkeestä. Työeläke jakaantuu kahteen osaan: ansioeläkkeeseen (inkomstpension) ja rahastoeläkkeeseen (premiepension). Ansioeläke perustuu jakojärjestelmärahoitukseen, kun taas rahastoeläke on täysin rahastoitu. Eläkemaksu on 18,5 prosenttia eläkkeen perusteena olevista tuloista: 16 prosenttiyksikköä maksusta kerryttää ansioeläkettä ja 2,5 prosenttiyksikköä siirretään vakuutetun valitsemiin rahastoihin. Vanhan lakisääteisen eläkejärjestelmän etuusperusteinen työeläke (ATP) on osittain voimassa vielä siirtymäkauden ajan. Eläke määräytyy osittain vanhojen ja osittain uusien sääntöjen mukaan vuosina 1938–1953 syntyneille. Vuonna 1954 ja sen jälkeen syntyneiden eläke määräytyy kokonaan uuden lainsäädännön mukaan.

Lakisääteistä eläkettä täydentävät työmarkkinasopimukseen perustuvat lisäeläkejärjestelmät, jotka kattavat noin 90 prosenttia palkansaajista. Nämä työmarkkinaeläkejärjestelmät ovat täysin rahastoituja ja viime vuosina yksityisen sektorin sopimuseläkkeet on muutettu kokonaan maksuperusteisiksi. Joitakin siirtymäsäännöksiä on edelleen voimassa. Valtion ja kuntien sopimuseläkejärjestelmissä eläke määräytyy osittain etuusperusteisesti ja osittain maksuperusteisesti.

3.5.1 Lakisääteiset AP-puskurirahastot

Lakisääteisen työeläkejärjestelmän AP-puskurirahastot (Allmänna Pensionsfonden) aloittivat toimintansa samanaikaisesti ATP-työeläkejärjestelmän (Allmän tilläggspension) perustamisen yhteydessä vuonna 1960. Tuolloin perustettiin ensimmäiset kolme yleisen eläkerahaston rahastohallitusta (fondstyrelsen). Ensimmäinen–Kolmas rahastohallitus toimivat oikeudellisesti itsenäisinä toimijoina osana yhteistä organisaatorakennetta. Rahastot saivat tehtäväkseen varmistaa ATP-työeläkkeen rahoittamista tukevan pitkäaikaisen säästämisen. Perusteluna erillisten rahastojen perustamiselle ovat olleet riskien hajauttaminen ja taloudellisten valtakeskittymien välttäminen ruotsalaisissa yhtiöissä sekä sijoitustulosten parantaminen kilpailullisin keinoin (SOU 2012:53.)

Alun perin Ensimmäinen rahastohallitus hallinnoi valtion ja kuntien eläkemaksuja. Toinen rahastohallitus hoiti yksityisten, yli 20 henkilöä työllistävien, työnantajien eläkemaksuja ja Kolmas rahastohallitus tätä pienempien työnantajien ja yksityisyrittäjien maksuja. Rahastoja koskevat säännöt sallivat sijoittamisen ainoastaan korkopapereihin.

Neljäs rahastohallitus perustettiin vuonna 1974 ja Viides rahastohallitus vuonna 1988. Nämä saivat luvan sijoittaa osakkeisiin. Ensimmäinen, toinen ja kolmas rahastohallitus saivat lisäksi luvan sijoittaa kiinteistöihin vuonna 1988 (prop. 1987/88:11).

Vuonna 1996 perustettiin Kuudes rahastohallitus vuosina 1992–1996 lakkautettujen palkansaajarahastojen tilalle (prop. 1995/96:171). Kuudes rahastohallitus sai tehtäväkseen sijoittaa osake- ja riskipääomamarkkinoille pieniin ja keskiuuriin yrityksiin.

Nykyinen AP-rahastojen toimintaa ohjaava laki tuli voimaan vuonna 2001 vanhuuseläkeuudistuksen yhteydessä³⁶. Parlamentin tekemä päätös eläkeuudistuksesta ja siirtymisestä nykyiseen maksuperusteiseen järjestelmään vuonna 1998 johti samalla AP-rahastojen uudelleenorganisointiin ja Viidennen rahastohallituksen toiminnan lakkauttamiseen vuonna 2001. Rahastot saivat uudistuksen jälkeen myös sijoittaa enemmän osakkeisiin kuin ennen. Lisäksi samana vuonna (2001) perustettiin uusi valtion omistama Seitsemäs AP-rahasto (Sjunde AP-fonden), joka toimii yhtenä vaihtoehtona uuden lakisääteisen vanhuuseläkejärjestelmän yksilölliselle sijoittamiselle. Sen keskeisenä tehtävä on hallinnoida rahastoeläkejärjestelmän oletusrahastoa.

Osana uudistusta myös rahastojen nimet uudistettiin: Ensimmäinen AP-rahasto (Första AP-fonden), Toinen AP-rahasto (Andra AP-fonden), Kolmas AP-rahasto (Tredje AP-fonden), Neljäs AP-rahasto (Fjärde AP-fonden) ja Kuudes AP-rahasto (Sjätte AP-fonden). Nykyään nämä viisi valtio-omisteista rahastoa (Ensimmäinen–Neljäs ja Kuudes AP-rahasto) toimivat jakojärjestemärahoitteisen ansioeläkejärjestelmän puskurirahastona, mutta vanhuuseläkemaksut ohjautuvat kuitenkin vain neljään ensimmäiseen rahastoon. Kullekin näistä ohjataan neljännes vanhuuseläkemaksutulosta ja ne sitoutuvat vastaavasti vanhuuseläkemenojen rahoittamiseen. Kuudes AP-rahasto toimii ns. suljettuna rahastona, kun rahavirtaa sen ja eläkejärjestelmän välillä ei ole.

Sijoitussääntely

Ensimmäistä–neljättä AP-rahastoa (jatkossa AP1–AP4) sitovat yhtenäiset sijoitussäännöt. Kuudennella AP-rahastolla (jatkossa AP6) on oma erityisasemansa ja sitä koskevat omat sijoitussäännöt³⁷. Ensimmäistä–neljättä AP-rahastoa koskevassa laissa määritellään, että sijoitustoiminnan tavoitteena on matalalla riskitasolla saada suurin mahdollinen hyöty tuloperusteiselle vanhuuseläkkeelle:

”Första–Fjärde AP-fonderna ska förvalta fondmedlen på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Den totala risknivån i fondernas placeringar ska vara låg. ...”

Kunkin rahaston hallituksen tehtävänä on asettaa tarkemmat sijoitustoiminnan tavoitteet ja riskienhallintasuunnitelma. Laissa määritellään seuraavista sijoitustoimintaa ohjaavista määrällisistä rajoitteista:

- Vähintään 30 prosenttia pääomasta on sijoitettava matalan luotto- ja likviditeettiriskin obligaatioihin.
- Korkeintaan 5 prosenttia varallisuudesta saa muodostua noteraamattomista arvopapereista.
- Rahastot eivät saa sijoittaa raaka-aineisiin.

36 Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder). <http://www.notisum.se/rnp/sls/lag/20000192.htm>

37 Lag (2000:193) om Sjätte AP-fonden. <http://www.notisum.se/rnp/sls/lag/20000193.htm>

- Korkeintaan 40 prosenttiin pääomasta saa kohdistua valuuttakurssiriski.
- Korkeintaan 10 prosenttia pääomasta saa kohdistua yksittäiseen omaisuuserään/liik-
keeseenlaskijaan (Ruotsin valtio poikkeuksena).
- Rahaston omistusosuus ruotsalaisten noteerattujen yhtiöiden osakkeista saa olla kor-
keintaan 2 prosenttia pörssiosakkeiden markkina-arvosta.
- Äänimäärä yksittäisessä yrityksessä saa olla korkeintaan 10 prosenttia (30 prosenttia
noteeraamattomissa riskipääomayrityksissä).
- Vähintään 10 prosenttia pääomasta tulee olla ulkoisesti hoidettu.

Kuudes AP-rahasto toimii riskipääomasijoittajana ja sitä koskevan lain mukaan rahaston ta-
voitteena on toimia eläkejärjestelmän parhaaksi ja maksimoida pitkän aikavälin tuottoa suh-
teessa sijoitusriskeihin. Rahasto keskittyi alun perin Ruotsin markkinoille, mutta toimii ny-
kyään laajemminkin Ruotsin rajojen ulkopuolella, pääsääntöisesti Pohjoismaissa, kun sijoit-
taminen ulkomaisiin rahastoihin sallittiin marraskuun alussa 2007. Sijoitustoimintaa ulko-
maille rajoittaa lainsäädännön vaatimus valuuttariskin rajaamisesta enintään 10 prosenttiin
rahaston pääomasta.

Rahastot toimivat oikeudellisesti itsenäisessä asemassa, joilla on oma sijoitus- ja omista-
japolitiikkansa ja riskinhallintasuunnitelmansa. Ne eivät ole maan hallituksen eivätkä edus-
kunnan suorassa ohjauksessa eikä niitä myöskään ohjata lainsäädännöllä sijoitustoimintaa
koskevia melko yleisiä linjauksia lukuun ottamatta. AP-rahastot ovat velvollisia laatimaan
vuosikertomuksen maan hallitukselle. Hallitus antaa puolestaan vuosittain parlamentille yh-
teenvedon rahastojen vuosikertomusten perusteella ja laatii arvioinnin rahastojen hoidosta.
Hallituksen selvityksessä (SOU 2012:53) nostetaan esille muun muassa varsinaisten toimin-
taohjeiden puuttuminen laissa määritellylle tavoitteelle saada ”korkea tuotto matalalla ris-
killä”, joka jättää rahastojen hallituksille suuren vastuun ja tulkinnanvaran. Puskurirahasto-
jen hallitus muodostuu valtioneuvoston nimittämistä jäsenistä. Hallituksissa on työntekijä-
ja työnantajapuolen yhtäläinen edustus.

Sijoitusjakauma, tuottotavoite ja tuotot

Kukin AP-rahasto on asettanut itselleen sijoitustuottotavoitteet. Nämä on esitetty kunkin vii-
den AP-rahaston osalta erikseen seuraavassa taulukossa. Puskurirahastoissa oli varoja yh-
teensä 1 058 miljardia kruunua (n. 122 mrd. €) vuoden 2013 lopussa, noin 30 prosenttia suh-
teessa BKT:hen³⁸. Vastuuvelka (maksussa olevat eläkkeet ja karttuneet eläkeoikeudet) oli
8 086 miljardia kruunua (n. 930 mrd. €) (Regeringens skrivelse Skr. 2013/14:130.) Varat oli-
vat näin laskettuna 13 prosenttia vastuuvelasta.

38 BKT (2013) SEK 3 641 mrd., Statistiska Centralbyrån. www.scb.se

Taulukko 3.10.*AP-rahastojen asettamat tuottotavoitteet ja eläkevarat.*

Rahaston	AP1	AP2	AP3	AP4	AP6
Tavoite	5,5 %:n nimellistuotto, (10 vuoden liukuva keskiarvo)	5,0 % keskimääräinen reaali vuosituotto (10 v.)	4 % keskimääräinen reaali vuosituotto	4,5 % keskimääräinen reaali vuosituotto (10 v.)	SIX Nordic 200 Cap GI + 2,5 %* (5 v.)
Varat mrd. SEK 31.12.2013	253	265	258	260	22

* Nykyinen tuottotavoite ollut käytössä vuodesta 2012 lähtien. Tätä ennen käytössä oli SHB Nordix All-Share Portfolio Index + 2,5 %:n noteeraamattomien yhtiöiden riskipreemio. Vuosina 2003–2011 tavoitetuksi oli asetettu 4,5 % + ohjaukskorko (reporäntä). Ennen vuotta 2003 tavoite oli sidottu pörssi-indeksiin. Lähde: AP-rahastojen vuosikertomukset; Regeringens skrivelse 2013.

Vanhuuseläkejärjestelmään kertyvien maksutulojen lisäksi puskurirahastojen sijoitustuotot ovat keskeisessä asemassa vanhuuseläkejärjestelmän taloudellisen tasapainon saavuttamisen ja ylläpitämisen kannalta. Seuraavan 20 vuoden aikana eläkerahastot pienenevät merkittävästi kasvavista työeläkemenoista johtuen. Sekä maksussa olevien eläkkeiden että kertyvän eläkepääoman indeksointiin vaikuttava balanssimekanismi ja viimesijaisena keinona valtion (Riksgälden) takaus varmistavat eläkejärjestelmän toiminnan puskurirahastojen uha- tessa tyhjentyä.

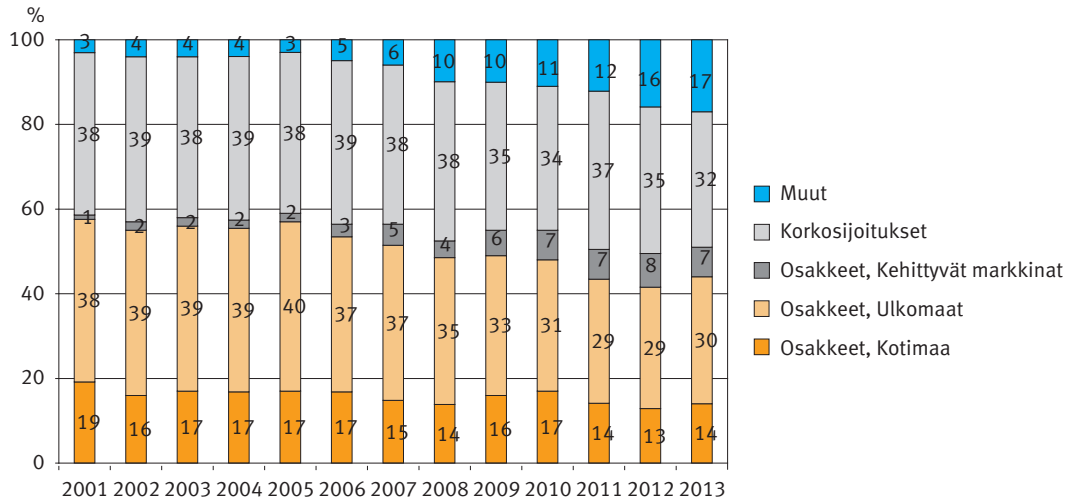
Vanhuuseläkejärjestelmän vuosikertomuksessa (ks. esim Orange Rapport 2013) järjestelmän pitkän aikavälin peruslaskelmassa on käytössä 3,25 prosentin reaali tuotto- oletus. AP-rahastojen omat tavoitteet ovat siis selkeästi korkeammat kuin laskelmien oletukset. Määrätynlaisena vähimmäistuottovaatimuksena eläkejärjestelmän hyödyn kannalta voi pitää tuloindeksin kehitystä ja rahastojen tuoton tulisi määrätyllä aikavälillä olla parempi kuin työeläkejärjestelmän vastuuvelan laskennassa käytetty tuloindeksi. Hallitus vertaileekin arvioissaan rahastojen kehitystä tuloindeksin kehitykseen. Pitkän aikavälin laskelmien perusvaihtoehdossa keskitulojen (tuloindeksi) kasvuksi oletetaan 1,8 prosenttia vuodessa.

AP1–AP4-rahastoissa osakkeiden osuus on viime vuosina ollut noin puolet sijoituskan- nasta (ks. kuvio 3.9). Yksittäisten rahastojen sijoitusportfolioissa ei ole merkittäviä eroja (SOU 2012:53, 234).

Vuosien 2012–13 aikana rahastot ovat hyötäneet erityisesti kotimaan osakkeiden hyvästä tuottokehityksestä. AP1–A4-rahastot ovat myös vähentäneet korkopaperien määrää lähelle lain vaatimaa minimitasoa (30 %). AP-rahastot ovat saavuttaneet tavoitteensa viimeisen 5- tai 10-vuotisjakson toteutuneisiin tuottoihin vertailtaessa. Kuviossa 3.10 on esitetty AP-rahastojen tuotot (nimellinen) yhteensä ja kunkin rahaston osalta erikseen nimellinen tuotto- tavoite. Reaalista tuottotavoitetta on korjattu ylöspäin 2 prosentin inflaatio- oletuksella.

Kuvio 3.9.

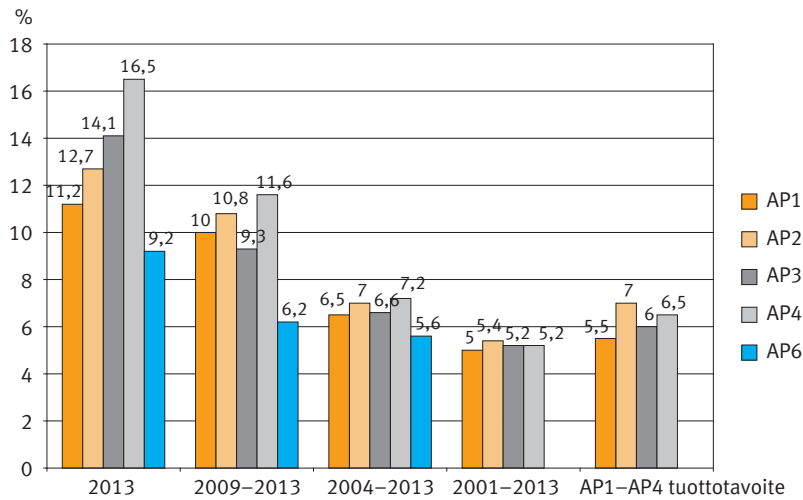
Ruotsin puskurirahastojen (AP1–AP4) sijoitusjakauma vuosina 2001–2013, %.



Lähde: Regeringens skrivelse 2013.

Kuvio 3.10.

AP-rahastojen tuotot ja tuottotavoite eri vuosiperiodeilla, %.



Lähde: Regeringens skrivelse 2013.

AP6-rahaston osalta sijoitustoiminnalle asetettu tuottotavoite on vaihtunut tarkasteluvuosien aikana ja nykyinen vuonna 2012 käyttöön otettu tavoiteindeksi nostaa tavoitetason peräti 30 prosenttiin vuonna 2013. Mikäli nykyistä sijoitustavoitetta tarkastellaan AP6-rahaston perustamishetkestä (1996) lähtien, on tuottotavoite 11,9 prosenttia. Saavutetut sijoitustuotot olivat 4,5 prosenttia tälle ajanjaksolle. Yleisesti ottaen pidempien periodien keskimääräinen tuotto on ollut 4,5–6,0 prosenttia, joka on ollut melko lähellä vanhan määritelmän mukaista tuottotavoitetta. Saavutetut sijoitustuotot ovat kuitenkin olleet tuloindeksiä korkeammat kyseisillä tarkastelujaksoilla. (ks. taulukko 3.11.)

Taulukko 3.11.

AP6-rahaston toteutunut tuotto ja sijoitustoiminnalle asetetut tavoitetasot, %.

Sijoitustuotto	2013	2009–2013	2004–2013	1997–2013
Toteuma	9,2	6,2	5,6	4,5
Tavoite 2012–	30	19,2	14,0	11,9
Tavoite 2003–2011	5,5	5,6	6,4	4,5
Tuloindeksi	3,7	3,4	3,3	3,1

Lähde: Regeringens skrivelse 2013.

Muun muassa sijoitussääntöjen vaatimaa vähintään 30 prosentin osuutta matalariskisiin korkopapereihin pidetään hallituksen selvityksessä (SOU 2012:53, 303) turhan rajoittavana. Se johtaa portfolion selkeään kahtiajakautumiseen, kun tuotto-odotuksiltaan matalia korkopapereita täydennetään mahdollisimman korkean tuoton ja korkean riskitason omaavilla osakkeilla rahaston sijoitustavoitteiden saavuttamiseksi.

Näiden kahden ääripään väliin jää vähän vaihtoehtoja, mikäli sijoitustavoitteet halutaan saavuttaa. Sijoitussalkun hajauttaminen ei näin toimi toivotulla tavalla ja vakaaseen tuottokehitykseen tähtäävä sääntö pikemminkin vaikeuttaa kyseisen tavoitteen saavuttamista ja samalla eläkejärjestelmän tasapainottamista nykyisellä matalien korkojen aikakaudella. AP-rahastot itse kritisoivat eniten noteeraamattomien osakkeiden 5 prosentin hankintarajoitusta, joka rajoittaa sijoituksia ennen kaikkea riskipääomaan (private equity) ja infrastruktuuriin (SOU 2012:53, 314).

Valtioneuvosto on selvityksessään (SOU 2012:53; Skr 2013/14:130³⁹) ehdottanut nyky-sääntelyn korvaamista sijoitustoiminnan varovaisuusperiaatteella (prudent person principle eli PPP; aktsamhetsprincipen). Tämä vastaa yleisemminkin rahoitusmarkkinoiden sääntelyn ja valvonnan yleistä suuntausta, missä määrälliset sijoitussäännöt korvataan laadullisilla säännöillä. Myös OECD suosittaa kyseistä mallia toimintaohjeissaan (OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management 2006⁴⁰).

Lisäksi rahastojen määrää esitetään karsittavaksi nykyisestä viidestä kolmeen ja eläkepääomaa hallinnoivan uuden rahastoviranomaisen (Pensionsreservsstyrelsen) perustamista. Eri puolueiden edustajista koostuva Eläker ryhmä (Pensionsgruppen) on esittänyt rahastojen määrän karsimista ja hallinnon uudistamisen toteuttamista vuoden 2016 aikana⁴¹. Samalla määrällisiä rajoitteita vähennetään ja siirrytään kohti varovaisuusperiaatteen mukaista toimintaa.

3.5.2 Rahastoeläkejärjestelmä ja Seitsemäs AP-rahasto

Rahastoeläke on osa lakisääteistä eläkejärjestelmää. Rahastoeläke on maksuperusteinen ja riippuvainen rahastoeläkepääomalle saadusta tuotosta. Rahastoeläkejärjestelmässä vakuu-

39 Regeringens skrivelse 2013/14:130. 26.5.2014. Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2013.

40 <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/36316399.pdf>

41 Pensionsgruppens förslag till förändringar av pensionsöverenskommelsen. 12.3.2014. <http://www.government.se/sb/d/18062/a/235969>

tettu valitsee itse sijoitustensa riskitason. Mikäli vakuutettu ei tee valintaa, sijoitetaan varat oletusrahastoon, jota hallinnoi valtiollinen Seitsemäs AP-rahasto (Sjunde AP-Fonden; jatkossa AP7). Takuutuottojärjestelmää ei ole. Eläkkeelle siirryttäessä vakuutettu voi valita, että varat siirretään rahastoista perinteiseen elinkorkovakuutukseen, jolloin kuukausittain maksettava eläkkeen määrä on kiinteä.

AP7-rahasto hallinnoi markkina-arvoltaan noin 181,6 miljardin kruunun eläkevaroja vuoden 2013 lopussa. Noin 30 prosenttia rahastoeläkevaroista on sijoitettu AP7-rahastoon, joka on selkeästi suurin rahasto. Kaikkiaan rahastoeläkejärjestelmän rahastoissa oli varoja noin 615 miljardia kruunua (71 mrd. €), eli noin 17 prosenttia BKT:hen verrattuna vuoden 2013 lopussa. Rahastoeläkesäästäjistä 45 prosenttia on AP7-rahastossa. AP7:n lisäksi rahastoeläkkeitä hoitavia yhtiöitä oli 104, jotka hallinnoivat 850 rahastoa vuoden 2013 lopussa. (Pensionsmyndigheten 2014; Regeringens skrivelse 2013.)

AP7:n toiminnasta määritellään samassa laissa kuin AP1–AP4-rahastojen toiminnasta. Kvantitatiiviset sijoitusrajoitteet sekä vaatimus matalasta riskitasosta eivät tosin rajoita AP7:n toimintaa toisin kuin puskurirahastoilla. Lisäksi AP7:n ja muiden rahastoyhtiöiden toiminnasta säädetään samoin kuin rahastosäästämisestä ylipäänsä arvopaperirahastoja koskevassa lainsäädännössä⁴².

AP7-rahaston keskeisenä tehtävänä on hallinnoida oletusrahastoa niille vakuutetuille, jotka eivät ole tehneet niin sanottua aktiivista sijoitusvalintaa rahastoeläkepääomansa hallinnoimiseksi. AP7:n oletusrahastona toimi globaali osakerahasto Premiesparfonden 24.5.2010 asti, jolloin se korvattiin uudella AP7 Såfa -rahastolla (Statens årskullsförvaltningsalternativ), jossa riskitaso sopeutetaan automaattisesti iän mukaan. Rahaston varsinaisen perustan muodostavat globaali osakerahasto AP7 Aktiefond ja korkorahasto AP7 Räntefond (ns. byggstensfonder). Riskitaso pienenee 55- ja 75-ikävuoden välisenä aikana.

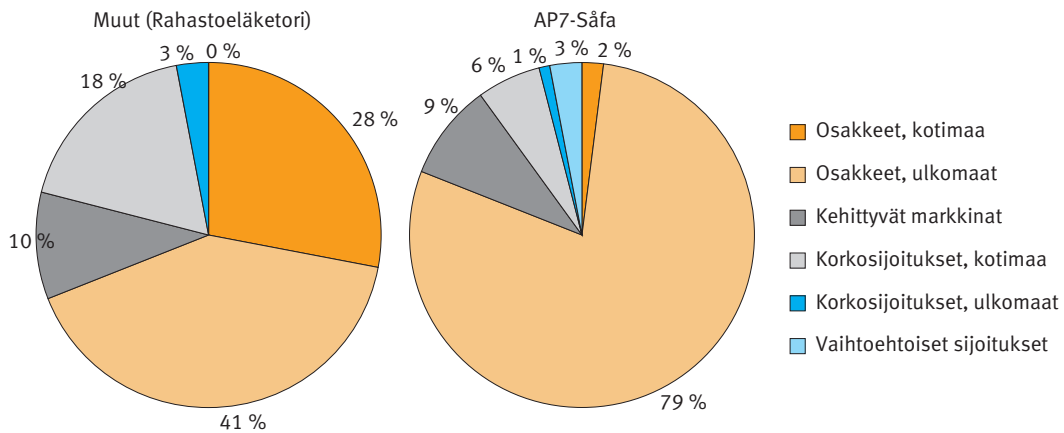
Alle 55-vuotiailla kaikki varat on sijoitettuna AP7-osakerahastoon. Tätä vanhemmilla korkorahaston osuus kasvaa asteittain. AP7 tarjoaa lisäksi aktiivisemmille sijoittajille kolme erilaista sijoitusrahastovaihtoehtoa (Försiktig, Balanserad, Offensiv), joissa kussakin osake- ja korkorahastoa painotetaan eri tavoin (osakepaino: 33 % - 50 % - 75 %).

AP7-Såfan tavoitteena on saada vähintään yhtä hyvä tuotto kuin järjestelmän yksityisillä rahastoilla keskimäärin. Tässä se on myös onnistunut, sillä sen tuotto on ollut parempi kuin keskimäärin muilla rahastoilla. Esimerkiksi AP7-Såfan keskimääräinen vuosituotto (nimellinen) järjestelmän perustamisesta (1995) vuoden 2013 loppuun oli 6,2 prosenttia ja yksityisillä rahastoilla vastaavasti 4,8 prosenttia. (Pensionsmyndigheten 2014.) Sijoitusjakauksen vertailu osoittaa, että AP7-Såfan osakepaino (90 %) on keskimääräistä (79 %) korkeampi ja kotimaisten osakkeiden osuus selvästi keskimääräistä pienempi (2 % vs. 41 %) (ks. kuvio 3.10).

