



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Eerik Hartzell

ESG:n sisällyttäminen työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaan

Käytännön toimenpiteet vastuullisuuden integroinnissa osaksi
sijoitustoimintaa

Laskentatoimen ja rahoituksen yksikkö
Taloustieteen pro gradu -tutkielma
Taloustieteen maisteriohjelma

Vaasa 2022

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen yksikkö**

Tekijä:	Eerik Hartzell		
Tutkielman nimi:	ESG:n sisällyttäminen työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaan: Käytännön toimenpiteet vastuullisuuden integroinnissa osaksi sijoitustoimintaa		
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri		
Oppiaine:	Taloustiede		
Työn ohjaaja:	Petri Kuosmanen		
Valmistumisvuosi:	2022	Sivumäärä:	84

TIIVISTELMÄ:

Työeläkeyhtiöillä on tärkeä rooli suomalaisessa yhteiskunnassa nykyisten ja tulevien ikäpolvien toimeentulon turvaamisessa. Eläkeyhtiöt kantavat näin merkittävää taloudellista vastuuta, johon kuuluu työeläkevarojen tuottava ja turvaava sijoittaminen siten, että sijoitustuotoilla voidaan turvata nykyisten ja tulevien eläkkeiden maksukyky ja toisaalta myös rajata eläkemaksujen korotuspaineita. Tuottavan ja turvaavan sijoitustoiminnan lisäksi sijoitustoiminnassa tulee huomioida myös vastuullisuus. Vastuullisuudesta on viimeisen vuosikymmenen aika noussut kiistaton sijoittamisen megatrendi. Aihe on vaikea tarkasti määritellä ja sitä voi lähestyä hyvin monesta eri tulokulmasta. Selvää on kuitenkin se, että työeläkeyhtiöt suurina institutionaalisina sijoittajina eivät voi väistää aiheen tärkeyttä ja naamioitua vain teorian tasoon ohjeistuksien, periaatteiden ja säännösten taakse. Vastuullisessa sijoittamisessa tarvitaan konkreettisia käytännön toimia, jotta siinä ylipäättään on mielekkyyttä. Tämä tutkielma tarkastelee sitä, miten suomalaiset yksityiset työeläkeyhtiöt käytännön tasolla huomioivat vastuullisuuden osana sijoitustoimintaansa.

Vastuullista sijoittamista on tutkittu paljon ja yleinen konsensus aiheeseen on se, että sillä nähdään olevan positiivinen yhteys sijoitustoiminnan tuottoihin riskienhallinnan näkökulmasta. Vastuullista sijoittamista tutkitaan kuitenkin usein hyvin ylätasolla ja keskitytään lähinnä esittelemään eri näkökulmia aiheesta teoreettisen viitekehyksen kautta. Tässä tutkielmassa keskitytään nimenomaisesti käytännön toimenpiteisiin, joita työeläkeyhtiöt ja niiden sijoitustoiminnan kanalta keskeisimmät sidosryhmät tekevät vastuullisessa sijoittamisessa. Tutkimusaineisto koostuu viidestä teemahaastattelusta työeläkeyhtiöiden asiantuntijoiden, työeläkeyhtiöiden varainhoitajien ja muiden yhteistyökumppaneiden kanssa. Jotta voidaan varmistua siitä, että aiheesta päästään pureutumaan riittävän lähelle päivittäistä käytännön tekemistä ja konkretiaa, haastattelut ovat paras tutkimusmetodi.

Tutkimus tuo esille sen, kuinka moniulotteinen ja haastava aihe vastuullinen sijoittaminen on, kun siihen liittyviä tavoitteita aletaan toteuttaa käytännön tasolla ja joudutaan punnitsemaan konkreettisesti eri toimintavaihtoehtoja. Yksinkertaista ja kaiken kattavaa toimintatapaa ei ole olemassa. Vastuullista sijoittamista ei voida perustaa ainoastaan ulkopuolisten ESG-luokitusten tai poissulkulistojen seuraamiseen, vaan se on laaja aihe, jota tulee aina tarkastella kokonaisuutena. Kaikki vastuullisen sijoittamisen elementit ovat tärkeitä, mutta painotus on silti tällä hetkellä enimmäkseen ympäristöön ja ilmastoon liittyvissä asioissa. Tämä liittyy osaltaan siihen, että käytännön mittaristo sosiaalisen vastuun ja hyvän hallintotavan mittaamiseksi puuttuu tai se on vasta kehittymässä. Hyvä hallintotapa ja sosiaalinen vastuu nähdään myös osin tulevan katetuiksi lainsäädännön ja ohjeistusten noudattamisen kautta, mutta tämä ei toki tarkoita sitä, etteivätkö nämäkin aiheet ansaitsisi merkittävää huomiota.

AVAINSANAT: vastuullinen sijoittaminen, ESG, työeläkeyhtiöt, sijoitustoiminta, eläkejärjestelmä

Sisällys

1	Johdanto	6
2	Vastuullinen sijoittaminen	9
2.1	Vastuullisen sijoittamisen määrittely	9
2.2	Vastuullisen sijoittamisen historiaa	12
2.3	Motiivit vastuulliseen liiketoimintaan ja vastuulliseen sijoittamiseen	15
2.4	Vastuullisen sijoittamisen lähestymistavat	16
2.5	Kritiikkiä	18
2.6	Ukrainan sodan vaikutukset ESG:n näkökulmasta	19
3	Suomalainen eläkejärjestelmä ja eläkevarojen sijoittaminen	20
3.1	Suomalainen eläkejärjestelmä	20
3.1.1	Eläkkeiden kartuttaminen ja rahoitus	22
3.1.2	Suomalaisen eläkejärjestelmän tulevaisuus ja siihen liittyvät haasteet	24
3.2	Eläkevarojen sijoittaminen	25
3.2.1	Eläkelaitosten sijoitusallokaatiot	28
3.2.2	Osakesijoitukset	30
3.2.3	Korkosijoitukset	32
3.2.4	Kiinteistösijoitukset	35
3.2.5	Vaihtoehtoiset sijoitukset	36
3.2.6	Johdannaiset	39
3.2.7	Vastuullisen sijoittamisen merkitys	41
4	Tutkimusaineisto ja analyysi	43
4.1	Tutkimusaineisto	43
4.2	Tutkimuksen metodologia	44
4.3	Teemahaastattelut – käytännön näkökulma vastuulliseen sijoittamiseen	45
4.3.1	Tutkielmaan haastatellut henkilöt	46
4.3.2	Vastuullisen sijoittamisen organisointi työeläkeyhtiöissä ja sijoitustoiminnassa	47

4.3.3	Lähestymistapa vastuulliseen sijoittamiseen, vaikuttaminen ja mahdollinen irtautuminen sijoituskohteesta	49
4.3.4	ESG-luokitukset	53
4.3.5	Läpinäkyvyys	57
4.3.6	Vastuullisen sijoittamisen osa-alueiden painottaminen	60
4.3.7	Passiiviset sijoitukset	63
4.3.8	Venäjään kytkeytyvät sijoitukset ja Ukrainan sodan vaikutukset	64
4.3.9	Suhtautuminen ase- ja puolustusteollisuuteen	66
4.3.10	Vastuullisen sijoittamisen kehittäminen	68
4.4	Tutkimuksen analyysi	70
5	Johtopäätökset	74
	Lähteet	77

Kuviot

Kuvio 1. YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet eli PRI (Principles for Responsible Investment)	18
Kuvio 2. Sijoitusomaisuuden jakautuminen eri sijoituslajeihin	29

Taulukot

Taulukko 1. Tutkielmaan haastatellut asiantuntijat	47
---	----

Lyhenteet

ESG	Environment, Social, and Governance
EU	Euroopan unioni
YK	Yhdistyneet kansakunnat
PRI	Principles for Responsible Investment
UNPRI	United Nations Principles of Responsible Investment

1 Johdanto

Työeläkeyhtiöt ovat merkittäviä institutionaalisia toimijoita suomalaisessa yhteiskunnassa ja niiden toiminnan vaikutukset ulottuvat laaja-alaisesti aina yksilötasolle asti. Työeläkeyhtiöt vastaavat yksityisen sektorin työntekijöiden eläketurvan hoitamisesta ja eläke-etuuksien maksamisesta. Tähän kokonaisuuteen kuuluu tärkeänä osana myös eläkevarojen sijoittaminen. Eläkevarojen tuottava sijoittaminen on elintärkeää eläkejärjestelmän kestävyden kannalta. Eläkevarojen sijoittamista ohjaa Suomen lainsäädäntö, jonka lähtökohta on varojen sijoittaminen tuottavalla ja turvaavalla tavalla. Näiden kahden sijoitustoiminnalle asetetun pääkriteerien lisäksi eläkevarojen sijoittamista on enenevässä määrin viime vuosina ohjannut kolmas hyvin tärkeä kriteeri. Tämä kriteeri on sijoitustoiminnan vastuullisuus.

Vastuullisesta sijoittamisesta on viime vuosina muodostunut yhä tärkeämpi sijoituspäätöksiä ohjaava periaate. Vastuullisesta sijoittamisesta käytetään nykyään jo yleisesti vakiintunutta termiä *ESG*, joka kategorisesti määrittelee vastuullisen sijoittamisen pääosa-alueet. Termillä viitataan ympäristöön (Environment), sosiaaliseen vastuuseen (Social) ja hyvään hallintotapaan (Governance) liittyvien asioiden huomioimiseen osana sijoitustoimintaa. Tänä päivänä instituutiosijoittajien lisäksi myös tavalliset yksityissijoittajat ovat sijoituspäätöksiä tehdessään kiinnostuneita vastuullisuuteen liittyvistä asioista. Vastuullinen sijoittaminen voidaan toisaalta nähdä myös tärkeänä osana sijoitusten riskienhallintaa ja se on siten osaltaan väline eläkevarojen sijoittamisen perusehtojen, eli tuottavuuden ja turvaavuuden saavuttamisessa.

Vastuullinen sijoittaminen on aiheena kuitenkin hyvin moniulotteinen ja sen määrittelyyn on vaikea löytää kaiken kattavaa konsensusta. Landau ja Silvola (2019, s. 17) toteavat vastuullisen sijoittamisen jakavan paljon näkemyksiä eri ihmisten välillä. Osa näkee sen mahdollisuutena, joka voi johtaa parempiin tuottoihin pitkällä aikavälillä ja samalla mahdollisuutena parantaa maailmaa. Osa taas näkee vastuullisen sijoittamisen vaihtoehtona, jonka hintana on ainakin osittainen sijoitustoiminnan tuottojen heikentyminen. Transiitio

kohti valtavirtaistuvaa vastuullisen sijoittamisen aikakautta on kuitenkin tällä hetkellä hyvässä vauhdissa ja valtaosa institutionaalisista sijoittajista näkee vastuullisen sijoittamisen houkuttelevana. Hirske ja muut (2012, s. 53–57) ovat tutkineet pohjoismaisten eläkesijoittajien suhtautumista vastuullisen sijoittamiseen. Tämän tutkimuksen mukaan suomalaiset eläkesijoittajat ovat suhteutuneet vastuulliseen sijoittamiseen positiivisesti ja vastaanottavalla asenteella. Eläkesijoittajat eivät myös koe vastuullisen sijoittamisen huonontavan sijoitustoiminnan tuottoja.

Vastuullisuus sijoitustoiminnassa on kuitenkin käsitteenä laaja-alainen ja haastava ja se voidaan määritellä monin eri tavoin. Tämä ilmenee myös konkreettisesti työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa ja heijastuu muun muassa siihen, että päätöksentekijän täytyy olla valmis kyseenalaistamaan ja katsomaan asioita kriittisestä näkökulmasta, jotta vastuullisella sijoitustoiminnalla voidaan saavuttaa myös hyviä sijoitustuottoja. Puttonen ja Puttonen (2021) ovat tutkineet vastuullista sijoittamista teoriassa ja käytännössä ja he katsovat, että yksinkertaisia ratkaisuja vastuulliseen sijoittamiseen ei ole olemassa, vaan aihe on vaikea ja täynnä avoinna olevia kysymyksiä.

Tämän tutkimuksen tavoitteena on selvittää yksityisten työeläkeyhtiöiden vastuullista sijoittamista käytännössä. Tutkimus pyrkii esittelemään ne käytännön toimintatavat, näkemykset ja haasteet, joita vastuulliseen sijoittamiseen liittyy. Tutkimusaineisto koostuu teemahaastatteluista, joiden avulla pyritään antamaan totuudenmukainen näkökulma eläkevarojen vastuulliseen sijoittamiseen käytännön tasolla. Haastatellut henkilöt työskentelevät eläkelaitoksissa, varainhoitoyhtiöissä ja pankeissa. Haastateltujen henkilöiden erilaiset taustat ja tehtävät mahdollistavat laajan näkökulman eläkevarojen vastuullisen sijoittamisen kenttään.

Tutkielman teoriaosuudessa käydään läpi vastuullisen sijoittamisen määritelmää, siihen liittyviä lähestymistapoja ja sitä koskevaa kritiikkiä. Teoriaosiossa käsitellään myös Suomen eläkejärjestelmän toimintaa, eläkevarojen sijoittamista eri omaisuusluokissa ja jär-

jestelmän kestävyysliittymiä tulevaisuuden haasteita. Teoriaosuuden jälkeen tutkielma etenee tutkimusaineiston läpikäyntiin ja sen analysointiin. Johtopäätökset vetävät yhteen tutkimuksen havainnot ja päätelmät sekä esittävät idean jatkotutkimuksia varten.

2 Vastuullinen sijoittaminen

2.1 Vastuullisen sijoittamisen määrittely

Vastuullisuuden merkitys ja sen huomioon ottaminen osana kestäväää liiketoimintaa on kasvanut merkittävästi viime vuosikymmeninä. Vastuullista liiketoimintaa edellytetään nykyään hyvin laaja-alaisesti yrityksen eri sidosryhmien taholta ja aihe on nostanut esille paljon keskustelua etenkin institutionaalisten sijoittajien keskuudessa. Sijoittajat ovat yksi yrityksen keskeisimpiä sidosryhmiä, joiden sijoitusratkaisuihin yhä enenevässä määrin vaikuttaa se, miten yhtiöt huomioivat vastuullisuuteen liittyvät tekijät liiketoiminnassaan. Muutkin finanssimarkkinoiden eri toimijat ovatkin viime vuosikymmeninä kasvavissa määrin asteittain omaksuneet vastuullisuuteen liittyvät kysymykset ottamalla sijoituspäätöksenteossään huomioon ei-taloudelliset ominaisuudet, joista käytetään yleisesti nimitystä *ESG-kriteerit* (Environmental, Social, and Governance) (Badia ja muut, 2020, s. 2751).

Vastuullinen sijoittaminen voidaan määritellä ympäristöön, sosiaaliseen vastuuseen ja hallintotapaan liittyvien asioiden huomioimisena osana sijoitustoimintaa. Näistä kolmesta kokonaisuudesta käytetään yleisimmin termiä *ESG*. Toinen vastuulliseen sijoittamiseen usein liitetty termi on *SRI*, joka tulee englannin kielen sanoista *Social, Responsible ja Investing*. (Berry ja Junkus, 2020, s. 707; Finsif, 2022, s. 4). *ESG:n* ja *SRI:n* lisäksi on esitetty vielä kolmas vastuullista sijoittamista kuvaava termi, eli *CSR*. Termi tulee englannin kielen sanoista *Corporate, Social ja Responsibility*. *CSR*-termi voidaan suomentaa tarkoittamaan yrityksen yhteiskuntavastuuta ja on usein vapaammin ymmärrettävä, sillä se pohjautuu yrityksen vastuullisuuden itsesääntelyyn, eli yleensä yrityksen imagon parantamiseksi. (Puttonen & Puttonen, 2021, s. 13)

On vaikea yleisluontoisesti kuvailla mitä *ESG*, *SRI* ja *CSR* tarkoittavat yksittäiselle sijoittajalle ja miten ne ohjaavat sijoittajan toimintaa. Vastuullisessa sijoittamisessa ei ole yhtä oikeaa toimintatapaa, vaan jokainen sijoittaja määrittelee itse oman lähestymistapansa aiheeseen. Lähestymistapoja vastuulliseen sijoittamiseen on useita ja jokainen sijoittaja

valitsee itselleen parhaiten sopivat toimintaperiaatteet. (Berry ja Junkus, 2020, s. 707; Finsif, 2022, s. 4). Vastuullinen sijoittaminen jakaa ihmisten mielipiteitä ja suhtautumista aiheeseen. Toiset näkevät sen tuottotavoitetta madaltavana ideologiana, kun taas toiset näkevät sen taloudellisesti kannattavana toimintana. Tässä vastakkainasettelussa siirtymässä kohti taloudellisesti tuottavaa vastuullista sijoittamista ja tutkimusten mukaan vastuullinen sijoittaminen valtavirtaistuu. (Silvola & Landau, 2019, s. 17)

Kansainväliset normit ja periaatteet ovat huomattavissa määrin ohjanneet vastuullista sijoittamista ja sen kehitystä. Vuonna 2016 julkistetut vastuullisen sijoittamisen periaatteet PRI (Principles for Responsible Investment) ovat merkittävästi vaikuttaneet etenkin instituutiosijoittajien lähestymistapaan vastuulliseen sijoittamiseen liittyen. (Finsif, 2022, s. 4). YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteiden lisäksi myös monet muut globaalit viitekehukset yhdenmukaistavat ja edistävät vastuullisen sijoittamisen käytänteitä. Näistä keskeisimpiä ovat muun muassa YK:n kestävän kehityksen tavoitteet (SDG, Sustainable Development Goals), YK:n ympäristöohjelma ja Global Compact -aloite. (Silvola & Landau, 2019, s.26–27). Myös lainsäädännöllä on jo pidemmän aikaa ollut keskeinen rooli vastuullisessa sijoittamisessa pitkälti muun muassa ympäristöä koskevan sääntelyn kautta, jonka avulla on pyritty vaikuttamaan suoraan yhtiöiden toimintatapoihin (Landier & Lovo, 2020, s. 2). Vastuullisen sijoittamisen sääntelyä on asetettu myös Euroopan unionin tasolta. Maaliskuussa 2021 astui voimaan kestävän rahoituksen tiedonantoasetus SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation), jonka avulla pyritään yhdenmukaistamaan raportointiin liittyviä velvollisuuksia ja ehkäisemään viherpesua. (Bengo ja muut, 2021, s. 1)

Regulaatiosta lähtevien tekijöiden lisäksi yrityksiä ajaa tänä päivänä kohti vastuullista liiketoimintaa myös taloudelliset tekijät. Esimerkiksi edullisemmat vieraanpääoman kustannukset vastuullisesti toimiville yrityksille ovat ohjanneet monia yrityksiä kohti vastuullisempaa toimintaa ja näin ollen myös taloudellinen intressi on ilmeinen. (Landier & Lovo, 2020, s. 2)

Termillä ESG (Environmental, Social, Corporate Governance) siis viitataan ympäristön, sosiaaliseen vastuun ja hallintotapa-asioiden huomioimiseen osana sijoitustoimintaa (Finsif, 2022, s. 4). Termit *ESG* ja *vastuullinen sijoittaminen* voidaan katsoa syntyneen vuonna 2006 YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteiden julkistamisen myötä. Tänä päivänä lähes koko vastuullisen sijoittamisen markkina toimii ESG-termin perusteella. (Hyrskke ja muut, 2012, s. 26; Puttonen T & Puttonen V., 2021, s. 7). ESG-tekijöiden huomioimisella pyritään kattavasti arvioimaan sijoituskohteisiin liittyviä riskejä ja mahdollisuuksia ympäristön, sosiaalisen vastuun sekä hallintotavan näkökulmasta (Silvola & Landau, 2019, s. 33).

Environmental, eli ympäristöön liittyviä tekijöitä voidaan ESG-analyysissä ottaa huomioon tarkastelemalla ympäristövaikutuksia, jotka liittyvät muun muassa ilmastonmuutokseen, energiatehokkuuteen, päästöihin, luonnon monimuotoisuuteen, kiertotalouteen ja erilaisiin ympäristöohjelmiin (Finsif, 2022, s. 4; Silvola & Landau, 2019, s. 18). On tutkittu, että huolellisella ympäristöasioiden ESG-analyysillä voidaan parantaa sijoituksen tuotto-riskisuhdetta, sillä yhtiöiden arvostukset eivät usein täysin heijasta ympäristöön liittyviä riskitekijöitä (Landier & Lovo, 2020, s. 5). Etenkin ympäristöön (Environmental) liittyvien tekijöiden laadukkaalla huomioimisella on nähty olevan erityisen suuri positiivinen korrelaatio muun muassa yritysten rahoituskustannusten kanssa ja tämä myös tukee käsitystä siitä, että ympäristöasioiden tehokas huomioonottaminen ESG-analyysissä voi tarjota houkuttelevaa tuotto-riskisuhdetta sijoittajalle (Fulton ja muut, 2012, s. 27).

Social, eli sosiaaliseen vastuuseen liittyvät tekijät ovat yksi kolmesta ESG-analyysin pääkomponenteista. Sosiaalista vastuuta voidaan tarkastella muun muassa huomioimalla yleiset ihmisoikeudet, henkilöstöpolitiikka, työelämän oikeudet, tuotevastuu ja lasten oikeudet (Finsif, 2022, s. 4; Silvola & Landau, 2019, s. 18). Tähän voidaan vielä lisätä keskeisinä osa-alueina mukaan muun muassa yksityisyyden suoja, terveys, turvallisuus ja koulutus (Zaccone & Pedrini, 2020, s. 2). Sosiaalisen vastuun merkitys on noussut 2000-luvun alkupuolelta lähtien keskeiseksi aiheeksi niin yritys-elämän kuin myös akateemisten

tutkijoidenkin keskuudessa. Sosiaalinen vastuu on konkretisoitunut etenkin kansainvälisen kaupan kasvun myötä. Keskusteluja on käyty muun muassa kehitysmaiden työntekijöiden oikeuksien osalta. (Sorsa, 2010, s. 22)

Governance, eli suomennettuna hyvä hallintotapa, on viimeinen ESG-analyysissä tarkasteltavista pääkäsitteistä. Hyvää hallintotapaa voidaan analysoida muun muassa tarkastelemalla korruption ja lahjonnan vastaista toimintaa, yhtiön hallituksen valintaa, koostumusta ja riippumattomuutta, toimitusjohtajan ja muun johdon toimintaa, palkitsemispolitiikkaa ja verojenmaksua (Finsif, 2022, s. 4; Silvola & Landau, 2019, s. 18). Khan´n (2019, s. 104) mukaan hyvä hallintotapa on keskeisessä roolissa pääoman tehokkaassa allokoinnissa sekä toisaalta myös pääoman kasvussa, ja nämä molemmat ovat puolestaan elintärkeitä edellytyksiä yritysten kestäväälle kasvulle pitkällä aikavälillä. Kestävä kasvu luo myös perustan korkealla työllisyydelle, kestäväälle verojenmaksulle, sijoittajien saamalle tuotolle ja yhteiskuntien kehitykselle. Hallintotavalla on täten huomattava merkitystä jokaiselle yrityksen sidosryhmille ja sen laiminlyöminen voi tulla yrityksen sidosryhmille, mukaan lukien sijoittajille, hyvin kalliiksi. Hyvään hallintotapaan liittyvillä tekijöillä on nähty esimerkiksi jo 2000-luvun alusta lähtien olevan positiivinen yhteys matalampiin pääomakustannuksiin yrityksissä (Fulton ja muut, 2012, s. 34).