42 Lag (2004:46) om värdepappersfonder. <http://www.notisum.se/rnp/sls/lag/20040046.htm>

Kuvio 3.11.

AP7-Såfan ja muiden rahastoeläketointimijoiden sijoitusallokaatio vuoden 2013 lopussa, %.



Lähde: Pensionsmyndigheten 2014.

3.5.3 Työmarkkinaeläkkeet

Lakisääteistä eläkettä täydentävät työmarkkinaeläkkeet kattavat noin 90 prosenttia palkansaajista ja ovat pakollisia kollektiivisten sopimusten piiriin kuuluvilla. Työmarkkinaeläkkeiden hallinto on hajautettu yksityisille yhtiöille, säätiöille, kassoille tai ne on järjestetty kirjanpidollisin varauksin.

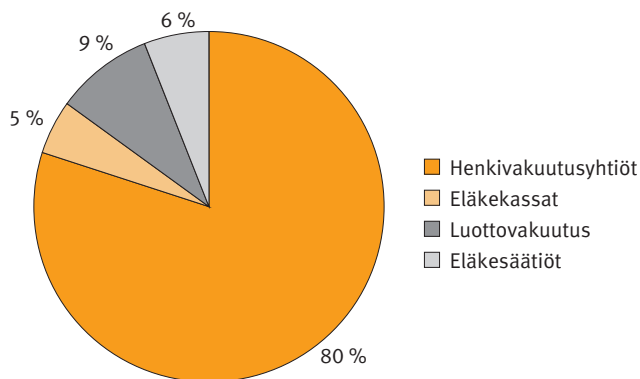
Seuraavassa keskitytään henkivakuutusyhtiöihin, jotka ovat työmarkkinaeläkejärjestelmän keskeisiä toimijoita. Työmarkkinaeläkkeiden kokonaismaksutulosta (164 mrd. SEK; noin 19 mrd. € vuonna 2012) kolme neljäsosaa hoidetaan henkivakuutusyhtiöissä ja eläkekassoissa (Alecta 2012). Työmarkkinaeläkkeisiin rahastoidut varat olivat yhteensä 1 981 miljardia kruunua (n. 220 mrd. €) eli noin 57 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2011. Varoista 1 582 miljardia kruunua (175 mrd. €) eli 80 prosenttia oli henkivakuutusyhtiöiden hoidossa (ks. kuvio 3.12).

Sijoituspäätöksistä vastuussa olevissa työmarkkinaeläkeyhtiöiden hallituksissa on työmarkkinajärjestöjen edustus. Lisäksi esimerkiksi Alectan korkeimmassa päättävässä hallintoeläimessä, yhtiökokousta vastaavassa neuvostossa (överstyrelse) ovat edustettuina myös eläkeläiset (Alecta 2013).

Henkivakuutusyhtiöiden hallinnoimista työmarkkinaeläkevaroista 1 086 miljardia kruunua (120 mrd. €) oli maksuperusteisia ja 496 miljardia kruunua (55 mrd. €) etuusperusteisia eläkejärjestelyjä. Ruotsissa sopimuseläkejärjestelmät olivat pääsääntöisesti etuusperusteisia vielä vuonna 1995, mutta ensimmäinen ratkaiseva askel järjestelmien muuntamisessa maksuperusteisiksi otettiin työnantajajärjestö SAF:n ja palkansaajajärjestö LO:n sopimusneuvotteluissa, kun yksityisen sektorin SAF-LO-eläkejärjestelmä muutettiin maksuperusteiseksi vuonna 1996. Yksityisen sektorin toimihenkilöiden lisäeläkejärjestelmä (ITP) seurasi tätä mallia vuonna 2007. Osalla toimihenkilöistä on vielä siirtymäkauden ajan voimassa etuusperusteinen järjestelmä (ns. ITP2). Julkisella sektorilla muutos ei ole vastaavalla tavalla ollut kokonaisvaltainen, sillä eläkkeet määräytyvät etuusperusteisesti lakisääteisen ansiokaton ylittävästä osasta ja maksuperusteisesti tämän alittavasta osasta.

Kuvio 3.12.

Työmarkkinaeläkeoimijoiden markkinaosuudet 2011, %.



Lähde: Svensk försäkring; Finansdepartementet, Socialdepartementet 2013.

Vakuutetun on mahdollista sijoittaa koko eläkemaksu tai osa siitä valitsemaansa yhtiöön. Kokonaismaksutulosta (164 mrd. SEK) 44 miljardia kruunua eli noin 27 prosenttia oli vakuutettujen sijoitettavissa (kryssval) vuonna 2012⁴³. Mikäli vakuutettu ei tee valintaa, järjestetään eläkevakuutus yksityisellä sektorilla sopimuseläkejärjestelmästä riippuen joko AMF Pensionissa (SAF-LO) tai Alectassa (ITP), jotka ovat hoitaneet työntekijöiden lisäeläketurvaa jo järjestelmien alkuvaiheista lähtien ja ovat kaksi suurinta toimijaa. ITP-eläkkeessä valitsematta jättäneiden osuus on ollut reilun kolmanneksen viime vuosina (vuonna 2012: 36 %).

Seuraavassa taulukossa on esitetty lista nykyisistä työmarkkinaeläkkeitä hoitavista yhtiöistä. Toimijat kilpailutetaan joka viides vuosi. Vakuutettu voi halutessaan säilyttää eläkevarat myös aiemmin hyväksytyssä, mutta kilpailutuksessa valitsematta jääneessä yhtiössä. ITP:ssä viimeisin kilpailutus on vuodelta 2013 kattaen seuraavat viisi vuotta eli 1.7.2013–30.9.2018. SAF-LO:ssa nykyiset toimijat ovat tulleet valituiksi vuonna 2009 ja seuraava kilpailutus käydään vuonna 2014.

Taulukko 3.12.

Työmarkkinaeläkkeitä hallinnoivat henkivakuutusyhtiöt (yksityinen sektori ITP- ja SAF-LO-sopimuseläkeoimijat).

Perinteinen eläkevakuutus*	Rahastovakuutus
Alecta (ITP/SAF-LO)	AMF Pension (SAF-LO/ITP)
AMF Pension (SAF-LO/ITP)	Avanza Pension (SAF-LO)
Folksam Liv (SAF-LO/ITP)	Danica Pension (SAF-LO/ITP)
Länsförsäkringar Liv (SAF-LO)	Folksam-LO Fondförsäkring (SAF-LO)
Nordea Liv & Pension (SAF-LO)	SPP Liv Fondförsäkring (SAF-LO/ITP)
Swedbank Försäkring (SAF-LO)	SEB Trygg Liv (ITP)
Skandia Liv (ITP)	Swedbank (ITP)

* Perinteisessä eläkevakuutuksessa on takuu, joka asettaa vaatimukset vakavaraisuudelle.

Lähde: Fora, Collectum.

43 ITP: SEK 11 mrd. (ITP1: 5 mrd.; ITPK: 6 mrd.); SAF-LO: 13 mrd.; KAP-KL: 13 mrd.; PA03: 2 mrd.; Muut: 5 mrd. (Alecta 2012).

Sijoitussäätely ja sijoitusjakauma

Eläkelaitokset tekevät sijoituksensa varovaisuusperiaatetta (Prudent Person Principle) noudattaen. Finanssivalvontavirasto (Finansinspektionen) on käyttänyt henkivakuutusyhtiöiden ja eläkekassojen vakavaraisuuden arvioinnissa vuodesta 2006 lähtien samankaltaista riskiperusteista liikennevalomallia kuin Tanskassa (Finansinspektionen 2006). Ruotsissa käytössä on yksi, punaisen valon, riskiskenaario.

Sijoitusten markkinariski muodostaa suurimman vakavaraisuuteen kohdistuvan riskin. Markkinariskin keskeiset riskifaktorit ja riskirajat on esitetty seuraavassa taulukossa. Finanssivalvontaviranomainen muutti korkoriskien rajoja vuoden 2013 lopussa (Finansinspektionen 2013⁴⁴). Markkinariskin lisäksi rahastojen on täytynyt raportoida myös vakuutusriskien (esim. kuolevuus, työkyvyttömyys) shokkivaikutuksia osana vakavaraisuuden valvontaa vuodesta 2007 lähtien. Vakuutusriskien osalta merkityksellisin on kuolevuudessa eli elinajanodotteessa tapahtuvat muutokset. Yhtiöiden ja kassojen vakavaraisuusaseman ja toiminnan kokonaisriskien arvioinnissa on useita muita osa-alueita muun muassa likviditeettiriski ja operatiiviset riskit, joita valvotaan erikseen.

Taulukko 3.13.

Liikennevalomallin riskifaktorit ja määritellyt riskirajat.

Riskifaktorit	Riskirajat (punainen valo)
Korkoriskit, – nimellinen SEK – reaallinen SEK – nimellinen EUR – muut ulkomaiset	+/- 100bp (1 %-yksikkö) 10-vuotiskorko +/- 50bp pisin reaalikorko +/- 50bp 10-vuotiskorko +/- 50bp 10-vuotiskorko
Osakeriski, <u>Vaihtoehto 1 (Ei valuuttariskiä)</u> kotimaa ulkomaat	-40 % -37 %
<u>Vaihtoehto 2 (valuuttariski)</u> kotimaa ulkomaat	-40 % -35 %
Kiinteistöriski	-35 %
Valuuttariski	+/- 10 %
Luottoriski	Max. (100 % tai 25 bp)
Vakuutusriski – kuolevuus	+/- 20 % kaikissa ikäluokissa

Vakavaraisuuden laskennassa todennäköisyys sille, että vastuovelka ylittää varat vuoden aikana on alle 0,5 prosenttia (Value-at-Risk 99,5 %). Teoreettisesti alirahastointitilanne voi kyseisellä todennäköisyydellä toteutua korkeintaan kerran 200 vuodessa. Malli noudattaa Solvenssi II:n sääntöjä. Vakavaraisuusasteen tulee lain mukaan olla vähintään 104 prosenttia. Mikäli tämä raja alittuu tulee eläkeyhtiön vähentää osakesijoituksiaan riskitason vähentämiseksi ja vakavaraisuuden kasvattamiseksi. Mikäli 130 prosentin raja alittuu, on yhtiö

44 Finansinspektionen. Anvisning till Trafikljus 21.1.2014. http://www.fi.se/upload/80_Rapportera/15_Trafikljusmodell/2014/trafikljusanvisning_2014-01-21.pdf

Finanssivalvonnan kuukausittaisessa seurannassa. Finanssivalvonnan asettaman vakavaraisuusvalvonnan lisäksi esimerkiksi eläkeyhtiö Alecta seuraa vakavaraisuuttaan omilla Finanssivalvonnan asettamia rajoja tiukemmilla herkkyysanalyysillä ja laskee esimerkiksi etuusperusteisten eläkkeiden osalta päivittäisen rahastointiasteen, jonka tavoitetaso on 140 prosenttia ja sen sallittu vaihteluväli 125:n ja 155 prosentin välillä (Alecta 2013).

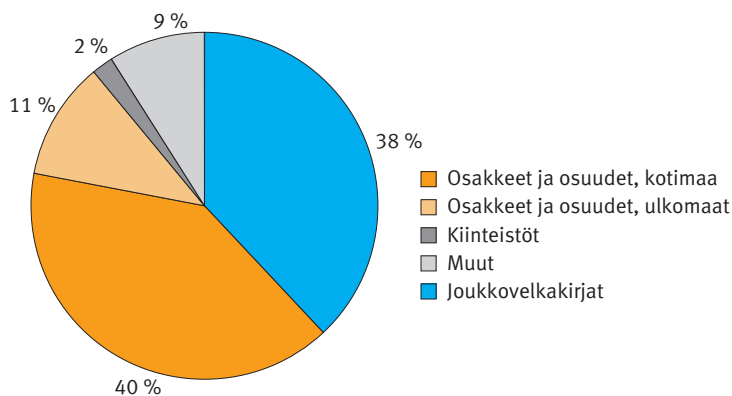
Eläkevastuut on sidottu markkinakoron kehitykseen. Vakavaraisuusaseman parantamiseksi on Ruotsissa vuoden 2013 lopussa muutettu koronmääräytymisperustetta (FFFS 2013:23). Samoin kuin Hollannissa ja Tanskassa yhtiöt ja kassat voivat soveltaa diskonttokorkokäyrää, joka erkaantuu markkinakoroista yli 20 vuoden menevien maturiteettien suhteen niin, että mitä pitempi maturiteetti sitä enemmän painoa on laskennallisella 4,2 prosentin termiinikorolla (Solvenssi II:n mukainen Ultimate Forward Rate, joka perustuu 2 %:n inflaatio-odotukselle ja 2,2 %:n reaalitytuolle).

Finanssivalvontaviranomainen oli jo tätä ennen tehnyt muutoksia vakavaraisuuden laskennassa käytettävään korkotasoon. Yhtiöiden on ollut mahdollista käyttää 30.6.2012 lähtien diskonttokorkona markkinakorkoa, joka oli kiinnitetty 31.5.2012 korkotasoon (räntegolv) vuoden 2013 loppuun asti⁴⁵. Muutoksen taustalla oli ennätyksellisen alas pudonnut korkotaso ja sen vastuovelkaa korottava vaikutus, joka johtaisi vakavaraisuusaseman heikentymiseen. Tämä olisi mahdollisesti pakottanut eläkeyhtiöt myymään osakeosuuksiaan ja hankkimaan tilalle vähäriskisempiä, mutta pienempituottoisia korkopapereita vakavaraisuuden säilyttämiseksi. Tämän arvioitiin olevan haitallista eläkejärjestelmän pitkän aikavälin rahoituksen kannalta.

Henkivakuutusyhtiöiden työmarkkinaeläkevaroista 51 prosenttia oli sijoitettu osakkeisiin vuoden 2012 kolmannella neljänneksellä. Suurin osa osakesijoituksista kohdistui kotimaahan (ks. kuvio 3.13).

Kuvio 3.13.

Henkivakuutusyhtiöiden hallinnoimien työmarkkinaeläkevarojen sijoitusjakauma 2012, %.



Lähde: Svensk försäkring; Finansdepartementet, Socialdepartementet 2013.

⁴⁵ Finansinspektionen 2013. Alternativa räntesatser för att beräkna försäkringstekniska avsättningar, http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/40_Skrivelser/2013/beslut-alt-rantesatser-%202013-5172_21maj2013.pdf

LÄHTEET

Alecta (2013) Årsredovisning 2013. <http://www.alecta.se/Global/Om%20Alecta/Finansiell%20info/%c3%85rsredovisningar/Alecta%20%c3%85rsredovisning%202013.pdf>

AP-rahastojen vuosikertomukset: Första AP-fonden (2012) Årsredovisning. <http://www.ap1.se/upload/Pressmeddelanden/Första%20AP-fondens%20årsredovisning%202012.pdf>

Första AP-fonden (2013) Årsredovisning.
<http://www.ap1.se/upload/Rapporter/%c3%85rsredovisning%20AP1%202013%20pdf.pdf>

Andra AP-fonden (2012) Årsredovisning. http://www.ap2.se/Global/finansiell-information/Annual%20reports/AP2_AR12_sv_130220_locked.pdf

Andra AP-fonden (2013) Årsredovisning. <http://www.ap2.se/PageFiles/132/sv/2013/%c3%85rsredovisning/%c3%85rsredovisning%202013.pdf>

Tredje AP-fonden (2012) Årsredovisning.
http://www.ap3.se/forvaltning/Documents/Årsredovisning_2012.pdf

Tredje AP-fonden (2013) Årsredovisning.
http://www.ap3.se/forvaltning/Documents/Årsredovisning_2013.pdf

Fjärde AP-fonden (2012) Årsredovisning.
http://www.ap4.se/upload/FinansiellaRapporter/AP4.Arsredovisning2012_ee.pdf

Fjärde AP-fonden (2013) Årsredovisning.
http://www.ap4.se/upload/FinansiellaRapporter/AP4.Arsredovisning.2013_finalee.pdf

Sjätte AP-fonden (2012) Årsredovisning.
http://www.apfond6.se/Global/%c3%85rsredovisning/APfonden_AR_2012.pdf

Sjätte AP-fonden (2013) Årsredovisning. <http://www.apfond6.se/Global/%c3%85rsredovisning/AP6%20%c3%a5rsredovisning%20 2013.pdf>

Finansdepartementet (1999) AP-fondernas organisation och placeringsregler i det reformerade pensionssystemet. Departementsserien 1999:38. <http://www.regeringen.se/content/1/c4/37/41/adda0674.pdf>

Finansdepartementet, Socialdepartementet (2013) Vägval för premiepensionen. Ds 2013:35. <http://www.regeringen.se/sb/d/16820/a/218297>

FFFS, Finansinspektionens författningssamling (2013) Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om försäkringsföretags val av räntesats för att beräkna försäkringstekniska avsättningar. 2013:23. http://www.fi.se/upload/30_Regler/10_FFFS/2013/fs1323.pdf

Finansinspektionen (2006) Trafikljusmodellen finansiella risker. RAPPORT DEN 8 DECEMBER 2006. 2005:14.
<http://www.fi.se/Tillsyn/Rapporter/Listan/Trafikljusmodellen-finansiella-risker-200514-/>

Finansinspektionen (2013) Finansinspektionen introducerar en uppdaterad version av trafikljusmodellen den 31 december. Promemoria 2013-11-06.
http://www.fi.se/upload/30_Regler/35_Solvens%202/2013/pm_nytrafikljus20131106ny.pdf

Finansinspektionen (2013) Alternativa räntesatser för att beräkna försäkringstekniska avsättningar. http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/40_Skrivelser/2013/beslut-alt-rantesatser-%2013-5172_21maj2013.pdf

Finansinspektionen (2014) Försäkringsbarometern. HELÅRET 2013. 24 APRIL 2014.
http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/50_Statistik/30_Forsakringsbarometern/2013/forsakbarom_2013-2.pdf

Finansdepartementet (2009) Fyra dyra fonder? Om effektiv förvaltning och styrning av AP-fonderna. Rapport från Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi 2009:4.
http://eso.expertgrupp.se/wp-content/uploads/2013/08/Rapport-2009_4-Fyra-dyra-fonder.pdf

Homenius, C & Söderström, S. (2006) A Study of the IORP and the Traffic Light System in Sweden. Stockholm School of Economics. <http://arc.hhs.se/download.aspx?MediumId=295>

OECD (2012) Review of the Swedish National Pension Funds 2012.
<http://www.oecd.org/finance/private-pensions/50192210.pdf>

Pensionsmyndigheten (2013) Orange rapport – Pensionssystemets årsredovisning 2013.
<http://secure.pensionsmyndigheten.se/download/18.7f2d0929145f469359415f/1399978860056/Orange+Rapport+2013.pdf>

Pensionsmyndigheten (2014) Premiépensionen – Pensionsspararna och pensionärerna 2013. <http://secure.pensionsmyndigheten.se/download/18.70e56c27145a7fdc958278e0/1398330969190/Premiepensionen+2013.pdf>

Regeringens skrivelse (2013) Skr. 2013/14:130. Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2013. <http://www.regeringen.se/content/1/c6/24/11/50/fb49e01c.pdf>

Regeringens proposition (2000) AP-fonden i det reformerade pensionssystemet. Proposition 1999/2000:46. <http://www.regeringen.se/content/1/c4/35/03/d2813990.pdf>

Severinson, C. ja J. Yermo (2012) The Effect of Solvency Regulations and Accounting Standards on Long-Term Investing: Implications for Insurers and Pension Funds. OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions. No. 30. OECD Publishing.
<http://dx.doi.org/10.1787/5k8xd1nm3d9n-en>

SOU, Statens offentliga utredningar (2012) AP-fonderna i pensionssystemet – effektivare förvaltning av pensionsreserven. Betänkande av Buffertkapitalsutredningen. 2012:53.
<http://www.regeringen.se/sb/d/15680/a/197500>

Svensk försäkring (2013). <http://www.svenskforsakring.se/en>

3.6 Suomi

Mika Vidlund, ETK

Suomen lakisääteinen työeläkejärjestelmä on etuusperusteinen järjestelmä. Rahastoitujen työeläkevarojen sijoittamisessa onnistuminen vähentää maksuun liittyviä nousupaineita. Sijoitustuotot eivät suoranaisesti vaikuta etuuskien tasoon.

Eläkelaitosten sijoitustoimintaa ohjaava yleinen periaate on, että eläkevarat on sijoitettava tuottavasti ja turvaavasti. Suomen työeläkejärjestelmään ei sovelleta henkivakuutusdirektiiviä (2002/83/EY) eikä henkivakuutusyhtiöiden vakavaraisuussäntelyä koskevaa ns. Solvenssi-direktiiviä. Suomen yksityisalojen eläkelaitoksia sitovat kuitenkin vakavaraisuutta koskevat määräykset ja sijoitus- ja vakuutusriskeihin varaudutaan vakavaraisuuspääomalla, jolla on valvontarajat samaan tapaan kuin Solvenssi-direktiivin vakavaraisuuspääomalla. Sijoitustoimintaa ohjaavat vakavaraisuussäännökset eivät koske julkisalojen (VER:n ja Kevan) eläkerahastoja.

Suomen työeläkejärjestelmän erityispiirteenä on lakisääteisten työeläkkeiden toimeenpanon hajauttaminen useille toimijoille. Vuoden 2014 tammikuussa työeläkkeitä hoiti 32 eri eläkelaitosta, joista yksityisen puolen lakisääteistä eläkevakuutusta hoitaa 6 työeläkevakuutusyhtiötä, 14 eläkesäätiötä ja 6 eläkekassaa sekä Maatalousyrittäjien kassa ja Merimieseläkekassa. Hajautetusta hallinnosta huolimatta eläkelaitoksilla on yhteisvastuu, jolloin eläkkeensaajat eivät kärsi menetyksiä eläkelaitoksen mahdollisessa konkurssissa.

Yksityisalojen työeläkejärjestelmä on sen alkuvaiheista alkaen eli vuodesta 1962 lähtien ollut osittain rahastoiva. Noin viidennes eläkemaksusta rahastoidaan tulevia eläkkeitä varten. Julkisten alojen eläkejärjestelmässä rahastointi aloitettiin kuntapuolella vuonna 1988 ja valtiolla vuonna 1990. Julkisalojen eläkejärjestelmälle ei ole määritelty yksityisalojen tapaan katettavia eläkevastuita, vaan kyseessä on puskurirahasto, jota ei sido vakavaraisuutta koskevat säännökset. Julkisalojen eläkejärjestelmässä sijoitustoiminnan riskitaso on vapaammin säädeltävissä.

3.6.1 Yksityisalojen vakavaraisuussäntely

Yksityisalojen eläkelaitosten sijoitustoiminnan riskitasoa määrittävät vastuuvelan kattamista ja vakavaraisuutta koskevat säännöt, jotka määräytyvät kate- ja vakavaraisuuslainsäädännön mukaan (1114/2006⁴⁶). TyEL-järjestelmän rahoitus perustuu osittaiseen ennalta rahastointiin. Laki määrittelee ne eläkkeen osat, joista kukin yksittäinen eläkelaitos on vastuussa. Näitä ns. rahastoitujia eläkkeen osia on vanhuuseläkkeissä ja työkyvyttömyyseläkkeissä. Vastuuvetka lasketaan näistä eläkkeen osista henkilötasolla ja laskennassa käytetään kiinteää 3 prosentin diskonttokorkoa. Tämän vuoksi vastuiden tuottovaade on minimissään kolme prosenttia.

⁴⁶ Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvelan kattamisesta (1114/2006). <http://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2006/20061114>

Vakavaraisuussäännösten tarkoituksena on asettaa rajat työeläkelaitosten riskinotolle. Eläkelaitoksen vakavaraisuusraja määritetään riskiteoreettisesti vastaamaan yhden vuoden vakavaraisuuspääoman tarvetta ottaen huomioon sijoitusriskit ja vakuutusliikkeen riskit. Vakuutusriskien osalta merkityksellisimpiä ovat kuolevuus-, työkyvyttömyys- ja maksutappio-riskit.

Sijoitustoiminnan olennaisia riskejä ovat markkina-, luotto- ja vastapuoliriskit, valuutta- sekä likviditeettiriskit. Markkinariski eli sijoituskohteiden arvon heilahteluun liittyvät riskit on sijoitusriskin kannalta keskeisin riskitekijä. Markkinariskejä rajoitetaan asettamalla limiittejä tietyllä todennäköisyydellä syntyville maksimitappioille (ns. Value at Risk -tunnusluku eli VaR). Suurimpana yksittäisenä markkinariskinä voidaan pitää osakeriskiä. Vakavaraisuuden määrittelyssä sijoitukset on jaettu viiteen eri omaisuuslajiin (rahamarkkinavälineet, pitkät korkosijoitukset eli jvk:t, kiinteistö-sijoitukset, osakesijoitukset, vaihtoehtoiset sijoitukset), jotka jakautuvat vielä alaryhmiin. Omaisuuslajeille on määritelty erilaisia tuotto-odotusparametreja ja volatilitteettia mittaavia riskiparametreja taulukon 3.14 mukaisesti.

Taulukko 3.14.

Vakavaraisuuslaissa määritellyt sijoitusryhmät tuotto- ja riskiparametreineen.

Vakavaraisuusryhmät/alaryhmät		Tuotto-odotus m_i	Riski, Hajonta s_i
I Rahamarkkinavälineet	1) valtion velkasitoumus (ETA/OECD)*	3,0	0,6
	2) pankkien sij.todistus (ETA/OECD)*	3,5	0,8
	3) yritystodistus (ETA/OECD)*	4,0	1,5
	4) muut rm-sijoitukset*	3,5	2,0
II Joukkovelkakirjalainat	1) T- ja S-lainat*	3,5	2,0
	2) valtio (ETA/OECD)*	4,0	4,0
	3) valtio (OECD:n ulkopuoliset)*	4,5	5,0
	4) yritys (ETA/OECD)*	5,0	6,0
	5) muut jvk-sijoitukset*	6,0	10,0
III Kiinteistöt	1) asunnot (ETA/OECD)	6,0	7,0
	2) liike- tms kiinteistöt (ETA/OECD)	7,0	10,0
	3) muut kiinteistöt (ETA/OECD)	7,0	11,0
	4) muut kiinteistöt (OECD:n ulkopuoliset)	8,5	15,0
IV Osakkeet	1) noteeratut (ETA/OECD)	8,0	18,0
	2) noteeraamattomat (ETA/OECD)	10,0	24,0
	3) muut osakkeet	11,0	28,0
V Erinäiset sijoitukset	1) valuuttamääräiset rm-sijoitukset	4,0	6,5
	2) valuuttamääräiset jvk-sijoitukset	6,5	8,0
	3) hyödykkeet	8,0	20,0
	4) muut sijoitukset	12,0	34,0

* Euromääräiset tai täysin valuuttasuojatut sijoitukset.

Lähde: STM 2010; 2013.

Mitä riskillisempi sijoitusjakauma työeläkelaitoksella on, sitä korkeampi on vakavaraisuuspääomavaatimus. Vakavaraisuusraja on mitoitettu siten, että 97,5 prosentin todennäköisyydellä vakavaraisuuspääomaa olisi jäljellä vuoden kuluttua.

Vakavaraisuuspääomalla tarkoitetaan määrää, jolla eläkelaitoksen varat ylittävät velat. Se toimii riskipuskurina edellä mainittuja sijoitus- ja vakuutustoiminnan riskejä vastaan. Jos eläkelaitoksen vakavaraisuuspääoma on pienempi kuin vakavaraisuusraja, tulee työeläkelaitoksen toimittaa Finanssivalvonnalle taloudellisen aseman tervehdyttämissuunnitelma. Jos työeläkelaitoksen vakavaraisuuspääoma on pienempi kuin vähimmäispääomavaatimus, on Finanssivalvonnalle toimitettava lyhyen aikavälin rahoitussuunnitelma, joka sisältää selvitöksen niistä toimenpiteistä, joilla vakavaraisuuspääoma saadaan kolmen kuukauden kuluessa vähintään yhtä suureksi kuin vähimmäispääomavaatimus. Vähimmäispääomavaatimus on yksi kolmasosa vakavaraisuusraja.

Vakavaraisuuspääoman enimmäismäärä on vakavaraisuusrajan nelinkertainen määrä. Jos vakavaraisuuspääoma ylittää ylärajan kahtena peräkkäisenä vuotena, eläkelaitoksen täytyy purkaa vakavaraisuuttaan maksunalennuksin. Muutoin eläkelaitos voi jakaa asiakashyvityksiä vakavaraisuuspääoman ylittäessä vakavaraisuusrajan.

Yksityisalojen eläkelaitosten sijoitustoiminnasta vastaa eläkelaitoksen hallitus, jonka on lain mukaan laadittava varojen sijoittamista koskeva sijoitussuunnitelma. Sijoitussuunnitelmat toimitetaan myös Finanssivalvonnalle. Hallituksessa ovat edustettuina sekä työnantaja- että työntekijäpuoli. Eläkelaitoksen hallitus päättää myös yhtiön riskienhallinnan periaatteet, tavoitteet ja riskinoton rajat sekä seuraa säännöllisesti riskien ja riskienhallinnan tilaa.

Vastuuvelan kattamista koskevat säännöt

Vakavaraisuus- ja katesäännökset edellyttävät eläkelaitoksilta sijoitusten hajauttamista sekä sijoituslajeittain että maantieteellisesti. Vastuuvelan kattamisessa on huolehdittava katteen kuuluvien varojen varmuudesta, tuotosta, rahaksi muutettavuudesta ja hajauttamisesta. Pääsääntöisesti kaikki sijoitukset käyvät vastuuvelan katteeksi, mutta riskienhallinnallisista syistä laki asettaa rajoituksia koskien sijoituksia OECD-maiden ulkopuolelle, valuutariskiä, sijoituksia noteeraamattomiin arvopapereihin, yhteen kiinteistöön ja yhteen yhteisöön alla olevan mukaisesti:

- Enintään 20 prosenttia vastuuvelasta voidaan kattaa sijoituksilla muihin kuin ETA- ja OECD-valtioihin.
- Enintään 20 prosenttia vastuuvelasta voidaan kattaa muilla kuin euromääräisillä sijoituksilla.
- Enintään 15 prosenttia vastuuvelasta voidaan kattaa sijoituksilla noteeraamattomiin arvopapereihin.
- Enintään 10 prosenttia vastuuvelasta voidaan kattaa sijoituksilla yhteen kiinteistöön.
- Enintään 5 prosenttia vastuuvelasta voidaan kattaa sijoituksilla yhteen yhteisöön.
- Enintään 5 prosenttia vastuuvelasta voidaan kattaa suorilla tai välillisillä sijoituksilla vakuudettomiin velkasitoumuksiin.

Vakavaraisuusääntelyn kehitys

Vakavaraisuusääntely on ollut jatkuvan kehittämistyön kohteena. Säännöksiä on muutettu useaan kertaan 1990-luvun alkupuolelta lukien. Nykyisen kaltainen eläkelaitosten vakavaraisuusääntely tuli voimaan vuonna 1997. Tuolloin eläkelaitoksen valvontarajat sidottiin sijoitusomaisuuden riskipitoisuuteen.

Vuoden 1997 sijoitusuudistuksen myötä vakavaraisuussäännökset nousivat työeläkelaitosten sijoitussuunnitelman (laki työeläkevakuutusyhtiöstä 354/1997, 28 §) ohella katesäännöstöä merkittävämmäksi eläkelaitoksen sijoitusriskien sääntelyssä. Vuonna 2007 yksityisten alojen työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeneessa lakiuudistuksessa otettiin käyttöön osaketuottosidonnainen lisävakuutusvastuu osakesijoittamisen lisäämiseksi siirtämällä osa eläkelaitoskohtaisesta sijoitusriskistä koko eläkejärjestelmän kannettavaksi⁴⁷. Lisäksi vuoden 1997 säännöksiä muokattiin muun muassa siten, että vastuuvelan katteeksi kelpaavien omaisuuserien rajoittamisesta luovuttiin ja lähtökohtaisesti kaiken sijoitusomaisuuden katsottiin kelpaavan vastuuvelan katteeksi. (STM 2010.)

Sääntelyn ja sijoitusmarkkinoiden muutosten johdosta työeläkelaitosten sijoitusten jakautuminen eri instrumentteihin on muuttunut voimakkaasti viimeisen kahdenkymmenen vuoden aikana. Sijoituskannan kehityksessä voidaan erottaa seuraavat aikakaudet:

- 1990-luvun alkuun saakka valtaosa työeläkesijoituksista oli vakuutusmaksulainoja eli ns. TEL-takaisinlainoja, joille oli turvaava vakuus ja joiden korkona käytettiin las-kuperustekorkoa.
- TEL-takaisinlainojen kysyntä väheni merkittävästi rahoitusmarkkinoiden sääntelyn purkamisen yhteydessä 1980-luvun loppupuolella. 1990-luvulla Suomen valtion obligaatioista tuli yksityisen sektorin työeläkevarojen pääsijoituskohde.
- Yksityisen sektorin työeläkevakuuttajien osakesijoitusten osuus alkoi kasvaa sijoitus- ja vakavaraisuusäännösten uudistamisen myötä vuonna 1997.
- Vuoden 2007 sijoitustoiminnan uudistuksen tavoitteena oli lisätä työeläkelaitosten riskinkantokykyä ja sijoitustoiminnan tuottavuutta mahdollistamalla riskipitoisempien sijoitusten tekeminen. Uudistuksen jälkeen työeläkelaitosten osakesijoitukset lisääntyivät entisestään.
- Vuonna 2008 alkaneen finanssikriisin johdosta työeläkelaitokset jossain määrin sopeuttivat sijoitusjakaumaansa sijoitusten tuottavuuden ja turvaamisen varmistamiseksi. Arvonalentuminen oli merkittävintä osakkeissa. Vuosien 2008–2012 aikana eläkelaitosten sijoitustoimintaa ja vakavaraisuutta koskevia säännöksiä muutettiin väliaikaisesti finanssikriisin johdosta, jonka tarkoituksena oli eläkelaitosten vakavaraisuuden vahvistaminen siten, ettei eläkelaitosten tarvinnut myydä osakeomistuksiaan epäedullisessa markkinatilanteessa.
- Vuoden 2009 keväällä alkaneen osakemarkkinoiden elpymisen johdosta osakkeiden painoarvo työeläkelaitosten taseissa on jälleen noussut. (Lähde: STM 2010.)

⁴⁷ Osaketuottosidonnainen lisävakuutusvastuu on työeläkelaitosten yhteinen puskuri, jolla kannetaan osa osaketuottojen heilahtelusta aiheutuvasta riskistä. Se on vastuuvelkaa pienentävä tai kasvattava erä, jonka johdosta 10 prosenttia eläkelaitosten vastuuvelasta tai eläkevastuusta perustuu eläkelaitosten noteerattujen osakesijoitusten keskituottoon. Osaketuottosidonnaisen lisävakuutusvastuun määrä voi vähentää eläkelaitoksen vastuuvelan tai eläkevastuun määrää enintään 10 prosenttia ja lisätä sitä enintään 5 prosenttia.

Vuoden 2013 alusta alkaen vakavaraisuusmekanismia koskevaa lainsäädäntö uudistettiin edelleen tarkoituksena muun muassa tehostaa riskipuskurien käyttöä ja vahvistaa työeläkelaitosten riskinkantokykyä ottamalla huomioon vuosien 2008–2012 määräaikaisen lain tuomat muutokset. Aiempi sijoitusriskejä kattava toimintapääoma ja vakuutusriskejä kattava taositusmäärä yhdistettiin vakavaraisuuspääomaksi. Vakavaraisuuspääomalle määriteltiin uusi vakavaraisuusraja, jonka laskennassa otetaan huomioon sekä sijoitusriski että vakuutusriski ja niiden välinen riippuvuus. Aikaisemmin vakuutus- ja sijoitusriskejä tarkasteltiin toisistaan riippumattomina ja niihin varauduttiin myös erillisillä vähimmäisvaatimuksilla. (HE 9/2012.) Vuoden 2013 alussa voimaan tullut laki mahdollisti työeläkelaitosten sijoitustoitinnalle lähes saman riskitason ja siten myös tuottomahdollisuudet kuin finanssikriisin yhteydessä määräaikainen sääntely (853/2008).

Syksyn 2014 aikana vakavaraisuusrajan laskentaa ollaan edelleen tarkentamassa siten, että nykyisestä instrumenttien luokitteluun pitkälti pohjautuvasta menettelystä siirrytään instrumenttien riskipohjaiseen järjestelmään, joka mittaisi nykyistä paremmin ja kattavammin sekä sijoitus- että vakuutustoiminnanriskejä. Taustalla on nykyisen laskentamallin jäykähkö luokittelurakenne, joka sijoitusinstrumenttien monimutkaistuttua ei vastaa kaikkia uusia sijoitustuotteita, eikä näin myöskään kata optimaalisesti kaikkia niihin kohdistuvia riskejä. Nykymalliin sisältyy kuitenkin velvoite luokitella kukin sijoitus sen riskiä parhaiten kuvaavaan luokkaan, vaikka sijoitus näin tulisivat luokitelluksi muuhun kuin sen oikeudellista muotoa vastaavaan luokkaan. Uudistuksen jälkeen sijoituksiin olisi mahdollista kohdistaa niihin kohdistuvia riskejä joustavasti. Tämä tarkoittaisi myös, että erillisistä määrällisistä vastuuvelan katesäännöksistä voitaisiin laajalti luopua, joka vastaa myös Solvenssi II -direktiivin henkivakuutusyhtiöihin kohdistuvia vaikutuksia. Edelleen voimaan jää kuitenkin limiittisäännöksiä vastapuoliriskin vähentämiseksi (esim. rajoitukset sijoittamisessa yhteen yhteisöön). Uudistamisen viimeinen vaihe on tarkoitus tulla voimaan vuoden 2017 alussa. Hallituksen esitys annettiin eduskunnalle 27.11.2014 (HE 279/2014).

3.6.2 Julkisalujen eläkelaitosten sijoitussääntely

Valtion eläkerahasto

Valtion Eläkerahasto (VER) on vuonna 1990 perustettu valtion talousarvion ulkopuolinen puskurirahasto. VER:n avulla valtio varautuu tulevaisuudessa maksettavien eläkkeiden rahoitukseen ja eläkemenojen tasaamiseen. Valtion eläkejärjestelmän piiriin kuuluvat työnantajat ja työntekijät maksavat eläkemaksuja Eläkerahastoon. VER ei maksa eläkkeitä, vaan kaikki valtion eläkejärjestelmän piiriin kuuluvat eläkkeet maksetaan valtion talousarvioon varatuista määrärahoista.

Valtion eläkerahastolaissa (VERL) säädetään, että rahastosta siirretään vuosittain varoja valtion talousarvioon 40 prosenttia valtion vuotuista eläkemenoa vastaavasta määrästä. Loput varoista jäävät rahastoon. Rahastolla ei ole yksilöllisesti katettavia eläkevastuita kuten työntekijäin eläkelakia (TyEL) toimeenpaneissa eläkeyhtiöissä. Tämän vuoksi VER:lla ei ole vakavaraisuutta koskevia määräyksiä. VER:n on samoin kuin yksityisalujen eläkelaitos-

ten huolehdittava sijoitusten varmuudesta, tuotosta ja rahaksi muutettavuudesta sekä sijoitusten asianmukaisesta monipuolisuudesta ja hajauttamisesta.

VER:n rahastointitavoite on 25 prosenttia valtion eläkevastuun määrästä. Vuoden 2013 lopussa rahastointiaste oli 17 prosenttia. Määräaikaan tavoitteen saavuttamiselle ei ole laissa asetettu. Rahastointitavoitteen saavuttamiseen vaikuttavat sijoitustuotot, eläkemaksutulo sekä varojen siirto valtion talousarvioon.

Vuonna 2013 VER:n varojen siirto valtiolle ylitti ensimmäistä kertaa rahaston saaman eläkemaksutulon määrän. Näin nettomaksutulo kääntyi negatiiviseksi. Nettomaksutulo pysyttelee lähivuodet lähellä nollaa, jonka jälkeen se kääntyy selkeämmin negatiiviseksi. Samalla VER siirtyy varautumisen vaiheesta tasaamisen vaiheeseen. Nettomaksutulon kääntymisen asteittain negatiiviseksi ei lähivuosina vaikuta VER:n sijoitusstrategiaan. (VER 2013.)

Rahastolla on valtiovarainministeriön asettama hallitus, joka päättää rahaston sijoitusperiaatteista, hyväksyy sijoitussuunnitelman ja vastaa rahastosta. Hallituksessa ovat edustettuina sekä työnantaja- että työntekijäpuoli.

Valtiovarainministeriö antaa ohjeita ja määräyksiä VER:lle. Selvityksen vertailuajan kohtana voimassa olleiden määräysten (13.11.2007) mukaan Valtion Eläkerahastossa tuli noudattaa seuraavia rajoituksia:

- korkosijoituksia tulee olla vähintään 45 prosenttia
- osakesijoituksia saa olla enintään 45 prosenttia
- muita sijoituksia enintään 12 prosenttia rahaston arvosta.

Vuonna 2014 (18.6.2014) määräyksiä on muutettu siten, että korkosijoituksia tulee olla vähintään 35 prosenttia, osakesijoituksia saa olla enintään 55 prosenttia ja muita sijoituksia enintään 12 prosenttia salkun arvosta (VER 2014).

VER:n muut sijoitukset sisältävät sijoituksia kiinteistö- ja pääoma- infrastruktuuri- ja private credit -rahastoihin sekä absoluuttisen tuoton rahastoihin. VER:n sijoitussalkku oli vuoden 2013 lopussa markkina-arvoltaan 16,3 miljardia euroa sijoitusten jakaantuessa seuraavasti:

- korkoinstrumentteihin 51,6 prosenttia
- noteerattuihin osakkeisiin 39,9 prosenttia
- muihin sijoituksiin 8,5 prosenttia. (VER 2013; 2014.)

KEVA

Keva vastaa kunta-alan henkilöstön eläkkeiden rahoituksesta ja eläkevarojen sijoittamisesta. Keva aloitti rahastoinnin vuonna 1988. Se toimii puskurirahastona samoin kuin VER eli varoja ei ole kiinnitetty yksilökohtaisiin eläkevastuisiin. Eläkkeet rahoitetaan kuntatyönantajilta ja -työntekijöiltä perittävillä eläkemaksuilla. Varat on sijoitettava tuottavasti ja turvavasti eli lain mukaan Kevan tulee huolehtia sijoitusten varmuudesta, tuotosta, rahaksi muutettavuudesta sekä hajauttamisesta.

Valtiovarainministeriö määrää valtuuskunnan, joka edelleen nimittää hallituksen. Lain mukaan hallituksessa tulee olla kunnallisen alan palkansaajajärjestöjen edustus. Työnantaja-

puoli ei ole edustettuna. Kevan hallitus päättää eläkevarojen sijoittamista koskevasta suunnitelmasta ja käsittelee sijoitusstrategiassaan muut sijoitustoiminnan kannalta periaatteellisesti tärkeät asiat.

Kevan sijoitusten markkina-arvo arvo oli 31.12.2013 noin 37,8 miljardia euroa (Keva 2013). Sijoitukset jakautuivat seuraavasti:

- korkosijoitukset (joukkovelkakirjat, rahamarkkinasijoitukset ja antolainat) 45,1 prosenttia
- noteeratut osakkeet 38,1 prosenttia
- kiinteistösijoitukset 7,3 prosenttia
- pääomasijoitukset 5,0 prosenttia
- hedgerahastosijoitukset 3,9 prosenttia
- hyödykesijoitukset 0,6 prosenttia.

3.6.3 Yksityis- ja julkisalan toimijoiden sijoitusjakauma

Koko työeläkejärjestelmän sijoitusvarallisuus oli 162 miljardia euroa vuoden 2013 lopussa. Tästä yksityisalojen eläkelaitosten eläkevarat eli sijoituskanta oli vuoden 2013 lopussa yhteensä noin 105 miljardia euroa. Työeläkevarat olivat noin 81 prosenttia suhteessa bruttokansantuotteeseen.

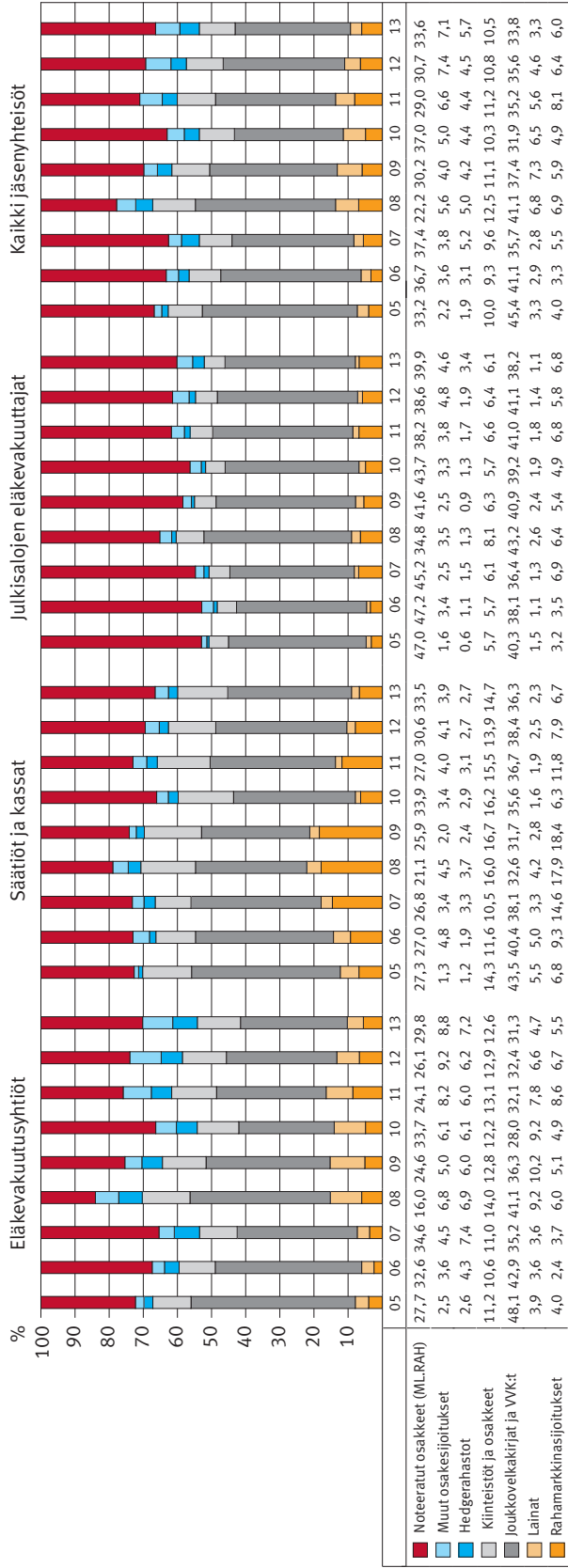
Vaikka VER ja Keva voivat verraten vapaasti valita parhaaksi katsomansa sijoitusjakauksen, ei lopputuloksena kuitenkaan ole ollut yksityisalojen vakuuttajiin verrattuna selkeästi suurempia eroja osake- ja osaketyyppisten sijoitusten suhteen (ks. kuvio 3.14).

Sijoituskannan jakauma karkealla tasolla oli vuoden 2013 lopussa seuraava: osake- ja osaketyyppiset sijoitukset 46,4 prosenttia (75,2 mrd. €), korkosijoitukset 43,1 prosenttia (70,0 mrd. €) sekä kiinteistösijoitukset 10,5 prosenttia (17,0 mrd. €).⁴⁸ Sijoituskannan tarkempi jakauma sekä sen ajallinen muutos viimeisen lähes kymmenen vuoden ajalta (2005–2013) on esitetty kuviossa 3.13. Aikasarja osoittaa, että osakkeiden ja osaketyyppisten sijoitusten osuus on parin viime vuoden aikana noussut finanssikriisiä edeltävälle vuoden 2007 tasolle. Korkosijoitusten osuus on puolestaan laskenut, kun taas kiinteistöt ovat pysytelleet melko muuttumattomina.

Noin kolmannes eläkevaroista on sijoitettu kotimaahan. Kotimaahan sijoitettujen työeläkevarojen osuus on viime vuosina ollut vakaa. Kotimaisten sijoitusten osuutta voidaan pitää Suomen talouden kokoon nähden melko korkeana. Sijoitusjakauman eroja yksityisalojen ja julkisalojen eläkelaitosten välillä käydään tarkemmin läpi luvussa 4.

⁴⁸ Osake- ja osaketyyppisillä sijoituksilla tarkoitetaan seuraavia luokkia: noteeratut osakkeet (ml. rahastot), hedgerahastot sekä muut osakesijoitukset, joihin kuuluvat mm. pääomasijoitukset ja noteeraamattomat osakesijoitukset. Korkosijoitukset kattavat rahamarkkinasijoitukset, sijoituslainat, TyEL -takaisinlainat sekä joukkovelkakirjat.

Kuvio 3.14.
Yksityisalojen ja julkisalojen eläkelaitosten sijoitusjakauma vuosina 2005–2014, %.



Lähde: Tella.

LÄHTEET

Keva (2013) Toimintakertomus 2013. http://www.keva.fi/SiteCollectionDocuments/Tietoa_meista/tulos_ja_vuosiraportit/2013/Toimintakertomus_Keva_2013.pdf

HE 9/2012. Hallituksen esitys Eduskunnalle eläkelaitosten vakavaraisuutta koskevien säännösten muuttamiseksi. <http://217.71.145.20/TRIPviewer/show.asp?tunniste=he+9/2012&base=e rhe&palvelin=www.eduskunta.fi&f=WORD>

HE 279/2014. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laske-
misesta ja sijoitusten hajauttamisesta sekä eräiksi siihen liittyviksi laeiksi. Eduskunta. http://www.stm.fi/vireilla/lainsaadantohankkeet/toimeentulo_ja_vakuutusasiat/vakavaraisuus

STM, Sosiaali- ja terveysministeriö (2010) Yksityisten alojen työeläkejärjestelmän vakavarai-
suussääntelyn uudistamista selvittäneen laaja-alaisen työryhmän selvitys.
http://www.stm.fi/c/document_library/get_file?folderId=1082856&name=DLFE-11454.pdf

STM, Sosiaali- ja terveysministeriö (2013) Valtioneuvoston asetus eläkelaitoksen vakavaraisuus-
rajan kaavassa käytettävien muuttujien arvoista. 514/2012.
<http://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2012/20120514>

STM, Sosiaali- ja terveysministeriö (2014) Työeläkelaitosten vakavaraisuussäännösten uudista-
minen. [http://www.stm.fi/vireilla/lainsaadantohankkeet/toimeentulo_ja_vakuutusasiat/vaka-
varaisuus](http://www.stm.fi/vireilla/lainsaadantohankkeet/toimeentulo_ja_vakuutusasiat/vaka-
varaisuus)

TELA Työeläkevakuuttajat (2014) Vakavaraisuusuudistuksella turvataan työeläkevaroja riske-
jä vastaan. Muistio. 22.1.2014. [http://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/
embeds/telawwwstructure/16362_Vakavaraisuusuudistus_tauustamuistio_21012014.pdf](http://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/
embeds/telawwwstructure/16362_Vakavaraisuusuudistus_tauustamuistio_21012014.pdf)

Valtion Eläkerahasto, VER (2013) Valtion Eläkerahasto vuosikertomus 2013. [http://ver.fi/Public/
download.aspx?ID=89292&GUID={23A6EDFD-43FC-470E-B388-02C925B2FD82}](http://ver.fi/Public/
download.aspx?ID=89292&GUID={23A6EDFD-43FC-470E-B388-02C925B2FD82})

Valtion Eläkerahasto, VER (2014). <http://ver.fi/Public/Default.aspx?>

3.7 Tanska

Mika Vidlund, ETK

Tanskassa ei ole lakisääteistä ansiosidonnaista työeläkettä. Kansaneläkettä täydentävä palkansaajat kattava lakisääteinen työeläke (Arbejdsmarkedets Tillægspension, ATP) ei määräydy suhteessa ansioihin vaan työaikaan. Eläkemaksu on tasasuuruinen kruunumäärä ja sen suuruus on määritelty siten, että se on noin 1 prosenttia keskipalkasta. ATP:n enimmäisvuosieläke 65-vuotiaana eläkkeelle siirtyneelle oli 24 200 kruunua (n. 3 250 €) vuonna 2013. Ansiosidonnainen työeläke on järjestetty erillisin työmarkkinasopimuksin.

Työmarkkinaperusteiset lisäeläkejärjestelmät kattavat 80–90 prosenttia palkansaajista. Nykyiset kattavat työmarkkinaeläkejärjestelmät ovat kehittyneet melko myöhäisessä vaiheessa vasta 1980- ja 1990-luvuilla. Työmarkkinaeläkkeet syntyivät hajautetun mallin pohjalta liittokohtaisten neuvottelujen tuloksena. Toimialakohtaisesti jakautuneen ansioeläkejärjestelmän on havaittu toteuttavan vähemmän sukupuolten välistä solidaarisuutta yhtenäiseen ansiosidonnaiseen eläkejärjestelmäratkaisuun verrattuna. Käytännössä tämä näkyy naisvaltaisten alojen matalampina eläkkeinä miesvaltaisiin eläkejärjestelyihin verrattuna. (Goul Andersen 2011.)

Työmarkkinaeläkkeet ovat täysin rahastoivia järjestelmiä. Eläkkeet ovat pääsääntöisesti maksuperusteisia, joten eläke on riippuvainen eläkemaksujen määrästä ja niille saadusta tuotosta. Virkamiesten eläkejärjestelmä muodostaa poikkeuksen, sillä se on jakojärjestelmärahoitteinen ja etuusperusteinen. Suurin osa virkamiesten eläkejärjestelmään aiemmin kuuluneista on kuitenkin jo siirtynyt maksuperusteisiin eläkejärjestelmiin muun muassa samalla kun virkasuhteita on muutettu työsuhteiksi.