2.2 Vastuullisen sijoittamisen historiaa

Vastuullisen sijoittamisen historian voidaan katsoa varhaisimmallaan alkaneen jo 1500-luvulta. Tällöin puhuttiin kuitenkin vielä eettisestä sijoittamisesta vastuullisen sijoittamisen sijaan, ja ensimmäisinä eettisinä sijoittajina voidaan pitää kveekareita, jotka jo 1600-luvulla vastustivat orjuutta muun muassa välttämällä sokerin käyttöä. 1800-luvulle tultaessa he vastustivat alkoholia ja aseteollisuutta. Myös kirkolla oli tässä varhainen rooli, joka näkyi muun muassa uhkapelaamisen, tupakan ja alkoholituotteiden vastustamisena. (Fulton ja muut, 2012, s. 20; Hyske ja muut, 2012, s. 17)

Vastuullisuuteen liittyvien tekijöiden arviointia sijoituskohteita valittaessa on siis tehty jo yli 100 vuoden ajan. Aluksi puhuttiin eettisestä sijoittamisesta (Ethical Investing) ja se oli pitkälti arvoihin ohjautunutta ja ajatuksena oli myös se, että sijoitusten tulee olla linjassa uskonnollisten vakaumusten kanssa. Tähän aikaan kuului tiettyjen toimialojen ja yhtiöiden poissulkeminen, eettisen sijoittamisen toteuttamistapana. Nykyisen modernin vastuullisen sijoittamisen (SRI) ajan juuret voidaan katsoa ulottuvan karkeasti 1960-luvulle. Vastuullinen sijoittaminen oli pitkälti 1990-luvun puoliväliin asti vahvasti arvopohjaisiin valintoihin perustuvaa ja sijoittajat toteuttivat vastuullisuusstrategiaansa lähinnä poissulkemalla tiettyjä toimialoja ja yhtiöitä. Ensimmäisenä konkreettisenä poissulkemisen symbolina pidettiin Vietnamin sodan huippuhetkinä perustettua maailman ensimmäistä vastuullisen sijoittamisen rahastoa PAX World Fundia. Rahasto tarjosi vaihtoehtoisen sijoitusratkaisun niille, jotka vastustivat sotaa ja eivät halunneet täten sijoittaa ydinase- ja muuhun asetuotantoon. (Fowler & Hope, 2007, s. 243; Fulton ja muut, 2012, s. 20)

Vastuullisen sijoittamisen (SRI) kehitys voimistui 1970- ja 1980-luvuilla erityisesti Yhdysvalloissa, jolloin havaittiin ei-taloudellisten tekijöiden, kuten ympäristöön ja sosiaaliseen vastuuseen liittyvien tekijöiden positiivinen vaikutus myös taloudelliseen menestykseen. Ajatus tästä levisi ympäri maailman 1980-luvun lopulla. (Bengtsson, 2007, s. 969). Vastuullisen sijoittamisen huomio alkoi 1990-luvun loppupuolella kääntyä eettisten arvojen korostamisesta yhä vahvemmin ympäristöön, sosiaaliseen vastuuseen ja hyvään hallintotapaan liittyvien asioiden integroimiseen osaksi sijoitusprosessia. Sijoitusprosessiin integroinnin myötä vastuullisuus alettiin nähdä keskeisenä vaikuttavana tekijänä myös sijoitustoiminnan tuottojen kannalta. Syntyi sijoitusstrategia, joka oli yhdistelmä poissulkemista (Negative Screening) sekä tuotto- ja riskisuhdetta korostavaa lähestymistapaa (Positive Screening). (Fulton ja muut, 2012, s.20)

Hyvän hallintotavan (Corporate Governance) merkitys osana sijoitusprosessia kasvoi huomattavasti 2000-luvun alkupuolella. Hyvä hallintotapa ja sen huomioiminen osana sijoitustoimintaa, haluttiin ottaa entistä vahvemmin osaksi sijoitusprosessia, taloudellisten näkökohtien, ympäristö asioiden ja sosiaalisen vastuun rinnalle. (Fulton ja muut,

2021, s. 21). Pohjoismaissa 2000-luvun alkupuolella SRI alkoi valtavirtaistua vähitellen ja finanssitoimialan edelläkävijät alkoivat sisällyttää SRI-periaatteita laajemmin sijoitusprosesseihinsa. Esimerkkinä voidaan pitää muun muassa norjalaista finanssiorganisaatio Storebrandia, joka vuonna 2001 sisällytti SRI-periaatteet osaksi kaikkia osakesijoituksiin ja vuonna 2005 laajensi SRI:n kattamaan laajasti kaikki omaisuusluokat. (Bengtsson, 2007, s. 975)

Vuonna 2006 muodostetut YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet ovat vauhdittaneet vastuullisen sijoittamisen merkityksen kasvua huomattavasti, sillä nämä periaatteet toivat esille käsitteen ESG, johon lähes koko vastuullisen sijoittamisen toimintakenttä pohjautuu nykyään. (Finsif, 2022, s. 4; Puttonen & Puttonen, 2021, s. 7). Itse asiassa vasta vuoden 2006 jälkeen Suomessa on alettu puhua vastuullisesta sijoittamisesta, sillä tätä ennen sijoittajat puhuivat lähinnä eettisestä sijoittamisesta, vaikka toiminta ei välttämättä aina ollut linjassa eettisen sijoittamisen kriteeristön kanssa (Hyrskke ja muut, 2012, s. 21).

Viimeisen kymmenen vuoden aikana vastuullinen sijoittaminen on ottanut valtavan edistysaskelen. Kehitystä ovat vauhdittaneet Suomessa monet kansalliset ja kansainväliset direktiivit, normistot ja osaltaan myös lainsäädäntö. Näistä keskeisimpiä ovat muun muassa EU:n direktiivi (2014/95/EU) ei-taloudellisen tiedon raportoinnista, YK:n ja OECD:n periaatteet kestävästä liiketoiminnasta, Arvopaperimarkkinayhdistyksen vuonna 2015 päivittämä hallinnointikoodi listayhtiöille ja valtioneuvoston omistajaohjauspolitiikkaa koskeva periaatepäätös vuonna 2016. (Finsif, 2022, s. 9)

Vastuullisen sijoittamisen suosion kasvu on ollut erityisen vahvaa viimeisen viiden vuoden aikana ja kasvun uskotaan pysyvän nopeana myös jatkossa. Vuonna 2016 arvioitiin ammattimaisten sijoittajien globaalisti hallinnoimista varoista 26 % olevan sijoitetun jonkin vastuullisuusstrategian mukaisesti. Deutsche Bankin arvion mukaan vuonna 2020 vastaava osuus oli jo yli 50 % ja ennuste vuodelle 2035 on 95 %. (Silvola & Landau, 2019, s. 19). Kansainvälinen sijoitusalan ammattilaisten yhteisö CFA Institute julkaisi vuonna

2020 raportin *Future of Sustainability in Investment Management: From Ideas to Reality*, jonka mukaan enää vain 15 % tutkimuksessa laajalla otannalla tutkituista sijoittajista ei ota millään tavalla ESG-asioita huomioon sijoituspäätöksissään (Puttonen & Puttonen, 2021, s. 8).

Pohjoismaissa 2000-luvun alkupuolella finanssitoimialan edelläkävijät alkoivat sisällyttää SRI-periaatteita laajemmin sijoitusprosesseihinsa. Esimerkkinä voidaan pitää muun muassa norjalaista finanssiorganisaatio Storebrandia, joka vuonna 2001 sisällytti SRI-periaatteet osaksi kaikkia osakesijoituksiaan ja vuonna 2005 laajensi SRI:n kattamaan laajasti kaikki omaisuusluokat. (Bengtsson, 2007, s. 975)

Vastuullisen sijoittamisen historiassa Suomessa keskeinen merkkipaalu on kiistatta FIN-SIFin (Finland's Sustainable Investment Forum) perustaminen vuonna 2010 (Hyrskel ja muut, 2012, s. 30). Finsif on sijoittajia, varainhoitajia ja muita alan organisaatioita palveleva yleishyödyllinen yhdistys, jonka missiona on edistää vastuullista sijoittamista Suomessa (Puttonen & Puttonen, 2021, s. 7).

2.3 Motiivit vastuulliseen liiketoimintaan ja vastuulliseen sijoittamiseen

Viime vuosikymmenten aikana sijoitustoiminnan tarkoitusperää on täydennetty vastuullisuutta korostavilla tekijöillä. Sitä ei niinkään siis ole korvattu taloudellista näkökulmaa edustavien tekijöiden kustannuksella. (Väänänen, 2021, s. 299). Usein sijoittajalla voi olla erilaisia ja usein myös rinnakkaisia motiiveja sijoittaa vastuullisesti. Vastuullisen sijoittamisen motiivit ovat yleensä kiinteästi yhteydessä toisiinsa ja muodostavat täten kokonaisuuden, joiden vuorovaikutusta sijoittaja joutuu myös punnitsemaan. Vastuullisen sijoittamisen motiiveihin vaikuttavat erityisesti sijoittajan arvomaailma, tuottotekijät sekä toimintaympäristö. (Hyrskel ja muut, 2012, s. 33–35)

Osa sijoittajista kuitenkin näkee ESG-tekijöiden sisällyttämisen sijoitusprosessiinsa tärkeänä osana parempien tuottojen tavoittelussa. Tällä on myös tärkeä merkitys sijoitus-toiminnan riskienhallinnan näkökannalta. Toisille sijoittajille taas motiivina saattaa olla aidosti kontribuoida vastuullisuuteen liittyvissä asioissa, välittämättä niinkään taloudellista näkökohdista. (Camilleri, 2020, s. 416). Tänä päivänä on kuitenkin laajasti tiedostettua, että ei-taloudellisten näkökohtien huomioon ottaminen voi usein vaikuttaa positiivisesti yhtiön pitkän aikavälin tuloksentelekykyyn (Väänänen, 2021, s. 299). Hyske ja muut (2012, s. 20) esittävät, että vastuulliselle sijoittajalle ESG-asiat ovat vain yksi tekijä osana sijoitusprosessia. Vastuullinen sijoittaminen ei ole sijoittajan harjoittamaa hyvän-
tekeväisyyttä, vaan kaiken toiminnan perustana on tuotto ja hyvä riskienhallinta.

Suurilla institutionaalisilla sijoittajilla ja sijoittajien varoja hoitavilla varainhoitajilla on nykyään kasvava paine vastata eri sidosryhmiltä tulleisiin kysymyksiin sijoitusten vastuullisuudesta. Tämä kehitys on johtanut myös yritysten raportointivaateiden huomattavaan kasvuun, jotta sijoittajat pystyvät ymmärtämään yhtiöiden vastuullisuuteen liittyvää toimintaa riittävällä tavalla. (Puttonen T. ja Puttonen V., 2021, s. 10)

2.4 Vastuullisen sijoittamisen lähestymistavat

Arkikielessä vastuullinen sijoittaminen ja eettinen sijoittaminen usein sekoitetaan toisiinsa. Nämä tarkoittavat kuitenkin eri asioita ja eroja on muun muassa sijoitusfilosofian, käytettävien menetelmien ja tuoton suhteen. Eettinen sijoittaminen on vähentänyt suosiotaan, kun taas vastuullinen sijoittaminen on valtavirtaistunut. (Silvola & Landau, 2019, s. 32)

Eettinen sijoittaja on tyypillisesti valmis jopa tinkimään sijoitustoiminnan tuotto-odotuksesta oman arvopohjaisen sijoittamisen kustannuksella (Silvola & Landau, 2019, s. 32). Eettisessä sijoittamisessa arvot ohjaavat sijoitustoimintaa ja tuotot ovat toissijaisia. Tästä huolimatta kyse ei kuitenkaan ole hyväntekeväisyydestä, vaan sijoitustoiminnalla hae-

taan myös tuottoja tässä yhteydessä. Eettisen sijoittamisen tärkeimpänä työkaluna pidetään tiettyjen toimialojen ja yhtiöiden poissulkemista sijoitusuniversumista (negative screening). (Hyrskke ja muut, 2012, s. 17). Eettisessä sijoittamisessa sijoittajalle keskeistä on se, että hän voi sijoittaa varansa hyvällä omatunnolla. Vastuullisessa sijoittamisessa puolestaan sijoittaja ottaa huomioon ESG-tekijät ja arvioi kokonaisvaltaisesti kansainväliseen normistoon ja viitekehykseen peilaten ESG-tekijöistä aiheutuvia uhkia ja mahdollisuuksia. (Silvola & Landau, 2019, s. 32–34)

Vastuullinen sijoittaminen on hyvin laaja toimintakenttä, johon kuuluu useita erilaisia lähestymistapoja, menetelmiä ja tavoitteita, riippuen kunkin sijoittajan omista henkilökohtaisista preferensseistä ja arvoista. Ylätasolla voimme tunnistaa ESG-sijoittamisessa kolme eri lähestymistapaa. Ensimmäinen on *ESG-integraatio*, jossa tavoitteena on ESG:n integroimisen avulla osaksi sijoitusprosessia parantaa salkun tuotto-riski-ominaisuuksia. Toinen keskeinen lähestymistapa on *poissulkeminen*, jossa sijoittaja sulkee sijoitusuniversumistaan kokonaan pois tiettyjä sijoituskohteita ja pyrkii sijoitusten osalta harmoniaan kansainvälisten normien ja arvojen kanssa. Kolmantena keskeisenä lähestymistapana voimme tunnistaa *vaikuttavuussijoittamisen* ja *aktiivisen omistajuuden*, jossa tavoitteena on sijoitustoiminnan avulla vaikuttaa yhteiskuntaan ja ympäristöön liittyviin asioihin, kuten esimerkiksi hiilidioksidipäästöjen vähentämiseen aktiivisella omistamisella. (Giese ja muut, 2019, s.1; Silvola & Landau, 2019, s. 33–38)

- **Principle 1:** We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes.
- **Principle 2:** We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices.
- **Principle 3:** We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest.
- **Principle 4:** We will promote acceptance and implementation of the Principles within the investment industry.
- **Principle 5:** We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles.
- **Principle 6:** We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles.

Kuvio 1. YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet eli PRI (Principles for Responsible Investment) (UNPRI, 2022).

YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet ohjaavat sijoittajia sijoituspäätösten vastuullisessa tekemisessä. Sijoittajan allekirjoittaessa nämä periaatteet, sijoittaja sitoutuu myös noudattamaan niitä kaikessa sijoitustoiminnassaan. Kuusi periaatetta perustuu pääasiassa ESG-ongelmiin ja niiden ratkaisemiseen vastuullisen sijoittamisen avulla. Esi-tetyistä periaatteista ensimmäiset kolme edellyttävät sijoittajaa sitoutumaan erilaisiin ESG-arvoihin liittyviin asioihin. Loput kolme periaatetta perustuvat itse periaatteiden hyödyntämiseen ja kehittämiseen. (Puttonen & Puttonen, 2021, s. 61–63)

2.5 Kritiikkiä

Vastuullista sijoittamista kohtaan on osoitettu myös kritiikkiä ja erityisesti sana *viherpesu* on tullut tunnetuksi tässä kontekstissa. Yleinen näkemys on kuitenkin se, että näennäinen toiminta vastuullisuuden eteen ei ole kestävää ja ennen pitkään tämä myös tulee paljastumaan eri sidosryhmille. Instituutiosijoittajat ovat tänä päivänä entistä vaativampia ESG-asioiden konkreettista esittämistä kohtaan. Vaaditaan siis käytännön esimerkkejä siitä, miten ESG-asiat on todella huomioitu sijoitustoiminnassa ja päätöksenteossa. (Silvola & Landau, 2019, s. 201–202)

Puttonen ja Puttonen (2021, s. 86) nostavat haasteeksi sen, ettei vastuullisella yritystoiminnalla ole olemassa yhtä kaiken kattavaa määritelmää. Tämä on heijastunut muun muassa siihen, että eri vastuullisuusluokittajat saattavat luokitella samoja yrityksiä hyvin eri tavalla. Myös Silvola ja Landau (2019, s. 171–173) nostavat esille palvelutarjoajien heterogeenisuuden tarjoamansa suhteen, mitä tulee esimerkiksi vastuullisuusindeksien sisältöön. Sijoittajan tulisi analyysissään nojautua yhden palveluntarjoajan analyysikehikoon, jotta tulokset olisivat johdonmukaisia. Tunnettuja vastuullisuusluokittajia ovat muun muassa MSCI, Sustainalytics ja Thomson Reuters. Tutkimusten mukaan vain hie-man yli 20 prosenttia parhaan luokituksen saaneista yhtiöistä oli samoja sekä Sustainalyticsin että MSCI:n vastuullisuusluokituksessa. Heikoimman luokituksen saaneissa yhtiöissä korrelaatio Sustainalyticsin ja MSCI:n luokituksen välillä oli enää vain 10 prosenttia. (Silvola & Landau, 2019, s. 217)

Vastuulliseen sijoittamiseen liitetyt kansainväliset tavoitteet, kuten YK:n kestävän kehityksen tavoitteet ovat myös saaneet arvostelua osakseen. Tavoitteita on kritisoitu muun muassa siitä, että ne antavat samat tavoitteet kehittyneille teollisuusmaille ja kehitysmailla. Tavoitteiden asettamiselle esitettyssä vaihtoehtoisessa ja tutkimusten mukaan järkevämmässä mallissa kehitysmailla asetettavat tavoitteet kohdistettaisiin taloudelliseen ja sosiaaliseen kehitykseen, kun taas teollisuusmaat keskittyisivät pääasiassa ekologiseen ja sosiaaliseen kehitykseen. (Puttonen & Puttonen, 2021, s. 68)

Vastuullisesta sijoittamisesta aiheena haastavan tekee myös se, että standardoitua vastuullisuusraportointikehikkoa ei ole olemassa. Tämä johtaa siihen, että yritysten julkaisemien vastuullisuusraporttien perusteella tehtävä objektiivinen tarkastelu on vaikeaa. (Matos, 2020, s. 9)

2.6 Ukrainan sodan vaikutukset ESG:n näkökulmasta

Venäjän 24. helmikuuta 2022 aloittamat sotatoimet Ukrainassa ovat pakottaneet lukuisat yhtiöt arvioimaan Venäjän toimintojensa tulevaisuutta. Osa yhtiöistä päätti poistua osittain Venäjältä, osa kokonaan ja osa yhtiöistä piti toimintonsa muuttumattomina. (Basnet ja muut, 2022, s. 2). Vaikka valmistautuminen ja mahdollisuus sodan alkamisesta oli nähtävissä jo muutamia kuukausia ennen helmikuun lopulla alkanutta hyökkäystä, monet tilannetta tarkemmin seuranneet olivat silti yllättyneitä Venäjän lopulta aloitettua sotatoimet. Osakemarkkinat reagoivat välittömästi sodan alkamiseen negatiivisella tavalla. Valtavan inhimillisen tragedian ja asetettujen pakotteiden keskellä, sijoittajat pyrkivät nopeasti tunnistamaan ne yhtiöt, jotka ovat eniten haavoittuvia sodan seurauksista ja samoin ne yhtiöt, jotka pärjäävät uudenaikaisessa tilanteessa. (Deng ja muut, 2022, s.

3 Suomalainen eläkejärjestelmä ja eläkevarojen sijoittaminen

3.1 Suomalainen eläkejärjestelmä

Aikana ennen lakisääteisen eläkejärjestelmän muotoutumista työkyvyttömyyden ja vanhuuden turva perustui pitkälti perheen sisäisiin tulonsiirtoihin. Työnantajilla oli myös jo tuolloin lakiin perustuvia velvoitteita huolehtia pitkäaikaisista työntekijöistään. Ennen kattavan eläkejärjestelmän muotoutumista parhaiten järjestetty vanhuuden turva oli valtion virkamiehillä. Kyläyhteisöt ja kunnat olivat myös osin tärkeässä roolissa perheen turvaa vailla olevien ja taloudellisesti hankalassa tilanteessa olevien huolehtimisesta. (Tenhunen ja Vaittinen, 2013, s. 85)

Historiallisessa tarkastelussa suomalainen lakisääteinen eläkejärjestelmä on verrattain lyhytikäinen. Saksassa lakisääteinen eläkejärjestelmä luotiin vuonna 1889 ja Ruotsissa vuonna 1913. Suomessa vastaava tapahtui vasta vuonna 1937, jolloin yleisistä eläkkeistä säädettiin kaikki kansalaiset kattavalla kansaneläkelaililla. Ensimmäiset vanhuuseläkkeet myönnettiin Suomessa vuonna 1949. (Tenhunen ja Vaittinen, 2013, s. 84–85). Vuonna 1962 perustettiin yksityisalojen eläkejärjestelmä, joka perustui lakiin, mutta syntyi työmarkkinaosapuolien neuvotteluiden tuloksena (Valkonen, 2020, s. 93; Vatanen, 2013, s. 179). Eläkkeen perusosa poistettiin vuonna 1996 ja vain tulotestattu osa kansaneläkkeestä säilytettiin. Vuonna 2011 otettiin käyttöön takuueläke, joka määrittelee eläketulon vähimmäismäärän. Eläkejärjestelmää uudistettiin vuonna 2017 siten, että päätettiin kytkeä eläkeikä elinajan keskimääräiseen kehitykseen. Uudistuksen tavoitteena oli turvata työeläkkeiden kestävä rahoitus. (Valkonen, 2020, s. 93). Eläkejärjestelmä on vähitellen kehittynyt ajan myötä ja muotoutunut vuosian saatossa sellaiseksi kuin se tänä päivänä on (Tenhunen ja Vaittinen, 2013, s. 86). Yksi suomalaisen eläkejärjestelmän menestystekijöistä on ollut kyky tehdä tarvittaessa laajojakin uudistuksia (Valkonen, 2020, s. 92).

Eläkejärjestelmät eroavat eri maissa usein merkittävästi toisistaan. Asemaansa vakiinnuttanut kansainvälinen tapa tarkastella eläkkeiden järjestämistapaa ja päätöksentekoa

on eläketurvan pilarijako. Eläketurva voidaan siinä jakaa yksinkertaisimmillaan kolmeen peruspilariin: 1) lakisääteinen eläke, 2) työsuhteeseen perustuva ammatillinen eläke, 3) yksityinen säästäminen. Käytännössä kuitenkin eläkeajan kokonaistoimeentulo muodostuu yleensä monista pilareiden eri osista, joten pilarijako on lähinnä vain teoreettinen luokittelu eläke-etuuksien luonteen mallintamiseksi. (TELA, 2022c). Kuitenkin valtaosa, noin 85 % eläkeläisten tuloista muodostuu eläketuloista. Loput tuloista ovat pääasiassa työ- ja pääomatuloja. (Valkonen, 2020, s. 94)

Suomalainen työeläkejärjestelmä perustuu vahvaan sosiaaliturvaeläkepilariin. Eläkejärjestelmä Suomessa muodostuu lakisääteiseen sosiaaliturvaan kuuluvista kansan- ja takuueläkkeestä sekä ansioperusteisesta työeläkkeestä. (TELA, 2022c). Työeläketurva kattaa Suomessa lähes kaiken ansiotyön ja työeläkettä sääteleviä lakeja on useita. Työeläkejärjestelmän piiriin luetaan kuuluviksi kaikki työsuhteessa olleet sekä yrittäjät, joiden ansiotoiminta ylittää lain asettamat vähimmäisehdot. (Eläketurvakeskus, 2022a)

Julkisella sektorilla palkansaajat kuuluvat työnantajansa kautta automaattisesti julkisen puolen eläkelakien piiriin. Yksityisellä puolella työeläketurva puolestaan järjestetään suurimmaksi osaksi vakuutus sopimuksin. (Eläketurvakeskus, 2022a). Lähes kaikkea Suomessa tehtävää ansiotyötä koskee vakuuttamisvelvollisuus (Vanne, 2013, s. 105). Yksityisten alojen työnantajilla on vapaus päättää mistä eläkelaitoksesta he ottavat työeläkevakuutuksen (Vatanen, 2013, s. 179). Työnantajan velvollisuutena on maksaa säädetyt työeläkemaksut, joiden vastineeksi työeläkeoikeutta kertyy vakuutetulle. (Vanne, 2013, s. 105)

Kansaneläke ja takuueläke turvaavat perustoimeentulon tilanteessa, jossa työeläketurvaa ei ole kertynyt ollenkaan tai se jää pieneksi. Kansaneläkejärjestelmää Suomessa hallinnoi Kansaneläkelaitos (Kela), jonka hoidettavana on lisäksi myös muita sosiaaliturvaan liittyviä etuuksia. Kansaneläkkeiden rahoitus tulee valtiolta. Kansaneläke-etuuksiin kuuluviksi lasketaan vanhuuseläke, työkyvyttömyyseläke, perhe-eläke leskille ja lapsille sekä

kuntoutusetuudet. Kansaneläkkeen määrä on vuonna 2022 yksin asuvalle 679,50 euroa kuukaudessa ja avo- tai avioliitossa elävälle 606,65 euroa. (Eläketurvakeskus, 2022a)

Takuueläkkeen tarkoituksena on parantaa kaikkein pienituloisimpien eläkeläisten toimeentuloa. Mikäli eläkkeensaajan työeläke ja kansaneläke jäävät alle laissa määritellyn eläketulorajan, erotus maksetaan takuueläkkeenä. Takuueläkkeen eläketuloraja vuonna 2022 on 855,48 euroa. Muut eläketulot vähentävät takuueläkettä täysimääräisesti. (Eläketurvakeskus, 2022a). Takuueläke otettiin Suomessa käyttöön vuonna 2011 (Valkonen, 2020, s. 93).

Työeläkejärjestelmä on Suomessa hallinnoltaan hajautettu. Hallinnointi on hajautettu työeläkevakuutusyhtiöiden, eläkekassojen ja -säätiöiden kesken. Työeläkelaitokset vastaavat eläkkeiden maksamisesta yhteisvastuullisesti, jolla taataan vakuutuksenottajalle se, että eläkevastuut pystytään kattamaan, niin kauan kuin yksikin työeläkelaitos pysyy toiminnassa. (Tenhunen ja Vaittinen, 2013, s. 16; Eläketurvakeskus, 2022a). Yksityisellä sektorilla työeläketurvaa hoitavat työeläkevakuutusyhtiöt, eläkekassat ja eläkesäätiöt sekä merimiesten ja maatalousyrittäjien erityiseläkelaitokset. Julkisella sektorilla puolestaan eläketurvasta vastaa pääasiassa yksi eläkelaitos. (Eläketurvakeskus, 2022a). Eläkemallit voidaan jakaa joko etuus- tai maksuperusteisiin eläkemalleihin määräytymis- ja rahoitusperiaatteen mukaisesti (TELA, 2022c). Suomalainen työeläkejärjestelmä on etuusperusteinen ja osittain rahastointiin perustuva. Yksityisaloilla tapahtuu osittaista rahastointia ja samoin julkisaloilla on olemassa puskuriluonteisia rahastoja. (Andersen, 2021, s. 15; TELA, 2022c)

3.1.1 Eläkkeiden kartuttaminen ja rahoitus

Työeläke alkaa kertymään ikävuodesta 17 lähtien ja sitä kertyy aina 67-vuotiaaksi asti. Vakuuttamisen alaikäraja yrittäjätoiminnassa on 18 vuotta. Eläkkeen suuruus määräytyy kunkin vuoden ansioiden ja ikää vastaavan karttumisprosentin perusteella. Eläkettä kertyy myös työttömyyden ajalta. (Eläketurvakeskus, 2022a). Jokainen Suomessa asuva on

oikeutettu kansaneläkkeeseen edellyttäen, että tietyt vähimmäisehdot täyttyvät (Andersen, 2021, s. 18). Paineet eläkkeiden rahoittamisen kestävydestä on pakottanut eläkeikien nostamiseen kansainväliselläkin tasolla. Suomessa vuoden 2017 eläkeuudistuksessa päätettiin lakisääteisen eläkeiän asteittaisesta nostamisesta 63 ikävuodesta 65 ikävuoteen. Jatkossa 1965 vuonna ja sen jälkeen syntyneillä, vuodesta 2030 alkaen lakisääteinen eläkeikä sidotaan elinajanodotteen kehitykseen. (Andersen, 2021, s.18; TELA, 2022c; Valkonen, 2020, s. 93).