3.7.1 ATP-työeläkejärjestelmän sijoitustoiminta ja -jakauma

Lakisääteisen työeläkejärjestelmän (ATP) hallinnosta vastaa itsenäinen ATP-eläkelaitos. ATP-työeläkejärjestelmä on pääosin työmarkkinajärjestöjen hallinnoima. ATP-hallituksessa on työnantaja- ja työntekijäjärjestöjen yhtäläinen edustus. Työministeriö nimittää hallituksen työmarkkinajärjestöjen esityksestä.

Eläke on maksuperusteinen ja täysin rahastoitu. Eläke muodostuu vuonna 2008 uusitujen sääntöjen mukaan takuutuottosidonnaisesta osasta ja bonusosasta. Eläkemaksusta 80 prosenttia kartuttaa takuuosan mukaista henkilökohtaisesti määräytyvää eläkettä ja 20 prosenttia kollektiivisesti määräytyvää bonusosaa.

Täysin rahastoidun takuuosan muodostavalle pääomalle maksetaan vuosittain vaihtuvaa markkinakorkoa (marked-to-market) aiemmin käytössä olleen kiinteän koron sijasta. Lisäksi eläkkeitä tarkistetaan (bonusosa) riippuen ATP:n eläkevarojen ja -vastuiden välisestä suhteesta. ATP:n sääntöjen mukaan bonusta on voitu maksaa, kun toimintapääoma (bonusvarat) suhteessa takuutuottosidonnaisiin vastuisiin on vähintään 20 prosenttia eli kokonaisuutena varat ovat vähintään 120 prosenttia eläkevastuusta.

Vaadittavan toimintapääoman määrää suhteessa takuutuottosidonnaisiin vastuisiin on laskettu 10 prosenttiin vuonna 2013. Vuoden 2014 alusta eläkkeitä korotettiin 1,5 prosenttia. ATP:n toimintapääoma eli varojen ja vastuiden erotus oli noin 93 miljardia kruunua (12,5 mrd. €): ATP:n takuutuottosidonnaiset vastuut olivat noin 499 miljardia kruunua (66,9 mrd. €) ja varat yhteensä 592,3 miljardia kruunua (79,4 mrd. €) vuonna 2013. (ATP 2013.) Varat olivat noin 31 prosenttia ja eläkemenot noin 0,7 prosenttia BKT:hen verrattuna vuonna 2013⁴⁹.

ATP:n sijoitustoiminta jakautuu kahteen toiminnallisesti ja tavoitteellisesti täysin erilliseen sijoitusportfolioon. Näistä ensimmäisen tavoitteena on takuutuottolupauksista syntyvien eläkevastuiden suojaaminen korkoriskeiltä (Afdækningsporteføljen, hedge-portfolio). Eläkevastuiden sitominen markkinakorkoihin vuonna 2001 loi tarpeen suojata eläkevastuut kokonaisuudessaan. Tämä toteutetaan muun muassa joukkovelkakirjoja (30 v.) ja koronvaihtosopimuksia eli korkoswappeja (30 v.) käyttämällä. Aluksi suojaus toteutettiin yksinomaan johdannaisilla. (Rohde & Dengsøe 2010; ATP 2013.)

Suojausportfoliolla varmistetaan ATP:n maksukyky markkinakorkojen heilahteluista riippumatta. Lisäksi korkotason alenemisen eläkevastuita korottava vaikutus vaikuttaisi myös toimintapääomaan kaventaen sen osuutta ja eläkkeiden tarkistamiseen käytettävän sijoitusvarallisuuden määrää. Vakavaraisuuden heikentyminen rajoittaisi tältä osin sijoitusallokaation valintaa ja mahdollisuuksia korkeariskisempiin ja tuottavampiin sijoituksiin.

Sijoitustuottoja ja toimintapääoman kasvattamista tavoitellaan varsinaisesti erillisellä sijoitussalkulla (Investeringsporteføljen, investment portfolio), jonka tavoitteena on säilyttää eläkkeiden ostovoima pitkällä aikavälillä. ATP:n sijoitussalkku oli kooltaan noin 240 miljardia kruunua (n. 32 mrd. €) vuonna 2013 (ATP 2013). Toimintapääoman lisäksi siihen sisältyy suojausportfoliolle varattuja varoja, siltä osin kun näitä ei ole sidottu eläkevastuun katteeksi. Esimerkiksi eläkevastuiden suojaamisessa käytetyt korkoswapit vapauttavat varoja osaksi tuottohakuista sijoitussalkkua. Vastineeksi maksetaan sisäistä korkoa eli osa sijoitustoiminnan tuotosta siirretään eläkevastuiden katteeksi. (ATP 2009, 37–38.)

ATP:n hallitus on asettanut pitkän aikavälin tavoitteeksi, että sijoitustoiminta kattaa eläkkeiden kuluttajahintaindeksiä seuraavat korotukset yhdellä prosenttiyksiköllä korotettuna. ATP:n absoluuttinen tuottotavoite on esitetty seuraavassa. Esimerkiksi, mikäli inflaatioprosentti on 2 ja eläkevastuut 400 miljardia kruunua vuoden alussa, on tuottotavoite kyseiselle vuodelle 12 miljardia kruunua. (ATP 2013.)

$$A + I \geq (\Pi + D) \times GY$$

A = suojaustoiminnan tulos

I = riskisijoitustoiminnan tulos

Π = inflaatioprosentti

D = 1 prosenttiyksikkö

GY = Takuusidonnainen eläkevastuu vuoden alussa

49 BKT, mrd. DKK 1 891,0 (2013). Danmarks Statistik. www.statistikbanken.dk

ATP:n hallitus käyttää sijoitustoiminnan ohjaamisessa dynaamista riskienhallintaa. Sijoitukset on hajautettu riskiperusteisesti viiteen eri luokkaan. Luokat ja niille määritelty pitkän aikavälin tavoite on seuraava:

- osakkeet 35 prosenttia
- lainapaperit 10 prosenttia
- korkopaperit 20 prosenttia
- hyödykkeet 10 prosenttia
- inflaatioidonnoiset tuotteet 25 prosenttia.

Riskibudjetoinnilla sijoituksia allokoidaan ja rajoitetaan sijoitusten riskin perusteella perinteisen omaisuuslajikohtaisen jaottelun sijaan. Allokaatiota muutetaan, mikäli salkun riskitasot ja -jakaumat eivät vastaa riskitavoitteita. Riskiportfolio voi tavallisesti sisältää enintään 55 prosenttia riskillisiä varoja (osakkeita). Esimerkiksi vuoden 2013 lopussa osakkeiden riskitaso (54 %) ylitti merkittävästi kyseiselle luokalle asetetun pitkän aikavälin tavoitetason. (Rohde & Denssøe 2010; ATP 2013.)

ATP:n hallitus muuttaa sijoitusstrategiaa sen mukaan mikä on riski joutua Finanssivalvonnan vakavaraisuuden valvonnassa käytettävän ns. liikennevalomallin punaisen valon alueelle 3 kuukauden ajanjaksolla. Mikäli riski on liian korkea, sijoitusstrategiaa muutetaan välittömästi vähäriskisemmäksi. Mikäli riski on taas liian matala, niin sijoitusten riskitasoa lisätään asteittain. Hallitus määrittää tavoiteltavan vyöhyketason. (Rohde & Denssøe 2010; ATP 2013.)

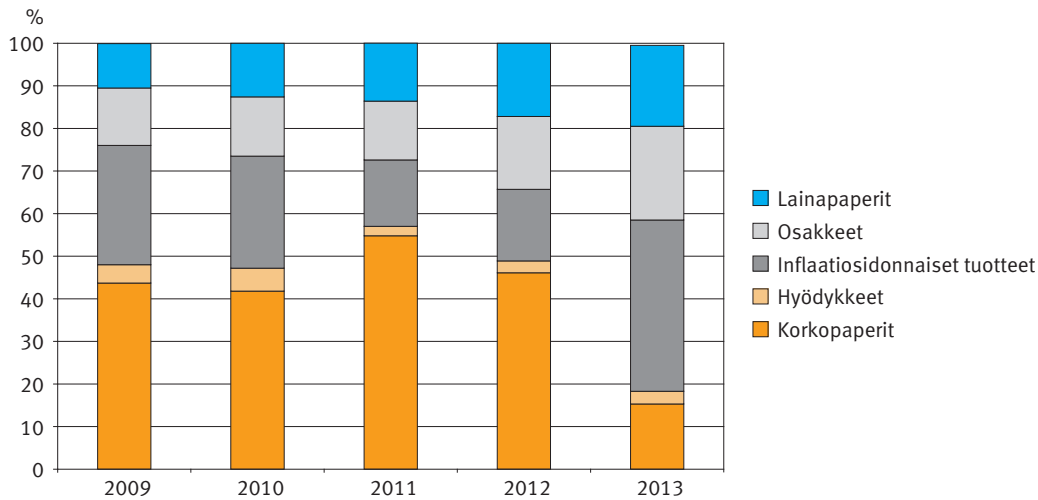
ATP:n sijoitusvarallisuuden jakauma on esitetty kuviossa 3.15. Sijoitusjakauman ajallinen tarkastelu osoittaa, että korkosijoitusten osuus allokatiosta on merkittävä ja riskillisten osakkeiden osuus on ollut maltillisesti kasvava. Suurin omaisuusluokka (40 %) oli hajanaudessa inflaatioidonnoisissa kohteissa (sisältäen mm. inflaatiowapit, infrastruktuurin, kiinteistöt, indeksisidonnaiset joukkovelkakirjat) vuonna 2013. Osakkeiden osuus kyseisenä vuonna oli 22 prosenttia. Hyödykkeet on pienin ryhmä ja se koostuu ainoastaan öljyindeksiä seuraavista joukkovelkakirjoista.

ATP raportoi vakavaraisuudestaan Finanssivalvonnalle Solvenssi II -vaatimusten mukaisesti. ATP-eläkejärjestelmää ei kuitenkaan koske Solvenssi II -sääntely, mutta se käyttää omaa riskienhallintamallia, joka on verrannollinen Solvenssi II:n asettamiin vaatimuksiin. ATP:n laskelmissa vakavaraisuusvaade on asetettu samalle tasolle kuin Solvenssi II:ssa, jolloin yhtiö pysyy vakavaraisena 99,5 prosentin todennäköisyydellä yhden vuoden ajanjaksolla. (ATP-huset 2014.)

ATP:n omassa mallissa pääoman tavoitetaso on kuitenkin korkeammalla kuin mitä Solvenssi II edellyttää. Solvenssi II:n ehdot täyttävä vaatimus vähimmäispääomasta oli 30,2 miljardia kruunua, mutta ATP:n omassa mallissa vastaavasti 40,5 miljardia kruunua vuonna 2013. ATP:n toimintapääoma on kolminkertainen (93,3 mrd. kruunua) Solvenssi II:n vaatimukseen verrattuna ja kaksinkertainen ATP:n omaan vähimmäisvaateeseen verrattuna.

Kuvio 3.15.

ATP:n sijoitusjakauma vuosina 2009–2013, %.



Lähde: ATP 2009–2013.

3.7.2 Työmarkkinaeläkkeet ja sijoitusjakauma

Tanskassa työmarkkinaeläkkeet on hajautettu eri aloille ja ne ovat täysin rahastoivia virkamiesten eläkejärjestelmää lukuunottamatta. Työmarkkinaeläkkeiden eläkevarat olivat arviolta noin 1 750 miljardia kruunua (n. 235 mrd. €) vuonna 2010 eli noin 100 prosenttia BKT:hen verrattuna (MoF 2011). OECD:n tilastojen mukaan työmarkkinaeläkevarojen osuus oli kasvanut noin 130 prosenttiin BKT:hen verrattuna vuonna 2012 (OECD 2013). Työmarkkinaeläkemenot olivat noin 4 prosenttia BKT:hen verrattuna vuonna 2013 (Forsikring og Pension 2014).

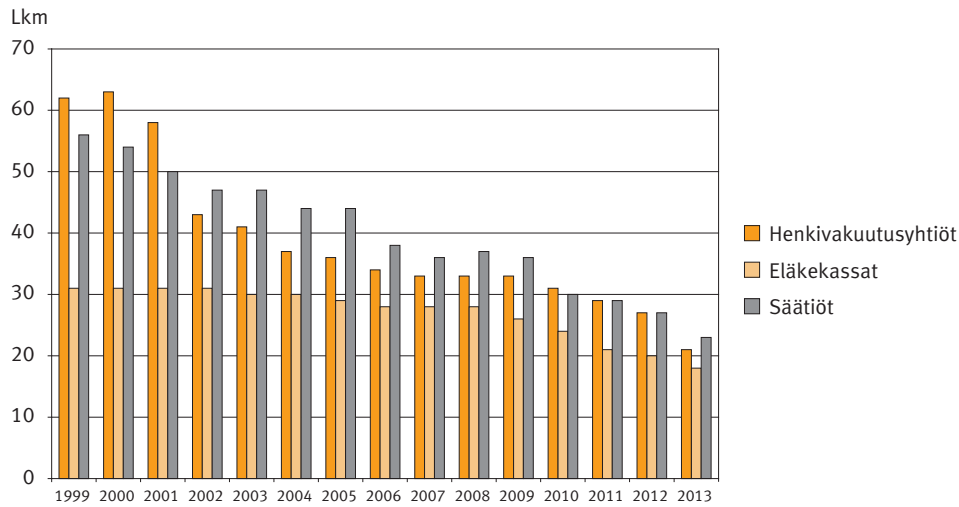
Työmarkkinaeläkkeet on pääsääntöisesti hoidettu henkivakuutusyhtiöissä. Erityisesti uudet työmarkkinaeläkejärjestelmät ovat vakuutusyhtiöiden hoidossa. Säätiöiden osuus on pieni ja niitä on myös suljettu uusilta jäseniltä. Vakuutusyhtiöitä (livsforsikringsselskaber) oli 21, eläkekassoja (tvaergående pensionskasser) 18 ja yrityskohtaisia eläkekassoja (säätiöitä) (firmapensionskassor) 23 vuonna 2013 (Forsikring og Pension). Lisäksi osalla vakuutetuista työmarkkinaeläke on pankkien hoidossa.

Neljän suurimman toimijan markkinaosuus maksutuloilla mitattuna on 50 prosenttia (PFA Pension (17 %), Danica Pension (13 %), Nordea Liv A/S (11 %), PensionDanmark Pensionsforsikringsaktieselskab (9 %)) (Forsikring og Pension 2013) (ks. kuvio 3.16). Henkivakuutusyhtiöt ja alakohtaiset kassat ovat samojen sääntelyjen alaisia.

Kassat ovat toiminnallisesti verrannollisia yhtiöihin, sillä ne eivät voi esimerkiksi turvautua työnantajien kannatusmaksuihin vakavaraisuuden heikentyessä. Tosin etuusperusteisten kassojen osalta vakavaraisuusvaatimukset ovat lievemmat kuin yhtiöillä. Näiden osuus toimijoista on kuitenkin vähäinen.

Kuvio 3.16.

Työmarkkinaeläkeoimijoiden lukumäärät vuosina 1999–2013.



Lähde: Forsikring og Pension.

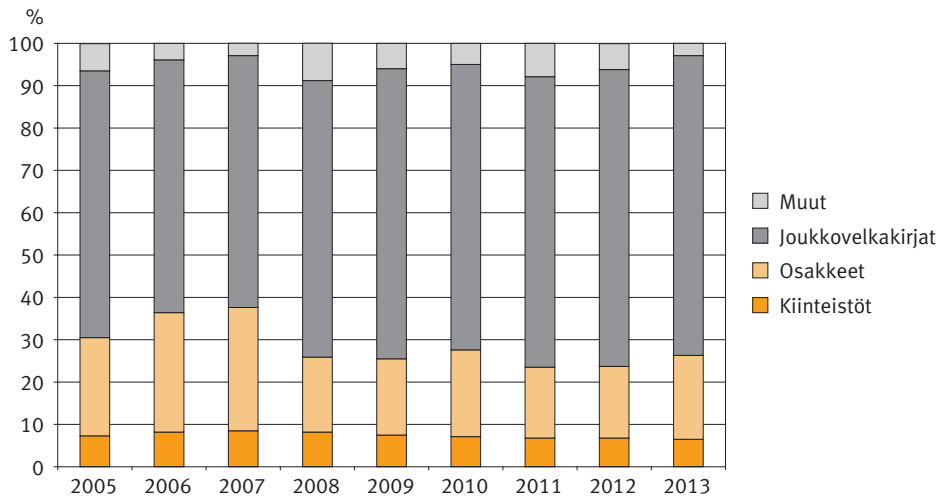
Yksityisellä sektorilla koko työmarkkinaeläkejärjestelmien kehityksen kannalta ratkaisevasa asemassa oli suuri Metalliliitto, joka vuonna 1991 ilmoitti keskeisenä vaatimuksenaan työmarkkinaneuvotteluissa olevan työmarkkinaeläkkeiden järjestäminen omalle jäsenkunnalleen.

Tämän jälkeen monet muut liitot seurasivat perässä Metalliliiton ratkaisua. Metallijäsen- ja teollisuusliiton Industriens Pensions järjestelmä (jäsenille pakollinen) kattaa noin 400 000 työntekijää (sis. aktiivit ja ei-aktiivit). Järjestelmän perustajat (mm. metalliliitto, toimihenkilöiden organisaatio ja työnantajapuolelta Tanskan teollisuusliitto) omistavat järjestelmää hoitavan vakuutusyhtiön, joka kantaa järjestelmän nimeä ja työntekijäpuoli omistaa yhtiöstä 65 prosenttia. Hallituksessa on työmarkkinaosapuolten yhtäläinen edustus.

Henkivakuutusyhtiöiden ja eläkekassojen sijoitusvarallisuudesta merkittävä osuus on sijoitettu erilaisiin valtioiden ja yritysten joukkovelkakirjoihin. Niiden osuus on finanssikriisin jälkeisinä vuosina pysynyt melko muuttumattomana, noin 70 prosentissa. Osakkeiden osuus oli korkeimmillaan noin 30 prosenttia ennen finanssikriisiä vuosina 2006 ja 2007. (ks. kuvio 3.17.)

Kuvio 3.17.

Henkivakuutusyhtiöiden ja kassojen sijoitusjakauma vuosina 2005–2013, %.*



* Ei sisällä unit-linked sopimuksia.
Lähde: Forsikring og Pension.

3.7.3 Vakavaraisuussäädökset

Vakavaraisuussäädökset koskevat yhtiöitä ja kassoja, jotka ovat sitoutuneet jonkinasteiseen eläkelupaukseen. Tanskassa eläkejärjestelyille on tyypillistä, että niille on määritelty takuutuotto, jolloin eläke on turvattu laskuperustekoroon tai muun sopimuskoron perusteella. Lisäksi maksetaan eläkevarallisuuden sijoitustoiminnan tuloksesta riippuvia asiakashyvityksiä.

Eläkevakuutuksissa käytettävää laskuperustekorokoa on viime vuosikymmeninä tarkistettu alaspäin. Tavoitetaso oli 4,5 prosenttia 1980-luvun alkupuolella. Sitä alennettiin 2,5 prosenttiin vuonna 1994 ja edelleen 1,5 prosenttiin vuonna 1999. Vuonna 2011 korko asetettiin 0,5 prosenttiin. Tavoitetaso heijastelee 10 vuoden joukkovelkakirjalainojen korkotasoa vastaavaa tuottoa. (Rocha et al. 2011.) Korkotason muutokset koskevat kuitenkin vain uusia sopimuksia ja toimijoilla on edelleen voimassa myös 4,5 prosentin takuutuottolupauksia.

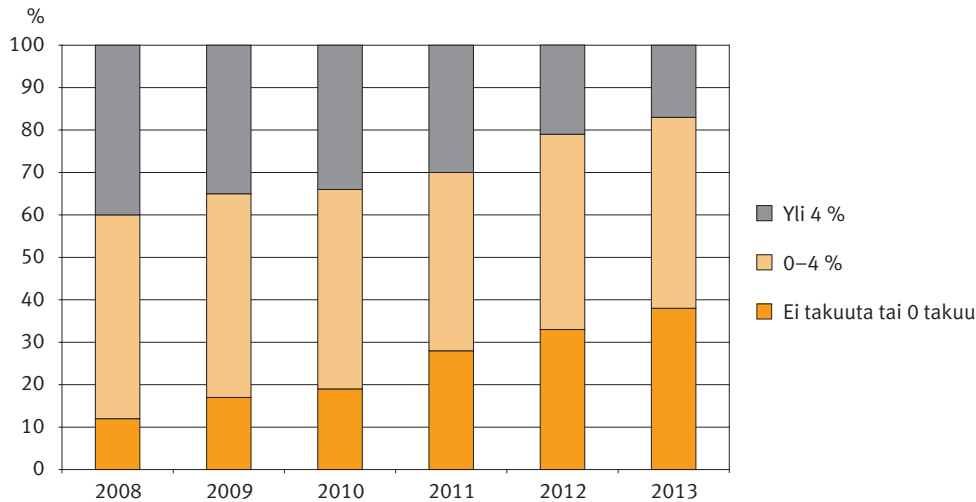
Sijoitussidonnaiset (unit-linked) vakuutukset ovat lisääntyneet merkittävästi viimeisen vajaan kymmenen vuoden aikana ja yhä suurempi osa lisäeläkevakuutetuista kantaa sijoitustoiminnasta aiheutuvat riskit itse (Forsikring og pension 2011; Goul Andersen 2011). Henkivakuutusyhtiöiden ja eläkekassojen yhteenlaskettu eläkevakuutusten vastuuvélka oli 1 970 miljardia kruunua (n. 265 mrd. €), josta sijoitussidonnaisten vakuutusten osuus oli noin 30 prosenttia (590 mrd. kruunua) vuonna 2013 (Finanstilsynet 2013). Toimijat ovat myös saaneet muutettua takuutuottosopimuksia markkinakorkoon sidotuiksi. Esimerkiksi Pension-Danmark, Sampension ja Industriens Pension ovat luopuneet takuutuotoista osana valmistautumista Solvenssi II -sääntelyyn.

Yhtiöissä ja kassoissa yli 4 prosentin takuutuottoa sisältävien sopimusten osuus vastuuvélkasta on laskenut 40 prosentista 17 prosenttiin vuosien 2008 ja 2013 välisenä aikana. Sa-

manaikaisesti ilman takuutuottoa tai nolloprosentin suuruista takuuta sisältävien sopimusten osuus on kasvanut 12 prosentista 38 prosenttiin. (ks. kuvio 3.18.)

Kuvio 3.18.

*Takuutuottosidonnaisten sopimusten osuus henkivakuutusyhtiöiden ja kassojen vastuuvelasta vuosina 2008–2012, %.**



* Unit-linked -sopimukset sisältyvät luokkaan: ”ei-takuuta tai 0 takuu”.
Lähde: Finansstilsynet 2012; 2013.

Takuutuottoon sidotut vastuut asettavat omat vaatimuksensa vakavaraisuudelle ja sijoituksesta saataville tuotoille. Finanssivalvontaviranomainen (Finansstilsynet) valvoo Tanskan työmarkkinaeläkejärjestelmän vakavaraisuutta stressitestien eli niin sanotun liikennevalomallin (trafiklys) avulla, joka otettiin käyttöön vuonna 2001. ATP-lakiin liikennevalomallia ei ole sisällytetty, mutta ATP soveltaa stressitestejä samoin kuin työmarkkinaeläkejärjestelmän toimijat. Eläkevastuiden arvottamisessa siirryttiin kyseisenä vuonna käyttämään markkinakorkoa (mark-to-market). Samanaikaisesti liikennevalomallin käyttöönoton myötä sallittiin eläkelaitosten riskipitoisempi sijoitustoiminta. Osakkeiden enimmäisosuutta nostettiin 70 prosenttiin aiemmasta 50 prosentista, sillä edellytyksellä, että vakavaraisuus sen sallii eli laitoksen pääoma on riittävä riskien kattamiseksi (Brunner et. al 2008)⁵⁰.

Vakavaraisuusvalvonnan lisäksi on muita sijoitustoimintaa koskevia rajoitteita (esim. sijoitustoimintaa ulkomaille rajoittaa valuuttamääräisiä sijoituksia koskevat säännökset), joista säädetään tarkemmin Tanskan finanssitoimintalaissa (lov om finansiel virksomhed)⁵¹. ATP-laitoksen sijoitustoiminnasta säädetään erillisessä ATP-laissa (ATP-loven). Laki sisältää rajoituksia muun muassa EU:n ja OECD-maiden ulkopuolelle suuntautuviin sijoituksiin. Näitä yksityiskohtia ei kuitenkaan käydä tässä läpi.

Finanssikriisin jälkeinen matalien korkojen aikakausi on kiristänyt vakavaraisuusvaatimuksia, koska markkinakorkojen aleneminen nostaa markkinaehtoisen vastuuvelan ar-

⁵⁰ Osakesijoitusten enimmäismäärä oli 40 % ennen vuotta 1997 ja vuosina 1997–2000 raja oli 50 %.

⁵¹ <http://93.176.78.166/Emne.aspx?id=%7B8FA65274-7EAB-4F26-8F98-CABF250E0027%7D&name=Finansiel%20virksomhed>

voa. Tämä on keskeisiltä osin vaikuttanut takuutuottoja koskevista lupauksista luopumiseen. Myös vaatimuksia eläkevastuiden sidonnaisuudesta markkinakorkoon on lievennetty.

Vakavaraisuusaseman parantamiseksi Tanskan työmarkkinaeläkkeissä on samoin kuin Hollannissa vuoden 2012 kesäkuusta lähtien sovellettu diskonttokorkokäyrää, joka erkaantuu markkinakoroista yli 20 vuoden menevien maturiteettien suhteen niin, että mitä pitempi maturiteetti sitä enemmän painoa on laskennallisella 4,2 prosentin termiinikorolla (Solvenssi II:n mukainen Ultimate Forward Rate, joka perustuu 2 %:n inflaatio-odotukselle ja 2,2 %:n reaalitytuotolle).⁵²

ATP käyttää alle 30 vuoden maturiteettien osalta markkinakorkoa ja 30–40 vuoden osalta 30 vuoden markkinakorkoa ja kiinteää 3 prosentin korkoa 40 vuoden ylittävien maturiteettien osalta. Tällä laskennallisella korolla, joka heijastaa pitkän aikavälin odotettavissa olevaa sijoitustuottoa, pyritään vakauttamaan eläkerahastojen vastuiden heilahteluja ja toisaalta parantamaan rahastointiasteita.

Vakavaraisuuden stressitesti: liikennevalomalli

Finanssivalvontaviranomaisen käyttämä vakavaraisuuden seurantamalli täydentää IORP-direktiivin (Solvenssi I) vaatimuksia. Malli on stressitesti, joka perustuu kahteen markkinariskiä mittaavaan stressiskenaarioon: keltaisen valon stressi kuvaa vakavaa markkinahäiriötä ja punaisen valon stressi pientä markkinahäiriötä.

Jos eläkelaitos ei selviä keltaisen valon stressistä, sen tilaa seurataan tiheästi (neljännesvuosittain). Punaisen valon stressin alitus tihentää seurantaväliä lisää (kuukausitasoinen seuranta) ja aiheuttaa muita rajoituksia laitoksen toiminnalle. (Brunner 2008; Gisler 2010; Kuusela 2012.) Toisin sanoen punaisen valon stressitestissä eläkelaitos ei kestä edes melko maltillisia varallisuuden arvomuutoksia ja valvontajärjestelmä hälyttää punaista valoa. Mikäli kumpikaan testi ei aiheuta hälytystä, niin toiminta voi jatkua normaalisti (vihreä).

Stressitesti tehdään neljännesvuosittain. IORP-direktiivin 17 artiklan mukaisen vähimmäisvaatimuksen (Solvenssi I) alittaminen laukaisee selviytymissuunnitelman toimittamisvelvollisuuden. Stressitestin faktorit ja muutosskenaariot on esitetty seuraavassa taulukossa. Kunkin riskifaktorin osalta lasketaan pääomavaatimukset, jotka summataan ja saadaan näin kokonaispääomavaatimus. Finanssikriisin seurauksena keltaisen valon stressitestistä on (toistaiseksi) luovuttu lokakuussa 2008.

Markkinariskin lisäksi rahastojen on täytynyt vuodesta 2006 lähtien raportoida myös vakuutusriskiskenaarioita (underwriting risks), kuten työkyvyttömyyden ja kuolleisuuskehityksen riskianalyyskejä (Gisler 2010). Valvontaviranomainen on asettanut riskirajat myös vakuutusriskishokeille. Muita liikennevalomallin ulkopuolella olevia, mutta eläke toimijoiden vakavaraisuusasemaan vaikuttavia riskitekijöitä ovat muun muassa likviditeettiriski, operatiiviset riskit, keskittämiskiriski ja maariski.

⁵² Ministry of Business and Growth. Press release. 2012. Agreement improves the regulatory environment for Danish pension savers <http://www.evm.dk/~media/oem/pdf/2012/pressemeddelelser-2012/12-06-12-af-tale-pensionsbranchen/12-06-12-press-release-agreement.ashx>

Taulukko 3.15.*Liikennevalomallin riskifaktorit ja määritellyt riskirajat.*

Riskifaktorit	Punainen valo	Keltainen valo
Korkoriski, markkinakorkoriskin muutokset	+/- 70bp (0,7 %-yksikköä)	+/- 100 bp (1 %-yksikkö)
Osakeriski	-12 %	-30 %
Kiinteistöriski	-8 %	-12 %
Raaka-aineriski	-18 %	-45%
Valuuttariski	10 päivän VaR (*Value-at-Risk) 99 %:n luottamustasolla	10 päivän VaR 99,5 %:n luottamustasolla
Luotto- ja vastapuoliriski	-8 % riskipainotetusta arvosta	-8 % riskipainotetusta arvosta

* Luku kuvaa sijoitusten tappioriskin arvoa valitulla todennäköisyydellä ja ajanjaksolla.

Lähde: Finanstilsynet.

Kukin eläkeyhtiö ja -kassa on velvoitettu käyttämään vakavaraisuusasemansa määrittelyssä edellä mainittuja eri riskitekijöitä. Vakavaraisuusalarajan lisäksi eläkeyhtiöillä ja kassoilla on oltava riittävästi varallisuutta, jotta todennäköisyys sille, että vastuuelka ylittää varat vuoden aikana on alle 0,5 prosenttia (Value-at-Risk 99,5 %). Toimijakohtainen vakavaraisuusvaatimus muodostuu 100 prosentin rahastointiasteesta sekä puskurista, joka kattaa edellä mainitun alirahastointiriskin. (Finanstilsynet 2013⁵³.)

Finanssivalvontaviranomainen kiristi vakavaraisuussäätelyä vuonna 2007 vaatimalla yhtiöitä ja kassoja toimittamaan omiin riskiarvioihin perustuvat vakavaraisuuslaskelmat (individuelst solvensbehov) (ks. esim. Finanstilsynet 2008⁵⁴). Samalla se siirtyi vakavaraisuuden valvonnassa lähemmäs Solvenssi II:n riskiperusteisia valvontavaatimuksia.

Finanstilsynetin Solvenssi I:n täydentäviä sääntöjä on kutsuttu myös ns. Solvenssi 1,5 -vaatimuksiksi. Säännöissä ei kuitenkaan määritelty standardoitua menetelmää vakavaraisuusvaatimuksen laskemiseen ja esimerkiksi riskitason (VaR) laskennassa oli yhtiö- ja kassakohtaisia eroja, kun nykyisen standardin (99,5 %⁵⁵) sijaan oli käytetty muun muassa 85 prosentin luottamustasoa. Säännöt on näiltä osin yhtenäistetty vuoden 2014 alusta. Vakavaraisuusvaatimuksen laskeminen on pitkälti standardoitu Solvenssi II vaatimusten mukaisiksi, mutta edelleen on myös mahdollista käyttää yhtiö- ja kassakohtaista menetelmää vakavaraisuusvaatimuksen laskemiseen (Finanstilsynet 2013)⁵⁶. Solvenssi II:n odotetaan tulevan voimaan aikaisintaan 2016.

53 Bekendtgørelse om solvens og driftsplaner for forsikringsselskaber. Lovtidende A. 3.12.2013. <https://www.finanstilsynet.dk/~media/Temaer/2014/Solvens/Bekendtg%C3%B8relse%20nr%20201343%20om%20solvens%20og%20driftsplaner%20for%20forsikringsselskaber.ashx>

54 Guidelines on adequate base capital and individual solvency needs in pursuance of section 16 of the Executive Order on Solvency and Operating Plans for Insurance Companies. Guidelines no. 9451 of 20 June 2007. https://www.finanstilsynet.dk/upload/Finanstilsynet/Mediafiles/newdoc/GL/Guide9451_200607.pdf

55 Teoreettisesti alirahastointitilanne voi kyseisellä todennäköisyydellä toteutua korkeintaan kerran 200 vuodessa.

56 Bekendtgørelse om solvens og driftsplaner for forsikringsselskaber. Lovtidende A. 3.12.2013. <https://www.finanstilsynet.dk/~media/Temaer/2014/Solvens/Bekendtg%C3%B8relse%20nr%20201343%20om%20solvens%20og%20driftsplaner%20for%20forsikringsselskaber.ashx>

LÄHTEET

Andersen, C. & Skjodt, P. (2007) Pension Institutions and Annuities in Denmark. World Bank. <http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-4437>

ATP (2009) Annual Report 2009. http://drupal-prod.atp.dk/sites/default/files/atp_annual_report_2009.pdf

ATP (2010) Annual Report 2010. http://drupalprod.atp.dk/sites/default/files/atpkoncernen_aarsrapport2010_uk_ver_2.pdf

ATP (2011) Annual Report 2011. http://drupal-prod.atp.dk/sites/default/files/om_atp_uk_annual_report_2011.pdf

ATP (2012) Annual Report 2012. http://drupal-prod.atp.dk/sites/default/files/uk_atp_aarsrapport_2012_1.pdf

ATP (2013) Annual Report 2013. http://www.atp.dk/sites/default/files/uk_atp_koncernens_aarsrapport_2013.pdf

Retsinformation (2014) Bekendtgørelse af lov om Arbejdsmarkedets Tillægspension. <https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=127201#K8>

Retsinformation (2014) Bekendtgørelse af lov om finansiel virksomhed. <https://www.retsinformation.dk/Forms/r0710.aspx?id=152629#Kap10>

Brunner, G. & Hinz, R. & Rocha, R. (2008) Risk-Based Supervision of Pension Funds: A Review of International Experience and Preliminary Assessment of the First Outcomes. World Bank

Christensen, E. & Høier, DM. & Jensen, LD. (2011) Risikostyring i Danske Pensionselskaber. Handelshøjskolen, Aarhus Universitet. http://pure.au.dk/portal-asb-student/files/36188001/Bacheloropgave_2011._Risikostyring_i_danske_pensionselskaber.pdf

Finanstilsynet (2009) Vejledning til indberetningsskemaer til oplysning af kapitalforhold og risici i livs-, skades- og genforsikringsselskaber, tværgående pensionskasser samt arbejdsskadeselskaber. https://www.finanstilsynet.dk/upload/Indberetning/2009/Vejledning_trafiklys_nov2009.pdf

Finanstilsynet (2012) Livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser. Markedsudvikling 2012. http://www.finanstilsynet.dk/~media/Tal-og-fakta/2013/Markedsudvikling/Markedsudvikling_2012_LP.ashx

Finanstilsynet (2013) Livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser. Markedsudvikling 2013. https://www.finanstilsynet.dk/~media/Tal-og-fakta/2014/Markedsudvikling/MU%20liv%20og%20pension%202013_final.ashx

Forsikring og Pension (2013) Pensionselskaber – Markedsandele. http://www.forsikringogpension.dk/presse/Statistik_og_Analyse/statistik/pension/markedsandele/Sider/Pensionselskaber-markedsandelse.aspx

Forsikring og Pension (2014) Udbetalte ydelser fra pensionsbranchen. http://www.forsikringog-pension.dk/presse/Statistik_og_Analyse/statistik/pension/udbetalinger/Sider/Udbetalte_ydelser_fra_pensionsbranchen.aspx

Gisler, T. (2010) Solvency tests for Pension Funds. An International Analysis with a Standard Model of a Solvency Test for Swiss Pension Funds. University of St. Gallen.
[http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3768/\\$FILE/dis3768.pdf](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3768/$FILE/dis3768.pdf)

Goul Andersen (2011) Denmark: The Silent Revolution towards a Multipillar Pension System. Teoksessa: Ebbinghaus Bernhard (toim.) The Varieties of Pension Governance. Pension Privatization in Europe. Oxford, University Press.

OECD (2013) Global Pension Statistics 2013.
<http://www.oecd.org/finance/private-pensions/globalpensionstatistics.htm>

Kuusela, M. (2012). Vakavaraisuusuudistuksen vaihe III. Alaryhmien II ja IV loppuraportti. STM. 3.4.2012.

Rohde , L. & Dengsøe, C. (2010) Higher Pensions and Less Risk: Innovation at Denmark's ATP Pension Plan. Rotman International Journal of Pension Management. Volume 3. Issue 2.
http://www.top1000funds.com/wp-content/uploads/2010/10/research_Rohde_Dengsoe_Higher-Pension_D4.pdf

Severinson, C. and J. Yermo (2012) The Effect of Solvency Regulations and Accounting Standards on Long-Term Investing: Implications for Insurers and Pension Funds. OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions. No. 30. OECD Publishing.
<http://dx.doi.org/10.1787/5k8xd1nm3d9n-en>

Worldbank (2007) The Use Of Derivatives To Hedge Embedded Options: The Case Of Pension Institutions In Denmark. <http://elibrary.worldbank.org/doi/book/10.1596/1813-9450-4159>

4 Sijoitustoiminnan tuotto- ja riskivertailua

Maria Rissanen, Tela

4.1 Taustaa

Seuraavassa kartoitetaan eläkevarojen sijoitustoimintaa toimija- ja toimijaryhmäkohtaisten tuottojen sekä karkeiden sijoituslajikohtaisten ja maantieteellisten jakaumien avulla. Vertailua tehdään saatavilla olevien tietojen osalta ensisijaisesti 5 ja 10 vuoden ajanjaksoilla. Lisäksi niitä täydentävät 7 ja 15 vuoden ajanjaksot on esitetty liitteessä 1. Tarkasteluun valittiin selvityksen kohdemaissa (Hollanti, Ruotsi, Tanska, Norja, Iso-Britannia ja Suomi) sijaitsevia eläkesijoittajia. Toimijavalinnassa pyrittiin löytämään ne eläkesijoittajat, joiden hallinnoima varojen määrä on merkittävä. Valinnassa käytettiin apuna IPE:n top 1 000 European Pension Fund -listaa¹, jolla eurooppalaiset eläkesijoittajat järjestetään hallinnoitavien varojen määrän mukaiseen suuruusjärjestykseen. Toimijavalintaan vaikutti varojen suuren koon lisäksi myös vertailukelpoisten tietojen saatavuus. Vertailuun valitut toimijat on esitetty taulukossa 3.2.²

Suomen eläkevakuuttajien ja Ruotsin AP-puskurirahastojen osalta tiedot esitetään yksittäisten toimijoiden sijaan ryhmiteltyinä. Suomea vertailussa edustaa kaksi ryhmää: yksityisalojen eläkevakuuttajat (eläkevakuutusyhtiöt, eläkesäätiöt ja -kassat sekä ns. erityiseläkeyhteisöjen ryhmä: MEK ja Mela) sekä julkisalojen eläkevakuuttajat. Keskeinen ero näiden kahden ryhmän välillä on se, että kansallinen vakavaraisuussääntely koskee vain yksityisalojen eläkevakuuttajia. Julkisalojen eläkevakuuttajia tämä ei koske, mutta niilläkin on omia toimijakohtaisia rajoitteita, kuten aiemmin luvussa 3 on esitetty. Ruotsin AP-rahastot ovat viiden AP-rahaston (AP1–AP4 ja AP6) tietojen yhdistelmä. Muuten tarkastelun tiedot on esitetty toimijatasolla. Näiden toimija- tai ryhmätason tietojen ohella vertailukohteena käytetään paikoin OECD-maiden yksityisten eläkevarojen keskiarvotietoja.³

4.2 Sijoituslajikohtaiset allokaatiot

Tarkastelukohteiden allokaatiot on jaettu kahteen ryhmään: korkosijoitukset ja muut sijoitukset. Korkosijoituksiin kuuluvat käteinen, rahamarkkinasijoitukset, lainat, joukkovelkakirjat ja niin edelleen. Muihin sijoituksiin kuuluvat sijoitukset muun muassa seuraaviin koh-

1 Investment&Pensions Europe, September 2014: S&P Capital IQ's MMD TOP 1000 Pension Funds 2014.

2 Tiedot on pääsääntöisesti esitetty samalta ajankohdalta ja saman sisältöisinä. Seuraavilta osin tietoja ei ole saatavilla, joten on jouduttu käyttämään ns. pääsäännöstä poikkeavaa tietoa:

Suomen julkisalojen eläkevakuuttajat: Allokaatiotietoja ei ole saatavilla vuodelta 1999. 15 vuoden vertailussa allokaatiotiedot ovat 14 vuodelta eli vuosilta 2000–2013.

USS: Allokaatiotiedot ovat aina seuraavan vuoden maaliskuun lopusta. Esim. vuoden 2013 lopun allokaatio on tilanteesta 31.3.2014. Sijoitusten aluejako perustuu listattujen arvopapereiden tietoihin.

BT: Vuoden 2013 osalta kaikki tiedot ovat kesäkuun 2013 lopusta, muiden vuosien osalta tiedot ovat vuoden lopun tietoja. Sijoitusten aluejako perustuu listattujen arvopapereiden tietoihin.

Industriens Pension: Sijoitusten aluejaon tiedot perustuvat vuosina 2006–2010 kaikkien sijoitusten tietoihin ja vuosina 2011–2013 osakkeiden tietoihin.

3 Tiedot: <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/pensionmarketsinfofocus.htm>

teisiin: listatut ja ei-listatut osakkeet, pääomasijoitukset, hedgerahastot, kiinteistöt, hyödykkeet, infrastruktuuri ja niin edelleen. Näistä sijoituksista listatut osakkeet muodostavat tyypillisesti suurimman osan. Tällä karkealla jaolla pyritään nostamaan esiin sijoitussalkkujen riskitasojen erilaisuus. Pienemmällä riskillä toimivien salkuissa korkosijoitusten osuus on suurempi. Vastaavasti suuremmalla riskillä toimivien salkuissa muiden sijoitusten osuus on suurempi.

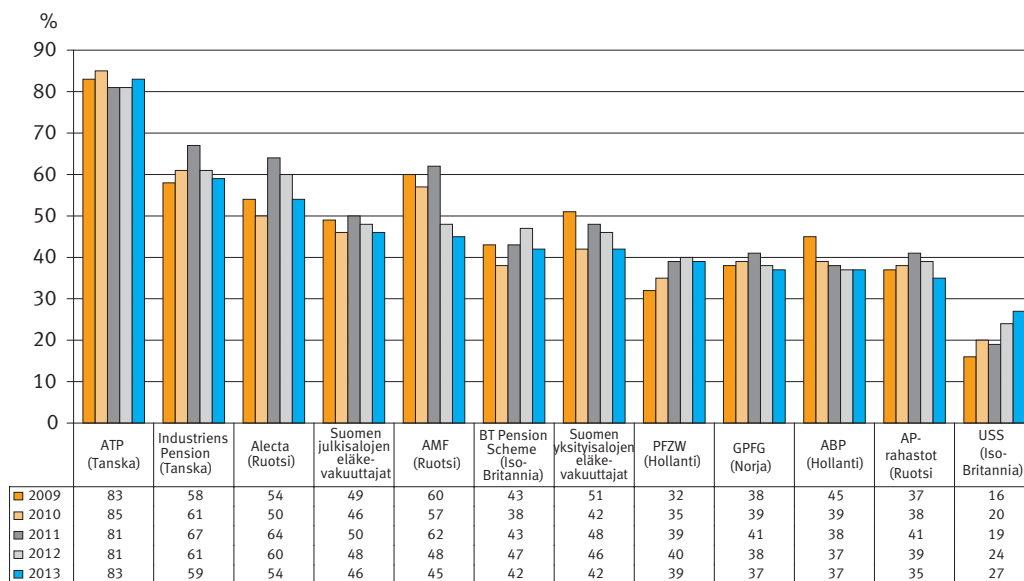
Korkosijoitusten ryhmä ei ole homogeeninen, vaan sekin muodostuu riskiprofililtaan hyvin erilaiseksi eri sijoittajilla riippuen sijoituskohteista. Yksi sijoittaja painottaa enemmän hyvän luottolaadun omaavia yrityslainoja, toinen kehittyvien markkinoiden valtionlainoja ja kolmas puolestaan alle investointiluokan omaavan luottoluokituksen yrityslainoja ja niin edelleen. Mikäli tarkastelukohteiden korkoalokaatioissa on jokin tällainen selkeä painotus, jolla voi olettaa olevan merkittävä vaikutus tuottoon, se tuodaan esiin.

Tarkastelussa tyypilliseksi eläkevarojen allokatioksi muodostui yhdistelmä, jossa korkosijoituksia on 40–60 prosenttia ja loput vastaavasti muita sijoituksia (valtaosin listattuja osakkeita) (kuviot 4.1 ja 4.2). Korkosijoitusten osuus painottui vaihteluvälin alarajalle.

Tästä 40/60-allokaatiosta poikkesi muutama tarkastelukohde. Tanskan ATP edustaa allokatiota, jossa 80 prosenttia on korkosijoituksia ja 20 prosenttia muita sijoituksia. ATP:n huomattavan korkopainon suurin syy on sijoitusstrategia, jossa eläkevastuiden suojaaminen on merkittävässä asemassa. ATP:n osalta kokonaisallokaatio muodostuu ns. sijoitus-salkun ja suojaussalkun yhdistelmästä. Suojausstrategian lisäksi ATP:n allokatio painottuu vahvasti muun muassa yrityslainoihin ja inflaatioidonnoiksi kohteisiin. Toista ääriesimerkkiä edustaa tarkastelussa mukana ollut Ison-Britannian USS, jonka allokatiossa korkosijoituksia on ollut pitkässä juoksussa vain noin 20 prosenttia ja muita sijoituksia (osakkeita) loput noin 80 prosenttia. Tosin aivan viime vuosina USS:n korkoalokaatio on noussut tästä kohti 30 prosenttia.

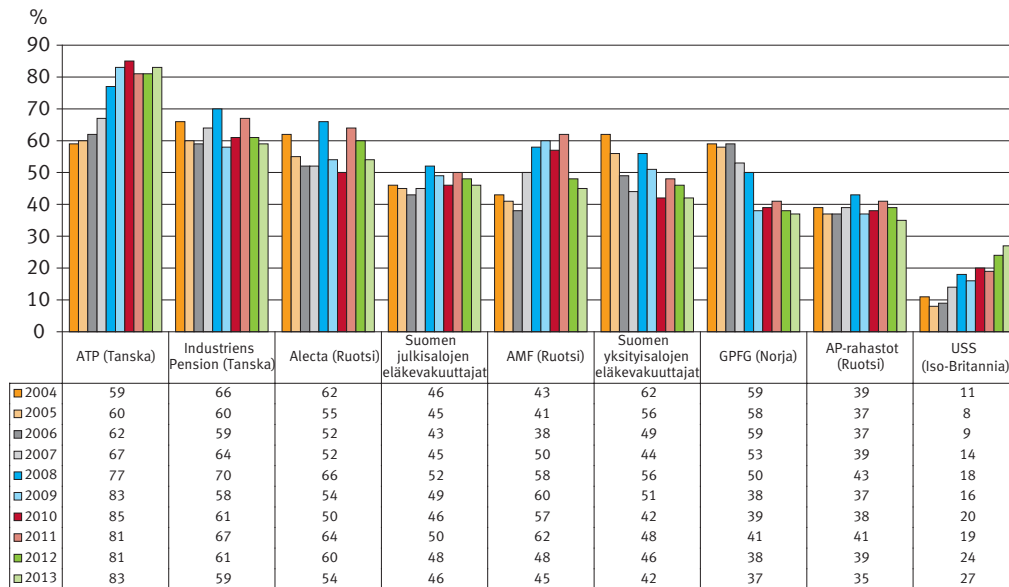
Kuvio 4.1.

Korkosijoitusten osuus kaikista sijoituksista 2009–2013, %.



Kuvio 4.2.

Korkosijoitusten osuus kaikista sijoituksista 2004–2013, %.



Kymmenen viime vuoden aikaisista korkoallokaatioiden muutoksista löytyy muutamia polkuja (kuvio 4.2). Korkoallokaatiot ovat kasvaneet tarkastelun ääripään allokaatioita edustavilla, jo vahvasti korkopainotteisella ATP:lla ja vain vähän korkosijoituksia painottavalla USS:lla. Korkoallokaatiot ovat puolestaan supistuneet kymmenen viime vuoden aikana Suomen yksityisalojen eläkevakuuttajilla ja Norjan valtion eläkerahastolla (GPFG). Suomen ja Ruotsin puskurirahastoilla, Suomen julkisalojen eläkevakuuttajilla ja Ruotsin AP-rahastoilla, korkoallokaatiot ovat pysytelleet lähes muuttumattomina. Nämä kymmenen viime vuoden aikana tapahtuneet muutokset ja paikoillaan pysymiset näyttävät trendinomaisilta ja tavoitelluilta pidemmän aikavälin tavoitteilta.

Toista suuntausta näyttää edustavan toimijat (Ruotsin AMF ja Alecta sekä Tanskan Industriens Pension), joiden allokaatiot muuttuvat olosuhteiden muuttuessa. Kriisivuosina korkoallokaation osuus nousee ja vastaavasti paremmassa markkinatilanteessa se pienenee. Sijoitusten osto- ja myyntitietojen puuttuessa ei pystytä sanomaan mikä osuus allokaatiomuutoksista on markkinaolosuhteiden aiheuttamaa (kriiseissä korkosijoitusten markkina-arvot ja osuus kokonaissalkusta nousevat, kun taas enemmän riskiä sisältävien sijoitusten markkina-arvot ja osuudet kokonaissalkusta laskevat) ja mikä on seurausta siitä, että allokaatioita on aktiivisesti muutettu vähemmän riskiä sisältäviksi ostamalla lisää korkosijoituksia ja myymällä pois enemmän riskiä sisältäviä sijoituksia. Aineistosta on kuitenkin havaittavissa se, että AMF:n, Alectan ja Industriens Pensionin vuosittaiset allokaatiomuutokset eivät aina ole samansuuntaisia. Tämä viittaa siihen, että kukin toimija reagoi oman näkemyksensä ja ajoituksensa puitteissa markkinaolosuhteisiin ja niiden oletettuihin muutoksiin.

Myös Suomen yksityisalojen eläkevakuuttajien allokaatiossa näkyy muuttuneiden markkinaolosuhteiden vaikutus. Kuten jo aiemmin todettiin, Suomen yksityisalojen korkoallokaatio on ollut supistumaan päin. Heikkojen markkinaolosuhteiden aikana korkosijoitusten osuus on noussut. Tilanteen parantuessa korkosijoitusten osuus on supistunut.

Viimeisten muutamien vuosien aikana on alhaisen korkoympäristön myötä havaittavissa korkoallokaation supistumista lähes kaikilla tarkastelukohteista (kuvio 4.1). Edelleen aineiston perusteella ei pystytä sanomaan mikä osuus allokaatiomuutoksesta on aktiivisten toimien seurausta ja mikä osuus on markkinaolosuhteiden aiheuttamaa. Todennäköisesti osa korkoallokaatioiden supistumisesta johtuu siitä, että korkosijoituksia on myyty ja tällä tavalla vapautuneet varat on ohjattu muihin sijoituskohteisiin. Korkopapereiden myynnillä on varauduttu tulevaan korkotason nousuvaiheeseen, jolloin korkosijoitusten hintojen laskun myötä tuotot näistä kohteista muodostuvat negatiivisiksi. Toisaalta viime vuosina osakemarkkinoiden nousun myötä osake- ja muiden riskillisimpien sijoitusten markkina-arvot ovat nousseet, jolloin myös näiden sijoitusten osuudet salkuista ovat nousseet ja korkosijoitusten osuus on näin supistunut. Vaikka korkosijoitusten osuudet ovat etupäässä laskeneet viimeisten vuosien aikana, niin ääripään allokaatiota edustavilla, ATP:lla ja USS:lla, korkoallokaatiot ovat jatkaneet kasvuaan.