Vuoden 2017 eläkeuudistuksessa määriteltiin työeläkkeen kertymäksi 1,5 % vuosittaisesta bruttotyöansiosta. Vuoteen 2025 asti on voimassa siirtymäaika, jonka aikana 53–62-vuotiaiden eläkekertymä on 1,7 %. (Andersen, 2021, s. 16). Eläkeuudistuksen yhteydessä luovuttiin aiemmin iäkkäämpien työntekijöiden korkeammista karttumisprosentteista (Eläketurvakeskus, 2022a). Kerrytetyt eläkeoikeudet tarkastetaan joka vuosi niin kutsutulla palkkakertoimella, jossa ansiotason kehitys saa 80 prosentin painoarvon ja yleinen hintatason kehitys 20 prosentin painoarvon. Näin siis eläkkeelle jäädessä eläketuus muodostuu työuran aikana kerrytetyistä eläkeoikeuksista, palkkakertoimella korotettuina. (Barr, 2013, s. 17; Andersen, 2021, s. 16)

Työeläkemenot rahoitetaan eri tavoin, riippuen sovellettavasta eläkelainasäädännöstä (Andersen, 2021, s. 19). Eläkkeiden rahoitussäännökset perustuvat siihen, minkä työeläkelain alaisesta työstä on kyse (Vanne, 2013, s. 119). Eläkemaksujen taso voi vaihdella suhteellisen paljonkin toimialasta riippuen. (Andersen, 2021, s. 19). Pääasiassa työeläkkeet rahoitetaan työntekijöiltä ja työnantajilta veloitettavilla eläkemaksuilla. Suurin osa perittävistä maksuista menee maksussa olevien eläkkeiden rahoittamiseen. Eläkkeiden rahoittamiseksi on mahdollista käyttää myös jo rahastoituja eläkevaroja. (Eläketurvakeskus, 2022b; Tenhunen ja Vaittinen, 2013, s. 16). Valtion palveluksessa olevien eläkkeet rahoitetaan valtion budjetista (Andersen, 2021, s. 19).

3.1.2 Suomalaisen eläkejärjestelmän tulevaisuus ja siihen liittyvät haasteet

Suomen eläkejärjestelmän rahoituksellisen rakenteen kestävyyttä uhkaavat useat haasteet tulevaisuudessa. Pääsyytä tähän ovat väestön ikääntyminen ja kasvava elinikä sekä toisaalta myös alhainen syntyvyys. Nykykehityksellä tulee todennäköisimmin olemaan huomattavia vaikutuksia eläkemaksuihin ja kertyvien eläke-etuuksien määrään. (Andersen, 2021, s. 42–44). Eläkejärjestelmää varjostavat haasteet eivät ole vain paikallisia, vaan kyseessä on globaali ilmiö. Etenkin etuusperusteiset eläkejärjestelmät ovat haasteiden keskiössä ja useat maat ovat tehneet huomattavia uudistuksia, joissa on siirrytty maksuperusteisiin eläkejärjestelmiin ja täten lisätty yksilön vastuuta riskeistä. (Andersen, 2021, s. 65). Erilaisilla eläkeuudistuksilla on vuosien aikana pyritty muun muassa poistamaan varahaiseläkereittejä, sitomalla eliniänodote työssäoloaikaan sekä kasvattamalla tulevaisuuteen varautumista rahastoinnin avulla (Koivurinne & Vaittinen, 2020, s. 35).

Suomalaisen eläkejärjestelmän kestävyysahtingon pohjimmaisena syynä ovat jälkikäteen ylimitoitetuksi osoittautuneet eläkelupaukset. Tästä yhtälöstä haastavan tekee se, että vastaavasti eläkemaksut ovat olleet jo alun perin näihin lupauksiin nähden alimitoitettuja. (Niskanen, 2020, s. 290). Väestön ikääntyessä eläkemenot kasvavat ja ikääntymisen vaikutuksia maksupaineisiin voidaan pyrkiä vähentämään rahastoinnin avulla (Eläketurvakeskus, 2022d). On jo kuitenkin tässä vaiheessa selvää, että tulevista eläkevastuista suoriutumiseksi rahastoidun eläkevarallisuuden tuoton tulee olla suurempi kuin eläkevakuutetun palkkasumman kasvu, jotta rahastoinnin mielekkyys säilyy (Koivurinne & Vaittinen, 2020, s. 48). On myös esitetty, että vaikka sijoitustuotoissa päästäisiin tulevaisuudessa korkeammalle tasolle, on tästä huolimatta nostettava eläkemaksujen taso järjestelmän rahoitushaasteista selviämiseksi (Andersen, 2021, s. 44).

Kansainvälisellä tasolla tarkasteltuna Suomen eläkejärjestelmä on osoittautunut vanhaksi. Sen tulokset kuuluvat globaalissa vertailussa aihealueensa parhaimmiston. (Andersen, 2021, s. 65). Sijoitustuotoissa suomalaiset eläkelaitokset ovat kuitenkin jääneet hieman jälkeen kansainvälisistä verrokeistaan, vaikka sijoitusallokaatioissa eri maiden eläkejärjestelmien välillä ei ole merkittäviä eroja. Tähän peilaten on esitetty, että kaiken

onnistuessa parhaalla mahdollisella tavalla, Suomen työeläkejärjestelmässä saattaisi olla pitkällä aikavälillä 0,5–1,0 prosenttiyksikön kasvuvara reaalitytuotossa. (Niskanen, 2020, s. 290)

Niskasen (2020) mukaan rahoituksellisesti haastavasta tilanteesta ulospääsemiseksi on yritetty kolmea keinoa ja näiden yhdistämistä. Ensimmäinen näistä on eläkemaksujen nostaminen, eli rahoituksen lisääminen järjestelmään. Toinen keino ulottuu maksajalta etuja nauttiville, eli leikataan varojen jakoa järjestelmästä, mikä tarkoittaisi eläke-etujen heikkenemistä. Kolmas keino on sijoitustoiminnan tuottojen kasvattaminen, eli pyritään tehostamaan rahastoitujen pääomien käyttöä entisestään. Sijoitustoiminnassa onnistumisella on siis ratkaiseva merkitys. Esimerkiksi vuonna 2021 ilman sijoitusvaroja ja niille saatua tuottoa, kerättäviä eläkemaksuja olisi tullut nostaa 2,8 prosenttiyksiköllä, kuin mitä todellisuudessa vuonna 2021 perittiin. Tämä olisi tarkoittanut noin 1,8 miljardin euron lisärahoitustarvetta. (TELA, 2022e)

Suomen eläkejärjestelmässä on yhä useita ratkaisemattomia kestävyteen, tehokkuuteen ja riskien jakamiseen liittyviä ongelmia. Monia näistä on osaltaan jo ratkaistu ja järjestelmä on toisaalta osoittanut toimivuutensa ja vankkuutensa vuosien saatossa. (Valkonen, 2020, s. 96). Nykyinen eläkejärjestelmän ennakkorahoitus lieventää tulevaisuuden rahoituksellisia ongelmia jonkin verran, mutta pohdinta maksuosuuksien nostamisesta on tästä huolimatta ajankohtainen. (Valkonen, 2020, s. 96)

3.2 Eläkevarojen sijoittaminen

Suomen työeläkejärjestelmä on rahoitukselliselta rakenteeltaan osittain rahastoiva. Rahastoinnin tarkoituksena on varautua tulevia eläkevastuita varten ja toisaalta myös vakuuttaa maksutasoa sekä varautua kasvaviin eläkemenoihin. (Andersen, 2021, s. 19; Tenhunen ja Vaittinen, 2013, s. 16). Rahastoituja eläkevaroja sijoittavien työeläkelaitosten sijoitustoiminnalla on siten merkittävä rooli suomalaisen työeläkejärjestelmän kestävyden kannalta. Työeläkelaitokset ovat Suomessa merkittäviä instituutiosijoittajia ja näiden

sijoitustoiminnan tuotoilla on näin olennainen merkitys eläkemaksujen tulevaisuuden kehityksessä ja eläkemaksujen korotuspaineiden hillitsemisessä. (TELA, 2022e; Tenhunen & Vaittinen, 2013, s. 16; Vatanen, 2013, s. 179)

Eläkevarojen sijoittamista säädelään tarkasti vakavaraisuuslainsäädännöllä. Sääntelykehikolla avulla pyritään turvaamaan työeläkevarojen sijoittaminen tuottavalla ja turvavalla tavalla siten, että vastuulla olevat varat säilyvät, tuottavat, ovat riittävän likvidejä ja riittävästi hajautettu. Lainsäädäntö vaikuttaa merkittävästi suoraan myös siihen, paljonko eläkevakuuttajat voivat ottaa sijoitustoiminnassaan riskejä. Lainsäädäntö asettaa sijoitustoiminnalle tarkat reunaehdot, mutta muuten jokainen työeläkevakuuttaja on oikeutettu tekemään itsenäisesti sijoituspäätöksensä. Lainsäädäntökehikon lisäksi sijoitustoimintaa ohjaavat työeläkevakuutusalan kesken laaditut omat ohjeistukset ja suositukset. Finanssivalvonta vastaa vakavaraisuussäännösten noudattamisen valvonnasta. (TELA, 2022e; Vatanen, 2013, s. 179). Sääntely on sikäli hyvin perusteltua, sillä kyseessä on lakisääteisten ja perustuslaillista omaisuudensuojaa nauttivien ansaittujen eläkkeiden rahoittamiseen tarkoitettu varallisuus (Poutiainen & Tenhunen, 2020, s. 17).

Suomessa työeläkeyhtiöt on jaettu kahteen eri ryhmään niihin kohdistuvan vakavaraisuussääntelyn perusteella. Vakavaraisuussääntelystä vapaita toimijoita Suomessa ovat Keva, Valtion Eläkerahasto (VER) ja Kirkon Eläkerahasto (KER). Vakavaraisuussääntelyn piirissä puolestaan ovat työeläkeyhtiöt (Elo, Ilmarinen, Pensions-Alandia, Varma ja Veritas) sekä Merimiesten eläkekassa (MEK). (Eläketurvakeskus, 2022b). Vakavaraisuuslainsäädännöstä juontuvat eroavaisuudet julkisten ja yksityisalojen eläkelaitosten välillä ovat heijastuneet sijoitustuotoissa ja sijoitustoiminnan volatiliteetissa. Vakavaraisuuslainsäädännöstä johtuen yksityisalojen sijoitusallokaatio on matalariskisempi ja tuoton vaihtelu on pienempää kuin julkisalojen eläkelaitoksilla. (Eläketurvakeskus, 2022e)

Työeläkelaitosten sijoitustoimintaa ohjaa sääntelyn asettamien raamien lisäksi vuosittain laadittava sijoitussuunnitelma, jonka hyväksymisestä vastaa kunkin työeläkelaitoksen hallitus. Sijoitussuunnitelmassa määritellään sijoitustoiminnan yleiset tavoitteet, joihin

sisältyy muun muassa sijoitustoiminnan lyhyen ja pitkän aikavälin tuottotavoitteiden määrittely sekä asetetut vaatimukset sijoitusten riskienhallinnalle. Sijoitussuunnitelmassa hallitus määrittelee myös sijoitustoiminnan operatiivisesta vastuuttamisesta ja sijoitusten seurantaan liittyvästä raportoinnista. Tähän kokonaisuuteen kuuluu myös päätös sijoitustoiminnan osittaisesta ulkoistamisesta omaisuudenhoitajille. Sijoitussuunnitelman laatiminen on pakollista yksityisalojen eläkelaitoksissa, kun puolestaan julkisalojen eläkelaitoksilla tähän ei ole pakottavaa säännöstä. (Eläketurvakeskus, 2022d; Vatainen, 2013, s. 188–189)

Eläkeyhtiöiden sijoitustoimintaan liittyvän sääntelyn periaatteita on osaltaan myös kyseenalaistettu muun muassa nostamalla esille kysymyksiä siitä, että heijastaako sääntely oikealla tavalla eläkejärjestelmään kohdistuvia riskejä ja, että voitaisiinko muutoksilla saavuttaa parempi tuotto-riskisuhde. (Andersen, 2021, s. 10). Myös alhainen korkotaso on aiheuttanut haasteita työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa, etenkin matalariskisissä valtionlainsijoituksissa ja tätä kautta osaltaan kyseenalaistanut vakavaraisuussääntelykehikkoa (Valkonen, 2020, s. 95–97). Vuosina 1997 ja 2007 tehdyt lainsäädäntömuutokset ovat mahdollistaneet korkeamman osakeriskin ottamisen sijoitustoiminnassa. Viimeaikainen trendi onkin ollut osake- ja osakesidonnaisten sijoitusten osalta nouseva, korkosijoitusten osuuden saman aikaan pienentyessä. (TELA, 2022a)

Työeläkeyhtiöiden sijoitusten tuotoilla ei ole suoranaista vaikutusta maksettaviin eläkkeisiin. Mahdolliset epäonnistuneet sijoitukset eivät myöskään pienennä nykyisiä työeläkkeitä. Sen sijaan sijoitusten tuotoilla on ratkaiseva merkitys siihen, paljonko työeläkemaksuja kerätään työnantajilta ja työntekijöiltä. (TELA, 2022f). Sijoitusten pitkän aikavälin keskimääräisessä reaalityössä yksi lisäprosentti alentaa eläkemaksujen nostopainetta noin 2 prosenttiyksikköä (Eläketurvakeskus, 2022d).

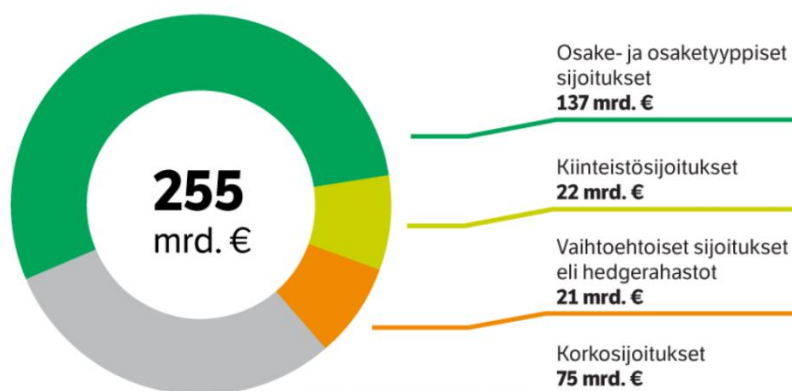
Eläkeyhtiöt kilpailevat keskenään ja tämä voi olla omiaan myös parantamaan järjestelmän tehokkuutta. Kilpailun vaikutuksen voimakkuutta on myös osin kyseenalaistettu, sillä kilpailun ulkopuolella oleva julkisen sektorin suurin eläkelaitos Keva on menestynyt

sijoitustoiminnassaan yhtä hyvin, kuin yksityisetkin toimijat. On kuitenkin selvää, että kilpailun kautta syntyy mahdollisuus vaihtaa eläkeyhtiötä, mikä on luonnollisesti eläkeyhtiöille kriittinen liiketoiminnallinen riskitekijä. (Andersen, 2021, s. 22). Kilpailullisesta asetelmasta huolimatta työeläkeyhtiöiden tulee kyetä myös yhteistyöhön, kuitenkin liikesalaisuuksia paljastamatta. Yhteistyö kattaa muun muassa laskuperusteiden ja vakuutus-ehtojen valmistelua, tilastotietojen kokoamista sekä aktiivista vuoropuhelua työeläkeläisten toimeenpanoon ja kehittämiseen liittyvissä asioissa. (TELA, 2022d)

3.2.1 Eläkelaitosten sijoitusallokaatiot

Työeläkevarojen sijoittamista koskee vaatimus hajauttaa varat siten, että sijoitustoiminta on toteutettu tuottavasti, turvaavasti ja monipuolisesti (Eläketurvakeskus, 2022d; Vatanen, 2013, s. 190). Varat sijoitetaan käytännössä maantieteellisesti hyvin hajautetusti laajasti eri omaisuusluokkiin, kuten listattuihin ja listaamattomiin osakkeisiin, joukkovelkakirjalainoihin ja muihin korkosijoituksiin, kiinteistöihin ja vaihtoehtoisiin sijoituksiin (TELA, 2022a; Vatanen, 2013, s. 190).

Vuoden 2021 lopussa suomalaisten eläkevarojen kokonaismäärä oli 255 miljardia euroa. Tästä kokonaisuudesta yksityisalajien osuus oli 160 miljardia ja julkisalajien 95 miljardia. Eläkevarojen sijoitusomaisuuden jakautumista on kuvattu tarkemmin alla olevassa kuvaajassa. (Eläketurvakeskus, 2022b; TELA, 2022a)



Kuvio 2. Sijoitusomaisuuden jakautuminen eri sijoituslajeihin (TELA, 2022a).

Perinteiset osake ja korkosijoitukset muodostavat merkittävän osan eläkevarojen sijoitusallokaatiosta. Osake- ja osaketyyppiset sijoitukset muodostivat kokonaisuudesta noin 54 %. Korkosijoitusten osuus sijoitusvaroista oli puolestaan noin 30 %. Loput varoista on allokoitu kiinteistösijoituksiin ja vaihtoehtoisiin sijoituksiin. (Eläketurvakeskus, 2022b; TELA, 2022a). Vaihtoehtoisten sijoitusten osuus ja merkitys osana hyvin hajautettua sijoitussalkkua on kasvanut huomattavasti globaalin finanssikriisin jälkeisenä aikana. Matala korkotaso ja toisaalta myös tarve saavuttaa järkeviä tuottoja ovat johtaneet siihen, että eläkesijoittajat ovat allokoineet etenkin tasaista kassavirtaa tarjoaviin vaihtoehtoisiin sijoituksiin, kuten esimerkiksi infrastruktuurisijoituksiin ja kiinteistöihin. (Vatanen, 2020)

Tuotto-odotukset eläkesijoituksille johdetaan eri sijoituskohteiden tuotto-odotuksista ja niiden laskennallisista osuuksista sijoitusallokaatiossa (Risku, 2013, s. 217). Näin ollen voidaankin todeta allokaation rakenteella olevan keskeinen vaikutus sijoitusten kokonaistuottoon. Veritaksen (2021, s. 34) mukaan sijoitustoiminnan tuottoihin eniten vaikuttava tekijä on allokaatoriski, eli riski siitä, että valittu sijoitusjakauma ei yllä riittävään tuottoon. Työeläkeyhtiöt määrittelevät strategisen allokaationsa, eli niin kutsutun perusallokaation aina vuosittain vahvistettavassa sijoitussuunnitelmassaan. Samassa yhteydessä määritellään myös muun muassa valtuudet poiketa asetetusta perusallokaatiosta,

tuotto- ja likviditeettitavoitteet sekä johdannaisten käytön periaatteet. (Ilmarinen, 2021a, s. 19; Elo, 2021, s. 83; Varma, 2021, s. 50)

Laajan omaisuuslajikohtaisen hajautuksen lisäksi, sijoitustoiminta pyritään hajauttamaan kattavasti myös maantieteelliseltä näkökannalta. Kaikista eläkevaroista Suomeen on sijoitettuna hieman vajaa neljäsosa (TELA, 2022b). Eläkesijoituksista merkittävä osa, noin 60 % kohdistui vuoden 2021 lopussa euroalueen ulkopuolelle (Eläketurvakeskus, 2022d).

3.2.2 Osakesijoitukset

Osake- ja osakesidonnaiset sijoitukset käsittävät noin kolmasosan eläkevarojen sijoitusallokaatiosta (Eläketurvakeskus, 2022b). Osakkeella tarkoitetaan yrityksen liikkeeseen laskemaa yrityksen omistusosuutta kuvaavaa instrumenttia. Osake antaa omistajalleen oikeuden osallistua päätöksentekoon yhtiökokouksessa ja samalla se antaa oikeuden myös yhtiön voitonjakoon esimerkiksi osinkojen muodossa. Osakkeen tuotto syntyy kahdesta komponentista; arvonmuutoksesta ja voitonjaosta. Osakkeen arvonmuutoksen liittyy riskejä, jotka johtuvat muun muassa kohdeyrityksen kannattavuudesta, liiketoimintariskeistä ja rahoitukseen liittyvistä epävarmuustekijöistä. Julkisen kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden arvonmääritys tapahtuu päivittäin osakemarkkinoilla kysynnän ja tarjonnan mukaan. (Vatanen, 2013, s. 194–195)

Osakesijoituksia voidaan hajauttaa maantieteellisesti ja toimialoittain. Hajauttamisella varmistetaan se, että yksittäisen osakkeen tai toimialan mahdollisesti realisoituvat riskit eivät tuhoa toteutuessaan koko osakesalkun tuottoa. Hajauttamisen avulla saadaan laskettua osakesalkun markkinariskiä. (Vatanen, 2013, s. 195). Riittävä hajautus on keskeisessä roolissa eläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa ja se juontaa juurensa jo eläkelaitoksia koskevasta lainsäädännöstä, joka määrittelee varojen olevan sijoitettava monipuolisesti, tuottavasti ja turvaavasti (Eläketurvakeskus, 2022d). Käytännössä eläkelaitokset toteut-

tavat hajauttavaa strategiaa osakesijoituksissaan siten, että varat kohdistetaan globaalisti eri toimialojen yhtiöiden osakkeisiin. Esimerkiksi yksityisen työeläkevakuutusyhtiö Ilmarisen (2021a) vuoden 2021 tilinpäätöstiedotteen perusteella eläkevaroja on hajautettu useisiin satoihin julkisesti noteerattuihin yhtiöihin globaalisti. Toisen suuren yksityisen työeläkevakuutusyhtiö Varman (2021) osalta tilanne on sama – omistukset on hajautettu useisiin satoihin yhtiöihin eri toimialoilta globaalilla mittakaavalla.

Myös sijoitusrahastoja käytetään osana eläkelaitosten osakesijoitustoimintaa. Sijoitusrahasto on rahastoyhtiön hallinnoima entiteetti, joka kerää yksityishenkilöiden ja yhteisöjen varoja yhteen ja sijoittaa ne hajautetusti eri arvopapereihin (Tilastokeskus, 2022). Sijoitusrahaston pääoma muodostuu rahasto-osuuksista ja kukin sijoittaja omistaa rahasto-osuuksia siinä suhteessa, kun he ovat rahastoon sijoittaneet. EU-maissa sijoitusrahastoja säädellään UCITS-direktiivillä. UCITS-direktiivi määrittää muun muassa säännöt sille, miten sijoitustoiminnasta aiheutuvat riskit on hajautettava. Rahaston arvo laskeaan pääsääntöisesti päivittäin ja sijoittajat voivat merkitä (ostaa) tai lunastaa (myydä) rahasto-osuuksia rahaston säännöissä määritellyn menettelytavan mukaisesti. (Pörssisäätiö, 2015, s. 5 ja s. 36). Eräs keskeinen rahastoluokka on indeksirahastot. Indeksirahastot ovat sijoitusrahastoja, joiden varat kohdennettu valittuun indeksiin kuuluviin sijoituskohteisiin. Indeksirahasto ei siis aktiivisesti valitse esimerkiksi osakkeita, vaan sijoittaa niihin samalla painotuksella, kun niiden paino on indeksissä. (Pörssisäätiö, 2015, s. 8–9)

Indeksirahastoihin liittyvät läheisesti myös ETF-rahastot, sillä ne ovat usein indeksirahastoja. (Pörssisäätiö, 2015, s. 8–9). ETF-rahasto (Exchange Traded Fund) tarkoittaa pörssi-listattua rahastoa. Erityisesti vastuullisuutta painottavat passiiviset ETF-rahastot ovat kasvattaneet markkinaosuuksiaan viime aikoina. (Silvola ja Landau, 2019, s. 167 ja s. 169). Passiivinen sijoittaminen on monelle sijoittajalle strateginen valinta. Passiivisen sijoitusstrategian tarkoitus on saavuttaa valitun markkinan tuotto ja tätä kautta saada myös laaja sijoituspositio kyseisessä markkinassa. Passiivisen sijoittamisen eli niin kutsutun in-

deksisijoittamisen hyödyt syntyvät nimenomaan tehokkaasta hajautuksesta ja edullisesta kustannustasosta. (Hyrskke ja muut, 2012, s. 118). Työeläkevakuuttajista muun muassa Ilmarinen on siirtänyt passiivisissa indeksisijoituksissaan yhä enemmän huomiotaan vastuullisuuteen ja kestävään kehitykseen. Alkuvuodesta 2020 Ilmarinen ilmoitti merkittävästä, 543 miljoonan euron kertsijoituksesta yhdysvaltalaisen varainhoitaja Black Rockin hallinnoimaan New Yorkin Nasdaq-pörssiin listattuun kehittyville markkinoille sijoittavaan iShares ESG MSCI EM Leaders ETF -rahastoon. (Ilmarinen, 2020)

Viimeisen reilun kymmenen vuoden aikana trendi on ollut osakesijoituksia suosiva. Osakeallokaation suhteellinen kasvu on tapahtunut lähinnä korkosijoitusten kustannuksella. (TELA, 2022a). Parempien tuottojen tavoittelussa oman haasteensa kuitenkin luo tasapainoilu korkeampien tuottotavoitteiden ja järkevästi halittavissa olevan riskitason välillä (Poutiainen & Tenhunen, 2020, s. 17).

3.2.3 Korkosijoitukset

Korkosijoitukset ovat perinteisesti määrämuotoisia velkakirjoja, joissa lainanottaja maksaa velastaan korkoa lainanantajalle. Sijoittaja saa siis korkosijoituksissa lainaamalleen pääomalle velkakirjan ehdoissa sovittua korkotuottoa. Korkotuotto voi olla kiinteä tai se voi olla sidottu yleisen korkomarkkinan kehitykseen. Maturiteetti eli velkakirjan pituus määrittelee lainan takaisinmaksuajan. Lainanottaja maksaa tyypillisesti tasaisin väliajoin korkotuottoa lainanantajalle. Tätä tuottoa kutsutaan kupongiksi. (Vatanen, 2013, s. 191; Guirguis, 2018, s. 7). Eläkevarojen sijoitusjakaumasta korkosijoitusten osuus on noin 30 % (Eläketurvakeskus, 2022d; TELA, 2022a). Historiallisen tarkastelun valossa korkosijoitusten tuotto on jäänyt osakesijoitusten tuottoa matalammaksi pitkällä aikavälillä. Tästä on johdettu ajatus, että myös jatkossa osakkeet tuottaisivat enemmän. (Niskanen, 2020, s. 314). Korkosijoituksilla on kuitenkin tärkeä rooli työeläkesijoitusten kokonaisriskiä pienentävänä omaisuuslajina (TELA, 2022f).