4.3 Sijoitusten alueellinen jakautuminen

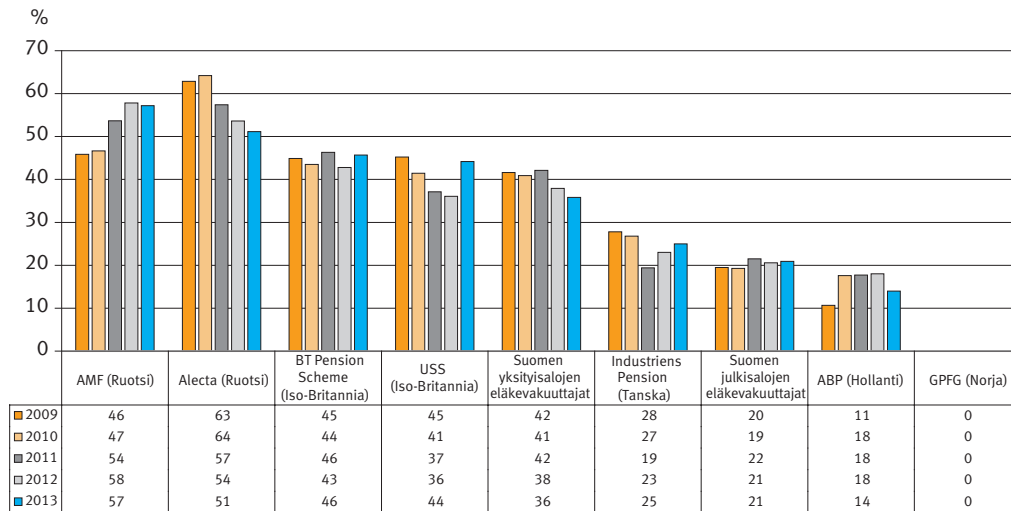
Esimerkkitoimijoiden alueellista sijoittamista on tarkasteltu jakamalla sijoitukset kahteen ryhmään: kotimaisiin ja ulkomaisiin sijoituksiin. Sijoittamisen aste kotimaahan vaihtelee paljon eri toimijasta toiseen (kuvio 4.3). Ääripäätä edustaa Norjan valtion eläkerahasto (GPFG), joka sijoittaa kaikki varansa Norjan ulkopuolelle. Myös hollantilaiset (10–20 %), Suomen julkisalojen eläkevakuuttajat (n. 20 %) ja tanskalaiset (20–30 %) sijoittavat vähänlaisesti kotimaahan. Toisessa päässä ovat puolestaan ruotsalaiset (50–60 %), britit (40–50 %) ja Suomen yksityisalojen eläkevakuuttajat (30–40 %).⁴

Kymmenen viime vuoden aikana on kotimaisten sijoitusten osuudessa tapahtunut jonkin verran muutosta (kuvio 4.4). Ruotsalaisten kohdalla kotimaisten osuus on tippunut kahden toimijan osalta 50–70 prosentista 50–60 prosenttiin. AMF:n kotimainen osuus laski ennen finanssikriisin alkua ja on sen jälkeen noussut kymmenen vuoden takaisille tasoilleen. Alec-tan kotimainen osuus on puolestaan laskenut 20 prosenttiyksikköä kymmenen viime vuoden aikana. Myös Ison-Britannian USS:n kotimaisten sijoitusten osuus on ollut laskussa: 50 prosentista on liikuttu kohti 40 prosenttia ja välillä on käyty alempanakin. Suomen yksityisalojen eläkevakuuttajien kehityksessä näkyy AMF:n tapaan finanssikriisin vaikutus: ennen kriisin alkua kotimaisten sijoitusten osuus oli laskussa ja kriisin myötä se nousi. Parin viime vuoden aikana kotimaisten sijoitusten osuus on ollut taas laskussa. Kymmenen viime vuoden aikana on liikuttu noin 30–40 prosentin haarukassa. Suomen julkisalojen eläkevakuuttajien (noin 20 %) ja Norjan valtion eläkerahaston (GPFG, 0 %) kotimaisiin kohteisiin sijoittaminen on pysynyt kymmenen viime vuoden aikana muuttumattomana.

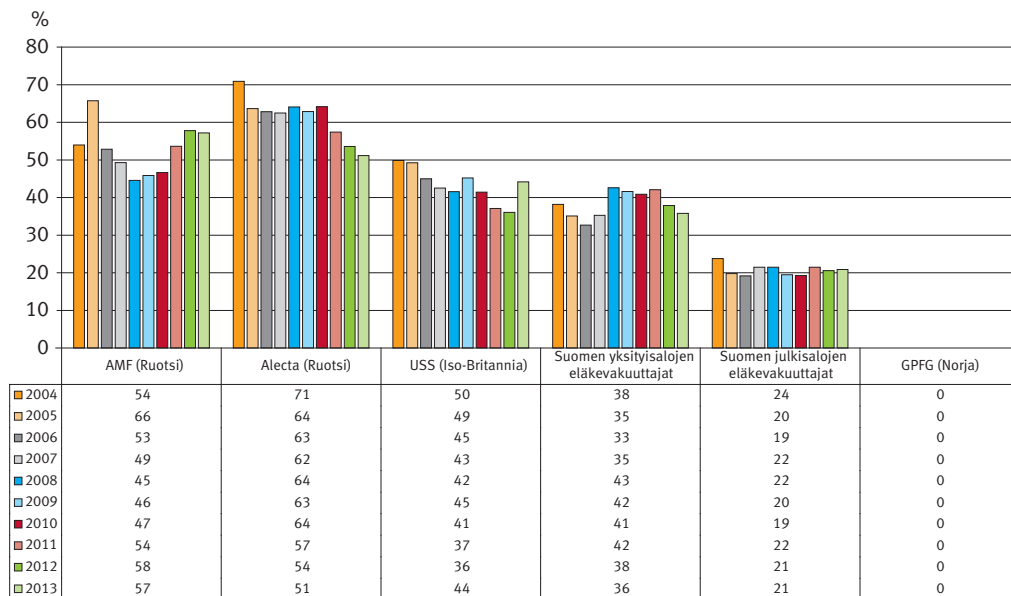
⁴ Sijoitusten alueellisesta jakautumisesta ei löydetty vertailukelpoisia tietoja seuraavien toimijoiden osalta: ATP, PFZW ja AP-rahastot.

Kuvio 4.3.

Kotimaisten sijoitusten osuus 2009–2013, %.

**Kuvio 4.4.**

Kotimaisten sijoitusten osuus 2004–2013, %.



4.4 Tuotot sekä niiden suhde sijoitusten allokaatioon ja alueelliseen jakautumiseen

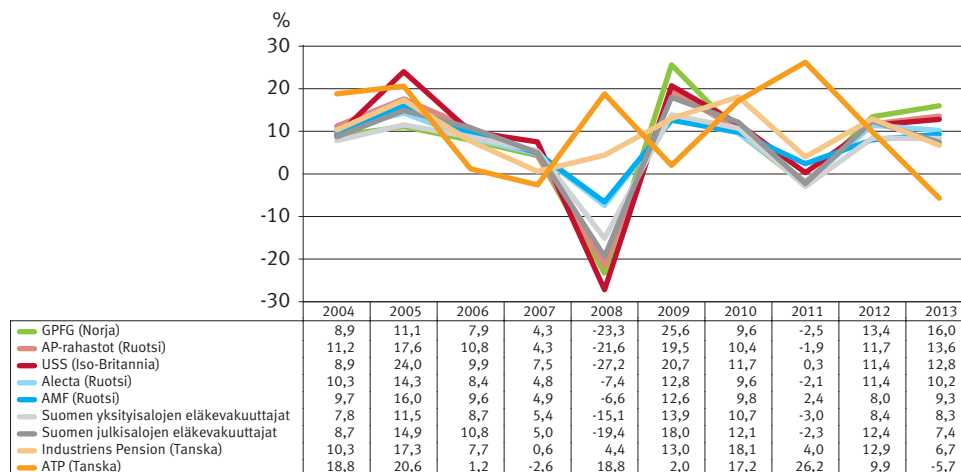
Nimellisiä vuosittaisia tuottoja⁵ tarkastelemalla huomaa eläkesijoittajien tuottojen kulkevan keskenään hyvin samantapaista polkua (kuvio 4.5), joka kulkee käsi kädessä sijoitusmarkki-

⁵ Kunkin toimijan nimelliset tuotot ovat ko. toimijan kotivaluutassa. Kun toimijoiden eläkevastuut ja maksettavat eläkkeet ovat kotivaluutanmääräisiä, ohjaa tämä myös sijoitustoiminnan luonnetta ja vaikuttaa tuottoihin.

noiden kehityksen kanssa. Vertailu OECD-maihin osoittaa, että tarkastelun toimijat ja toimijaryhmät kuuluvat eläkesijoittajien parhaimmiston. Niiden keskimääräiset, vuotuiset reaalitytuotot⁶ ovat 1,1–5,7 prosenttiyksikköä korkeampia kuin OECD -maiden yksityisten eläkevarojen keskiarvotuotto (2,3 %) kymmenen viime vuoden ajalta⁷ (kuvio 4.6). Tämä OECD-maiden keskiarvoa parempi menestyminen selittyy osaltaan sillä, että tähän tarkasteluun valittiin kunkin tarkasteltavan maan suurimpiin kuuluvia eläkesijoittajia.

Kuvio 4.5.

Nimelliset, vuosittaiset nettotuotot 2004–2013, %.



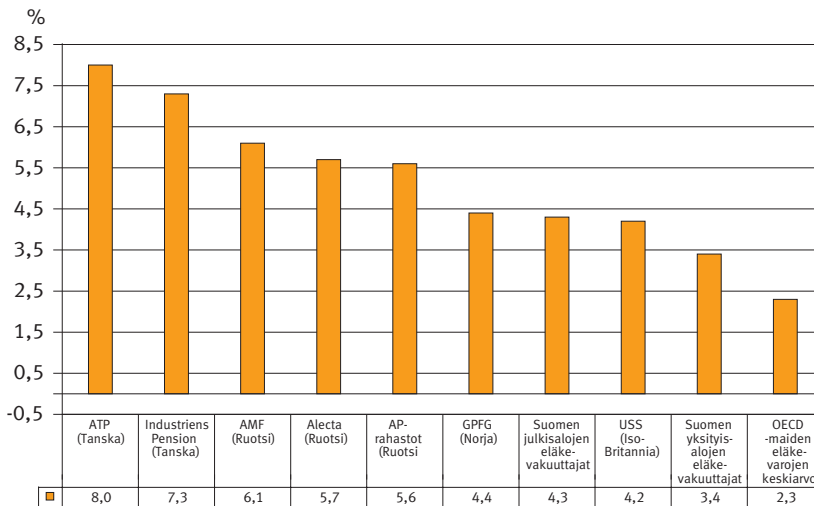
Tanskalaisten toimijoiden tuottohistoria on vastasyklisempää kuin muiden. Myös tuottojen vaihteluväli on vertailujoukon kapeammasta päästä. Mikä kuitenkin merkittävintä, vaihteluvälin keskipiste on onnistuttu vetämään pitkällä aikavälillä (7, 10 ja 15 vuotta) noin +10 prosenttiin. Vuosittaiset tuotot vaihtelevat tämän pisteen ympärillä +/- 15 prosenttiyksikköä. Negatiiviset tuottovuodet ovat löytyneet nollan ja noin -5 prosentin välistä. Positiiviset tuottovuodet ovat puolestaan löytyneet nollan ja noin +25 prosentin välistä. Tämä onnistuminen näkyy myös korkeissa pitkän aikavälin keskimääräisissä vuotuisissa reaalitytuotoissa (kuvio 4.6).

6 Pitkän aikavälin keskimääräiset vuotuiset tuotot on laskettu kokovuosituottojen geometrisena keskiarvona (TWR). Toimijoiden kohdalla on käytetty kunkin toimijan itsensä ilmoittamia kokovuosituottoja. Suomen vakuuttajaryhmien kohdalla on käytetty ryhmien vuotuisia, nimellisiä keskiarvotuottoja, jotka on muodostettu ryhmään kuuluvien toimijoiden pääomapainotetuista kokovuosituotoista. Tuottolähde on Telan tietokannat. Ruotsin AP-rahastojen kohdalla on käytetty Pensionsmyndighetenin ilmoittamia ryhmäkohtaisia vuosittaisia keskiarvotuottoja (<http://secure.pensionsmyndigheten.se/download/18.70e56c27145a7fdc9582f3e1/1395329075417/AP-fonden%2Btidsserie-marknadsv%C3%A4rden-2013.xlsx>). OECD -maiden kohdalla on käytetty OECD:n vuosittaisia maakohtaisia tuottoja (<http://www.oecd.org/finance/private-pensions/pensionmarketsinfoocus.htm>). Reaalitytuottoja laskettaessa on käytetty OECD:n tietokannan tietoja kuluttajahintojen (consumer prices – all items index) kehityksestä (<http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=22519#>). Kunkin vuoden osalta on laskennassa käytetty joulukuun indeksipistelukua, jolloin kuluttajahintojen muutos on samalta ajanjaksolta, kalenterivuodelta, kuin tuototkin.

7 OECD-maiden keskimääräistä vuosittaista reaalitytuottoa ei toistaiseksi ole saatavilla vuodelta 2013. Tämän vuoksi OECD-maiden keskiarvo on esitetty vuosien 2003–2012 tuottojen avulla ja muiden tarkasteluohjeiden kohdalla on käytetty tuoreempia eli vuosien 2004–2013 tuottoja. Käyttämällä muidenkin tarkasteluohjeiden osalta vuosien 2003–2012 tuottoja, muodostuu kuvion 4.6 tuottohaarukaksi 3,5–9,4 %.

Kuvio 4.6.

Keskimääräiset vuotuiset reaalitytuotot 2004–2013⁸ (OECD-maiden eläkevarojen keskiarvo 2003–2012), %.



Tanskalaisten onnistumisen taustalla vaikuttanee sijoitusstrategia, jossa eläkevastuiden suojaaminen on merkittävässä asemassa. Suojautuminen huomioituna muodostuu kokonaissalkku, joka on hyvin korkopainotteinen. Tällaisen salkun luonne alentaa tuottovaihtelua verrattuna tilanteeseen, jossa salkku on osakepainotteinen. Vaikka salkku on korkopainotteinen ja sen voisi luulla muodostavan vähäisen riskin ja vähäisen tuoton yhdistelmän, niin suojaukset pois lukien on salkku muodostettu tuottavista sijoituskohteista. Kuten on jo aiemmin mainittu, tanskalaisten korkoallokatiot ovat monipuolisesti muodostettuja ja sisältävät valtaosin muuta kuin vähäriskisiä teollisuusmaiden valtionlainoja. Lisäksi suositaan inflaatioidonnia tuotteita. Tällainen suojausstrategialla varustettu salkku näyttää toimivan paremmin kuin riskillisemmin muodostettu salkku ilman vastaavaa suojausstrategiaa (kuvio 4.7).

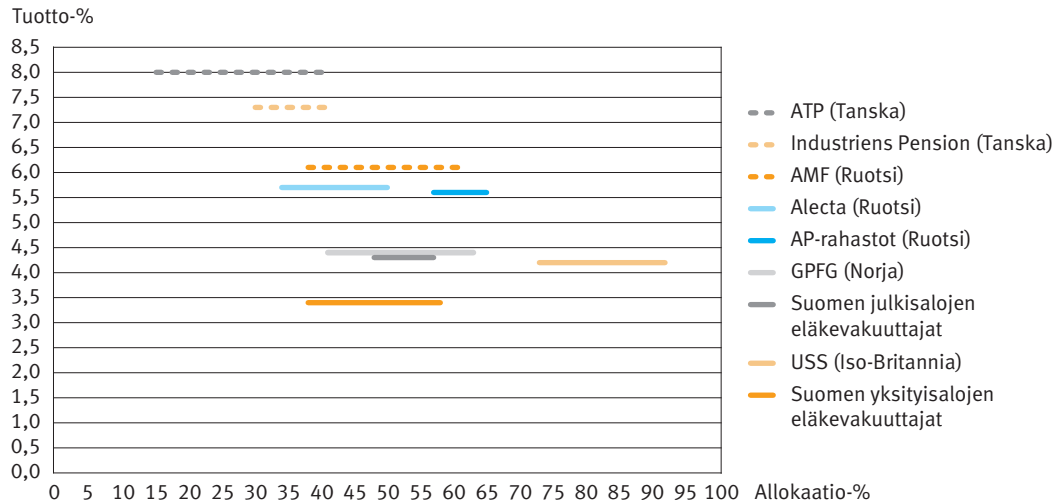
Vertailujoukossa muiden kuin tanskalaisten eläkesijoittajien tuottohistoria kulkee enemmän sijoitusmarkkinoiden syklien mukaisesti (kuvio 4.5). Eroa tanskalaisiin on muodostunut myös siinä, että tuottojen vaihteluväli on leveämpi. Keskimäärin tilanne on se, että mitä suurempi on muiden sijoitusten kuin korkosijoitusten osuus salkusta, sitä suurempi on myös tuottojen vaihteluväli. Kun pitkällä aikavälillä (7/10/15 vuotta) tanskalaisten tuottojen vaihteluvälin keskipiste löytyi noin +10 prosentista, niin muiden vertailussa mukana olleiden vastaava keskipiste löytyi samalla aikavälillä -3 prosentin ja +3 prosentin väliltä. Muiden kuin tanskalaisten vuosittaiset tuotot vaihtelevatkin keskimäärin nollan molemmin puolin noin +/- 10–25 prosenttiyksikköä. Vaikka positiiviset huippuvuodet, jolloin on saavutettu 25 prosentin tuottoja, ovat olleet yhtä hyviä kuin tanskalaisilla, niin negatiiviset vuodet ovat olleet huomattavasti huonompia ja tällöin tuotto prosentit ovat painuneet jopa alle -25

⁸ Vuosina 2004–2013 Suomen yksityisalojen eläkevakuuttajien keskimääräinen reaalitytuotto oli 3,4 prosenttia. Suurimpien toimijoiden toimijakohtaisten keskimääräisten vuotuisen reaalitytuottojen vaihteluväli oli 2,0–3,8 prosenttia. Suomen julkisalojen eläkevakuuttajien osalta vastaava ryhmätason tuotto oli 4,3 prosenttia ja toimijoiden vastaava vaihteluväli oli 3,8–7,4 prosenttia. Vuosina 2004–2013 Suomen koko työeläkealan keskimääräinen reaalitytuotto oli 3,7 prosenttia.

prosenttiin. Nämä heikot vuodet painavat pitkän aikavälin keskimääräisissä vuotuisissa reaalitytuotoissa (kuvio 4.6).

Kuvio 4.7.

Keskimääräinen reaalin kokovuosituotto 10 vuoden ajalta (2004–2013) vs. riskillisemmän allokation (muut kuin korkosijoitukset) vaihtelu (2004–2013), %.



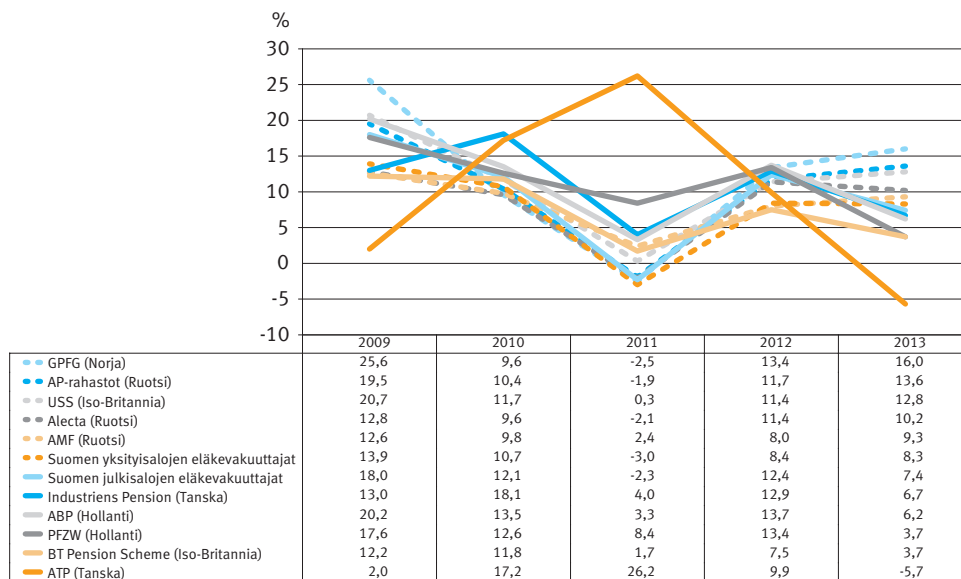
Aineiston perusteella näyttäisi siltä, että riskillisemmällä strategialla voidaan pärjätä sellaisina ajanjaksoina, jolloin rahoitusmarkkinoiden kehityksessä ei ole suurta negatiivisen kehityksen vuotta. Tämän tarkastelun kohdalla tällainen ajanjakso on 2009–2013 (kuviot 4.8, 4.9 ja 4.10). Tätä viiden vuoden periodia leimaa vahva osakemarkkinakehitys ja palautuminen finanssikriisin jyrkimmästä pudotusvuodesta 2008. Nousujohtoisessa rahoitusmarkkinaympäristössä riskillisemmät strategiat toimivatkin paremmin. Vaikka tämä viiden vuoden periodi on kokonaisuutena ollut vahvan rahoitusmarkkinakehityksen aikaa, niin vuodet ovat muodostuneet hyvinkin erilaisiksi finanssikriisin eri vaiheiden myötä. Yksi lievästi negatiivinen vuosi, kuten vuosi 2011, ei kuitenkaan ole vaikuttanut merkittävästi korkosijoituksia riskillisempiä kohteita painottavan sijoittajan koko ajanjakson 2009–2013 tuottokehitykseen.

Kun tarkasteltavaan ajanjaksoon sisältyy yksikin äärimmäisen huono rahoitusmarkkina-vuosi, kuten vuosi 2008, niin suojaavalla strategialla on pärjätty paremmin kuin perinteisellä allokationsalkulla, jossa korkosijoituksia on vähemmän kuin muita, enemmän riskiä sisältäviä, sijoituksia (kuviot 4.5, 4.6 ja 4.7). Tarkastelu tuotti samansuuntaisen tuloksen kaikilla tarkastelluilla ajanjaksoilla, joissa vuosi 2008 oli mukana, eli seitsemän, kymmenen ja viidentoista vuoden ajanjaksoilla⁹. Tanskalaistyyppisen, vähäriskisen ja suojaavan salkun hyvän pitkän aikavälin tuottokehityksen taustalla näyttääkin olevan merkittävässä asemassa kyky suojaautua eli rajoittaa tappioiden suuruus äärimmäisen huonoissa markkinaolosuhteissa.

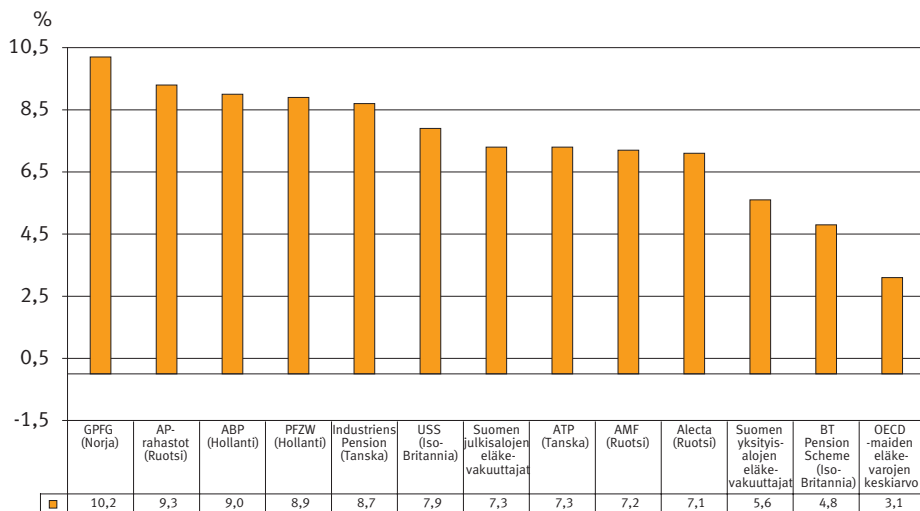
⁹ Kuvioita 4.5–4.10 vastaavat kuviot seitsemän (2007–2013) ja viidentoista (1999–2013) vuoden periodeilta löytyvät liitteestä 1.

Kuvio 4.8.

Nimelliset, vuosittaiset nettotuotot 2009–2013, %.

**Kuvio 4.9.**

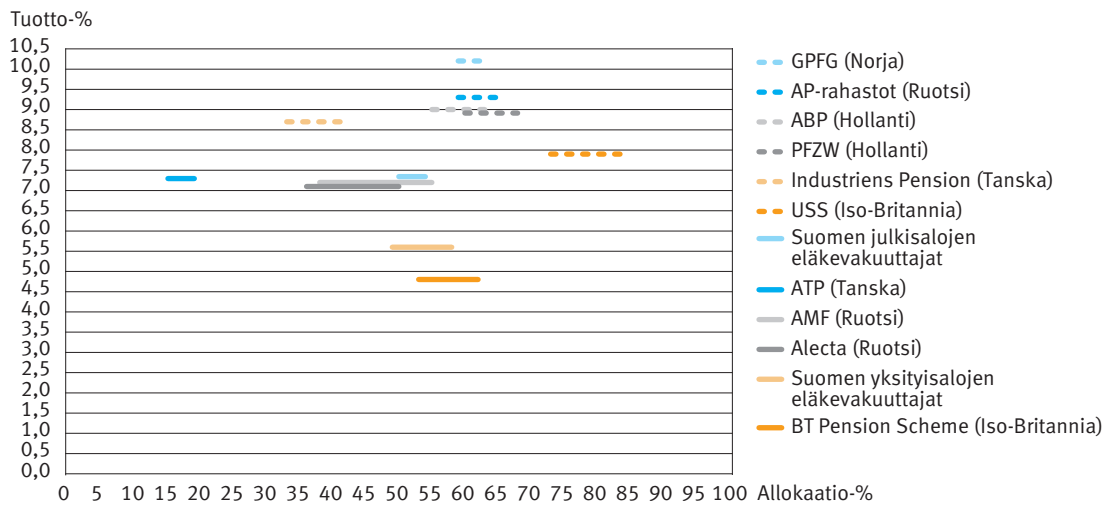
Keskimääräiset vuotuiset reaalituotot 2009–2013¹⁰ (OECD-maiden eläkevarojen keskiarvo 2009–2012), %.



¹⁰ Vuosina 2009–2013 Suomen yksityisalojen keskimääräinen reaalituotto oli 5,6 prosenttia. Suurimpien toimijoiden toimijakohtaisten keskimääräisten vuotuisen reaalituottojen vaihteluväli oli 3,3–6,0 prosenttia. Suomen julkisalojen eläkevakuuttajien osalta vastaava ryhmätason tuotto oli 7,3 prosenttia ja toimijoiden vastaava vaihteluväli oli 4,3–7,9 prosenttia. Vuosina 2009–2013 Suomen koko työeläkealan keskimääräinen reaalituotto oli 6,2 prosenttia.

Kuvio 4.10.

Keskimääräinen reaali kokovuosituotto 5 vuoden ajalta (2009–2013) vs. riskillisemmän allokaation (muut kuin korkosijoitukset) vaihtelu (2009–2013), %.



Aineiston perusteella päästään hyvin erilaisiin tuottoihin, vaikka riskillisemmän allokaation osuus olisikin samaa kokoluokkaa. Tarkastelun tyypillisellä allokaatiolla, jossa korkosijoituksia on 40–60 prosenttia ja vastaavasti muita (riskillisempiä) sijoituksia on 60–40 prosenttia, päästiin viiden viime vuoden aikana 4,8–10,2 prosentin reaaliin keskimääräisiin vuosituottoihin (kuvio 4.9). Näyttäisikin siltä, että 40/60-allokaatioilla muodostuneita tuottoja selettää jokin muu kuin tässä selvityksessä käytetty karkea sijoitusluokkajako.