Korkomarkkinoilla noteeratut joukkovelkakirjalainat ovat tavallisesti valtioiden ja muiden julkisyhteisöjen, vakuutuslaitosten ja yritysten julkisesti liikkeeseen laskemia lainoja. Lainojen maturiteetit voivat vaihdella jopa 30 vuodesta joihinkin päiviin. Velkakirjoja, joiden maturiteetti on alle yhden vuoden, kutsutaan tyypillisesti rahamarkkinasijoituksiksi. (Vatanen, 2013, s. 192)

Eläkeyhtiöiden korkosijoitukset ovat viimeisen kahdenkymmenen vuoden aikana tuottaneet keskimäärin noin kolmen prosentin vuotuisen nimellistuoton. Keskuspankkien pitkään jatkunut elvyttävä rahapolitiikka on johtanut hyvin mataliin korkotasoihin etenkin kehittyneiden maiden valtionlainoissa. Tämän kehityksen myötä korkosijoitusten tulevaisuuden tuotto-odotuksia on laskettu ja korkosijoitusten suhteellista osuutta eläkesijoittajien allokaatioissa on kautta linjan pienennetty. (TELA, 2022f)

Korkomarkkinoilla noteeratut joukkovelkakirjalainat ovat tavallisesti valtioiden ja muiden julkisyhteisöjen, vakuutuslaitosten ja yritysten julkisesti liikkeeseen laskemia lainoja. Lainojen maturiteetit voivat vaihdella jopa 30 vuodesta joihinkin päiviin. Velkakirjoja, joiden maturiteetti on alle yhden vuoden, kutsutaan tyypillisesti rahamarkkinasijoituksiksi. (Vatanen, 2013, s. 192). Rahamarkkinasijoitusten osuus yksityisten työeläkeyhtiöiden sijoituskannasta oli vuonna 2021 noin 5 %. Joukkovelkakirja- ja vaihtovelkakirjalainoja puolestaan oli noin 19 %. Loppuosa korkosijoituksiin luettavista sijoituksista, eli noin 5 % koostui sijoituslainoista ja TyEL takaisinlainoista. (TELA, 2021, s. 4)

Korkosijoitusten riski muodostuu käytännössä korkoriskistä ja luottoriskistä. Korkoriski tarkoittaa sitä, että markkinakorkojen vaihtelu vaikuttaa joukkovelkakirjojen hintoihin. Korkojen laskiessa joukkovelkakirjojen hinnat nousevat ja vastaavasti korkojen noustessa lainojen hinnat laskevat. Korkoriski liittyy siis sijoituksen markkina-arvon alenemiseen asetetun tuottovaatimuksen noustessa. Korkoriskiä voidaan mitata modifioidulla duraa-tiolla, joka määrittää korkosijoituksen herkkyyden arvonmuutokselle korkotason muuttuessa yhdellä prosenttiyksiköllä. (Vatanen, 2013, s. 192–193; Pörssiäätiö, 2018, s. 27).

Luottoriski puolestaan syntyy lainan takaisinmaksuun liittyvästä epävarmuudesta. Luottoriskiinkin vaikuttaa joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijan luottokelpoisuus sekä korkosijoituksen asema perintäjärjestyksessä mahdollisessa konkurssitapauksessa. Luottoriskiä voidaan arvioida luottoluokitusten avulla. Alalla tunnustettuja isoja luottoluokittajia ovat Moody's, Standard & Poor's ja Fitch. Paras luottoluokka Moody'silla on Aaa ja Standard & Poor'silla sekä Fitchillä AAA. Hyvän luottoluokituksen omaavista yrityksistä käytetään nimitystä *investment grade*. Investment grade -kategoriaan kuuluviksi luetaan ne yhtiöt, joiden luottoluokitus on minimissään Baa3 (Moody's) tai BBB (Standard & Poor's ja Fitch). Tätä alemman luottoluokan lainoja kutsutaan nimityksellä *high yield*. Luottoluokitusten heikompa puolta edustavat C ja D-luokat. (Vatanen, 2013, s. 193; Pörssisäätiö, 2015, s. 29)

Eläkeyhtiöiden korkosijoitukset on tyypillisesti laajasti hajautettu eri tuottoprofiilin sijoituskohteisiin (TELA, 2022f). Velvollisuus varojen hajauttamisesta lähtee eläkelaitoksia koskevasta lainsäädännöstä, joka sisältää yleissäännöksen sijoitusten hajauttamisesta (Vatanen, 2013, s. 186). Työeläkeyhtiöiden tilinpäätöstiedoista on todettavissa korkosijoitusten kohdistaminen laajasti eri korkoinstrumentteihin, sisältäen muun muassa suorat korkosijoitukset, lainasaamiset, muut rahoitusmarkkinavälineet ja talletukset sekä sijoitukset korkorahastoihin (Elo, 2021; Ilmarinen, 2021a; Varma, 2021; Veritas, 2021).

Korkosijoitusten tuotot ovat olleet viime vuosina jopa yllättävän hyviä, johtuen käytännössä korkotason laskusta, joka on käänteisesti johtanut korkosijoitusten arvonnousuun (Järvenpää, 2021). Esimerkiksi työeläkeyhtiö Elon korkosijoitukset tuottivat vuonna 2019 6,2 %, jota voidaan pitää varsin hyvänä tuottona korkosijoituksille (Elo, 2019, s. 7). Korkojen painuminen ennätysmatalalle tasolle on johtanut kuitenkin siihen, että tulevaisuuden tuotto-odotus kyseiselle omaisuuslajille on heikko (TELA, 2022f; Poutiainen & Tenhunen, 2020, s. 25). Veritas (2021) huomautti vuoden 2021 tilinpäätöstiedotteessaan korkosijoitusten vaatimattomasta tuottokehityksestä kasvavan inflaation ja nousevien korkojen myötä.

3.2.4 Kiinteistösijoitukset

Osake- ja korkosijoitusten rinnalla keskeinen eläkeyhtiöiden sijoitusluokka on kiinteistösijoitukset. Kiinteistösijoitusten osuus kaikkien suomalaisten työeläkeyhtiöiden kokonaisallokaatiosta oli vuoden 2021 lopussa noin 8 % (Eläketurvakeskus, 2022d; TELA, 2022a). Kiinteistösijoituksilla voidaan tarkoittaa kiinteistöjen suoraa omistamista tai välillistä omistamista kiinteistörahastojen tai kiinteistösijoitusyhtiöiden kautta. Perinteisesti suomalaiset eläkesijoittajat ovat sijoittaneet suoraan kotimaisiin kiinteistösijoituksiin. Toisin kuin listatut osake- ja korkosijoitukset, kiinteistöt ovat hyvin epälikvidejä sijoituskohteita ja niiden arvonmääritys ei ole yhtä tehokasta, vaan usein kiinteistösijoitusten todellinen arvo määrittyy vasta toteutuneiden kiinteistökauppojen myötä. Kiinteistösijoittamisessa tuotto muodostuu kahdesta komponentista; arvonnoususta ja kiinteistöstä kassavirtoina saatavista vuokratuotoista, joista on vähennetty kiinteistön ylläpitoon ja hoitoon liittyvät kulut. (Vatanen, 2013, s. 195–196)

Historiallisen tarkastelun perusteella kiinteistösijoitusten on osoitettu tuottavan korkosijoituksia paremmin pitkällä aikavälillä (Niskanen, 2020, s. 314). Tämä on myös todettavissa TELA:n (2022g) tilastosta, jonka mukaan kiinteistösijoitusten keskimääräinen nimellinen vuosituotto viimeisen kahdenkymmenen vuoden aikana on ollut noin 5 %, korkosijoitusten tarjotessa tarkasteluperiodilta noin 3 %:n nimellisen vuosituoton. Matala korkoympäristö ja hyvä inflaatio suoja ovat lisänneet kiinteistösijoittamisen houkuttelevuutta korkosijoitusten kustannuksella. Andonov ja muut (2013) toteavat kansainvälisten eläkesijoittajien kiinteistösijoittamista käsittelevässä julkaisussaan, kiinteistösijoitusten merkityksen osana sijoitusallokaatiota kasvaneen huomattavasti viime vuosina.

Suomalaisissa eläkelaitoksissa kiinteistösijoittamisella on pitkät perinteet ja kiinteistöt nähdään keskeisenä osana hyvin hajautettua sijoitussalkkua. Suomessa eläkelaitoksilla on merkittävä asema kiinteistöjen omistajana ja myös uusien kiinteistöhankkeiden rakennuttajina. (Vatanen, 2013, s. 196). Esimerkiksi työeläkeyhtiö Ilmarisella on huomattavat kiinteistöomistukset Suomessa. Kaiken kaikkiaan eläkevaroja on Ilmarisen sijoitus-

salkussa sijoitettuna noin 4 300 asuntoon ja 100 liike-, toimisto-, varasto- ja muuhun kiinteistöön. Ilmarinen kertoo verkkosivuillaan olevansa yksi Suomen suurimmista kiinteistösijoittajista ja rakennuttajista. (Ilmarinen, 2022a). Myös työeläkeyhtiö Varma on profiloitunut suurena kiinteistösijoittajana Suomessa ja verkkosivujensa mukaan omistaa lukuisia merkittäviä toimisto- ja liikekiinteistöä eri puolilta Suomea. Lisäksi Varma ilmoittaa omistavansa noin 4 200 asuntoa ympäri Suomen ja rakentavansa asuntoja jatkuvasti lisää. (Varma, 2022a; Varma, 2022b)

Tutkielman tarkastelun kohteena olevat yksityiset työeläkeyhtiöillä Elolla, Ilmarisella, Varmalla ja Veritaksella on jokaisella useita kiinteistörahastosijoituksia. Tämä ilmenee yhtiöiden tilinpäätöstiedoista. Kiinteistörahastojen kautta on selkeästi haettu hajautusta Suomen ulkopuolelle, sillä valtaosa kyseisistä kiinteistörahastoista tekevät sijoituksensa Suomen ulkopuolelle. (Elo, 2021, s. 64–65; Ilmarinen, 2021, s.63; Varma, 2021, s. 37; Veritas, 2021, s. 21–22)

3.2.5 Vaihtoehtoiset sijoitukset

Vaihtoehtoisten sijoitusten merkitys ja niiden suosio osana hyvin hajautettua, eri omaisuuslajeista koostuvaa sijoitusportfoliota, on kasvanut merkittävästi viimeisen vuosikymmenen aikana. Vaihtoehtoiset sijoitukset voidaan määritellä sijoitusluokaksi, joka kattaa kaikki ne sijoitukset, jotka jäävät perinteisten listattujen osake- ja korkosijoitusten ulkopuolelle. Tähän sijoitusluokkaan kuuluviksi voidaan laskea listaamattomat osakesijoitukset (Private Equity), listaamattomat korkosijoitukset (Private Debt), hedge-rahastosijoitukset, infrastruktuurisijoitukset ja hyödykesijoitukset. (Stalebrink, 2016, s. 107). Tyypillisesti vaihtoehtoisten sijoitusten arvonvaihtelu tapahtuu eriaikaisesti perinteisten osake- ja korkosijoitusten kanssa. Täten ne hajauttavat sijoitussalkun markkinariskiä ja laskevat volatiliiteettia. (Vatanen, 2013, s. 197). Suomalaisten eläkesijoittajien sijoitussalkkuihin vaihtoehtoisia sijoituksia alkoi ilmestyä vähitellen 2000-luvun alkupuolella. Alkuvaiheessa vaihtoehtoisten sijoitusten allokaatio oli hyvin pieni, mutta ne kasvoivat huomattavasti jo 2010-luvulle tultaessa. (Vatanen, 2020b, s. 203)

TELA:n (2022a) luokittelussa vaihtoehtoisilla sijoituksilla viitataan lähinnä hedge-rahasijoituksiin. Myös listaamattomat osakesijoitukset luetaan TELA:n jaottelussa kuuluviksi osakesijoituksiin. Tämä luokittelu poikkeaa hieman perinteisestä vaihtoehtoisten sijoitusten luokittelutavasta (Stalebrink, 2016, s. 107). Myös kiinteistösijoitukset tyypillisesti luetaan kuuluviksi vaihtoehtoisiin sijoituksiin, kuten Parikh ja Cheng (2016) ja myös Stalebrink (2016) julkaisuissaan esittävät. Kiinteistösijoituksilla on kuitenkin eläkesijoittajien allokaatioissa pitkä historia, ja ne ovat olleet jo vakiintunut osa suomalaisten työeläkeyhtiöiden sijoitusallokaatioita jo useiden vuosikymmenten ajan, joten näin ollen on luontevaa luokitella kiinteistöt kokonaan omaksi sijoitusluokakseen tässä tarkastelussa (Vatanen, 2020b, s. 205).

Private Equity -sijoituksilla tarkoitetaan sijoittamista listaamattomaan, eli pörssin ulkopuoliseen osakemarkkinaan. Private Equity -sijoittamisesta käytetään myös yleisesti termiä *pääomasijoittaminen*. Private Equity -sijoitukset voidaan karkeasti jakaa kahteen eri päälinjaan: 1) Buyout ja 2) Venture Capital. (Pajarinen ja muut, 2016). Buyout-sijoittaminen tarkoittaa sijoittamista vakiintuneemmassa kasvun vaiheessa oleviin yrityksiin. Yrityksen liiketoiminta on jo vakiintunut ja liikevaihto on tyypillisesti muutamasta miljoonasta satoihin miljooniin. Buyout-sijoittajat ovat kasvuhakuisia omistajia, jotka voivat tehdä joko enemmistö- tai vähemmistösijoituksia kohdeyhtiöihin. Vähemmistösijoituksia kutsutaan growth-sijoituksiksi. Venture Capital -sijoittajat puolestaan tekevät sijoituksia hyvin alkuvaiheessa oleviin yhtiöihin. Kohdeyhtiöistä käytetään myös nimitystä *start-up*. Venture Capital -sijoittajat hakevat tyypillisesti eri kasvun vaiheissa olevia yhtiöitä, joihin tekevät vähemmistösijoituksia. Yhtiöt ovat usein nuoria ja innovatiivisia, joilla on suuret kansainvälisen kasvun tavoitteet. (Pääomasijoittajat ry, 2021a, s. 3)

Suomalaiset työeläkeyhtiöt ovat suurin pääomasijoittajaryhmä Suomessa. Suomalaisten pääomasijoitusrahastojen pääomista noin neljännes kuuluu työeläkeyhtiöille. (Pääomasijoittajat ry, 2021b, s. 6). Pääomasijoitusrahastojen lisäksi työeläkeyhtiöt ovat tehneet

huomattavissa määrin sijoituksia myös suoraan listaamattomiin yhtiöihin (Elo, 2021; Ilmarinen, 2021a; Varma, 2021; Veritas, 2021). Esimerkiksi Ilmarinen (2021) ilmoittaa vuoden 2021 tilinpäätöksessään 27 kotimaista noteeraamatonta osakeomistusta ja neljä ulkomaista noteeraamatonta omistusta.

Hedge-rahastosijoitukset ovat merkittävä yksittäinen vaihtoehtoisten sijoitusten osaluokka työeläkeyhtiöiden sijoitusallokaatioissa. Esimerkiksi Elolla hedge-rahastojen osuus kokonaisallokaatiosta on vuoden 2021 lopulla 7,4 % ja Ilmarisella vastaava luku on 6,8 % (Elo, 2021, s. 7; Ilmarinen, 2021a, s. 78). Hedge-rahastot tavoittelevat absoluuttista tuottoa sijoitukselle markkinatilanteesta riippumatta. Käytännössä tämä toteutetaan aktiivisen salkunhoidon keinoin yhdistelemällä erilaisia sijoitusstrategioita ja instrumentteja keskenään. Hedge-rahastot voivat sijoitustoiminnassaan hyödyntää perinteisiä sijoitusrahastoja enemmän johdannaissopimuksia sekä liikkua perinteisistä rahastoista poiketen hyvinkin nopeasti eri markkinoiden ja instrumenttien välillä. Sijoituskohteina voivat olla muun muassa listattujen tai listaamattomien yritysten osakkeet, erilaiset korkosijoitukset ja johdannaisinstrumentit. Hedge-rahastoissa salkunhoitajan kyvyillä sijoitustoiminnan onnistumisen kannalta on vielä suurempi merkitys kuin perinteisissä sijoitusrahastoissa. (Vatanen, 2013, s. 197; Pörssisäätiö, 2015, s. 9). Hedge-rahastot ovat keränneet huomattavaa julkisuutta valtaviin tehtyjen sijoitustappioiden, mutta toisaalta myös merkittävien saavutettujen sijoitustuottojen takia (Stultz, 2007, s. 175).

Viimeisen vuosikymmenen aikana isojen institutionaalisten sijoittajien, mukaan lukien eläkesijoittajien mielenkiinto on kasvavissa määrin kohdistunut erilaisiin infrastruktuuri-sijoituksiin. Eläkerahastoista, valtioiden sijoitusrahastoista ja vakuutusyhtiöistä on täten tullut merkittäviä infrastruktuurihankkeiden rahoittajia. (Andonov ja muut, 2021, s. 2). Infrastruktuuri voidaan karkeasti jakaa kahteen osa-alueeseen: taloudelliseen ja yhteiskunnalliseen infrastruktuuriin. Taloudelliseen infrastruktuuriin kuuluvat sähköverkot, tiet, lentokentät ja tietoliikenneyhteydet, kun taas yhteiskunnalliseen infrastruktuuriin kuuluvat muun muassa koulut, kirjastot ja vankilat. Infrastruktuurisijoittamista voidaan

toteuttaa joko tekemällä sijoitukset suoraan erilaisiin infrahankkeisiin tai välillisesti infrastruktuurihankkeisiin sijoittavien rahastojen kautta. (TELA, 2022g). Infrastruktuurisijoittamisen suosio ja suosion viimeaikainen kasvu perustuu muun muassa siihen, että infrasijoitukset tarjoavat tyypillisesti hyvin suojaa suhdannevaihteluita vastaan ja korrelaatio osakemarkkinan kanssa on vähäinen, jolloin hajautushyöty kokonaissalkun tasolla tehostuu. Lisäksi infrasijoitukset tarjoavat houkuttelevaa inflaatio suojaavaa kassavirtaa. (Andonov ja muut, 2021, s. 2). Suurimpia ja tällä hetkellä kiinnostavimpia infrastruktuurisijoituksiin kuuluvia toimialoja ovat sijoitukset uusiutuvan energian infrahankkeisiin, kuten aurinkovoima-, vesivoima-, tuulivoima-, biomassa- tai maalämpöhankkeisiin (Andonov ja muut, 2021, s. 12). Etenkin työeläkeyhtiöt Elo ja Veritas ovat olleet vahvasti mukana erilaisissa uusiutuvan energian hankkeisiin sijoittavissa infrahankkeissa oman sijoitus- ja varainhoitoyhtiönsä Exilionin kautta. Exilionin muita omistajia edellä mainittujen lisäksi ovat Valtion Eläkerahasto (VER) ja Åbo Akademin säätiö. Exilion hallinnoi kommandiittiyhtiöiden kautta noin 1,2 miljardin euron varoja, joista osa on kohdistettu muun muassa kolmeentoista tuulivoimapuistoon. (Exilion, 2022)

Hyödykesijoitukset voivat olla suoria sijoituksia tai välillisiä sijoituksia hyödykepörssiin noteerattuihin raaka-aineisiin, elintarvikkeisiin ja energiahyödykkeisiin. Pörssinoteeratuista hyödykesijoituksista tavallisimpia ovat kulta ja raakaöljy, joiden arvonkehitystä seurataan laajasti ympäri maailman, kaikilla sijoitusmarkkinoilla. Käytännössä hyödykesijoitukset toteutetaan pääsääntöisesti johdannaissopimusten kautta, sillä aineellisten hyödykkeiden hankintaan liittyvät varastointi- ja kuljetuskulut tekisivät siitä vaivalloista ja hankalaa. Tehokkaan johdannaismarkkinan ansiosta hyödykesijoitukset ovat usein hyvin likvidejä. (Vatanen, 2013, s. 197)

3.2.6 Johdannaiset

Johdannainen on rahoitusinstrumentti, jonka arvo määräytyy jonkin toisen rahoitusinstrumentin (kohde-etuus) arvonkehityksen perusteella. Johdannaisista käytetään myös nimitystä johdannaissopimukset. Johdannaiset eivät ole oma omaisuusluokkansa,

vaan ne kuuluvat edellä lueteltuihin omaisuusluokkiin sen perusteella, mihin omaisuusluokkaan kohde-etuus kuuluu. Tavallisimpia sijoitusluokkia, joissa johdannaisia hyödynnetään ovat osake-, korko- ja raaka-ainesijoitukset. Johdannaisia voi käyttää joko riskiltä suojautumiseen tai riskin ottamiseen. Johdannaissopimuksessa sovitaan tyypillisesti kohde-etuuden arvonmuutokseen perustuvan rahasumman vaihtamisesta osapuolten välillä. (Vatanen, 2013, s. 198; TELA, 2022g)

Johdannaissopimuksessa määritellään hinnoitteluperuste, jonka mukaan johdannaisten arvo määräytyy kohde-etuuden hinnan vaihdellessa. Johdannaissopimukset voivat olla vakioimattomia, eli osapuolten välille räätälöityjä johdannaissopimuksia tai vakioimattomia johdannaissopimuksia noteerattuja rahoitusinstrumentteja. Vakioituilla johdannaissopimuksilla kauppaa käydään reguloituilla markkinapaikoilla ja vakioimattomilla johdannaissopimuksilla kauppaa käydään OTC-markkinoilla. Yleisimpiä johdannaissopimuksia ovat futuuri- ja termiinisopimukset, optiot sekä swapit eli vaihtosopimukset. (Vatanen, 2013, s. 199)

Tavallisimmin johdannaissopimuksia käytetään työeläkeyhtiöissä riskinhallinnallisiin tarkoituksiin, eli sijoitusriskien suojaamiseen ja riskiprofiilin muokkaamiseen. Kaupankäyntikustannukset johdannaismarkkinalla ovat verrattain edulliset, joten johdannaissopimuksilla voidaan muuttaa sijoitussalkun riskitasoa suhteellisen nopeasti ja kustannustehokkuus säilyttäen. Johdannaismarkkina on hyvin likvidi. (Vatanen, 2020b, s. 220). Sijoitussuunnitelmassa eläkelaitosten hallitukset määrittelevät sen, miten johdannaisia käytetään sijoitustoiminnassa ja miten niiden käyttämistä rajoitetaan. Hallitus seuraa johdannaisten käyttöä ja hyväksyy vuosittain raportin niiden vaikutuksesta vakavaraisuusrajoihin. (Kirvesmäki, 2020, s. 253)

3.2.7 Vastuullisen sijoittamisen merkitys

Työeläkeyhtiöt ovat suomalaisen eläkejärjestelmän toimeenpanijoita ja toteuttavat täten yhteiskunnallisesti hyvin vastuullista tehtävää. Kestävä ja tasa-arvoinen eläkejärjestelmä onkin keskeinen osa suomalaisen yhteiskunnan vastuullisuuden tukijalkaa. Yhteiskunnallisesti vastuullisen aseman takia työeläkeyhtiöiden on luonnollisesti toimittava kaikissa tekemisissään vastuullisesti ja pitkän aikavälin kestävyttä turvaavasti. (Bergring, 2020, s. 157). Vastuullisen sijoittamisen suosion nopea kasvu on ollut yksi koko sijoitusalan keskeisimpiä trendejä viime vuosina. Pääomat allokoituvat kasvavissa määrin vastuullisen sijoittamisen periaatteiden mukaisesti ja tämän kehityssuunnan uskotaan jatkavan nopeaa kasvuaan myös tulevaisuudessa. Vastuullisen sijoittamisen yleistymisen on luonnollisesti koskettanut myös kotimaisia työeläkesijoittajia. (Vatanen, 2020, s. 206–207)

Jokainen suomalainen työeläkesijoittaja on osaltaan sitoutunut noudattamaan vastuullisen sijoittamisen periaatteita sijoitustoiminnassaan. Kotimaisista työeläkesijoittajista vastuullisen sijoittamisen kriteereillä edistyneimmät ovat saaneet myös kansainvälistä tunnustusta vastuullisen sijoittamisen periaatteiden (PRI) arviossa. (Vatanen, 2020, s. 216). Työeläkevakuuttajat TELA ry:n (2022) arvion mukaan tänä päivänä valtaosa kaikesta 255 miljardin euron (varojen määrä 31.12.2021) suomalaisista työeläkevaroista on sijoitettu vastuullisen sijoittamisen periaatteiden mukaisesti.

Eläkesijoittajilla on usein lähtökohtana vastuullisen sijoittamisen strategiassa uskomus siihen, että ESG:n laaja huomioiminen sijoitusprosessissa alentaa sijoitustoiminnan riskejä ja nostaa pitkällä aikavälillä sijoitustoiminnan tuottoja (Bergring, 2020, s. 157). Vastuullisella sijoittamisella voidaan tätä kautta nähdä myös olevan keskeinen rooli siinä, että eläkesijoittajille asetettu missio varojen tuottavasta ja turvaavasta sijoittamisesta toteutuu. (TELA, 2022h; Bergring, 2020, s. 157)

Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa kansainväliset sitoumukset ovat yksi tapa toteuttaa vastuullista sijoittamista. Kaikkien sitoumusten ja vastuullisen sijoittamisen periaatekehikon pohjana toimii YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet. Allekirjoittamalla YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet, allekirjoittaja sitoutuu noudattamaan niitä kaikessa sijoitustoiminnassaan, eli käytännössä katsoen sisällyttämään vastuullisen sijoittamisen periaatteet sijoitusprosessiinsa. Tutkimuksen mukaan työeläkevaroista 96 % on sijoitettu YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteiden mukaisesti. Sitoumusten lisäksi erilaisilla aloitteilla on myös näkyvä rooli vastuullisen sijoittamisen toteuttamisessa. Näihin kansainvälisiin aloitteisiin linkittyvät kiinteästi muun muassa sijoittajien välinen yhteistyö, vaikutusten mittaaminen ja läpinäkyvä raportointi. Lisäksi työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaa määrittävät merkittävässä määrin jokaisen työeläkeyhtiön omat vastuullisen sijoittamisen periaatteet ja tavoitteet. (TELA, 2022h)

4 Tutkimusaineisto ja analyysi

Työeläkeyhtiöt ovat merkittäviä toimijoita osana suomalaista yhteiskuntaa. Työeläkeyhtiöt ovat myös Suomen suurimpia sijoittajia ja näin ollen niillä on suuri vastuu siitä, miten kestävästi perustuslaillista omaisuudenturvaa nauttivat eläkevarat sijoitetaan. Tämän tutkielman tarkoituksena on selvittää, miten yksityiset työeläkeyhtiöt huomioivat ESG:n osana sijoitustoimintaansa. Eläkelaitosten sijoitustoimintaa ohjaava vakavaraisuuslain-säädäntö kohtelee yksityisiä ja julkisia eläkelaitoksia eri tavoin ja tästä syystä myös sijoitusallokaatiot saattavat poiketa toisistaan. Vertailukelpoisuuden säilyttämiseksi tutkielma rajataan kattamaan vain yksityiset työeläkeyhtiöt. Tutkielman otannan rajaaminen varmistaa myös sen, että tutkielma säilyy selkeänä ja eheänä kokonaisuutena. Koostetun tutkimusaineiston pohjalta pyritään hahmottamaan, miten suomalaiset työeläkeyhtiöt huomioivat vastuullisuuden (ESG) osana sijoituspäätöksentekoaan ja sijoitusten seurantaan. Laadukkaaseen tutkimustulokseen pääsemiseksi on syytä selvittää myös se, miten eläkeyhtiöiden varoja hallinnoivat varainhoitajat ja muut finanssialan toimijat huomioivat vastuullisuuden omassa toiminnassaan.

4.1 Tutkimusaineisto

Tutkimusaineisto muodostuu teemahaastatteluista, joissa haastateltavina on vastuullisen sijoittamisen asiantuntijoita eri organisaatioista ja tehtävistä. Vastuullinen sijoittaminen on aiheena hyvin moniulotteinen ja siihen liittyy myös tarve kyseenalaistaa asioita ja ajatella kriittisesti. Täydellisen ymmärryksen ja paremman kokonaiskuvan varmistamiseksi, aiheesta on syytä tutkia käytännön kautta, ei vain pelkästään ylätasen käsitteiden ja yleisluontoisen raportoinnin perusteella. Teemapohjaisilla asiantuntijahaastatteluilla pyritään tuomaan esille käytännön näkökulmaa vastuullisesta sijoittamisesta yksityisissä työeläkeyhtiöissä ja samalla esittämään myös aiheeseen liittyvää kriittistä katsontakan-
taa.

Haastattelujen tuovat esille konkretiaa siitä, miten tänä päivänä eläkesijoittajat huomioivat vastuullisuuden osana sijoitustoimintaa ja minkälaisia haasteita tähän liittyy. Haastateltavia henkilöitä oli yhteensä viisi ja kaikki haastattelut toteutettiin toukokuun aikana vuonna 2022. Haastatteluista kertyi litteroitua tekstiä yhteensä 38 sivua.

4.2 Tutkimuksen metodologia

Tutkielmassa lähestytään tutkimusongelmaa kvalitatiivisin, eli laadullisin tutkimusmenetelmin. Tutkimusaihe on hyvin moniulotteinen ja lähestymistapoja aiheeseen on useita, joten kriittisen tarkastelun merkitys on ratkaiseva tutkimustuloksen kannalta. Tutkimusaineisto koostuu teemapohjaisista asiantuntijahaastatteluista, joiden avulla pyritään tuomaan esiin käytännön näkökulmaa ja kriittistä tarkastelua. Tutkimusaineiston monitasoisuuden ja kompleksisuuden takia laadullinen tutkimusmenetelmä sopii tähän yhteyteen parhaiten (Alasuutari, 2011).

Teemahaastattelu sopii tähän kontekstiin parhaiten, sillä vastuullisuus sijoitustoiminnassa on hyvin monitulkintainen aihe, joten siinä ei ole oikeita tai vääriä vastauksia. Laadukkaasti aineistonkeruun näkökulmasta tiukka etenemisreitti haastattelutilanteessa ei johtaisi optimaaliseen lopputulokseen, vaan aiheen luonteen vuoksi on jätettävä mahdollisuus tarkentaville kysymyksille ja myös vapaamuotoisemmalle keskustelulle. Ennen haastattelutilannetta teemat on kuitenkin hyvä olla tiedossa ja tutkimuksessa käytetyt haastattelut toteutettiin pääosin siten, että keskustelurunko lähetettiin haastateltaville etukäteen tutustuttavaksi. (Saaranen-Kauppinen & Puusniekka, 2006)

Laadullisessa tutkimuksessa aineiston kerääjä on inhimillinen tekijä, eli tutkija itse, joten tutkimuksen tuloksiin liittyy siis aina myös tulkinnanvaraisuutta (Kiviniemi, 2018, s.62). Tutkimukseen haastateltujen valinta perustuu heidän institutionaaliseen asemaansa ja oletukseen haastateltavalla olevasta tutkimuksen kannalta keskeisestä tiedosta (Alastalo & Åkerman, 2010). Tutkimukseen haastateltiin kahta suomalaisten eläkelaitosten asiantuntijaa, sijoitustoiminnasta vastaavaa johtajaa kotimaisesta eläkesijoittajia palvelevasta

varainhoitoyhtiöstä, kiinteistösijoitusalan ammattilaista sekä suuren pankkitoimijan ESG-asiantuntijaa.

4.3 Teemahaastattelut – käytännön näkökulma vastuulliseen sijoittamiseen

Tutkielmaa varten haastateltiin yhteensä viittä hieman eri taustoilla olevaa asiantuntijaa, jotka työskentelevät vastuullisen sijoittamisen parissa. Haastattelut toteutettiin teemahaastatteluina, eli haastattelulle oli asetettu tietty ennalta hahmoteltu kysymysrunko. Kysymysrunkoa ei kuitenkaan orjallisesti noudatettu haastattelutilanteissa, sillä tutkimusaihe on hyvin laaja-alainen ja useita eri lähestymistapoja sisältävä, joten vapaalle teemaan liittyvälle keskustelulle ja tarkentaville lisäkysymyksille haluttiin haastatteluissa antaa merkittävä painoarvo. Vastuullisesta sijoittamisesta puhutaan usein hyvin ylätasolla ja erilaisia periaatteita, toimintaohjeita ja teorioita on useita. Haastatteluiden avulla haluttiin tuoda esille se, miten vastuullista sijoittamista käytännössä huomioidaan osana yksityisten työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaa ja miten sijoitustoiminnan kannalta tärkeät sidosryhmät puolestaan huomioivat vastuullisen sijoittamisen omassa toiminnassaan.

Kaikki tutkielmaa varten tehdyt haastattelut pidettiin toukokuun aikana vuonna 2022. Haastattelut toteutettiin videon välityksellä etänä Microsoft Teams -ohjelmiston avulla. Haastattelut nauhoitettiin ja haastatteluista syntyi 38 litteroitua tekstisivua. Kaikki tutkimuksessa läpikäytyt haastattelut on esitetty anonymisti. Tämä oli haastateltavien toive ja erityisesti työeläkeyhtiöillä tämä perustuu myös kilpailulainsäädännöllisiin lähtökohtiin. Anonymiteetti mahdollistaa myös laadukkaamman tutkimuksen, sillä näin haastateltavat pystyvät mahdollisesti avaamaan hieman lähemmin käytännön toimintatapojaan vastuullisessa sijoittamisessa, kuin tilanteessa, jossa olisi esittäytytty omalla nimellä.

4.3.1 Tutkielmaan haastatellut henkilöt

Tutkielmaan haastateltiin yhteensä viittä henkilöä eri organisaatioista. Haastateltavat henkilöt valikoituvat heidän institutionaalisen asemansa perusteella. Kun tutkimuksen kohteena on yksityiset suomalaiset työeläkeyhtiöt, niin oli luontevaa haastatella suoraan eläkelaitosten asiantuntijoita. Työeläkeyhtiöt sijoittavat kuitenkin merkittävän osan varoistaan myös ulkopuolisten palveluntarjoajien, eli muun muassa ulkoisten varainhoito- ja rahastoyhtiöiden kautta. Näin ollen tarkastellessa työeläkeyhtiöiden vastuullista sijoittamista, on relevanttia kohdistaa huomiota myös näiden ulkoisten yhteiskumppaneiden vastuullisen sijoittamisen periaatteisiin, käytäntöihin ja toimintatapoihin. Työeläkeyhtiöt ovat merkittäviä kiinteistösijoittajia Suomessa ja kiinteistöt muodostavat täten huomattavan osan työeläkeyhtiöiden sijoitusallokaatioista, joten myös kiinteistösijoitusalan ammattilaisten näkemykset vastuullisesta sijoittamisesta käytännössä ovat tutkielman kannalta arvokkaita.

Kaksi haastatelluista työskentelee asiantuntijoina eri eläkelaitoksissa Suomessa. Näiden kahden eläkelaitosten asiantuntijoiden haastatteluihin viitataan tekstissä merkitsemällä ”Haastattelu 1” ja ”Haastattelu 2”. Kolmas tutkielmaan haastateltu henkilö työskentelee ESG-analyttikkona suuressa pankissa. Hänen haastatteluunsa viitataan tekstissä merkitsemällä ”Haastattelu 3”. Neljäs haastateltu henkilö työskentelee asiantuntijana eläkelaitosten varoja sijoittavan varainhoitoyhtiön palveluksessa. Hänen haastatteluunsa viitataan tekstissä merkitsemällä ”Haastattelu 4”. Viides haastattelu on tehty eläkelaitosten varoja sijoittavan kiinteistösijoitusalan ammattilaisen kanssa. Haastatteluun viitataan tekstissä merkitsemällä ”Haastattelu 5”.

Taulukko 1. Tutkielmaan haastatellut asiantuntijat.

Haastatellut asiantuntijat	
Suomalaisen eläkelaitoksen A asiantuntija	Haastattelu 1
Suomalaisen eläkelaitoksen B asiantuntija	Haastattelu 2
Suuren pankin ESG-analyytikko	Haastattelu 3
Eläkelaitosten varoja sijoittavan varainhoitoyhtiön asiantuntija	Haastattelu 4
Eläkelaitosten varoja sijoittava kiinteistösiirtäjäalan ammattilainen	Haastattelu 5

4.3.2 Vastuullisen sijoittamisen organisointi työeläkeyhtiöissä ja sijoitustoiminnassa

Vastuullinen sijoittaminen on käytännössä yhteistyötä eläkelaitoksen eri toimintaosastojen välillä. Vastuullinen sijoittaminen on usein myös sidottu lähelle yhtiön yritysvastuuasioita ja samat henkilöt ovat tekemisissä myös näiden kanssa, mikä on tavallaan luonnollista. Koordinoinnista, kehittämisestä ja seurannasta vastaavat tietyt nimetyt henkilöt ja tiimit, joiden tehtävänä on käydä aktiivista vuoropuhelua käytännön sijoitustoimintaa tekevien salkunhoitajien kanssa. Vastuuhenkilöt raportoivat vastuullisesta sijoittamisesta usein konsernin ylimpään johtoon kuuluville henkilöille. Vastuullisen sijoittamisen yksiköiden tehtävänä on mahdollistaa vastuullista sijoittamista ja kehittää sitä kaikissa omaisuuslajeissa. (Haastattelu 1; Haastattelu 2)

”Vastuullisuuden integrointi tapahtuu salkunhoitajien tekemänä, eli he tekevät sijoituspäätöksiä, joissa on vastuullisuus integroituna.” (Haastattelu 2).

Eläkeyhtiöt ulkoistavat sijoitustoimintaansa merkittävässä määrin myös ulkopuolisille varainhoitajille, eli niin sanotuille managereille. Tämä tuli hyvin esille eläkeyhtiöiden A ja B haastatteluissa. Sijoitustoiminnan ulkoistaminen managereille tarkoittaa käytännössä yksinkertaisimmillaan sitä, että eläkeyhtiö tekee sijoituksen esimerkiksi tavalliseen sijoitusrahastoon, jota hallinnoi varainhoitoyhtiö. Näin rahastoa hallinnoiva yhtiö päättää siitä, miten rahaston varoja sijoitetaan ja raportoi sijoitustoiminnasta ja sen menestyksestä

sijoittajille, eli tässä tapauksessa eläkeyhtiöille. Etenkin vaihtoehtoisissa sijoituksissa, kuten hedge-rahastosijoituksissa ja Private Equity -sijoituksissa ulkopuolisten managerien käyttäminen on hyvin yleisestä, jopa oikeastaan se tavallisin toimintatapa. Eläkeyhtiöt ovat tyypillisesti olleet suuria kiinteistösijoittajia Suomessa ja kiinteistösijoitukset edustavatkin huomattavaa osaa eläkeyhtiöiden sijoitusallokaatioista. Omistuksista suuri osa on suoria kiinteistöomistuksia, mutta myös paljon sijoituksia on tehty kiinteistörahastojen kautta. Kiinteistörahastoissa ulkopuolinen manageri sijoittaa varat rahaston strategian mukaisesti ja raportoi rahaston kehityksestä sijoittajille.

Varainhoitajien ja muiden ulkopuolisten palveluntarjoajien hyödyntäminen sijoitustoiminnassa tarkoittaa sitä, että vastuu sijoitustoiminnan vastuullisuudesta ulkoistetaan osin ulkopuolisille varainhoitajille ja palveluntarjoajille. Eläkeyhtiöt luonnollisesti seuraavat erittäin tarkasti ulkopuolisten yhteistyökumppaneidensa toimintaa ja tarvittaessa keskustelevat managerien kanssa, mikäli jokin sijoituskohte tai periaate ei ole linjassa heidän omien vastuullisen sijoittamisen periaatteidensa kanssa (Haastattelu 1; Haastattelu 2). On ilman muuta selvää, että managerien tulee vastata suurten institutionaalisten sijoittajien, joita eläkeyhtiöt Suomessa ovat, heidän tarpeisiinsa ja näkemyksiin vastuullisuudesta osana sijoitustoimintaa. Näin ollen onkin mielekästä tarkastella sitä, miten nämä eläkeyhtiöiden yhteistyökumppanit, eli ulkopuoliset palveluntarjoajat; varainhoitajat, kiinteistörahastoyhtiöt sekä pankit huomioivat ESG:n käytännön tasolla osana sijoitustoimintaansa.

Eläkelaitosten varoja sijoittavan varainhoitoyhtiön asiantuntijan mukaan käytännön tasolla vastuullista sijoittamista voidaan lähestyä useamman vaiheen kautta. Ensimmäisessä vaiheessa nojaututaan poissulkulistoihin. Poissulkulistoina käytetään erään maailman suurimman varainhoitajan ja kansainvälisesti vastuullisesta sijoittamisesta tunnustusta saaneen toimijan poissulkulistaa. Toisena poissulkulistana käytetään Norjan pankin poissulkulistaa. Poissulkulistoja seurataan aktiivisesti ja yhtiöt, jotka löytyvät listoilta suljetaan pois salkuista. Toisessa vaiheessa vastuullista sijoittamista lähestytään ESG-datan kautta. Relevanttia dataa saadaan muun muassa ulkopuolisilta yhteistyökumppaneilta ja

sitä käytetään osana yritysanalyysia. Datan avulla pyritään positiivisesti arvottamaan yhtiöitä. Lisäksi on asetettu erilaisia ilmasto- ja biodiversiteettitavoitteita sijoitussalkuille ja tämä linkittyy läheisesti muun muassa erilaisiin teemasijoituksiin, joita tehdään. Teemasijoituksissa on keskitytty erityisesti uusiutuvaan energiaan. (Haastattelu 4)

Myös kiinteistörahastoissa vastuullinen sijoittaminen on noussut keskiöön viimeisen 2–3 vuoden aikana. Vastuullista toimintaa on toki ollut aikaisemminkin, mutta lähestymiskulma aiheeseen on osin muuttunut. Nyt vastuullisuutta täytyy jäsenellä eri tavalla ja katsoa mitä konkreettisesti tehdään vastuullisuuden eteen ja ottaa myös selkeitä tavoitteita. (Haastattelu 5)

Me puhutaan tuollaisesta integroidusta vastuullisuudesta, eli sitä et se vastuullisuus ei oo vain jotakin yhden osa-alueen toimintaa, vaan se on niin kuin kaikkea koskevaa toimintaa ja sehän on välttämätöntä, sillä me ei saada isoilta sijoittajilta enää rahoja käyttöön jos ei meillä ole vastuullisuutta integroituna meidän toimintaan ja kyllähän se toki hyvä bisnestäkin on. Suhtaudutaan vastuullisuuteen hyvin positiivisesti, se on välttämätön ja hyvä asia kaiken kaikkiaan. (Haastattelu 5)

4.3.3 Lähestymistapa vastuulliseen sijoittamiseen, vaikuttaminen ja mahdollinen irtautuminen sijoituskohteesta

Vastuullisesta sijoittamisesta vastaavat henkilöt tekevät salkkutasolla säännöllistä seuranta mahdollisten normirikkomusten osalta. Mikäli esimerkiksi yhdestä salkkuyhtiöstä tulee normirikkeitä esille, niin asia käsitellään vastuullisen sijoittamisen ohjausryhmässä ja salkunhoitajan kanssa, jonka salkusta tai vastuualueelta normirike löytyy. Ensisijaisesti pyritään aina vaikuttamaan yhtiöön tai sijoituskohteeseen, josta normirikkomus löytyy. Vaikuttaminen tapahtuu omaisuuslajista riippuen joko suoraan siten, että ollaan suoraan yhteydessä yhtiöön tai sitten manageriin, joka hallinnoi sijoitusta. Yhteydenoton tarkoituksena on käydä rakentavaa keskustelua siitä, että mihin suuntaan asioita sijoittajan

mielestä tulisi korjata. Lähestymistapa asiaan riippuu usein myös paljon siitä, mistä omaisuuslajista on kysymys. Sijoituksen kokonaan poissulkeminen on vasta toissijainen vaihtoehto. (Haastattelu 1)

”Meillä on poissulkeminen vasta sitten ihan viimeinen vaihtoehto.” (Haastattelu 1)

Suomalaisen eläkelaitoksen A asiantuntijan mukaan sijoituskohteesta irtautuminen pelkästään ESG-syistä on harvinaista. Hänen muutaman vuoden yhtiössä työskentelyaikanaan näin ei ole tapahtunut. ESG on kuitenkin saattanut vaikuttaa ja usein se on ollutkin osatekijä, kun jostakin sijoituksesta on tehty myyntipäätös. (Haastattelu 1)

Jos me ollaan katsottu, että sijoituskohde ei performoi meidän mielestä odotetulla tavalla ja sitten jos vastuullisuusluvutkin näyttävät punaista ja sijoituskohteessa on esimerkiksi paljon päästöjä, eikä niitä ole otettu riittävästi huomioon, niin se on vaikuttanut siihen päätökseen, että me ollaan myyty. (Haastattelu 1)

Eläkeyhtiö B:ssä on tehty joitakin irtautumisia sijoituskohteista vakavien vahvistettujen normirikkomusten paljastuttua. Muutamia esimerkkitapauksia on ollut muun muassa korruptioon liittyen. Näissä tapauksissa on riippumattomien osapuolten mielipiteiden perusteella arvioitu lopulta rikkomusten olevan niin vakavia, että sijoituskohteesta on irtauduttu tämän takia. Mahdollinen sijoituskohteesta irtautuminen ESG-syistä ei kuitenkaan ole aina täysin yksiselitteistä. Esimerkiksi velkakirjasijoituksissa tulee ottaa huomioon likviditeetti. Aina ei ole mahdollista irtautua, vaikka haluttaisiinkin, jos jälkimarkkina ei ole riittävän likvidi. Sama asetelma pätee luonnollisesti myös tietyissä osakesijoituksissa. Joissakin tapauksissa irtautuminen myös epälikvidimmistä sijoituksista voisi olla mahdollista, mutta tällöin sijoittaja joutuisi hyväksymään huomattavan hinnan alennuksen. Tämänlainen toiminta voisi lopulta olla ristiriidassa eläkeyhtiöiden lainsäädännössä määritellyn tehtävän kanssa sijoittaa varat tuottavasti ja turvaavasti. Eläkeyhtiö B suosii

tämänlaisissa haastavissa irtautumistilanteissa mieluummin toimintamallia, jossa luodaan pidemmän aikavälin suunnitelma irtautumiselle, kuin että välittömästi myytäisiin. ESG-syistä johtuvia irtautumisia on tehty myös aktiivisista rahastoista ja indeksituotteista, mikäli nämä eivät ole enää vastanneet ESG-kriteereitä. Tilalle on ostettu esimerkiksi ESG-painotettuja tuotteita tai sitten tehty omia räätälöityjä tuotteita, jotka vastaavat asetettuja ESG-kriteereitä. (Haastattelu 2)

Joo on sellaisia tapauksia, pääsääntöisesti kuitenkin pyritään välttämään sijoittamista niihin kohteisiin, eli sinänsä meillä on monta periaatetta minkä takia kohteeseen ei voi sijoittaa tai siitä pitäisi irtautua, mutta niistä ainoastaan muutama on sellainen, mikä voi tulla yllätyksenä niin sanotusti. Eli meidän ei sijoiteta esimerkiksi yhtiöihin, joilla on iso liiketoiminta kivihiiressä. Se ei tule mitenkään yllätyksenä, tai siitä tarvitse irtautua. Mutta sitten ainoa milloin tulee ESG-syistä tällaisia irtautumisia, niin on esimerkiksi jokin tapahtuma, esimerkiksi tällaista on tapahtunut fuusion yhteydessä, eli yhtiö, millä ei ollut liiketoimintaa ydinaseissa, niin fuusion jälkeen siinä olikin. Jolloin se ei ollut enää meidän periaatteiden mukainen se uusi yhtiö. (Haastattelu 2)

Irtautuminen on kuitenkin myös eläkeyhtiö B:ssä lähtökohtaisesti toissijainen vaihtoehto. Eläkeyhtiö B:n mukaan normirikkomukset tapahtuvat pitkälti ulkomaisissa yhtiöissä tai sitten yhtiöiden alihankkijoilla, jotka ovat ulkomailla. Näin ollen vaikuttaminen näihin suoraan on hyvin resurssi-intensiivinen tapa toteuttaa vastuullista sijoittamista, joten vaikuttaminen on ulkoistettu ulkopuoliselle toimijalle, joka käy dialogia sijoittajan puolesta. Jos rike on todella vakava ja ulkopuolinen vaikuttaja-asiantuntija tekee johtopäätöksen, että kohteeseen vaikuttaminen ei tässä tapauksessa ole paras toimintatapa tai, että ongelmat eivät ole ainakaan nopeasti korjattavissa ja yhtiö ei ole vastaanottavainen, niin tällaisessa tapauksessa vaikuttamisprosessista ei juuri ole hyötyä. Jos esille nousseet rikkomukset ovat vähemmän vakavia ja korjattavissa olevia, niin vaikuttaminen on tällöin oikea toimintatapa. (Haastattelu 2)

Eläkelaitosten varoja sijoittavan varainhoitoyhtiön asiantuntijan mukaan lähtökohtaisesti kokonaisia toimialoja ei kategorisesti suljeta pois sijoitusuniversumista, mutta tietyt toimialojen osia on kuitenkin rajattu pois. Poissulkulistoilla ovat esimerkiksi tietyn tyyppiset aseet, kuten rypälepommit ja muut kiistanalaiset aseet. Poissulkulistoilla on tyypillisesti myös hiili-intensiivistä teollisuutta ja tupakkayhtiöitä. Toisinaan on tullut eteen myös tilanteita, jolloin sijoituskohteesta on jouduttu irtautumaan puhtaasti ESG-syistä. Esimerkiksi sellaisia tilanteista löytyy useita, joissa jostakin rahaston salkkuyhtiöstä on irtauduttu puhtaasti ESG-syistä. Varainhoitoyhtiön asiantuntija ei kuitenkaan tarkemmin nimeä yksittäisiä tapauksia, joita on esiintynyt. Esimerkkitapauksina mainitaan kuitenkin anonymisti sosiaalista syistä johtunut irtautuminen kaivosyhtiöstä, jolla on ollut Afrikassa epäselvyyksiä liittyen työntekijöiden työoloihin. Lisäksi irtautumisia on tapahtunut muun muassa aseteollisuuteen ja ympäristöön liittyvistä syistä. (Haastattelu 4)

Kiinteistösijoituksissa vastuullisuus toteutuu kiinteistösijoitusalan ammattilaisen mukaan heidän kiinteistörahastoissaan siten, että kaikki uudet kohteet ESG-arvioidaan. Tätä varten on luotu yksinkertainen arviointikehikko, jossa tietyt asiat käydään läpi. Tähän arvioon liittyy muun muassa hallinnollisten tekijöiden arviointia, arvio siitä miten kiinteistö sijoittuu kaupunkirakenteeseen, arvio maaperästä ja myös vuokralaisia arvioidaan tässä yhteydessä. Arvion keskeisenä tarkoituksena on kartoittaa kiinteistöön liittyvät perustiedot ja siihen liittyvät riskit. (Haastattelu 5)