Alueellisen jakautumisen vaikutusta sijoitustoiminnan tuottoihin voidaan selvityksen aineiston perusteella analysoida vain karkealla tasolla, sillä toimija- tai toimijaryhmäkohtaisia kotimaisten sijoitusten tuottoja ei ole erikseen saatavilla. Lyhyellä aikavälillä voi yksittäisen maan bruttokansantuotteen kehitys¹¹ toimia karkeana mittarina kyseessä olevan maan rahoitusmarkkinoiden tuottokehitykselle¹². Kun vertaillaan tämän selvityksen toimijoiden kotimaiden BKT:n kehitystä, sijoitusten kotimaisuusastetta ja sijoitusten kokonaistuottoja, löytyy muutamia yhtymäkohtia (kuvio 4.11).¹³

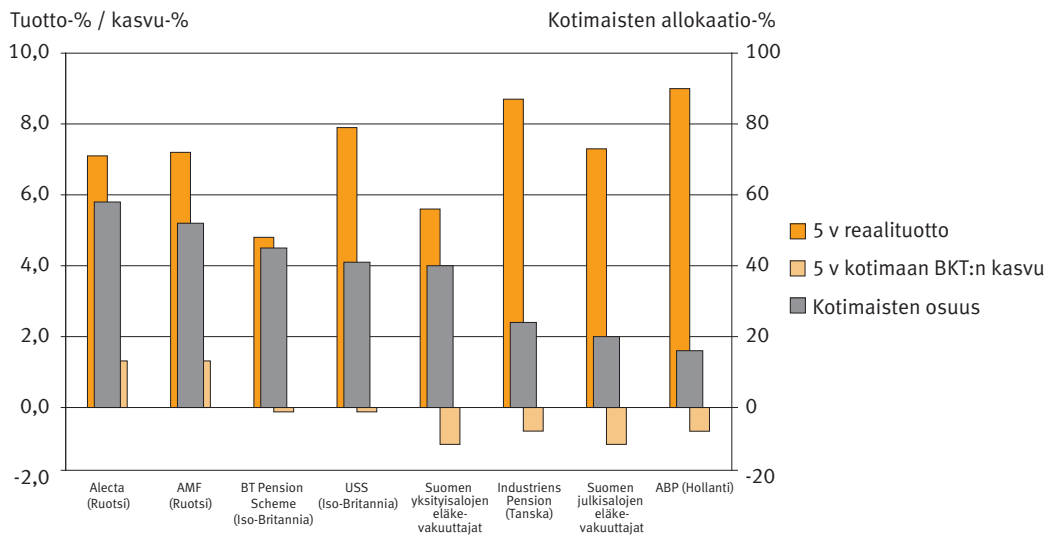
11 Bruttokansantuotteen kehityksessä on käytetty OECD:n tietokannan tietoja BKT:n vuosittaisesta kasvusta, <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=22519#>. Pitkän aikavälin keskimääräiset vuotuiset BKT:n kasvuprosentit on muodostettu vuosittaisten kasvuprosenttien geometrisina keskiarvoina.

12 Keith Wade ja Anja May ovat löytäneet BKT:n kasvun ja osakemarkkinoiden tuottokehityksen välisen positiivisen korrelaation lyhyellä aikavälillä, jota leimaa matala BKT:n kasvu. Tällöin inflaatiopaineiden puuttuessa osakemarkkinoiden kehitykseen vaikuttaa enemmän BKT:n kasvu kuin keskuspankkien rahapolitiikka. Tällainen ajanjakso on vallinnut finanssikriisin jälkeisenä aikana, vuodesta 2009 alkaen. <https://c.na3.content.force.com/servlet/servlet.ImageServer?id=015500000012xSeAAI&oid=00D300000000M2BEAU>

13 GPF ei sijoita kotimaahan, joten se on jätetty tästä vertailusta pois.

Kuvio 4.11.

Kotimaisten sijoitusten vaikutuksen arviointia kokonaistuottoon 2009–2013¹⁴, %.



Ruotsalaisilla toimijoilla on korkeat sijoitusten kotimaisuusasteet. Ruotsin BKT on kasvanut vahvemmin kuin muissa tarkastelumaissa. Ruotsalaisten toimijoiden korkeita kokonaistuottoja selittäneekin osaltaan hyvät kotimaiset tuotot. Myös hollantilaisten ja tanskalaisten kokonaistuotot ovat korkeat, mutta tilanne on päinvastainen kuin ruotsalaisilla: kotimaan BKT on supistunut ja onkin ollut kannattavaa, että kotimaisiin kohteisiin on ollut sijoitettuna vähänlaisesti. Ison-Britannian toimijoiden kohdalla tuotot näyttävät selittyvän sijoituslajiallokaatiolla maantieteellisen jakautumisen sijaan, sillä molemmat Ison-Britannian toimijoista sijoittavat suunnilleen yhtä paljon kotimaisiin kohteisiin. USS:n tuotot ovat BT:tä korkeammat. USS:n allokaatio onkin riskillisempi, sisältäen enemmän muita sijoituksia (USS: 80 %, BT: 60 %) kuin korkosijoituksia (USS: 20 %, BT: 40 %).

Suomen eläkevakuuttajaryhmien välillä ei ole suurta eroa siinä kuinka paljon sijoitetaan korkosijoituksiin ja muihin kuin korkosijoituksiin. Sijoitusten maantieteellisessä jakautumisessa sen sijaan on huomattava ero: Suomen julkisalojen eläkevakuuttajat sijoittavat vähemmän kotimaisiin kohteisiin (noin 20 %) kuin Suomen yksityisalojen eläkevakuuttajat (noin 30–40 %). Suomen julkisalojen eläkevakuuttajien tuotot ovat olleet viimeisten 17 vuoden aikana korkeammat kuin Suomen yksityisalojen eläkevakuuttajien tuotot. Tuottoero on kasvanut varsinkin vuosien 2009–2013 aikana. Näinä samoina vuosina Suomen BKT:n kehitys on jäänyt selvästi jälkeen muista vertailumaista. Suomen BKT supistui ajanjaksolla 2009–2013 keskimäärin 1,0 prosentin vuodessa. Muiden tarkastelumaiden vastaavat BKT:n kasvulukemat löytyivät -0,7 prosentin ja +1,3 prosentin väliltä. OECD-maiden BKT:n vuosikasvun keskiarvokin oli +0,8 prosenttia.

Näyttää siltä, että Suomen julkisalojen ja yksityisalojen eläkevakuuttajien välisestä tuottoerosta osa selittyy sillä, että yksityisalojen toimijat sijoittavat julkisaloja huomattavasti enemmän kotimaisiin kohteisiin. Kotimaisten kohteiden tuottoja on viime vuosina painanut

14 Kotimaisten sijoitusten osuus on kuviossa 4.11 esitetty ajanjakson 2009–2013 vuoden lopun kotimaisten allokaatioiden aritmeettisena keskiarvona.

heikko talouskehitys. Erityisesti suomalaisten osakesijoituskohteiden maltillisia tuottoja¹⁵ selittää osaltaan heikko kasvu ja kasvunäkymät. Korkosijoittajalle maamme kohteet tarjoavat alhaisia tuottoja johtuen sijoituskohteiden keskimääräisestä varsin hyvästä luottolaadusta. Itse Suomen valtiokin kuuluu korkeimpiin luottoluokitusluokkiin. Kotimaisista kohteista kiinteistösijoitukset muodostavat työeläkevakuuttajille merkittävän sijoituskohteen: Noin 30 prosenttia kotimaisista sijoituksista on kiinteistösijoituksia¹⁶. Työeläkevakuuttajien kiinteistösijoitusten tuotot ovat viimeisen viiden vuoden aikana (2009–2013) jääneet korko- ja osakesijoitusten tuotoista¹⁷.

15 http://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/17445_Sijoitusten_tuotot_2014-q2.ppt

16 http://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/15438_Sijoituskanta_Suomeen_pitka_aikasarja_uudet_varit.pdf

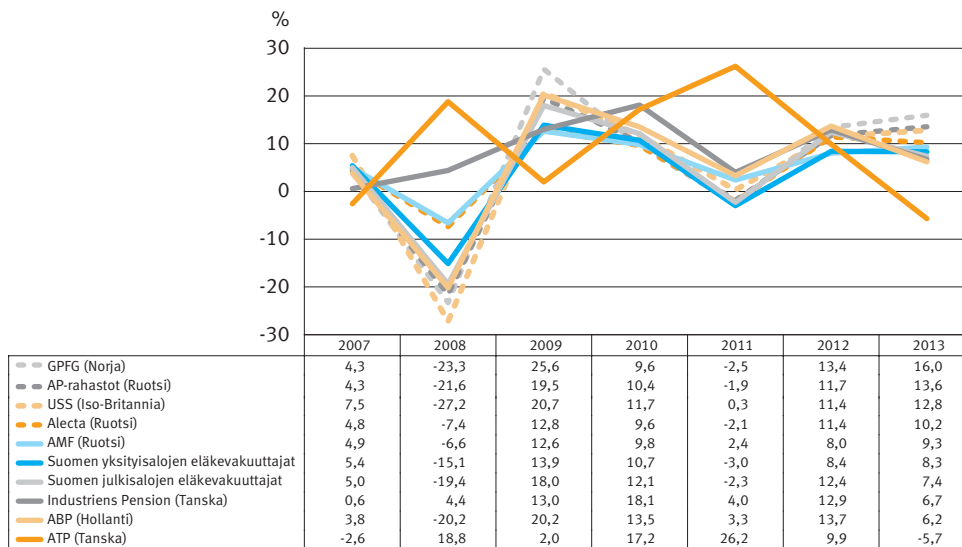
17 http://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/17445_Sijoitusten_tuotot_2014-q2.ppt

LIITE 1.

Tuottokuviot seitsemän (2007–2013) ja viidentoista vuoden (1999–2013) ajanjaksoilta

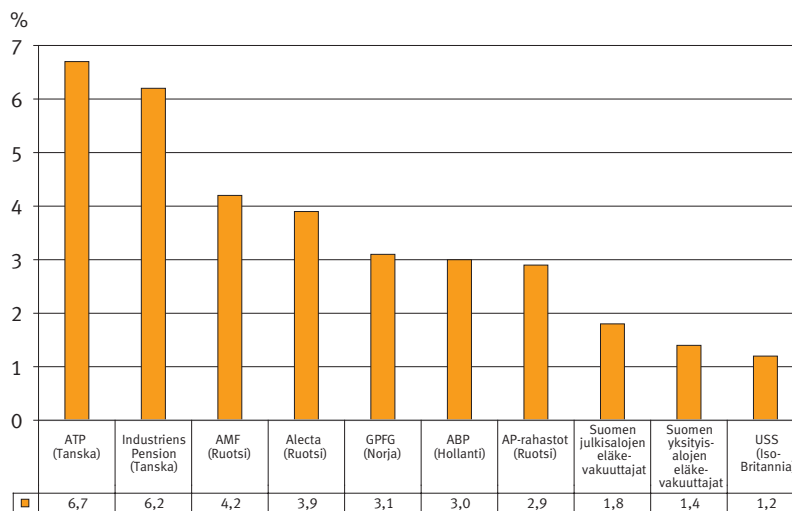
Liitekuvio 1.1.

Nimelliset, vuosittaiset nettotuotot 2007–2013, %.



Liitekuvio 1.2.

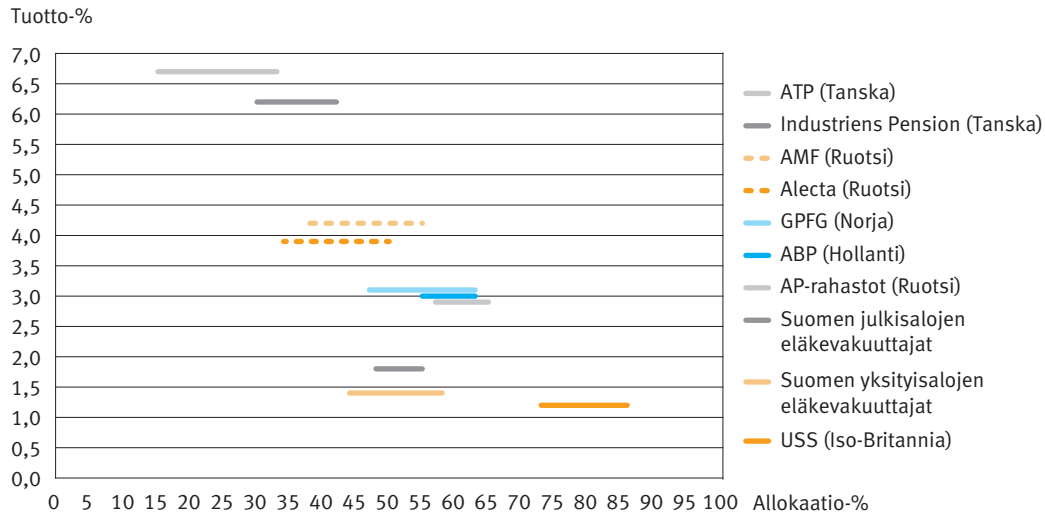
Keskimääräiset vuotuiset reaalityötöt 2007–2013¹⁸, %.



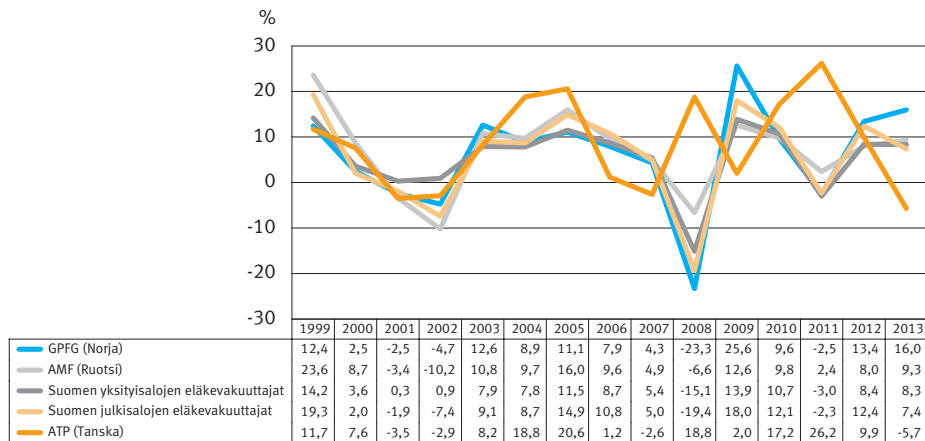
18 Vuosina 2007–2013 Suomen yksityisalojen työeläkevakuuttajien keskimääräinen reaalityotto oli 1,4 prosenttia. Suurimpien toimijoiden toimijakohtaiset keskimääräiset vuotuiset reaalityötöt vaihtelivat -0,6 prosentista +2,1 prosenttiin. Suomen julkisalojen eläkevakuuttajien osalta vastaava ryhmätason tuotto oli 1,8 prosenttia ja toimijoiden vastaavat tuotot vaihtelivat -2,8 prosentista +2,1 prosenttiin. Vuosina 2007–2013 Suomen koko työeläkealan keskimääräinen reaalityotto oli 1,6 prosenttia.

Liitekuvio 1.3.

Keskimääräinen reaalin kokovuosituotto 7 vuoden ajalta (2007–2013) vs. riskillisemmän allokaation (muut kuin korkosijoitukset) vaihtelu (2007–2013), %.

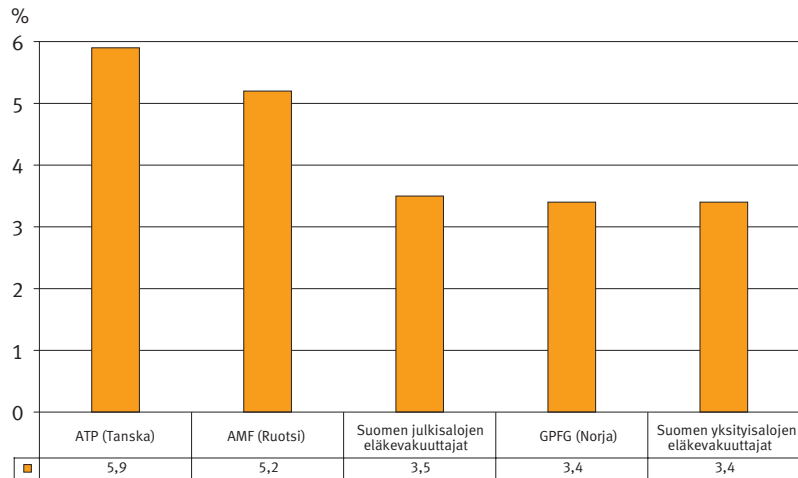
**Liitekuvio 1.4.**

Nimelliset, vuosittaiset nettotuotot 1999–2013, %.

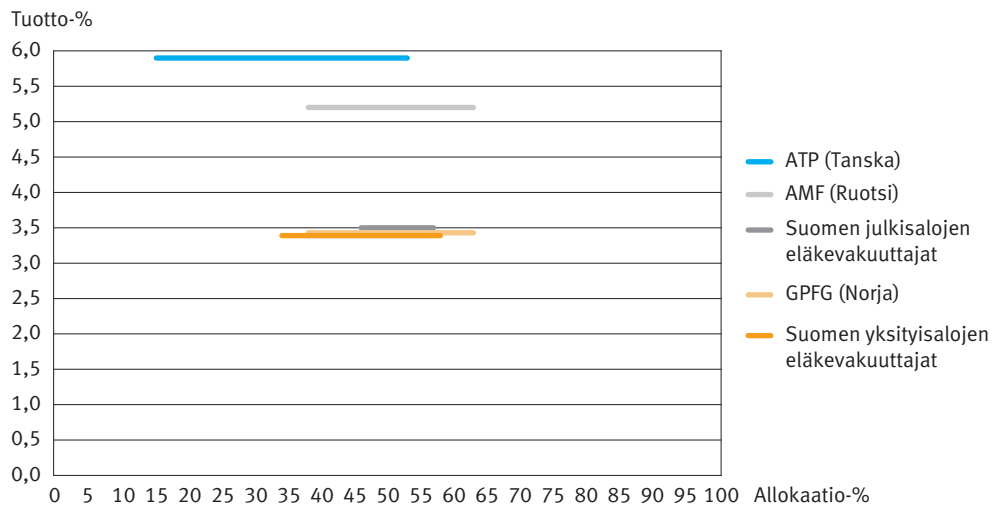


Liitekuvio 1.5.

Keskimääräiset vuotuiset reaalitytuotot 1999–2013¹⁹, %.

**Liitekuvio 1.6.**

Keskimääräinen reaalin kokovuosituotto 15 vuoden ajalta (1999–2013) vs. riskillisemmän allokation (muut kuin korkosijoitukset) vaihtelu (1999–2013), %.



¹⁹ Vuosina 1999–2013 Suomen yksityisalojen työeläkevakuuttajien keskimääräinen reaalitytuotto oli 3,4 prosenttia. Suurimpien toimijoiden toimijakohtaisten keskimääräisten vuotuisten reaalitytuottojen vaihteluväli oli 2,1–3,8 prosenttia. Suomen julkisalojen eläkevakuuttajien osalta vastaava ryhmätason tuotto oli 3,5 prosenttia ja toimijoiden vastaava vaihteluväli oli 3,0–4,3 prosenttia. Suomen koko työeläkealan keskimääräinen reaalitytuotto oli 3,5 prosenttia.

LÄHTEET

ABP. Annual Reports. <http://www.abp.nl/en/about-abp/about-us/publications.asp>

Alecta. Nyckeltal. <https://www.alecta.se/Om-Alecta/Siffror-och-resultat/Nyckeltal/>

Alecta. Årsredovisningar.
<https://www.alecta.se/Om-Alecta/Siffror-och-resultat/Arsredovisningar/>

AMF. Årsrapporter. <http://www.amf.se/Om-AMF/Finansiell-information/>

ATP. Reports.
http://www.atp.dk/X5/wps/wcm/connect/atp/atp.com/about/omatp/reports/reports_atp/0

BT Pension Scheme. Scheme Report and Accounts.
<http://www.btpensions.net/41/38/scheme-report-and-accounts>

Industriens Pension. Beretning og regnskab.
http://www.industrienspension.dk/beretning_og_regnskab_2005.pdf

Industriens Pension. Investments. http://www.industrienspension.dk/forside/om_industriens_pension/o_ip_english/o_investments.htm

Industriens Pension. Årsrapporter. http://www.industrienspension.dk/forside/om_industriens_pension/o_organisation/o_regnskaber.htm

Industriens Pension. Årsrapport 2013.
http://www.industrienspension.dk/aarsrapport_2013.pdf

Norges Bank. Government Pension Fund Global. Reports.
<http://www.nbim.no/en/transparency/reports/>

Pensionsmyndigheten. Orange rapporter.
<http://www.pensionsmyndigheten.se/PublikationerPaSvenska.html>

Pensionsmyndigheten. Årsredovisningar.
<http://www.pensionsmyndigheten.se/Arsredovisningar.html>

Pensionsmyndigheten. AP-fondernas summerade utveckling, 1960–2013. <http://www.pensionsmyndigheten.se/download/18.70e56c27145a7fdc9582f3e1/1395329075417/AP-fonden%2Btidsserie-marknadsv%C3%A4rden-2013.xlsx>

PFZW. <https://www.pfzw.nl/Paginas/default.aspx>

PFZW. Quarterly Reports. <https://www.pfzw.nl/about-us/Press/Paginas/Quarterly-Report.aspx>

Tela. Sijoitusvarojen yhteenvedot.
http://www.tela.fi/tyoelaketalous/sijoitustilastot_ja_analysit/sijoitusvarojen_yhteenvedot

USS. Annual Reports & Accounts.
<http://www.uss.co.uk/UssInvestments/Publications/ReportsandAccounts/Pages/default.aspx>

OECD (2013) Pension Markets in Focus.
<http://www.oecd.org/finance/private-pensions/pensionmarketsinfoocus.htm>

5 Yhteenveto

Selvityksen tavoitteena on ollut antaa kuva eläketoimijoita koskevasta sijoitustoiminnan sääntelystä ylipäänsä, sijoitusallokaatioiden riskipitoisuudesta, sijoitusten ja riskien hajauttamisesta sekä eläkevaroille viime vuosina saaduista tuotoista eri maissa. Seuraavassa esitetään vastauksia aiemmin johdannossa esitettyihin kysymyksiin.

5.1 Eläkerahastot osana laajempaa varainhoitoalan sääntelyä

Eläkerahastot nojaavat sijoitustoiminnassaan laajempaan varainhoitoalaan, jonka puolestaan tulee noudattaa sijoitustoiminnalle asetettuja rajoitteita ja yhä lisääntyvää sääntelyä. Eläkerahastot eivät olleet finanssikriisin lähteenä, mutta ovat silti pankki- ja varainhoitosektorin jälkeen merkittävimpiä sääntelyn vaikutuksia kantavia toimijoita. Lisäksi finanssikriisistä alkunsa saanut matala korkotaso pakottaa eläkesijoittajat jatkuvasti hakemaan tuottoja yhä laaja-alaisemmin eri instrumenteista, jolloin vastaavasti näitä koskevaa sääntelyä on noudatettava ja tunnettava yksityiskohtaisesti.

Eläkesijoittajat arvioivat jatkuvasti sitä, miten paljon sijoitustoiminnassa käytetään sisäisiä resursseja ja miten varainhoitoa ulkoistetaan kaupallisille rahasto- sekä varainhoitajalle. Ulkoistustilanteissa eläkesijoittajat joutuvat nojautumaan varainhoitoalaan ja arvioimaan varainhoitajien tuotteita muun muassa riski-tuottosuhteen ja kulurakenteen kannalta pitäen mielessä tulevien ja nykyisten eläkkeensaajien edut. Varainhoitajia koskeva sääntely tulee tässäkin eläkesijoittajan arvioitavaksi yhtenä tekijänä. Muun muassa investointipankkien perinteisiin liiketoimintamalleihin on jo tullut muutoksia pankkien rakenteita koskevan sääntelyn takia. Sääntely on myös heikentänyt arvopaperimarkkinoiden yleistä likviditeettiä, mikä voi olla erityisen kova haaste markkinoiden laskusuhdanteissa, kun sijoitusallokaatioita tulisi muokata nopealla tahdilla.

Eläkesijoittajat joutuvat ulkoisen ja sisäisen varainhoidon lisäksi tasapainoilemaan riittävän tuotto-odotuksen ja riskienhallinnan välillä; yhtäältä eläkemaksujen maksajat (intressinhaltijat) toivovat mahdollisimman suuria tuottoja, toisaalta varojen tulisi säilyttää vähintään pääoma-arvonsa pitkällä aikavälillä. Tämä tasapainoilu on vaikeaa etenkin nykyisen korkotason aikana, kun korkosijoitukset tuottavat poikkeuksellisen heikosti. Eläkesijoittajien on lisäksi otettava huomioon selvästi pidempi aikaväli kuin kaupallisten varainhoitajien. Pelkistäen voikin sanoa, että eläkesijoittaja on nykytilanteessa kahden puun ja kahden kuoren välissä. Toisessa puussa runkona ovat intressinhaltijat ja kuorena markkinaolosuhteet sekä ultra-matala korkotaso. Toisessa puussa taas ovat runkona pääoma- ja rahoitusmarkkinat sekä kuorena näihin kohdistuva sääntely, jonka kohteina eläkesijoittajat ovat joko suoraan tai välillisesti.

5.2 Sijoitustoimintaa ohjaavat keskeiset säännöt ja periaatteet eri maissa

Vielä vajaan parikymmentä vuotta sitten eläkerahastojen sijoitustoiminnan sääntely vaihteli huomattavasti Euroopan eri maissa ja rajoitukset erilaisten sijoituskohteiden valinnassa

poikkesivat toisistaan huomattavasti. Nykyään sijoitustoiminnan sääntelyssä on paljon yhtäläisiä piirteitä vertailumaissa. Yhtenä keskeisenä syynä tähän voidaan pitää EU:n pyrkimyksiä yhtenäistää vakavaraisuussääntelyä jäsenmaissa ja tämän ohjaavaa vaikutusta myös niihin toimijoihin, joita sääntely ei suoranaisesti koske.

Perinteisesti vakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa on säännelty rajoittamalla sitä määrää, jonka yhtiö voi sijoittaa määrättyihin sijoitustuotteisiin. Ylikansallisen sääntelyn kehityksen myötä eläkevarojen sääntelyssä ja valvonnassa on Euroopassa siirrytty pitkälti kohti niin sanottua varovaisuusperiaatetta ja riskiperusteista hallintaa. Nyt sijoituksia säännellään lähinnä riskikeskittymien näkökulmasta yksityiskohtaisten rajoitusten sijaan.

Esimerkiksi Solvenssi II:n mukaisessa sääntelyssä ei ole enää tällaista limiittinäkökulmaa. Yhtiön on oma riskiprofilinsa huomioiden arvioitava, mikä on sijoitusten ja varojen varovainen taso. Tällainen käytäntö on tosin ollut anglosaksisissa maissa voimassa jo pidemmän aikaa (Pylkkönen 1996). Tämä on myös Solvenssi II -direktiivin keskeinen periaate ja vertailussa mukana olevat toimijat tätä jo pääosin noudattavat. Lisäksi vireillä on IORP-direktiivin muutos ehdotukset, joiden alkuperäisenä tavoitteena oli muuttaa ns. II-pilarin ammatillisten eläkerahastojen vakavaraisuusvaatimuksia Solvenssi II periaatteiden mukaisesti. Yhteisen vakavaraisuuskehikon valmistelu on kuitenkin toistaiseksi keskeytetty.

Vaikka EU:lla on merkittävä vaikutus sijoitustoiminnan sääntelyn yhdenmukaistumisessa, poikkeavat kansalliset rajoitukset erilaisten sijoituskohteiden valinnassa edelleen toisistaan. Solvenssi II -säännökset eivät esimerkiksi koske lakisääteisiä toimijoita. Ulkopuolelle jäävät lisäksi puskurirahastot, kuten Ruotsin ja Norjan valtion eläkerahastot. Puskurirahastoissa lainsäädäntöön asetetut täsmälliset rajoitteet ohjaavat sijoitustoimintaa. Lisäeläkepuolella monilla EU-mailla on direktiivien asettamien minimivaatimusten rinnalle säädetty useita eläkelaitoksien toimintaa koskevia lisävaatimuksia, joissa on jäsenvaltiokohtaisia eroja. Kansallisessa sääntelyssä löytyy lisäksi vielä toimijakohtaisia eroja vakavaraisuussääntelyssä esimerkiksi säätiöiden ja henkivakuutusyhtiöiden välillä.