”Me ei poissuljeta vuokralaisia siis tällä hetkellä vielä vastuullisuuden nimissä, esim. tupakkayhtiöitä tai muita.” (Haastattelu 5)

ESG-pohjaiset syyt ovat harvoin kaataneet sijoituspäätöksiä. Esimerkiksi kiinteistöalan ammattilainen nostaa kuitenkin tilanteen, jossa kohteen myyjästä on paljastunut epäselvyyksiä, ja näiden takia muuten potentiaalisilta vaikuttaneet kaupat ovat jääneet toteutumatta. (Haastattelu 5)

Mut se että, vaikka kiinteistön maaperä olisi vaikka kuinka saastunut tai siinä kiinteistössä olisi rakennuksessa jotakin ongelmia tai vaikka vuokralaisenkin kanssa, niin ne ei varsinaisesti torppaa jos ihan suoraan sanotaan, niin meidän sijoitus päätöstä. Mut jos myyjä on epäselvä taho tai sillä on jotakin pakotejuttuja tai muita, niin sieltähän se torppaus tulee ja on tullutkin. Mut kun meillä on kiinteistökehitysrahastoja, niin mehän ollaan niihin valmiita ostamaan sellaisia kohteita, jotka vaatii sitten ESG-asioiden laittamisen kuntoon siellä. (Haastattelu 5)

Suuren pankin ESG-analyttikko avaa lähestymistapaansa yritysten analysointiin vastuullisuuden näkökulmasta. Monessa tapauksessa analyysi perustuu pitkälti siihen, miten yhtiöt raportoivat vastuullisuudesta. Erittäin kattava ja totuudenmukainen raportointi voi siis myös johtaa vastuullisuusarvosanojen heikkenemiseen ja tilanteeseen, jossa huonosti raportoiva yritys saa parempia vastuullisuusarvosanoja, vaikka sen toiminta olisi todellisuudessa jopa huonommalla tasolla vastuullisuuden näkökulmasta. Monessa asiassa tässäkin yhteydessä on kyse siis siitä miltä asiat näyttävät ulospäin. Raporttien luotettavuutta lisää aina se, jos raportti on auditoitu. Auditointi on kuitenkin hyvin kallista ja tätäkin tulisi tarkastella kriittisesti, että onko lopulta järkeä käyttää taloudellisia resursseja tämänlaiseen toimintaan. Usein pelkkien raporttien läpikäymisen lisäksi myös yritysten johtoa saatetaan haastatella ja käydä keskustelua muun muassa yrityksen investointisuunnitelmista. (Haastattelu 3)

4.3.4 ESG-luokitukset

ESG-luokituksia on usein kritisoitu siitä, että niiden tarjoama data eroaa hyvinkin paljon eri palvelutarjoajien välillä ja vertailukelpoisuus on erittäin heikkoa. Molemmat eläkeyhtiöt näkevät asiassa haasteita, mutta lähestymistavat aiheeseen ja käytännön metodit kuitenkin eroavat jonkin verran toisistaan. Eläkeyhtiö A tukeutuu ESG-analyysissaan kolmansilta osapuolilta hankittavaan datan. Datan rooli on lähinnä toimia tukena analyysissa ja tämän lisäksi tehdään myös paljon omaa analyysia, eli ESG-analyysia ei siis täysin

perusteta ulkopuolisten palveluntarjoajien luokituksille. Palveluntarjoajien nimiä A ei halua mainita. Ulkopuolisten palveluntarjoajien tuottamassa ESG-datassa on kuitenkin merkittäviä eroja ja eri luokittajat saattavat luokitella samoja yhtiöitä hyvin eri tavoin. Vertailukelpoisuus eri palveluntarjoajien datan välillä on heikko ja tämä on iso haaste. (Haastattelu 1)

Se on todella iso haaste ja se on tosi iso ongelma ja sen takia niinku meillä katsotaan ESG näitä arvioita ja scoreja, niin aina silleen suuntaa antavasti. Joo, että se ei se ei ole se on tavallaan niinku tueksi siihen analyysiin, mutta mutta juuri sen takia koska nämä nämä mielipiteet on niin eri eri että onko vastuullinen vai ei ja mitä ne painottaa analyysissaan, niin se on tosi, se on kyllä tosi iso ongelma ja sekin on ihan hauska sellainen tuota noin niin knoppi sullekin, esimerkiksi normirikkomusdatoissa, että riippuen että, mä en nyt sano että kumpaa me käytetään, mutta että onko se vaikka MSCI:n tai ISS:n dataa, niin niillä voi olla täysin eri nimet joo joo siis niitten listoilla. (Haastattelu 1)

Eläkeyhtiö B:n mielestä keskustelu vastuullisuusluokituksista on saanut hieman jopa suhteettomat mittakaavat. ESG-datan osalta on tärkeää ymmärtää se, että miten ESG-arvosanat on määritelty. (Haastattelu 2)

Jos nyt keskustellaan jostain Shellistä ja Teslasta, niin ne ei oo mitenkään vertailukelpoisia esimerkiks MSCI:n kohdalla. Nehän on, ne on niinku normalisoitua, ne on rankattua, eli aina on joku paras öljy-yhtiö, aina on joku huono öljy-yhtiö tai aina on joku paras autoyhtiö, aina on joku huono autoyhtiö. Pitäis aina sen toimialan sisällä tehdä sitä tarkastelua. Toki jollain palveluntarjoajilla se on vertailukelpoista, mut sitten taas pitää just ymmärtää se, että mitä siel taustalla on. (Haastattelu 2)

Eri palveluntarjoajat painottavat B:n mukaan analyysissaan eri asioita ja tämä onkin usein se ratkaiseva tekijä tulosten kannalta. Esimerkiksi MSCI painottaa vahvasti yhtiön

operatiivista tekemistä ja sitä, että mitä riskejä siihen sisältyy vastuullisuuden suhteen. MSCI ei niinkään painota itse lopputuotetta. (Haastattelu 2)

Eli sehän on just se klassinen, että tupakkayhtiöt saa tosi hyviä ESG-arvosanoja, koska ne pitää huolta työntekijöistään ja on hyvät eläkepaketit ja kaikkea ja hyvä terveydenhuolto. Ja se on ihan klassinen. Sen takia ne saa hyviä – ei se kerro mitään siit tuotteesta. Se ottaa vaan kantaa siihen, että miten ne on niinku yhtiön sisällä hoidettu ne asiat. (Haastattelu 2)

Eläkeyhtiö B ei ole asettanut ESG-luokituksille mitään tavoitteita tai tiettyä määriteltyä tasoa, joka palveluntarjoajien ESG-luokituksissa pitäisi saavuttaa. Tämä on johtanut myös siihen, että passiivisissa tuotteissakin pyritään välttämään rakennetta, joka on rakennettu perustuen ESG-luokituksiin. (Haastattelu 2).

ESG-ratingilla on paikkansa sellasessa niinku salkunhoitajan työssä, missä halutaan tehdä semmoinen niinku nopea, mutta silti suht syvä katsaus sen yhtiön vastuullisuuteen. Eli varsinkin jos salkunhoitaja on vaikka keskittynyt yhteen toimialaan, niin se on hyvinkin relevantti. Eli jos sul on viis autoyhtiötä, niin sit sä näet hyvinkin nopeella katsauksella, että mites näiden yhtiöiden vastuullisuus, koska tiedät et ne on samat mittarit ja ne on rankattu niinku järjestykseen sen ratingin kohdalla, niin se on hyvinkin järkevää. (Haastattelu 2)

Eläkeyhtiö B käyttää osana omaa vastuullisuusanalyysiaan paljon eri palveluntarjoajia. Painotus on niin sanotussa raakadatassa. Raakadataan voidaan laskea myös palveluntarjoajien antamat estimaatit sellaisten yhtiöiden osalta, joista ei ole virallista dataa saatavilla. Subjektiivista datan käyttöä pyritään välttämään mahdollisimman paljon. (Haastattelu 2)

Myös varainhoitoyhtiön asiantuntijan mukaan ESG-data vaihtelee huomattavasti eri palveluntarjoajien välillä ja varainhoitaja on valinnut lähestymistavakseen datan käsittelyssä

sen, että hyödynnetään useampien toimijoiden dataa osana omaa analyysia. Palveluntarjoajina käytetään muun muassa erään maailman suurimman vastuulliseen sijoittamiseen keskittyneen varainhoitajan dataa sekä Morningstar Sustainalyticsin tuottamaa ESG-dataa. ESG-data on toisinaan paljonkin ristiriidassa eri palveluntarjoajien välillä ja tätä dilemmaa varinhoitaja lähestyy siten, että ensinnäkin tulee perehtyä siihen, mistä nämä ristiriidat voisivat johtua. Toiseksi tulee arvioida yksittäisen sijoituskohteen painoarvoa sijoitussalkussa. Jos data on ristiriitaista ja sijoituksen painoarvo on vähäinen, tällöin ei välttämättä kannata uhrata arviointiin merkittävästi aikaa. (Haastattelu 4)

Siitä on tosiaan akateemisia tutkimuksia siitä, että se data korreloi hyvin vähän keskenään. Tietenkin riippuu, niin kuin ääritapauksissa voi silleen, että yksi toimija antaa todella hyvät ESG-arvosanat jollekin yhtiölle ja toinen tosi huonot. Ehkä se meidän lähestymistapa on se, että käytetään muutamaakin lähdettä. (Haastattelu 4)

Suuren pankin ESG-analyttikko näkee myös yhtiöiden vastuullisuusarvioinnin pelkästään ESG-luokitusten perusteella haastavaksi. Hän korostaa eri luokittajien ESG-arvosanojen huonoa vertailukelpoisuutta ja sitä, kuinka eri luokittajien mittaustavat saattavat olla aivan eri ja kuinka tärkeää analyysin hyödyntäjän on tuntea nämä erot. ESG-luokittajista muun muassa MSCI on tunnustettu toimija ja jonka dataa pidetään yleisesti luotettavana. (Haastattelu 3)

MSCI mittaa, että millä todennäköisyydellä ulkoinen maailma aiheuttaa riskin yritykselle, esim. lainsäädäntö tai muu vastaava. Esimerkiksi McDonalds'n rating nousi, koska ne paransivat kierrättämistä muutamassa maassa. Tämä tehtiin siksi, koska osassa näitä maita lainsäädäntöä muutettiin tämän osalta tiukemmaksi, joten ulkoinen maailma vaikutti tässäkin. Todellisuudessa McDonald's on maailman suurimpia hiilidioksidin päästäjiä. (Haastattelu 3)

Pelkän puhtaan data-analyysin lisäksi suuren pankin ESG-analyttikko näkee yritysten vastuullisuutta analysoidessaan tärkeäksi sen, miten uskottavasti yritykset kykenevät viestiämään suunnitelmistaan tiettyjen ESG:n kannalta haastavien asioiden muuttamisessa kohti parempaan suuntaan ja sen, miten realistisia ja toteutettavia nämä suunnitelmat ovat. (Haastattelu 3)

4.3.5 Läpinäkyvyys

Läpinäkyvyyden toteutumisessa ESG:n kannalta eri omaisuuslajeissa on huomattavia eroavaisuuksia ja haasteita. Läpinäkyvyys nähdään eläkeyhtiö B:ssä parhaimpana listatuissa suorissa osakesijoituksissa, sillä markkinoilla on paljon toimijoita, jotka tarkkailevat yhtiön toimintaa ja näin ollen mahdolliset negatiiviset tapahtumat heijastuvat lähes reaaliaikaisesti yhtiön arvostukseen. Myös eläkeyhtiö A:n mukaan läpinäkyvyys on paras listatuissa sijoituksissa ja erityisesti osakesijoituksissa. Listatuissa korkosijoituksissa läpinäkyvyys on A:n mukaan kohtuullisella tasolla. Haasteita syntyy korkosijoituksissa lähinnä siitä, että tietyissä instrumenteissa on hyvin strukturoitua rakennetta, joka vaikeuttaa kaiken kattavan datan saamista. Molempien yhtiöiden, sekä A:n että B:n mukaan suurimmat haasteet ESG-datan saatavuudessa liittyvät listaamattomiin sijoituksiin. Myös ETF-sijoituksissa läpinäkyvyys on B:n mukaan tänä päivänä hyvällä tasolla, sillä sijoittajat näkevät reaaliajassa kaikki alla olevat instrumentit. ETF-sijoituksiin liittyy kuitenkin B:n mukaan tiettyjä haasteita vastuullisen sijoittamisen kannalta, sillä sijoittajan ja ETF-rahosta hallinnoivan managerin intressit ja tavoitteet yhtiöihin vaikuttamisessa eivät välttämättä aina kohtaa. (Haastattelu 1; Haastattelu 2)

Se mikä siel ei ole niin läpinäkyvää ja missä me ei olla täydessä kontrollissa, niin on yhtiökokouskäyttäytyminen. Eli toki se on myös läpinäkyvää, mut se ei oo niinku meidän näpeissä se tekeminen siinä kohtaa. Et jos meil on ETF, niin meil on exposurea niihin tota yhtiöihin ihan samalla tavalla kuin ne olis suoraan meidän salkussa, mutta sit taas se äänestys on niinku sen managerin vastuulla ja se ei välttämättä ole sit aina linjassa meidän kanssa. (Haastattelu 2)

Läpinäkyvyyden osalta merkittävimmät haasteet liittyvät listaamattomiin sijoituksiin ja erityisesti Private Equity ja hedge-rahasto -sijoituksiin. Muutama vuosi sitten näistä sijoitusluokista ei saanut juuri ollenkaan relevanttia ESG-tietoa ulos. Tilanne on kuitenkin hieman parantunut, etenkin Private Equity -sijoituksissa ja tällä hetkellä saa jo hieman tietoa ulos, mutta hyvin paljon joutuu vielä nojaamaan estimointiin ESG-datan osalta, eli käytetään esimerkiksi verrokkiyhtiötä listatulta puolelta ja pyritään tätä kautta muodostamaan kuva listaamattoman yhtiön laadukkuudesta ESG-kriteereillä. Raportointi on kuitenkin listaamattomissa sijoituksissa B:n mukaan kehittymässä koko ajan parempaan suuntaan. Hedge-rahastoissa on tällä hetkellä vielä eniten haasteita relevantin ESG-tiedon saamisessa. Eläkeyhtiö B on velvoittanut Hedge-rahastosijoituksissaan rahastoa hallinnoivan managerin raportoimaan, mikäli sijoituskohteista löytyy ESG:n näkökulmasta ongelmia esimerkiksi liittyen hyvään hallintotapaan tai on jokin konkreettinen ongelma käynnissä juuri sillä hetkellä. (Haastattelu 2)

Myös eläkeyhtiö A näkee merkittävimmäksi haasteeksi läpinäkyvyyden kannalta listaamattomat sijoitukset, eli muun muassa Private Equity -sijoitukset. Näissä sijoituksissa datan saatavuuteen liittyy haasteita ja sitä on yleisesti heikosti tarjolla. A näkee myös B:n tavoin tilanteen kuitenkin kehittyvän tämän osalta. (Haastattelu 1)

Eläkeyhtiö B nostaa esille myös sen, että vaikka dataa on hyvin saatavilla tietyistä omaisuuslajeista, niin data itsessään ei aina ole täydellistä, mutta jos se on varmennettua, niin se on riittävän hyvällä tasolla. On myös syytä huomioida se, että eri omaisuuslajeissa tulee painottaa eri asioita. (Haastattelu 2)

Esimerkiksi hedge fundeissa katsotaan vähän eri asioita eli keskitytään enemmänkin managerien kanssa yhteistyöhön ja vaikuttamiseen, kun sitten taas listatulla puolella data on paljon isommassa roolissa, mutta ehkä nyt viime vuosina se data on myös korostunut tuolla listaamattomalla puolella. (Haastattelu 2)

Varainhoitoyhtiö näkee läpinäkyvyyden ESG:n kannalta olevan tänä päivänä hyvällä tasolla etenkin listatulla markkinalla läntisessä Euroopassa. Muualla kehittyneissä maissa ja myös Yhdysvalloissa tilanne on hyvällä tasolla, mutta ei niin hyvällä kuitenkaan kuin Euroopassa. Maantieteellisesti tarkasteltuna suurimmat haasteet liittyvät kehittyviin markkinoihin ja tämä johtuu muun muassa huonosta datan saatavuudesta ja kattavuudesta kehittyvillä markkinoilla. Omaisuusluokittain tarkasteltuna osakesijoituksissa näkyvyys on lähtökohtaisesti hyvällä tasolla. Korkosijoituksissa on läpinäkyvyyden kannalta tiettyjä haasteita. (Haastattelu 4)

Joukkovelkakirjoja laskee liikkeelle joku, esimerkiksi listattu yhtiö, vaikka hollantilainen rahoitusyhtiö, niin sitten kysymys on siitä, että kun siitä yhtiöstä ei ole yleensä ESG-dataa olemassa ja sitten ei oikeastaan edes tiedetä, että mihin se raha menee ja mikä sen vaikuttavuus on. Korkopuolella se tavallaan datan saatavuus ja tulkinta on vähän vaikeampaa ja kattavuus on huonompi. (Haastattelu 4)

Suurimmat haasteet läpinäkyvyyden kannalta liittyvät listaamattomiin sijoituksiin. Listaamattomalla puolella kehitys on muutamia vuosia jäljessä listattujen sijoitusten kehityksestä. Kehitystä kuitenkin tapahtuu jatkuvasti ja tämä alkaa näkyä etenkin esimerkiksi Private Equity -sijoituksissa. Lisäksi myös datan kattavuus on heikompaa listaamattomissa sijoituksissa kuin listatulla puolella. (Haastattelu 4)

Varainhoitoyhtiön asiantuntija kuvaa kehittyville markkinoille sijoittamista haastavaksi ESG:n läpinäkyvyyden kannalta. Haasteet johtuvat muun muassa siitä, että kehittyvillä markkinoilla vastuullisuusasioiden ymmärrys on keskimäärin heikommalla tasolla kuin kehittyneillä markkinoilla. Tästä johtuen myös vastuullisuusraportointi on usein heikommalla tasolla ja näin ollen ulospäin välittyvä kuva ei aina vastaa välttämättä täysin yhtiön todellista tilannetta ESG-asioiden osalta. (Haastattelu 4)

”Ne yhtiöt ei välttämättä sitten raportoi niin paljon niistä asioista, vaikka niillä olisikin asiat kunnossa.” (Haastattelu 4)

4.3.6 Vastuullisen sijoittamisen osa-alueiden painottaminen

Vastuullisen sijoittamisen (ESG) osa-alueet, eli ympäristö (E), sosiaalinen vastuu (S) ja hyvä hallintotapa (G) ovat kaikki tärkeitä työeläkesijoittajille, mutta näiden painotuksissa on kuitenkin eroja tutkimuksessa haastateltujen eläkelaitosten välillä. Eläkeyhtiö A:n mukaan kaikki nämä ovat tärkeitä ja tarkasti sijoitustoiminnassa huomioon otettavia, mutta jos olisi pakko valita vain yksi näistä osa-alueista, niin eläkeyhtiö A valitsisi G:n, eli hyvän hallintotavan. Hyvää hallintotapaa ja sen toteutumista katsotaan aivan ensimmäisenä, kun uusia potentiaalisia sijoituskohteita analysoidaan ESG:n näkökulmasta. (Haastattelu 1)

”Tavallaan se filosofia siinä taustalla on se, että jos on huonoa hallinnointia, on kauhean vaikea nähdä, että olisi hyviä E tai S -projekteja firmassa.” (Haastattelu 1)

Eläkeyhtiö B näkee A:n tavoin hyvin hankalaksi valita vain yhtä tiettyä ESG:n osa-aluetta, jota he eniten painottaisivat vastuullisessa sijoittamisessa. Mikäli kuitenkin tulisi valita vain yksi osa-alue, jota näistä painottaa eniten, niin valita olisi E, eli ympäristö. (Haastattelu 2)

”Meidän näkemyksen mukaan kuitenkin ilmastonmuutoksen myötä tulee niin valtavia riskejä, mikä osuu noihin muihin S:ään ja G:hen niin pahasti, että se on se, mikä vaikuttaa kaikkiin yhtiöihin eniten maailmassa.” (Haastattelu 2)

Vastuullisen sijoittamisen, eli ESG:n osa-alueista (ympäristö, sosiaalinen vastuu ja hyvä hallintotapa) tällä hetkellä painotetaan eniten ympäristöön liittyviä asioita sijoitustoiminnassa. Kokonaisuuden arviointi on tässä yhteydessä olennaista ja jokainen osa-alue on tärkeä.

Tietenkin kaikki osa-alueet ovat mielestäni yhtä tärkeitä, jotta kokonaisuus on kunnossa, mutta ehkä eniten päivittäisessä työssä ollaan tällä hetkellä painotettu ympäristöasioita, mitkä nyt liittyy esimerkiksi näihin ilmastoasioihin ja biodiversiteettiin ja kaikkeen muuhun. (Haastattelu 4)

Vastuullisessa kiinteistösijoittamisessa ympäristöön liittyvillä asioilla on suuri painoarvo. Etenkin erilaiset energiatehokkuushakkeet ovat konkreettinen tapa kontribuoida ympäristöasioissa. Kiinteistöaloituksen ammattilainen kertoo heidän toteuttaneensa lukuisia energiatehokkuushankkeita omistamissaan kohteissa. Hankkeet ovat tyypillisesti liittyneet ilmanvaihtokoneisiin, kiinteistöautomaatioon, lämmitysjärjestelmiin, valaistusjärjestelmiin ja eristykseen. Hankkeita on tehty hyvin monenlaisissa kiinteistötyypeissä ja myös tällä hetkellä on lukuisia hankkeita käynnissä. Lisäksi on tehty ulkopuolisen asiantuntijaorganisaation avulla selvitys siitä, miten ja kuinka paljon saataisiin kiinteistöjen hiilidioksidipäästöjä alennettua. Tietyillä toimenpiteillä voitaisiin vuoteen 2025 loppuun mennessä laskea 45 % kiinteistöjen hiilidioksidipäästöjä, mikäli kaikki toimenpiteet toteutettaisiin. Kiinteistöaloittajana täytyy kuitenkin hyvin kriittisesti tarkastella sitä, mihin rahat käyttää, eli toisin sanoen, mitkä investoinnit ovat rahaston tuoton kannalta kannattavimpia ja välttämättömiä. (Haastattelu 5)

Ison suomalaisen päivittäistavarakaupan toimijan kanssa tehtiin iso diili viime vuonna, niin me irtauduttiin vaan siis yhdessä päivittäistavarakauppaosiossa öljylämmityksestä. Sillä oli 17 vuoden takaisinmaksuaika, mikä on järkyttävän pitkä takaisinmaksuaika. Et se öljy oli silti niin kannattava lämmitysmuoto siellä. Me irtauduttiin siitä koska tämä päivittäistavarakaupantoinnissa tahtoi irtautua

siitä imagosyistä ja me ymmärretään se, niin silti me irtauduttiin siitä, kun vuokralainen halusi ja totta kai se oli osa isompaa kokonaisuutta, niin voitiin tehdä. Et se taloudellinen kannattavuus on totta kai tärkeä, mut se ei aina oo ihan puhdas taloudellinen kannattavuus, et joskus siellä tää imago ja vuokralaisten asiat painaa sitten. (Haastattelu 5)

Kiinteistösiioittamisessa vastuullinen sijoittaminen on hyvin ympäristöpainotteista. Markkinoilla on paljon erilaisia start-up -toimijoita ja myyjiä, jotka myyvät erilaisia tuotteita ja palveluita, joilla voidaan parantaa kiinteistöjen ympäristövastuullisuutta. Ongelma on kuitenkin se, että jos kaikkeen tarjolla olevaan investoi, niin todennäköisesti tulee myös maksaneeksi sellaisesta, mikä ei tule toteutumaan. Haasteena on siis myyjien lupausten todenperäisyys toteutuvien säästöjen ja järjestelmien toimivuuden suhteen ja tämän kanssa joutuu jatkuvasti tekemään valintoja ja punnitsemaan eri vaihtoehtoja. (Haastattelu 5)

”Kun ostetaan vaikka energiahanke, niin se että luotatko sä siihen mallinnukseen toteutuvasta energiasäästöstä, niin siitähän tässä pohjimmiltaan on kysymys.” (Haastattelu 5)

Kyl se se E silti on se mitä painotetaan, koska sillä on suurin vaikutus ilmastoon ja sil on suurin vaikutus kiinteistön tuottoihin ja sit myös vuokralaisten siihen käyttäjätyytyväisyyteen, eli siel on niinku lämmitysjärjestelmät ja jäähdytysjärjestelmät ja tämmöset kunnossa. Et kyllä se sen E:n kautta tulee. Lähtökohtaisesti tuo Social ja Governance -puoli niin ne on Suomessa kuitenkin, nehän ovat jos sä pyörität ammattimaista rahastoa, niin tota siellähän on pakko huolehtia noista vakuuttamisista ja veroista ja hallinnon pöytäkirjoista ja muista. Niin ne on tärkeitä, mutta ne lähtökohtaisesti ovat riittävällä tasolla. Varmasti kehitettävää on, mut ne ovat riittävällä tasolla. (Haastattelu 5)

Myös suuren pankin ESG-analytiikko korostaa ympäristön merkitystä vastuullisessa liiketoiminnassa. Ympäristönäkökulman vahva rooli näkyy muun muassa yrityksiä rahoittaessa, sillä yrityksiä arvioidaan rahoituspäätöksiä pohtiessa myös ESG-kriteerein ja tämä vaikuttaa rahoituksen hintaan. Sosiaaliseen vastuuseen (S) ja hyvään hallintotapaan (G) liittyviin tekijöihin kiinnitetään myös huomiota esimerkiksi laajemmassa luottoriskianalyysissä, mutta ne jäävät kuitenkin silti vielä vähemmälle huomiolle rahoituspäätöksiä annettaessa. (Haastattelu 3)

4.3.7 Passiiviset sijoitukset

Eläkeyhtiöt edellyttävät nykyään ESG:n huomioimista myös passiivisissa sijoituksissa, kuten jo edellä todettiin. Aiemmin passiivissa ESG-tuotteissa suurille sijoittajille, kuten työeläkesijoittajille haasteena on ollut heikompi likviditeetti. Tilanne tämän osalta on kuitenkin A:n ja B:n mukaan parantunut ja vaihtoehtoavaruus passiivisten ESG-tuotteiden osalta eläkesijoittajille on laajentunut huomattavasti. (Haastattelu 1; Haastattelu 2)

Eläkeyhtiö A keskittyy passiivissa sijoituksissa erityisesti vähähiilisiin sijoituksiin. Ympäristöteeman lisäksi myös muut ESG:n osa-alueet ovat luonnollisesti tärkeitä, mutta painotus on vähähiilisissä tuotteissa. A:n käyttämissä ESG-passiivituotteissa on myös tehty tietyt poissulut ja niin sanotut ”screenaukset”. (Haastattelu 1)

Eläkeyhtiö B on nähnyt erityiseksi haasteeksi passiivissa ESG-tuotteissa sen, että niissä on ollut mukana sellaista metodologiaa, joka on ristiriidassa heidän tavoitteidensa kanssa. Käytännössä tämä on tarkoittanut esimerkiksi sitä, että kyseessä on ollut esimerkiksi jokin MSCI:n indeksituote, joka nojaa käytännössä MSCI:n ESG-luokitukseen ja täten ei ole linjassa välttämättä B:n omien tavoitteiden kanssa. Lisäksi joissakin indeksituotteissa on kategorisesti suljettu pois tietyn tyyppisiä sijoituksia, esimerkiksi sijoitukset alkoholiin. Alkoholi ja esimerkiksi kannabis taas eivät ole B:n kriteereissä täysin poissuljettuja sijoituskohteita, joten tämän takia passiivissa tuotteissa ei haluta olla mukana sel-

laisissa, jotka ovat eettisistä syistä kokonaan sulkeneet pois tietyt toimialat. Poissuljetuista toimialoista sen sijaan ovat muun muassa tupakka ja ydinaseet. Eläkeyhtiö A:n tavoin, myös B keskittyy vähähiilisiin passiivisiin tuotteisiin, sillä korkean päästötason yhtiöihin liittyy enemmän riskejä tulevaisuuden kannalta. Eläkeyhtiö B:lle on ollut haastavaa löytää täysin heidän ESG-kriteereihinsä sopivia passiivisia tuotteita, joten heille on räätälöity heidän tarpeisiinsa sopivia tuotteita. Tämä on ollut trendi suurimpien eläkesijoittajien kesken, ja jossa on ollut mukana myös muita suuria suomalaisia työeläkeyhtiöitä, eli työeläkeyhtiöt ovat käytännössä antaneet näihin perustettaviin ESG-passiivituotteisiin siemenrahaa. (Haastattelu 2)

4.3.8 Venäjään kytkeytyvät sijoitukset ja Ukrainan sodan vaikutukset

Molempien eläkeyhtiöiden asiantuntijoiden mukaan Euroopassa vallitseva sotatilanne on aiheuttanut toimenpiteitä Venäjään kytkeytyviin sijoituksiin. Molemmissa yhtiössä Venäjä-altistuma sijoitusallokaatiossa on ollut hyvin pieni jo ennen sotatilanteen alkamista. Eläkelaitos B kertoi, ettei heillä ollut vuoden 2021 lopussa ollenkaan suoria Venäjä-sijoituksia salkussa ja sijoitusedellytykset Venäjälle ovat heidän mukaansa olleet hyvin heikot jo aiemminkin. Kumpikaan haastatelluista eläkeyhtiöistä ei näe Venäjälle sijoittamista tällä hetkellä ollenkaan houkuttelevaksi ja uusia sijoituksia Venäjälle ei ole tällä hetkellä selvityksessä. (Haastattelu 1; Haastattelu 2)

Me ei niin kuin oltu nähty Venäjää hirveen relevanttina sijoituskohteena muutenkaan, et just että suoria sijoituksia sinne ei ollut esimerkiksi meidän salkussa. Sit et mitä toimenpiteitä rahastojen suhteen, joo sanotaan, että jos ne ei ollu aikaisemminkaan hirveen relevantteja, niin nyt ne on vielä vähemmän relevantteja plus ei hirveen mahdollistakaan, jolloin sijoittaminen sinne, että ei oo niinku, isot rahamassat liikkuu maantieteellisesti jossain ihan muualla kuin Venäjällä. Ja että eikä oo mitenkään sellainen relevantti strategia meillä. Toisaalta ei oo asetettu mitään ehtoja rahastolle, että ette saa sijoittaa missään nimessä

Venäjällä. Se ehkä heijastaa enemmänkin sitä, että me ei olla nähty sitä mitenkään relevanttina, että sitten ei olla keksitty uutta sääntöä pelkästään sen takia, että siit olis niin kuin, toki kyllähän jotkut tekee niin, että viestitään ulospäin vaikka se ei oo hirveen relevanttia, mut me ei oo nyt täs kohtaa sit tehty silleen. (Haastattelu 2)

Euroopassa vallitseva sotatilanne on aiheuttanut välittömiä toimenpiteitä varainhoitoyhtiön sijoitussalkuissa. Tilanteeseen on reagoitu muun muassa siten, että kehittyvien markkinoiden osakerahastosta on myyty kaikki Venäjä-sijoitukset pois hyvin nopeasti sotatilanteen käynnistymisen alkuvaiheilla. Eräaseen hedge-tyyppiseen rahastoon jäi hie-man Venäjä-sijoituksia, mutta kokonaisuutena Venäjä-altistuma on ollut jo ennen sotaa hyvin pieni, niin suorien kuin myös epäsuorien sijoitusten osalta. Tällä hetkellä tilanne on siinä mielessä haastava, sillä esimerkiksi varainhoitajan hyödyntämissä ulkopuolisissa rahastosijoituksissa on Venäjä-omistuksia, joista ei tällä hetkellä pääse eroon. ETF-rahastojen kautta epäsuoraa Venäjä-altistusta tulee myös pakostakin, mutta näiden yhtiöiden uskotaan ajan myötä karsiutuvan rahastoista kokonaan pois. Venäjä-paino on kuitenkin kokonaisuutena ollut varainhoitajan sijoitusallokaatiossa hyvin pieni, kokonaisuudessaan reilusti alle 1 % salkuista, kattaen myös epäsuorat Venäjä-sijoitukset. (Haastattelu 4)

Euroopassa vallitseva sotatilanne on kiinteistösijoittamiseen vaikuttanut lähinnä nopeasti nousseen hintatason kautta. Tämä on näkynyt erityisesti energiakustannusten nousuna. Vastuulliseen sijoittamiseen liittyen konkreettinen ajankohtainen esimerkki on pohdinta siitä, mitä tehdään venäläistaustaisten vuokralaisten kanssa. Esimerkiksi Teboil on vuokralla ja toistaiseksi on tehty linjaus siitä, että vuokrasopimusta kunnioitetaan niin kauan kuin vuokralainenkin sitä kunnioittaa. Kun sotatilanne helmikuussa laukesi, niin konkreettisena välittömänä toimenpiteenä jokaisessa rahastojen kiinteistökohteessa laitettiin väestönsuojatilat kuntoon, jotta ollaan varauduttu tilanteen mahdolliseen eskaloitumiseen ja toisaalta täytetään myös lainsäädännön asettamat velvoitteet. (Haastattelu 5)

Suuren pankin ESG-analyttikko näkee sodan vaikutuksilla olevan loppuen lopuksi hyvin vähän vaikutusta suoranaisesti yritysten pidemmän aikavälin tavoitteisiin, etenkin ympäristönäkökulmasta ajateltuna. Todennäköisesti siirtymä kohti puhtaampaa uusiutuvan energian aikakautta tulee vauhdittumaan ja yleisesti pitkän aikavälin tavoitteena on kiihdyttää uusiutuvan energian tuotantoa. (Haastattelu 3)

ESG-analyttikko haastaa osittain sijoittajien ajattelua Venäjään-kytkeytyviin yhtiöihin sijoittamisesta. Hän nostaa esimerkiksi Fortumin Venäjän toiminnot. Jos Fortum luopuisi kokonaan Venäjän toiminnoistaan, niin päästöjä vähenisi kaiken kaikkiaan noin 65 %. Päästöt eivät kuitenkaan maapallolta häviäisi mihinkään tilanteessa, jossa Venäjä ottaisi laitokset haltuun. Tilanne saattaisi jopa huonontua nykyisestä. Samoin jos esimerkiksi suomalainen eläkeyhtiö viestii, että ei halua sijoittaa venäläisen öljyliiketoimintaan, niin todellisuudessa öljyliiketoiminta jatkuu niin kauan, kuin venäläiselle öljylle vain riittää kysyntää. Parempi vaihtoehto vastuullisuuden näkökulmasta olisi jollakin tavoin pyrkiä ajamaan tuotanto alas, lopettamaan ja korvaamaan tämä jollakin puhtaammalla ja vastuullisemmalla energiamuodolla. Myöskään maasta toiseen tuotannon siirtäminen ei pitkällä aikavälillä ole kestävä ratkaisu. (Haastattelu 3)

4.3.9 Suhtautuminen ase- ja puolustusteollisuuteen

Euroopassa vuonna 2022 vallitseva sotatilanne on nostanut esiin keskustelua muun muassa siitä, että voisivatko puolustus- ja ase-teollisuus sittenkin mahtua vastuullisen sijoittamisen kriteereihin. Eläkeyhtiö A näkee sijoittamisen puolustusteollisuuteen mahdolliseksi, ja he eivät ennen sotatilanteen alkamistakaan olleet täysin poissulkeneet näitä teollisuudenaloja sijoitusallokaatiostaan. Altistuma puolustusteollisuuteen eläkeyhtiö A:n sijoitusallokaatiossa on kuitenkin tällä hetkellä pieni. Eläkeyhtiö A:ssa ei olla haluttu lähteä toteuttamaan arvoeettistä poissuljenta merkittävässä määrin, sillä he edustavat sijoittajana hyvin laajaa joukkoa. He näkevät totaalisen poissulkemisen haastavaksi, sillä maailma muuttuu jatkuvasti. Esiin nousee vertauskuva ydinvoimaan sijoittamisesta, sillä

esimerkiksi aiemmin ajateltiin ydinvoimaan sijoittamisen olevan vastoin vastuullisen sijoittamisen periaatteita, vaikka tällä hetkellä se on tärkeä osa energiainvestoinnissa. (Haastattelu 1)

”Me ei voida yksittäisen eläkkeensaajan henkilökohtaisia arvoja tavallaan meidän sijoituksissa edustaa, mutta me nähdään, että se voisi, että se mahduttaisiin tähän vastuullisen sijoittamisen tai ESG:n piiriin.” (Haastattelu 1)

Myös eläkeyhtiö B näkee ase- ja puolustusteollisuuden sijoittamisen mahtuvan vastuullisen sijoittamisen kriteereihin. Suhtautuminen ase- ja puolustusteollisuuden on muuttunut nopeasti Euroopassa vallitsevan sotatilanteen myötä. Periaatteena on kuitenkin ollut kiistanalaisten aseiden, kuten jalkaväkimiinojen, rypälepommien ja ydinaseiden poissulkeminen. Asetelma on kuitenkin myös kiistanalaisten aseiden osalta osin muuttunut. Yksittäisissä tapauksissa kiistanalaisia aseita ei välttämättä enää nähdä ESG-kriteerein yhtä negatiivisena kuin aiemmin, sillä mikäli pystytään osoittamaan se, että kiistanalaiset aseet on puhtaasti tarkoitettu puolustustarkoituksiin. Mukaan ajatteluun on tullut niin sanottu ”harmaa-alue”, kun ennen Euroopan sotatilanteen alkamista aihe nähtiin verrattain hyvin yksiselitteisenä. (Haastattelu 2)

Joo no kyl se vähän muuttui tota, niinku ei nyt yhdessä yössä, mut aika lailla yhdessä yössä tää juttu. Eli, meil niin kuin tota, meillä on ollut periaatteena se, että me ei sijoiteta kiistanalaisiin aseisiin, niihin kuuluu esimerkiksi jalkaväkimiinat ja rypälepommit ja tällaset. Meillä ei ole ollut periaatteita tai poissulkemisia tavanomaisten aseiden valmistukselle tai puolustusteollisuudelle suoraan. Ainoa on se, että aika monesti puolustusteollisuuden yhtiöt on sellaisia, joilla on kytköksiä kiistanalaisiin aseisiin tai ydinaseiden valmistukseen, jolloin tota, jolloin se sitten niinku epäsuorasti poissulki näitä yhtiöitä. Mutta se sanotaan näin, että kyllähän se muuttui tota niin, että tota sitä just ajateltiin niin kuin sä sanoit, että se keskustelu tän aiheen ympärillä meni siitä, että ase tappaa ihmisen siihen, että aseet turvaa demokratiaa tai mahdollistaa demokratian,

niin kyl se tota, sanotaan näin, että se ei ole enää niin tiukka niin kuin, tai sitä ajatellaan eri tavalla niin kuin sitä puolustusteollisuutta, että se ei ole enää niin mustavalkoinen aihe. (Haastattelu 2)

Varainhoitoyhtiö on kategorisesti poissulkenut kiistanalaiset aseet, eli esimerkiksi rypälepommit ja ydinaseet. Sen sijaan yhtiöitä, jotka valmistavat puolustusvälineitä ja joilla ei ole kytköksiä kiistanalaisiin aseisiin, ei ole kategorisesti poissuljettu. (Haastattelu 4)

4.3.10 Vastuullisen sijoittamisen kehittäminen

Vastuullista sijoittamista kehitetään yksityisissä työeläkeyhtiöissä jatkuvasti ja se on myös yksi tärkeimpiä osa-alueita päätoimisesti vastuullisen sijoittamisen parissa työskentelevien päivittäisessä työssä. Vastuullisen sijoittamisen kehitystyötä yleisellä tasolla ajavat asetetut tavoitteet. Esimerkiksi mitattavissa olevat ympäristötavoitteet ovat ajaneet allokointipäätöksiä, ja ne määrittävät myös minkälaista vastuullisuusdatan tarvetta on. (Haastattelu 2)

Eläkeyhtiö A:ssa on keskitytty tällä hetkellä etenkin ilmastoon liittyvien vastuullisuusasioiden edistämiseen. Konkreettisina toimenpiteinä on otettu muun muassa käyttöön uudenlainen raportointikehikko ja ilmastotiekarttaa ollaan laajentamassa kattamaan myös vaihtoehtoiset sijoitukset, kun se tällä hetkellä kattaa vain listatut osakesijoitukset ja kiinteistöt. Omistajaohjaukseen liittyvät käytänteet ovat myös kokeneet muutoksia ja omistajaohjauksen periaatteet on hiljattain ulotettu kattamaan myös rahastosijoitukset. Biodiversiteetti ja sen huomioiminen sijoitustoiminnassa on ajankohtainen ja kehitystyön alla oleva aihe. Tarkat mittaritot tämän mittaamiseen puuttuvat toistaiseksi, mutta niiden kehittäminen on parhaillaan käynnissä ja siihen tullaan tulevaisuudessa panostamaan. Kaiken kaikkiaan työ vastuullisen sijoittamisen parissa on jatkuvaa kehittämistä ja myös itse kehittymistä. (Haastattelu 1).

Eläkeyhtiö B:ssä kehitystyö tapahtuu vastuullisen sijoittamisen tiimissä. Kehitystyö on jatkuvaa vuoropuhelua eri sidosryhmien kanssa. Usein se saattaa lähteä esimerkiksi siitä, että salkunhoitajalla on tarve jonkinlaiselle uudelle työkalulle. Jatkuvasti muuttuva sääntely ohjaa kehitystyötä myös paljon muun muassa ulkoiseen ja sisäiseen raportointiin liittyvissä asioissa. Yhtiön tavoitteena on olla vastuullisuuden edelläkävijä globaalilla tasolla, joten jatkuvaan kehitystyöhön kuuluu myös muiden isojen sijoittajien tekemisten seuraaminen ja tätä kautta oppiminen. Myös eläkeyhtiö B:ssä kehitystyön vahvassa keskiössä on tällä hetkellä ilmaston ja ilmastonmuutokseen liittyvät asiat. Numeerisen datan saatavuus ilmaston liittyvistä asioista on vauhdittanut aihealueen suosiota vastuullisen sijoittamisen piirissä. (Haastattelu 2)

Kun sit taas monesti vastuullisuusdata, niinku governance ja sosiaaliset asiat, puhutaan niinku hyvin tällasist kvalitatiivisista asioista, käsitteistä, säännöistä, sertifikaateista ja niit on vaikeaa analysoida. Mut sit yhtäkkiä sul onkin joku hii-lipäästöt ja -intensiteetti ja paljon numeroita, niin sit sitä kautta siit on tullut se luontaisin tapa sijoittajalle analysoida sitä vastuullisuutta. Sen ei ehkä pitäis mennä niin, mut se on ajautunut siihen ja se on niinku se ykkösasia, mikä ajaa eteenpäin. (Haastattelu 2)

Eläkeyhtiö B mainitsee panostaneensa myös sosiaalisen vastuun huomioimiseen sijoitustoiminnassa. Aiemmin lähestymistapana on ollut niin sanottu "tick the box" -tyyppinen suhtautuminen, eli tarkastetaan esimerkiksi, että mitään sääntöjä ei rikota ja että työntekijöistä pidetään huolta. Jos kaikki on hoidettu asianmukaisesti, voidaan kohteeseen sijoittaa. Tämä asetelma on kuitenkin kehittymässä suuntaan, jossa arvioidaan laajemmin sosiaaliseen vastuuseen liittyviä positiivisia aspekteja ja pyritään löytämään tästä näkökulmasta houkuttelevia sijoituskohteita. Tässä yhteydessä tarkastellaan muun muassa työntekijöiden kouluttamista, työntekijöiden jaksamista ja vaihtuvuutta. Dataa aiheesta on hyvin heikosti toistaiseksi saatavilla ja aihetta lähestytään usein erilaisilla case-tutkimuksilla. (Haastattelu 2)

Varainhoitoyhtiössä kehittäminen on jatkuva prosessi ja sitä toteutetaan monella tavalla. Konkreettisenä esimerkkinä varainhoitoyhtiön asiantuntija mainitsee liittymisen Net Zero Asset Managers Initiative –aloitteeseen, joka tavoittelee nettonollapäästöjä sijoitusten osalta vuoteen 2050 mennessä. Konkreettisenä toimenpiteenä tähän liittyy ilmastovälitavoitteiden asettaminen sijoitussalkuille. Toinen keskeinen kehittämisen osa-alue liittyy ESG-datan hyödyntämiseen ja pohdintaan siitä, miten dataa osana sijoitusprosessia voitaisiin hyödyntää paremmin. Määrätietoisena tavoitteena on tehdä sijoitussalkuista entistä vastuullisempia sekä omien tuotteiden että myös muiden varainhoitajien tuotteiden kautta. Kehittämistyöhön kuuluu myös tärkeänä osana se, että ollaan aktiivisia ja seurataan jatkuvasti nousevia trendejä vastuullisen sijoittamisen alalla. Konkreettisenä esimerkkinä tästä mainittakoon liittymisen biodiversiteettialoitteeseen. Biodiversiteetti nähdään yhtenä uutena trendinä vastuullisen sijoittamisen toimintakentässä. Vastuullisen sijoittamisen kehitystyössä tärkeä osa on myös asiakasraportointi, jonka vaatimukset etenkin institutionaalisten sijoittajien osalta ovat huomattavasti kasvaneet viime vuosina ja sijoittajat vaativat yhä enemmän raportointia vastuullisuudesta osana heidän sijoituksiaan. Vaatimukset painottuvat usein yleisiin ESG-arvosanoihin ja hiilidioksidipäästöihin. Suurimpien sijoittajien, kuten eläkeyhtiöiden kanssa, käydään keskusteluja eri vastuullisen sijoittamisen teemoista. Konkreettisenä esimerkkinä voidaan mainita keskustelut, joissa verrataan esimerkiksi veden käyttöä sijoitussalkun yhtiöissä vertailuindeksiin yhtiöihin. Myös muita ympäristöön liittyviä esimerkkitapauksia on useita. (Haastattelu 4)

4.4 Tutkimuksen analyysi

Tutkimuksessa tarkastellut haastattelut paljastivat sen, kuinka laaja-alainen ja vaikeasti määriteltävä aihe vastuullinen sijoittaminen on. Jokainen sijoittaja ja sijoitusympäristössä toimiva katsoo aihetta omasta näkökannastaan ja toisaalta peilaten sitä myös oman organisaationsa intresseihin. Varainhoitajat ja muut eläkelaitosten ulkopuoliset yhteiskumppanit joutuvat katsomaan aihetta myös taloudellisesta näkökulmasta ja viime kädessä tuleekin käydä punnintaa taloudellisten etujen ja vastuullisuuden tasapainosta.

Tämä koskee luonnollisesti myös työeläkeyhtiöitä, sillä niiden primääritehtävänä on toteuttaa niille annettua mandaattia varojen tuottavasta ja turvaavasta sijoittamisesta. Vastuullinen sijoittaminen ei voi olla tämän kanssa ristiriidassa tai vaarantaa tätä perustehtävää.

Merkittävimpinä vastuulliseen sijoittamiseen liittyvinä haasteina nähdään ESG-luokituksen olematon vertailukelpoisuus ja huono läpinäkyvyys tietyissä omaisuuslajeissa. Kehitys on kuitenkin jatkuvaa ja toimijat suhtautuvat toiveikkaasti tulevaisuuteen näiden kriteerien osalta. Kehittyville markkinoille sijoittaminen on myös ollut haaste, joka haastateluissa nousi esille. Kehittyvillä markkinoilla ymmärrys vastuullisuudesta ja sen raportoinnista on yleisesti heikommalla tasolla kuin kehittyneissä maissa. Myös paremmat taloudelliset resurssit parantavat raportointia ja tämä saattaa osin jopa johtaa hieman väristyneeseen kuvaan, sillä monesti vastuullisessa sijoittamisessakin on kyse siitä, miltä asiat näyttävät ulkoapäin, eli kattava ja kaunis raportointikaan ei tee sijoituskohteesta vielä itsessään välttämättä vastuullista.

Euroopassa vallitseva sotatilanne on aiheuttanut toimenpiteitä Venäjään kytkeytyviin sijoituksiin liittyen ja se on myös asettanut sijoitukset ase- ja puolustusteollisuuden yhtiöihin uudelleen tarkkailun alle. Pääsääntöisesti kaikilla haastatelluilla sotatilanne oli aiheuttanut toimenpiteitä Venäjään liittyvien sijoitusten osalta. Kävi myös ilmi, että Venäjä-sijoitusten osuus joko suorasti tai epäsuorasti sijoittajien allokaatioista oli erittäin vähäinen jo ennen sotatilanteen eskaloitumista. Tästä voidaankin siis päätellä se, että Venäjälle sijoittamiseen on jo pidemmän aikaa nähty haasteita, johtuen muun muassa heikosta raportoinnin tasosta, kyseenalaisesta hallintotavasta ja heikosta ESG-suorituskyvystä. Kukaan haastatelluista ei nähnyt Venäjää millään lailla houkuttelevaksi sijoituskohteeksi aiemmin, tällä hetkellä tai tulevaisuudessakaan. Venäjään ja myös muihin kehittyviin maihin liittyen, tehokkaampi keino muuttaa asioita parempaan suuntaan voisi pelkän poissulkemisen sijasta olla aito vaikuttaminen asioiden edistämiseksi, eli esimerkiksi puhtaampaan energiaan tähtäävät hankkeet ja niiden tukeminen. Ase- ja puolustusteollisuuden osalta haastatellut olivat yhtä mieltä siitä, että sillä voi olla tällä hetkellä

sijansa myös vastuullisen sijoittamisen strategioiden piirissä. Aihetta tulee kuitenkin lähestyä varauksella ja monilla puolustusteollisuuden yhtiöillä on yhteyksiä kiistanalaisiin aseisiin, jolloin ne rajautuvat vastuullisuuden kannalta sijoitusuniversumista pois.

Haastatellut olivat yhtä mieltä siitä, että ympäristöön liittyvät tekijät ovat merkittävässä roolissa vastuullisen sijoittamisen painottamisessa. Ympäristöön liittyvien asioiden kautta nähdään aidosti voitavan kontribuoida kestävämpään tulevaisuuteen ja tällä on myös tietty linkki sosiaalisiin asioihin ja hyvään hallintotapaan. Ympäristöasiat ovat monesti myös konkreettisesti mitattavia, esimerkiksi hiili-intensiteetti tai hiilidioksidipäästöt, mikä tekee ympäristöasioihin keskittymisestä luontevan lähestymistavan. Lisäksi myös laumakäyttäytymisen voidaan nähdä vaikuttavan tähän, sillä sijoittajat tyyppillisesti seuraavat muita ja pääomat ohjautuvat sinne parempien tuottojen toivossa, missä pääomavirrat ja investoinnit ovat kasvavia. Tällöin kehitys tavallaan ruokkii itse itseään.