Vakavaraisuussääntely koskee yleisesti vain etuusperusteisia järjestelmiä. Maksuperusteisten järjestelmien yleistymisestä huolimatta merkittävä osa eläkevarallisuudesta on kuitenkin edelleen sidottu etuusperusteisten eläkkeiden rahoittamiseen. Yhä yleistyvissä maksuperusteisissa järjestelmissä ei ole etukäteen luvattuja etuuksia, eikä näin toimijoita sitovia eläkevastuita ja niitä suojaavia vakavaraisuussääntöjä. Sijoitusriski on siirretty vakuuteuille, sillä etuudet määräytyvät suoritettujen maksujen ja niistä kertyneiden varojen sijoittamisesta saadun nettotuoton perusteella. Tosin, kuten tämäkin selvitys osoittaa, on joissakin maksuperusteisissa järjestelmissä eläkepääomalle määritelty takuutuotto. Tämä on esimerkiksi Tanskassa hyvin yleinen käytäntö ja edellyttää toimijoilta varautumista lupauksen täyttämiseksi eläkevastuita suojaamalla. Lisäksi, jos maksuperusteisen järjestelmän vakuutettu ostaa eläkepääomallaan annuiteetin muodostuu henkivakuutusyhtiöille tällöin vastuuelka, johon sovelletaan vakavaraisuussääntelyä.

Etuusperusteiset eläkejärjestelmät ovat lähtökohtaisesti sijoittajaprofililtaan hyvin erilaisia verrattuna maksuperusteisiin järjestelmiin. Etuusperusteisissa järjestelmissä sijoituspäätökset ovat institutionaalisilla sijoittajilla, joiden tulee huomioida etuuksien turvaavuus. Maksuperusteisissa järjestelmissä yksilöt voivat tehdä sijoituspäätöksiä omalla riskillään. Vakavaraisuuspääomavaatimukset vaikuttavat etuusperusteisten eläkelaitosten mahdolli-

suuksiin ja halukkuuteen ottaa riskiä ja rajoittavat näin toimijoiden mahdollisuuksia laajentaa riskillisempiä sijoituksiaan.

5.3 Sijoitusten riskipitoisuus eri maissa

Eläkelaitokset ovat pitkän aikavälin sijoittajia ja eläkevarat on eri maiden ohjesääntöjen mukaan sijoitettava tuottavasti ja turvaavasti. Tämä pitkän aikavälin tavoitteellinen toiminta näkyy hyvin myös eläkelaitosten sijoitusjakaumissa, joissa korkosijoitukset ovat tärkeässä asemassa. Selvitys osoittaa, että korkosijoitusten osuudessa ei ole tapahtunut kovinkaan suuria muutoksia viimeisen 10 vuoden aikana. Esimerkkitoimijoiden tarkastelussa tyypilliseksi eläkevarojen korkosijoitusten osuudeksi muodostui 40–60 prosenttia. Tanskan ATP 80 prosentin osuudella muodostaa selkeän poikkeuksen. Toisen poikkeuksen muodostaa Ison-Britannian USS, jonka 20 prosentin korkoallokaatio edustaa toista ääripäätä. Ruotsissa ja Tanskassa korkosijoitusten osuus on jonkin verran kasvanut, kun taas Norjan valtion eläkerahastolla ja Suomen yksityisalojen eläkevakuuttajilla niiden osuus on puolestaan laskenut.

EU-alueella Solvenssi II -direktiivin implementoinnin yhteydessä sääntelyn on todettu vaikuttavan ohjaavasti varojen allokointiin. Direktiivi on ohjannut EU-alueen henki- ja vahinkovakuutusyhtiöitä velkamuotoisiin sijoituksiin, koska se kohtelee kevyemmin lainainstrumentteja kuin päämainstrumentteja; tosin direktiivin määräykset ovat näiltä osin arvioitavana ja saattavat muuttua vähemmän ohjauviksi¹. Vertailu osoittaa, että kansallinen vakavaraisuussääntely ohjaa muidenkin toimijoiden sijoitusallokaatioita samaan suuntaan. Toisaalta vakavaraisuussäännösten vaikutukset yksittäisen eläkelaitosten sijoitustoimintaan ovat melko vähäisiä, jos ja kun eläkelaitoksilla on yleisesti hyvä vakavaraisuustilanne. Tällöin niiden oma riskienhallinta ohjaa sijoituspäätöksiä pikemminkin kuin vakavaraisuusvaatimukset.

Selvityksessä analysoitiin sijoitussalkkujen riskitasojen erilaisuutta karkealla jaolla erittelemällä korkosijoitukset muista sijoituksista. Pääajatuksena oli, että pienemmällä riskillä toimivien salkuissa korkosijoitusten osuus on suurempi ja vastaavasti suuremmalla riskillä toimivien salkuissa muiden sijoitusten osuus on suurempi.

Selvitys kuitenkin osoittaa, että korkosijoitusten ryhmä ei ole homogeeninen, vaan sekin muodostuu riskiprofililtaan hyvin erilaiseksi eri sijoittajilla riippuen sijoituskohteista. Esille nousee erityisesti Tanskan ATP, joka hakee tuottoja valtioiden joukkovelkakirjojen sijaan hyvän luottolaadun omaavista yrityslainoista ja inflaatioidonnoisista velkakirjoista. Näin sijoitussalkku ei ole niin vähäriskinen kuin voisi olettaa yksinkertaisella jaottelulla korkosijoituksiin ja muihin sijoituksiin.

Korkosijoitusten osuuden kasvuun on myös eläkejärjestelmiin liittyviä rakenteellisia ja sijoitusteknisiä syitä. Esimerkiksi Britannian etuusperusteisissa eläkejärjestelmissä osakkeiden osuus on pudonnut kymmenen viime vuoden aikana yli 60 prosentista noin 35 prosenttiin kokonaissijoituksista. Taustalla on etuusperusteisten järjestelmien sulkeminen uusilta jäseniltä ja nykyisten etuuskien turvaaminen siirtymällä vähemmän arvovaihtelua omaaviin tuotteisiin. Toimijat pyrkivät näin pienentämään eläkevastuiden katteena oleviin varoihin

¹ Kts. mm. Technical Findings in the Long-Term Guarantees Assessment, EIOPA/13/296, Jun 2013.

kohdistuvia markkinariskejä, joita erityisesti osakemarkkinoiden sijoitustuottojen heilahtelut aiheuttavat. Tämä on osa yleisempää, myös muissa maissa havaittavaa kehityssuuntausta (ns. liability-driven investment, LDI tai asset-liability matching, ALM), jolla eläkevastuita pyritään suojaamaan niitä vastaavilla korkosijoituksilla. Tämä on keskeinen osa esimerkiksi Tanskan ATP:n sijoitusstrategiaa. Myös Alankomaissa korkosijoitusten osuudet ovat kasvaneet viime vuosikymmenen aikana osittain edellä mainittujen suojausstrategioiden johdosta noin 40 prosentista yli 50 prosenttiin kokonaissijoituksista vuosina 2007–2014. Taustalla on ollut eläkevastuiden laskemisessa käytetyn kiinteän diskonttokoron vaihtuminen markkina-korkoon, jonka muutoksilta on pyritty suojautumaan lisäämällä korkopapereiden osuuksia.

On huomioitava, että korkosijoitusten osuuden muutokset voivat erityisesti lyhyellä aikavälillä olla myös vain markkinaolosuhteiden aiheuttamaa (kriiseissä korkosijoitusten markkina-arvot ja osuus kokonaissalkusta nousevat ja enemmän riskiä sisältävien sijoitusten markkina-arvot ja osuus kokonaissalkusta laskevat). Aineiston perusteella tosin ei pystytä sanomaan onko näin vai onko allokaatiota aktiivisesti muutettu vähemmän riskiä sisältäväksi ostamalla lisää korkosijoituksia ja myymällä pois enemmän riskiä sisältäviä sijoituksia.

Vastuuvelan muutosten suojauksen vastapainoksi selvityksen maissa haetaan korkeampia tuottoja sijoittamalla osakkeisiin ja muihin korkeamman tuoton sijoitusinstrumentteihin. Esimerkiksi Suomessa sijoitustoiminnan rakenteita ohjaavia esteitä on poistettu siten, että sijoitustoimintaa voidaan suunnata aikaisempaa enemmän osakemarkkinoille. Ambachtsheer (2013) ehdotti eläkevarojen ulkomaille hajauttamisen lisäksi, että lähes kaikki sijoitukset, 80 prosenttia, pitäisi kohdentaa osakkeisiin, koska järjestelmän rahoitusriski kohdistuu pääosin jakojärjestelmään. Tämän selvityksen toimijoista vastaavanlainen 80 prosentin osakepaino on kuitenkin vain Ruotsin yksilöllisessä rahastoeläkejärjestelmässä, jonka osuus kokonaiseläketurvasta on marginaalinen. Esimerkkitoimijoista myös Ison-Britannian USS:llä osakepaino on yli 70 prosenttia, joskin osuus on laskenut viime vuosien aikana, kuten myös Britanniassa yleisesti. Suomessa osakepaino on nykyään 40 prosenttia, asettuen vertailumaiden keskivaiheille, joissa osuudet vaihtelevat 20–60 prosentin välillä. Vuoden 2017 eläkeuudistusta koskevassa sopimuksessa vakavaraisuuskehikkoa ehdotetaan muutettavaksi siten, että yksityisen sektorin eläkelaitosten osakepaino kasvaisi edelleen. Neuvottelutuloksessa todetaan kuitenkin, että yksittäisen eläkelaitoksen sijoitusten osakepainolle asetetaan 60 prosentin enimmäisraja kaikista sijoituksista. Työmarkkinajärjestöt ehdottavat, että kyseinen muutos tulee voimaan vuoden 2017 alussa.²

Selvityksen ulkopuolelle jäävät muiden sijoitustuotteiden lähempi tarkastelu. Esimerkiksi julkisen talouden liikkumatilan kaventuminen monessa maassa finanssi- ja talouskriisin seurauksena on lisännyt toiveita eläkerahastojen nykyistä aktiivisemmasta osallistumisesta talouskasvua tukeviin pitkäaikaisiin investointeihin, joihin julkinen talous ei tällä hetkellä pysty. Esimerkiksi OECD (2014³) toivoo näkevänsä pankkien rinnalla lisää institutionaalisia sijoittajia, jotka sijoittamalla infrastruktuuriin voisivat luoda pohjaa uudelle talouskasvulle. OECD:n arvion mukaan valtioiden puskurirahastoissa ja suurten yksityisten toimi-

² Sopimus vuoden 2017 työeläkeuudistuksesta. http://www.etk.fi/fi/gateway/PTARGS_0_2712_463_304_2886_43/http%3B/content.etk.fi%3B7087/publishedcontent/publish/etkfi/fi/uutiset/sopimus_vuoden_2017_ty%C3%B6el%C3%A4keuudistukseksi.pdf

³ OECD 2014. Institutional Investors and Long-term Investment. <http://www.oecd.org/finance/OECD-LTI-project.pdf>

joiden eläkevaroista vain alle prosentti oli sijoitettu infrastruktuurihankkeisiin vuonna 2012 (OECD 2014, 14).

5.4 Sijoitusten alueellinen jakautuminen eri maissa

Nykyään sijoituksia hajautetaan merkittävässä määrin ulkomaille eläkeyhtiöiden ja -rahastojen riskinkantokyvyn lisäämiseksi. Sorsan (2012) mukaan vielä kaksi vuosikymmentä sitten ulkomaisiin sijoituksiin suhtauduttiin skeptisesti muun muassa valuutta- ja likviditeettirisikien takia. Eurooppalaiset eläkesijoittajat erosivat toisistaan merkittävästi toisaalta eri maiden tarjoamien sijoitusmahdollisuuksien ja toisaalta paikallisten rahoitussektorien hallitsevien toimijoiden ja toimintatapojen mukaisesti. Perinteisesti eläkerahaa sijoitettiin kotimaisiin joukkovelkakirjoihin, koska sijoittaminen osakkeisiin ja muihin arvopapereihin oli hankalaa verotuksen, historiallisiin arvostuksiin perustuvan kirjanpidon, tiukkojen sijoitussääntöjen ja huonojen aiempien kokemusten takia (ks. myös Davis 2002; Harrison 1997).

EU:n lainsäädäntökehitys on yhtenäistänyt Euroopan maiden sijoitussääntöjä. Yhtenä keskeisenä tekijänä on Euroopan rahaliitto EMU, joka on poistanut euroalueen sisäiset valuuttariskit. Lisäksi kansainvälisten järjestöjen, kuten OECD:n toimesta sijoitustoiminnan sääntelyä on maailmanlaajuisesti yhdenmukaistettu ja sijoittamisen esteitä vähennetty (STM 2010). Näin ulkomaille sijoittamisen edellytyksiä on viime vuosikymmenten aikana lisätty myös ylikansallisten sääntelytoimien ja yhteisten rakenteiden kehittämisen kautta.

Suomessa sijoitustoiminnan kansainvälistyminen on ollut erityisen merkittävää sillä työeläkelaitosten takaisinlainaus oli eläkevarojen suurin sijoitusmuoto vielä 1990-luvulle tultaessa. Työeläkeyhtiöt alkoivat 1990-luvun lopun työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskevien sääntöjen muutosten voimaantultua suunnata sijoituksiaan yrityksille myönnettyistä takaisinlainoista osakesijoituksiin sekä Suomessa että ulkomailla. Muut laitokset seurasivat perässä nopeassa tahdissa 2000-luvun alkuvuosina. Sorsa (2010, 151–159) luonnehtiikin vuoden 1997 jälkeistä vuosikymmentä perustavanlaatuisesti suunnanmuutokseksi kansantalouden kehityksen tukemisesta ammattimaiseen, kansainväliseen sijoitusten hoitoon.

Eläkevaroihin on liitetty usein myös toiveita työllisyyden ja talouskasvun turvaamisesta suuntaamalla sijoituksia kotimaahan. Erityisesti puskurirahastoihin voidaan ajatella liittyvän yhteiskuntapoliittisia tavoitteita. OECD (2013) on kuitenkin eläkerahastojen sijoitustoimintaa koskevassa raportissaan havainnut, että puskurirahastojen ja yksityisten toimijoiden sijoitusallokaatioiden välillä ei ole merkittäviä eroja tämän suhteen. Tässäkin selvityksessä Norjan ja Ruotsin puskurirahastojen portfolioiden tarkastelu osoittaa, että sijoituspäätökset tehdään kuitenkin ensisijaisesti työeläkkeiden rahoittamisen ja riskien hajauttamisen eikä yhteiskuntapoliittisten tavoitteiden näkökulmasta. Norjan kansainvälisen eläkerahaston ominaispiirre on, että sen on ohjesäännön mukaisesti sijoitettava koko sijoitusvarallisuus ulkomaille. Ruotsin hallitus on toukokuussa 2014 julkaisemassa AP-puskurirahastojen vuosiselvityksessään kiinnittänyt huomiota osakesijoitusten globaalia viiteindeksiä (MSCI World) suuremmasta kotimaapainotteisuudesta, vaikka rahastojen sijoitusjakaumassa kotimaan osakepaino oli vain 14 prosenttia vuonna 2013.⁴ Ruotsin hallituksen mukaan riskien

⁴ Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2013. Skr. 2013/14:130. <http://www.regeringen.se/sb/d/18210/a/241150>; IPE, Investment & Pensions Europe. 29.5.2014. Swedish government calls on AP funds to justify domestic investment bias <http://www.ipe.com/10001954.article>

hajauttamisen kannalta tilanne ei ole optimaalinen. Toisaalta kotimaan suurempaa osuutta on puoltanut se, että Ruotsin osakemarkkinoilta saatu keskimääräinen vuosituotto (8 %) on ollut viiteindeksiä (1,6 %) selvästi parempi vuosien 2001–2013 aikana.

Selvityksen muista esimerkkitoimijoista erityisen paljon kotimaahan ovat sijoittaneet Ruotsin työmarkkinaeläkkeitä hoitavat Alecta ja AMF, joiden kotimaan sijoitukset muodostivat jopa 60 prosenttia koko sijoitusvarallisuudesta. Myös brittien BT ja USS -eläkerahastot sijoittivat lähes 50 prosenttia kotimaahan. Osuus oli hieman suurempi kuin Suomen yksityisalojen eläkevakuuttajilla (n. 30–40 %). Tanskan Industriens Pension ja Suomen julkisalojen eläkevakuuttajat sijoittuvat vertailujoukon keskivaiheille 20–30 prosentin kotimaisuusasteella. Alankomaiden toimijoiden kotimaan sijoitukset olivat vertailujoukon matalimmat 10–20 prosentin osuudella.

On myös huomioitava, että ulkomaille sijoittamiseen vaikuttaa itsessään jo varojen koko suhteessa maan kansantalouteen. Norjan valtion eläkerahaston (GPF) koko on kasvanut yli 170 prosenttiin suhteessa BKT:hen ja myös Alankomaissa eläkerahastoihin on kertynyt varoja yli 150 prosenttia BKT:sta. Näiden varojen sijoittaminen kotimaan markkinoille olisi huomattavan haasteellista ja todennäköisesti riskialtista sekä kansantaloudellisesti jopa haitallista.

Suomessa työeläkelaitosten kotimaisten sijoitusten osuuden voidaan katsoa olevan talouden kokoon nähden melko korkea. Ne ovat kokonaisuutena noin kolmannes sijoitetusta varallisuudesta. Osuus on kuitenkin pienempi kuin mitä OECD:n (2013) eri maiden suuria yksityisiä eläkerahastoja ja puskurirahastoja koskevassa otoksessa, jossa keskimääräinen rahasto sijoitti 39,5 prosenttia varoistaan ulkomaille vuonna 2012.

5.5 Esimerkkitoimijoiden sijoitustuottovertailu

Tuottovertailu suomalaisten eläkevakuuttajaryhmien ja selvityksessä mukana olevien yksittäisten suurten ulkomaisten eläkelaitosten kesken osoittaa, että Suomen eläkevarojen keskimääräiset toimijaryhmätason tuotot jäävät eri tarkastelujaksoilla vertailujoukon keskitasolle tai heikompaan päähän. Keskimääräiset, vuotuiset reaalitytuotot vaihtelivat Ison-Britannian BT:n 4,8 prosentista Norjan valtion eläkerahaston 10,2 prosenttiin vuosina 2009–2013. Suomen julkisalojen eläkevakuuttajien vastaava tuotto oli 7,3 prosenttia ja yksityisalojen eläkevakuuttajien puolestaan 5,6 prosenttia. Julkisalojen eläkevakuuttajien ryhmän sisällä eri toimijoiden vastaavat tuotot vaihtelivat 4,3 prosentin ja 7,9 prosentin välillä ja yksityisalojen eläkevakuuttajien suurimpien toimijoiden osalta 3,3 prosentin ja 6,0 prosentin välillä. Vuotta lyhyemmällä ajanjaksolla eli 2009–2012 OECD-maiden yksityisten eläkevarojen keskimääräinen vuotuinen reaalitytuotto oli 3,1 prosenttia. Tässä selvityksessä tarkastellut toimijat ja toimijaryhmät kuuluvat eläkesijoittajien parhaimmiston: keskimääräiset, vuotuiset reaalitytuotot löytyvät 1,7–7,1 prosenttiyksikköä korkeammilta tasoilta kuin OECD-maiden keskiarvotuotto.

Kymmenen vuoden ajanjaksolla (2004–2013) tulokset ovat samansuuntaisia kuin viiden vuoden ajanjaksolla. Vuosien 2004–2013 keskimääräiset, vuotuiset reaalitytuotot vaihtelivat Suomen yksityisalojen eläkevakuuttajien 3,4 prosentista (suurimpien toimijoiden tuotovaihteluväli 2,0–3,8 prosenttia) Tanskan ATP:n 8,0 prosenttiin. Suomen julkisalojen eläke-

vakuuttajat saavuttivat 4,3 prosentin keskimääräisen reaalityuoton (toimijoiden tuotot vaihtelivat välillä 3,8–7,4 prosenttia). Vuosina 2003–2012 OECD:n keskimääräinen vuotuinen reaalityuotto oli 2,3 prosenttia. Tarkastelun toimijat ja toimijaryhmät ylittivät tämän tuoton 1,1–5,7 prosenttiyksiköllä.

Vastaavanlaiseseen tulokseen päätyi CEM Suomen eläkejärjestelmän kansainvälisessä sijoitusvertailussa, jonka mukaan Suomen eläkevarojen viiden vuoden vuosittainen nettotuotto vuosina 2007–2011 oli 2,5 prosenttia, kun globaalissa isompien rahastojen ryhmässä nettotuottojen mediaani samalla ajanjaksolla oli 3,5 prosenttia. Syynä tähän kansainvälisiä, isompia toimijoita heikompaan menestykseen kyseisellä ajanjaksolla nostettiin esiin Suomen eläkevarojen voimakas painotus kotimaisiin sijoituksiin. Suomi jäi muiden tuottokehityksestä varsinkin vuosina 2010 ja 2011, jolloin suomalaisten osakkeiden painotus oli 17 prosenttia ja Suomen osakemarkkinoilla meni heikosti muihin osakemarkkinoihin verrattuna. (Ambachtscheer 2013, 35, 40.)

ISSA:n Reserve Fund Monitor 2011⁵ -selvityksessä on tarkasteltu sosiaalivakuutusrahastoja ja muita eläkeinstituutioita. Selvityksessä oli mukana 22 eri osallistujaa, toimijoita ja toimijaryhmiä, joista kolme oli Suomen lakisääteisen eläkejärjestelmän vakuuttajaryhmiä (eläkevakuutusyhtiöt, eläkekassat- ja säätiöt sekä julkisalojen eläkevakuuttajat). Selvityksessä tarkasteltiin muun muassa vuosien 2009–2011 tuottokehitystä nimellisten vuosittaisen nettotuottojen avulla. Tällä ajanjaksolla kaikkien suomalaisten eläkevakuuttajaryhmien tuotot olivat selvästi parempia kuin selvitykseen osallistuneiden keskiarvotuotot.

Eri lähteet, vertailut ja selvitykset (OECD, CEM, ISSA ja tämä nyt käsillä oleva selvitys) kertovat oman näkökulmansa eläkesijoittajien kansainväliseen tuottovertailuun. Kun CEM:n tapaan vertailujoukkoa rajoitetaan suurimpiin kansainvälisiin eläkesijoittajiin tai kun tämän selvityksen tapaan vertailujoukkoa rajoitetaan vieläkin suppeammin vain muutamaani suurimpiin pohjois- ja länsieurooppalaisiin eläkesijoittajiin, jäävät suomalaiset työeläkevakuuttajat tuottovertailussa kärjestä jälkeen. Kun asiaa tarkastelee ISSA:n ja varsinkin OECD:n tapaan laajemmin, lisäämällä vertailukohteiden lukumäärää siten, että mukaan otetaan muitakin kuin suurimpia toimijoita ja muualtakin kuin Pohjois-Euroopasta tai sen välittömästä läheisyydestä, niin suomalaisten työeläkevakuuttajien tuotot ovat vertailujen keskiarvotuottoja selvästi korkeampia.

Lopuksi on hyvä nostaa näiden kansainvälisten vertailujen viereen suomalaisten työeläkevakuuttajien toteutuneen tuoton tärkeä kotimainen vertailukohde: Eläketurvakeskuksen peruslaskelman reaalityuotto-olettama 3,5 prosenttia. Tätä reaalityuotto-olettamaa käytetään, kun arvioidaan työeläkemaksun tulevaa kehitystä ja työeläkejärjestelmän rahoitusta pitkällä aikavälillä. Viimeisten 17 vuoden (1997–2013) aikainen tuottokehitys on ollut vahvempaa kuin laskelmissa nykyisin käytetty oletama: Koko toimialan keskimääräinen vuotuinen reaalityuotto on ollut 4,0 prosenttia. Yksitysalojen eläkevakuuttajien osalta vastaava tuotto-prosentti on 3,9 ja julkisalojen eläkevakuuttajien 4,3.

5 ISSA:n Reserve Fund Monitor -selvitykset ovat vain ISSA:n jäsenten käytössä. <http://www.issa.int/resources/reserve-fund-monitor/reports>

LÄHTEET

Davis, E.P. (2002) The European Pension Management Industry. Pensions Institute Discussion Paper PI-0212. <http://www.ephilipdavis.com/eu-pension-management.pdf>

Harrison, D. (1997) Pension provision and fund management in Europe. London: FT Financial Publishing.

OECD (2013) Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds. Report on pension funds' long-term investments. <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/LargestPensionFunds2012Survey.pdf>

OECD (2014) Institutional Investors and Long-term Investment. <http://www.oecd.org/finance/OECD-LTI-project.pdf>

Pykkönen, P. (1996) Suomalaisten vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta. Suomen Pankin keskustelualoitteita. 24/96. http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/tutkimukset/keskustelualoitteet/Documents/DP_24_1996.pdf

Sorsa, V-P. (2010) Pension Fund Capitalism in Europe: Institutional Organization and Governance of Finnish Pension Insurance Companies. University of Oxford. <http://ora.ouls.ox.ac.uk/objects/uuid%3A64a98d6a-92f8-4a7d-a00f-46785162125a/datstreams/THESIS01>

Sorsa, V-P. (2012) Työeläkejärjestelmä ja finanssoitumisen haasteet. Teoksessa: Eläkevalta Suomessa. Johanson Jan-Erik, Lassila Jukka ja Niemelä Heikki (toim.) 2011. Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos ETLA. ETLA B250. <http://www.etla.fi/wp-content/uploads/2012/09/B250.pdf>

STM, Sosiaali- ja terveysministeriö (2010) Yksityisten alojen työeläkejärjestelmän vakavaraisuussääntelyn uudistamista selvittävä laaja-alainen työryhmä. http://www.stm.fi/c/document_library/get_file?folderId=1082856&name=DLFE-11454.pdf

Eläketurvakeskus (ETK) on työeläketurvan kehittämisen ja toimeenpanon lakisääteinen yhteistyöelin ja työeläkkeisiin erikoistunut tietotalo. Eläketurvan arviointia, kehittämistä ja seurantaan varten se tuottaa taustaselvityksiä eläketurvasta ja sen rahoituksesta.

Pensionsskyddscentralen (PSC) är ett lagstadgat samorgan och sakkunnig inom verkställigheten och utvecklingen av arbetspensionsskyddet samt informationen om det. Pensionsskyddscentralen producerar bakgrundsinformation om pensionsskyddet och pensionsfinansieringen för bedömningen, utvecklingen och uppföljningen av arbetspensionsskyddet.

The Finnish Centre for Pensions (ETK) is a statutory cooperation body for the development and implementation of earnings-related pension provision and an expert on pension insurance. For the evaluation, development and monitoring of pension provision, the Centre produces background surveys on pension provision and its funding.



Eläketurvakeskus
PENSIONSSKYDDSCENTRALEN