Vastuullinen sijoittaminen aiheena on hyvin moniulotteinen ja jokainen sijoittaja katsoo sitä omien preferenssiensä läpi. Yhtä oikeaa tapaa sen toteuttamiseen ei ole. Isot eläkesijoittajat ovat luoneet palveluntarjoajien kanssa tarpeisiinsa omia heille räätälöityjä sijoitustuotteita, jotka vastaavat juuri heidän vastuullisen sijoittamisen kriteereitään. Kiinteistösiioittamisessa aihetta taas punnitaan esimerkiksi ympäristöön tehtävien investointilaskelmien näkökulmasta, jotka ovat vahvasti taloudellisen ajattelun ohjaamia, sillä toimijat ovat viime kädessä vastuussa tuotoista sijoittajille. Vastuullisessa sijoittamisessa kummastusta on herättänyt esimerkiksi se, että tupakkayhtiöt voidaan lukea vastuullisen sijoittamisen indekseihin tai että sähköautoyhtiö poissuljetaan vastuullisen sijoittamisen indeksistä, mutta samaan aikaan indeksiin mahtuu kuitenkin öljy-yhtiöitä. Tämä johtaa-kin siihen, että on erittäin tärkeä tuntee ne periaatteet, joilla näitä luokitteluja tehdään, jotta niistä voi saada relevanttia tietoa oman päätöksenteon tueksi.

Vastuullista sijoittamista kehitetään jatkuvasti ja kehitystyö on käytännössä aktiivista vuoropuhelua eri sidosryhmien kanssa ja ajankohtaisten trendien seuranta. Biodiversiteetti ja siihen liittyvät tavoitteet nousivat monessa haastattelussa esille ja ne nähdäänkin nousevana vastuullisen sijoittamisen trendinä tällä hetkellä.

5 Johtopäätökset

Vastuullinen sijoittaminen on haasteellinen aihealue ja sitä voi tarkastella monesta eri näkökulmasta. Aiheen moniulotteisuus ja heikko määriteltävyys johtavat siihen, että lähestymistavat aiheeseen saattavat erota paljonkin. Näin ollen myöskään ratkaisut vastuullisen sijoittamisen edistämiseksi ja konkreettiset käytännön toimenpiteet sen toteuttamiseksi eivät ole yksinkertaisia.

Työeläkeyhtiöt lähestyvät kuitenkin vastuullista sijoittamista hyvin samantyyppisin näkemyksin ja toimintatavoin. Myös työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan kannalta tärkeimmät sidosryhmät, kuten varainhoitajat ja pankit jakavat pitkälti saman näkemyksen ja selkeä konsensus niiden arvoissa ja toimintatavoissa on havaittavissa. Vastuullisen sijoittamisen osa-alueista ympäristöön liittyvien tekijöiden painottaminen korostuu vahvasti. Tähän on oikeastaan hyvinkin luonnollinen ja helposti ymmärrettävä selitys, sillä ympäristöön ja ilmastoon liittyviä tekijöitä voidaan tyyppillisesti konkreettisesti mitata, jolloin kriteeristön asettaminen näille tekijöille on verrattain helppoa. Tämä ei kuitenkaan välttämättä pidemmällä aikavälillä ole kestävä ja parhaaseen lopputulokseen johtava asetelma, sillä vastuulliseen sijoittamiseen liittyy monia muitakin asioita, eikä ympäristöasioiden huomioon ottamisella voida vaikuttaa suoranaisesti tärkeisiin tavoitteisiin, kuten esimerkiksi tasa-arvoiseen kohteluun työyhteisössä tai lakien ja säännösten noudattamiseen.

Vastuullinen sijoittaminen on kokonaisuus, johon liittyy paljon muutakin kuin ulkopuolisten palveluntarjoajien ESG-luokitusten tarkastelu. Sitä ei voida myöskään perustaa kategoriseen tiettyjen toimialojen poissulkemiseen, sillä ulkopuoliset tekijät voivat muuttua nopeastikin, kuten esimerkiksi Ukrainan sota on osoittanut ja näin kriteerien uudelleenarvioinnin tulisikin olla jatkuva pitkäjänteinen prosessi. Aihetta tulee kyetä jatkuvasti tarkastelemaan kriittisestä näkökulmasta, jotta voidaan tehdä myös hyviä ja kestäviä päätöksiä.

Käytännön tasolla vastuullista sijoittamista toteutetaan työeläkeyhtiöissä yhteistyössä usean eri sidosryhmän kanssa. Nämä sidosryhmät koostuvat yhtiöiden sisäisistä eri osastoista ja ulkopuolisista palveluntarjoajista, kuten varainhoitoyhtiöistä. Sijoitustoimintaa konkreettisesti harjoittava salkunhoitaja huolehtii omalta osaltaan siitä, että sijoitustoimintaa toteutetaan vastuullisen sijoittamisen periaatteet ja kriteeristöt huomioiden. Vastuulliseen sijoittamiseen päätoimisesti keskittyvä henkilöstä lähinnä koordinoi, kehittää ja mahdollistaa vastuullista sijoittamista eläkelaitoksissa. Raportointi vastuullisesta sijoittamisesta toimitetaan yhtiöiden ylimmälle johdolle ja tämä toimintamalli viestiikin siitä, että aihe on todella tärkeä ja siihen ollaan valmiita myös panostamaan.

Euroopassa vallitseva sotatilanne on aiheuttanut konkreettisia muutoksia sijoitustoiminnassa vastuullisuuden näkökulmasta. Venäjään kytkeytyvien sijoitusten osalta on tehty toimenpiteitä, ja suhtautuminen ase- ja puolustusteollisuuteen on muuttunut ja tämä toimiala voidaan tietysti, tosin melko vaikeasti määriteltävin rajoituksin nähdä tänä päivänä mahtuvan vastuullisen sijoittamisen piiriin. Sodan alkaminen ei kuitenkaan ole radikaalisti muuttanut asetelmaa Venäjään kytkeytyvien sijoitusten osalta, sillä Venäjä-sijoitukset olivat jo ennestään verrattain aliedustettuina eläkeyhtiöiden sijoitusallokaatioissa. Venäjä ja kuten myös muut kehittyvät markkinat ovat jo pidemmän aikaan kärsineet muun muassa siitä, että ne eivät ole vastuullisen sijoittamisen kriteerien näkökulmasta kaikista houkuttelevimpia maantieteellisiä alueita. Syitä on useita, mutta pääsyyt liittyvät heikkoon raportointiin, tietojen oikeellisuuden varmistamiseen sekä heikkoon ymmärrykseen vastuullisen liiketoiminnan ja siitä viestimisen tärkeydestä. Tätä ajattelutapaa on kuitenkin syytä haastaa, sillä tiettyjen alueiden rajaaminen kokonaan sijoitusuniversumista pois, ei välttämättä ole paras keino vaikuttaa siihen, että asiat edistyivät ongelmaympäristöissä ja muuttuisivat parempaan suuntaan.

Vastuullinen sijoittaminen on jatkuvaa oppimista, toimintamallien kehittämistä ja ajattelutavan haastamista. Helppoja ja kaiken kattavia ratkaisuja sen toteuttamiseksi ei ole olemassa. Vastuullista sijoittamista olisi mielenkiintoista tutkia vieläkin tarkemmin ruohon-

juuritasolla ja haastatella esimerkiksi suoraan yrityksiä ja muita alalla toimijoita, ja selvittää, miten he kehittävät näitä asioita ja toisaalta raportoivat niistä. Tämä voisi olla idea jatkotutkimukselle.

Lähteet

- Alastalo, M. & Åkerman, M. (2010). *Asiantuntijahaastattelun analyysi : faktojen jäljillä*. Teoksessa Haastattelun analyysi. Vastapaino.
- Andersen, T. (2021). Eläkkeiden riittävyys ja kestävyys : arvio Suomen eläkejärjestelmästä. *Eläketurvakeskus*. Saatavilla osoitteesta: <https://urn.fi/URN:ISBN:978-951-691-335-6>
- Andonov, A., Kräussl, R., & Rauh, J. (2021). Institutional Investors and Infrastructure Investing. *The Review Of Financial Studies*, 34(8), 3880-3934. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhab048>
- Andonov, A., Kok, N., & Eichholtz, P. (2013). A Global Perspective on Pension Fund Investments in Real Estate. *The Journal Of Portfolio Management*, 39(5), 32-42. <https://doi.org/10.3905/jpm.2013.39.5.032>
- Badía, G., Cortez, M., & Ferruz, L. (2020). Socially responsible investing worldwide: Do markets value corporate social responsibility?. *Corporate Social Responsibility And Environmental Management*, 27(6), 2751-2764. <https://doi.org/10.1002/csr.1999>
- Barr, N. (2013). The pension system in Finland: Adequacy, sustainability and system design.
- Basnet, A., Blomkvist, M., & Galariotis, E. (2022). The Decision to Remain in or Leave Russia amid the Invasion of Ukraine : A Study on the Stock Market Reaction and the Role of ESG. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4078143>
- Bengo, I., Boni, L. & Sancino, A. (2022). *EU financial regulations and social impact measurement practices: A comprehensive framework on finance for sustainable development*. First published: 24 January 2022 <https://doi.org/10.1002/csr.2235>
- Bengtsson, E. (2007). A History of Scandinavian Socially Responsible Investing. *Journal Of Business Ethics*, 82(4), 969-983. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9606-y>
- Bergring, N. (2020). *Eläkevarojen sijoittamisen ohjaaminen työeläkevakuutusyhtiössä*. Sijoitustoiminta Suomen työeläkejärjestelmässä. Eläketurvakeskus. Noudettu 15.5.2022 osoitteesta <https://urn.fi/URN:ISBN:978-951-691-311-0>

- Berry, T., & Junkus, J. (2012). Socially Responsible Investing: An Investor Perspective. *Journal Of Business Ethics*, 112(4), 707-720.
<https://doi.org/10.1007/s10551-012-1567-0>
- Camilleri, M. (2020). The market for socially responsible investing: a review of the developments. *Social Responsibility Journal*, 17(3), 412-428.
<https://doi.org/10.1108/srj-06-2019-0194>
- Deng, M., Leippold, M., Wagner, A., & Wang, Q. (2022). Stock Prices and the Russia-Ukraine War: Sanctions, Energy and ESG. *SSRN Electronic Journal*.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.4080181>
- Elo. (2019). *Toimintakertomus ja tilinpäätös 2019*. Noudettu 12.5.2022 osoitteesta https://www.elo.fi/-/media/files/yhtioasiat/tulos-ja-taloustieto/2020/elo_toimintakertomus_ja_tilinpaaotos_2019_fi.ashx?la=fi-fi&hash=3D96B28ED83DED231F55D6E4970C434C9BD7DAFB
- Elo. (2021). *Toimintakertomus ja tilinpäätös 2021*. Noudettu 7.5.2022 osoitteesta <https://www.elo.fi/fi-fi/tietoa-elosta/tulostiedot-ja-vuosikertomukset#2021>
- Eläketurvakeskus. (2022a). *Eläkejärjestelmän kuvaus*. Eläketurvakeskus. Noudettu 29.4.2022 osoitteesta <https://www.etk.fi/suomen-elakejarjestelma/elaketurva/elakejarjestelman-kuvaus/>.
- Eläketurvakeskus. (2022b). *Työeläkejärjestelmän eläkevarat ja rahavirrat - Eläketurvakeskus*. Noudettu 29.4.2022 osoitteesta <https://www.etk.fi/tutkimus-tilastot-ja-ennusteet/tilastot/tyoelakkeiden-rahoitus/tyoelakejarjestelman-elakevarat-ja-rahavirrat/>.
- Eläketurvakeskus. (2022c). *Eläkevarojen sijoitustuotot*. Eläketurvakeskus. Noudettu 3.5.2022 osoitteesta <https://www.etk.fi/tyo-ja-elakkeet-ulkomailla/kansainvalista-vertailutietoa/rahoitus-ja-sijoitustoiminta/elakevarojen-sijoitustuotot/>.
- Eläketurvakeskus (2022d). *Sijoitustoiminta - Eläketurvakeskus*. Eläketurvakeskus. Noudettu 3.5.2022 osoitteesta <https://www.etk.fi/suomen-elakejarjestelma/rahoitus-ja-sijoitustoiminta/sijoitustoiminta/>.
- Eläketurvakeskus (2022e). *Sijoitusten kohdentuminen, toteutuneet tuotot ja vakavaraisuusasteet*. Eläketurvakeskus. Noudettu 10.5.2022 osoitteesta

- <https://www.etk.fi/suomen-elakejarjestelma/rahoitus-ja-sijoitustoiminta/sijoitustoiminta/sijoitusten-kohdentuminen-toteutuneet-tuotot-ja-vakavaraisuusasteet/>
- Exilion. (2022). *Yritys ja yhteys*. Exilion. Noudettu 15.5.2022 osoitteesta <https://exilion.fi/yritys-yhteys/>
- Fowler, S., & Hope, C. (2007). A Critical Review of Sustainable Business Indices and their Impact. *Journal Of Business Ethics*, 76(3), 243-252. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9590-2>
- Fulton, M., Kahn, B., & Sharples, C. (2012). Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2222740>
- Giese, G., Lee, L., Melas, D., Nagy, Z. & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance. *The Journal of Portfolio Management* July 2019, 45 (5) 69-83; DOI: <https://doi.org/10.3905/jpm.2019.45.5.069>
- Guirguis, M. (2018). Step-by-Step Introduction to Fixed-Income Investments. A Practical Guide for Postgraduate, Research Students and Investors. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3253875>
- Hyrskel, A., Lönnroth, M., Savilaakso, A. & Sievänen, R. (2012). *Vastuullinen sijoittaminen*. Finanssi- ja vakuutus kustannus Oy. Tammerprint Oy.
- Ilmarinen. (2020, 12. joulukuuta). *Vastuullinen sijoittaminen indeksirahastoilla laajenee kehittyville markkinoille – Ilmarinen mukana kehittämisessä*. Ilmarinen. Noudettu 9.5.2022 osoitteesta <https://www.ilmarinen.fi/tietoa-ilmarisesta/ajankoh-taista/uutiset-ja-tiedotteet/2020/esg-etf-kehittyvatmarkkinat/>
- Ilmarinen. (2021). *Toimintakertomus ja tilinpäätös 2021*. Noudettu 7.5.2022 osoitteesta https://www.ilmarinen.fi/media_global/liitepankki/ilmarinen/taloudellisia-tietoja/toimintakertomus-ja-tilinpaatos/tilinpaatos_2021.pdf.
- Ilmarinen. (2022a). *Kiinteistösijoittaminen*. Ilmarinen. Noudettu 13.5.2022 osoitteesta <https://www.ilmarinen.fi/tietoa-ilmarisesta/sijoitukset/kiinteistot/>

- Järvenpää, A. (2021, 28. toukokuuta). *Eläkeyhtiöt jumiutuivat nollakorkoihin*. Inderes. Noudettu 12.5.2022 osoitteesta <https://www.inderes.fi/fi/artikkeli/elakeyhtiot-jumiutuivat-nollakorkoihin>
- Khan, M. (2019). Corporate Governance, ESG, and Stock Returns around the World. *Financial Analysts Journal*, 75(4), 103-123. <https://doi.org/10.1080/0015198x.2019.1654299>
- Kirvesmäki, S. (2020). *Riskienhallinta työeläkelaitoksissa ja sen valvonta*. Sijoitustoiminta Suomen työeläkejärjestelmässä. Eläketurvakeskus. Noudettu 15.5.2022 osoitteesta <https://urn.fi/URN:ISBN:978-951-691-311-0>
- Kiviniemi, K. (2018). *Laadullinen tutkimus prosessina*. Teoksessa Ikkunoita tutkimus-metodeihin : 2, Näkökulmia aloittelevalle tutkijalle tutkimuksen teoreettisiin lähtökohtiin ja analyysimenetelmiin.
- Koivurinne, K. & Vaittinen, R. (2020). *Eläkemenot, -maksut, -varat ja työeläkejärjestelmän sijoitustuotot Suomessa*. Sijoitustoiminta Suomen työeläkejärjestelmässä. Eläketurvakeskus. Noudettu 9.5.2022 osoitteesta <https://urn.fi/URN:ISBN:978-951-691-311-0>
- Landier, A., & Lovo, S. (2020). ESG Investing: How to Optimize Impact?. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3508938>
- Matos, P. (2020). ESG and Responsible Institutional Investing Around the World: A Critical Review. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3668998>
- Niskanen, M. (2020). *Miltä Suomen työeläkejärjestelmän sijoitustoiminta näyttää kauempaa katsottuna ?* Sijoitustoiminta Suomen työeläkejärjestelmässä. Eläketurvakeskus. Noudettu 9.5.2022 osoitteesta <https://urn.fi/URN:ISBN:978-951-691-311-0>
- Pajarinen, M., Rouvinen, P. & Ylhäinen, I. (2016, 16. joulukuuta). *Kasvun nälkä – pääomasijoitetut yritykset kasvun agentteina*. ETLA – Elinkeinoelämän tutkimuslaitos. Noudettu 14.5.2022 osoitteesta <https://www.etla.fi/julkaisut/kasvun-nalka-paomasijoitetut-yritykset-muutosagentteina-2/>

- Poutiainen, E. & Tenhunen, S. (2020). Sijoitustoiminta Suomen työeläkejärjestelmässä. *Eläketurvakeskus*. Noudettu 9.5.2022 osoitteesta <https://urn.fi/URN:ISBN:978-951-691-311-0>
- Parikh, H. & Cheng, T. (2016). Revisiting The Role of Alternatives in Asset Allocation. *Institutional Advisory & Solutions*. https://caia.org/sites/default/files/02_revisiting-the-role-of-alt_9-14-17.pdf
- Puttonen, T. & Puttonen V. (2020). Vastuullinen sijoittaminen teoriassa ja käytännössä. *Rahoituksen laitos, Aalto yliopisto*.
- Pääomasijoittajat ry. (2021a). *Buyout Suomessa H1/2021*. Pääomasijoittajat ry. Noudettu 14.5.2022 osoitteesta <https://paaomasijoittajat.fi/ajankohtaista/tutkimukset-ja-tilastot/>
- Pääomasijoittajat ry. (2021b). *Pääomasijoitusalan markkinakatsaus – 15.6.2021*. Pääomasijoittajat ry. Noudettu 14.5.2022 osoitteesta <https://paaomasijoittajat.fi/ajankohtaista/tutkimukset-ja-tilastot/>
- Pörssisäätiö. (2015). *Sijoitus rahasto-opas*. Pörssisäätiö. Noudettu 9.5.2022 osoitteesta https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2015/05/sijoitus_rahasto_opas_2015_b.pdf.
- Pörssisäätiö. (2018). *Sijoittajan korko-opas*. Pörssisäätiö. Noudettu 12.5.2022 osoitteesta https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2011/12/korko_opas_2018_www.porssisaatio.fi_.pdf
- Risku, I. (2013). *Eläketurvakeskuksen pitkän aikavälin laskelmat*. Eläketalous. Finanssi- ja vakuutuskustannus Oy.
- Ruusuvuori, J., Nikander, P. & Hyvärinen, M. (2010). *Haastattelun analyysi*. Vastapaino.
- Saaranen-Kauppinen, A. & Puusniekka, A. (2009). *Menetelmäopetuksen tietovaranto KvaliMOTV. Kvalitatiivisten menetelmien verkko-oppikirja*. Yhteiskuntatieteellisen tietoarkiston julkaisuja 2009. Noudettu 21.5.2022 osoitteesta <https://www.fsd.tuni.fi/fi/tietoarkisto/julkaisut/kvalimotv.pdf>.
- Saaranen-Kauppinen, A. & Puusniekka, A. (2006). *Menetelmäopetuksen tietovaranto KvaliMOTV. Laadullisen tutkimuksen verkkokäsikirja*. Yhteiskuntatieteellinen

- tietoarkisto. Noudettu 24.5.2022 osoitteesta https://www.fsd.tuni.fi/menetelmaopetus/kvali/L6_3_2.html
- Silvola, H. & Landau, T. (2019). *Vastuullisuudesta ylituottoa sijoituksiin*. Alma Talent
- Sorsa, K. (2010). *Itsesääntely ja yhteiskuntavastuu*. Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisu. Kilpailukyky 45/2010. Noudettu 27.4.2022 osoitteesta <https://tem.fi/documents/1410877/2869440/Itses%C3%A4%C3%A4ntely+ja+yhteiskuntavastuu.pdf/4283142a-3faa-4d2e-82da-5c9af1a15482/Itses%C3%A4%C3%A4ntely+ja+yhteiskuntavastuu.pdf>.
- Stulz, R. (2007). Hedge Funds: Past, Present and Future. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.939629>
- TELA. (2021). *Sijoitusvarat sijoituslajeittain*. Työeläkevakuuttajat TELA ry. Noudettu 12.5.2022 osoitteesta <https://www.tela.fi/wp-content/uploads/2022/03/Sijoitusvarat-sijoituslajeittain-1997-2001.pdf>
- TELA. (2022a). *Eläkevarojen määrä*. Työeläkevakuuttajat TELA ry. Noudettu 4.5.2022 osoitteesta <https://www.tela.fi/elakevarojen-sijoittaminen/elakevarojen-maara/#varojen-maara-ja-jakautuminen>.
- TELA. (2022b). *Eläkevarojen sijoittaminen Suomeen*. Työeläkevakuuttajat TELA ry. Noudettu 2.5.2022 osoitteesta <https://www.tela.fi/ajankohtaista/qa-tietopaketti/elakevarojen-sijoittaminen-suomeen/>.
- TELA. (2022c). *Eri maiden eläkejärjestelmät*. Työeläkevakuuttajat TELA ry. Noudettu 29.4.2022 osoitteesta <https://www.tela.fi/tyoelakejarjestelma/tyoelakkeet-ja-eu/eri-maiden-elakejarjestelmat/>.
- TELA. (2022d). *Keskinäinen kilpailu*. Työeläkevakuuttajat TELA ry. Noudettu 3.5.2022 osoitteesta <https://www.tela.fi/tyoelakevakuuttajat/keskinainen-kilpailu/>.
- TELA. (2022e). *Sijoitustoiminnan merkitys*. Työeläkevakuuttajat TELA ry. Noudettu 3.5.2022 osoitteesta <https://www.tela.fi/elakevarojen-sijoittaminen/sijoitustoiminnan-merkitys/>.
- TELA. (2022f). *Sijoituslajikohtaiset tuotot*. Työeläkevakuuttajat TELA ry. Noudettu 12.5.2022 osoitteesta <https://www.tela.fi/elakevarojen-sijoittaminen/sijoitusten-tuotot/sijoituslajikohtaiset-tuotot/>

- TELA. (2022g). *Sijoitussanasto*. Työeläkevakuuttajat TELA ry. Noudettu 15.5.2022 osoitteesta <https://www.tela.fi/elakevarojen-sijoittaminen/sijoitussanasto/>
- TELA (2022h). *Valtaosa 255 miljardin työeläkevaroista on sijoitettu tuoreen analyysin mukaan vastuullisesti*. Työeläkevakuuttajat TELA ry. Noudettu 17.5.2022 osoitteesta <https://www.tela.fi/2022/03/14/valtaosa-255-miljardin-tyoelakevaroista-on-sijoitettu-tuoreen-analyysin-mukaan-vastuullisesti/>
- Tenhunen, S. & Vaittinen, R. (2013). *Eläkkeet eilen ja tänään – nykyisen eläkejärjestelmän mutoutuminen Suomessa*. Eläketalous. Finanssi- ja vakuutuskustannus Oy.
- Tilastokeskus. (2022). *Käsitteet – Sijoitusrahasto*. Noudettu 9.5.2022 osoitteesta <https://www.stat.fi/meta/kas/sijoitusrahasto.html>
- UNPRI. (2022). *What are the Principles for Responsible Investment ?* UNPRI. Noudettu 9.6.2022 osoitteesta <https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment>
- Valkonen, T. (2020). The Finnish Pension System and Its Future Challenges. *Intereconomics*, 55(2), 92-96. <https://doi.org/10.1007/s10272-020-0877-1>
- Vanne, R. (2013). *Kansalainen ja vakuutettu – Suomen lakisäätetyn eläkejärjestelmän pääpiirteet*. Eläketalous. Finanssi- ja vakuutuskustannus Oy.
- Varma. (2021). Varman toimintakertomus ja tilinpäätös 2021. Noudettu 7.5.2022 osoitteesta <https://www.varma.fi/ajankohtaista/uutiset-ja-artikkelit/uutiset/2022-q1/varman-tulos-2021-sijoituksille-historian-paras-tuotto-185-prosenttia/>
- Varma. (2022a). *Vapaat toimitilat*. Varma. Noudettu 14.5.2022 osoitteesta <https://toimitilat.varma.fi/vapaat-toimitilat/>
- Varma. (2022b). *Vuokra-asunnot*. Varma. Noudettu 14.5.2022 osoitteesta <https://www.varma.fi/henkilo/vuokra-asunnot/>
- Vatanen, K. (2013). *Eläkevarojen sijoittaminen ja riskienhallinta*. Eläketalous. Finanssi- ja vakuutuskustannus Oy.
- Vatanen, K. (2020a, 6. marraskuuta). *Työeläkevarojen sijoittaminen koronaviruskriisin aikana*. Eläketurvakeskus. Noudettu 7.5.2022 osoitteesta <https://www.etk.fi/blogit/tyoelakevarojen-sijoittaminen-koronaviruskriisin-aikana/>

- Vatanen, K. (2020b). *Työeläkevarojen sijoittaminen käytännössä*. Sijoitustoiminta Suomen työeläkejärjestelmässä. Eläketurvakeskus. Noudettu 15.5.2022 osoitteesta <https://urn.fi/URN:ISBN:978-951-691-311-0>
- Veritas. (2021). *Toimintakertomus ja tilinpäätös 2021*. Noudettu 7.5.2022 osoitteesta <https://veritas.fi/tietoa-meista/vuosikertomus/>
- Väänänen, N. (2021). Two different paths to sustainability? A comparison of a Finnish and a Swedish public pension reserve fund. *European Journal Of Social Security*, 23(3), 298-317. <https://doi.org/10.1177/13882627211036473>
- Zaccone, M., & Pedrini, M. (2020). ESG Factor Integration into Private Equity. *Sustainability*, 12(14), 5725. <https://doi.org/10.3390/su12145725>