

SYKSY
2017



NÄIN SIJOITAMME -KESKUSTELUPAPERI

Sijoittamisen
periaatteet

Sijoittamisen periaatteet

Jussi Karhunen, Mikko Koskela, Pertti Lassila ja Tommi Moilanen

SISÄLLYSLUETTELO

Johdanto.....	3
Tavoite ja riskinottohalukkuus.....	3
Sijoittamisen aikajänne.....	4
Allokaatio.....	6
Hajautus ja sijoitusriskin hallinta.....	7
Markkinoiden tehokkuus ja lisäarvon luominen.....	7
Resursointi ja kustannukset.....	8
Viitteet.....	10

Sijoittamisen periaatteet

JOHDANTO

Eläkerahaston sijoitustoiminta rakentuu pienistä ja suurista valinnoista, joita sijoitustoiminnossa mukana olevat päätöksentekijät tekevät päivittäin. Sijoittaminen ei ole kuitenkaan luonnontieteiden kaltainen eksakti tieteenala, joten tekemämme valinnat perustuvat paitsi kokemukseräiseen tietoon, myös uskomuksiin siitä, miten pääomamarkkinat pitkällä aikavälillä toimivat. Uskomuksien taustalta löytyy tyypillisesti paljon teoreettista tai empiiristä tutkimusta.

Institutionaalisten sijoittajien keskuudessa on yleistynyt tapa kirjoittaa keskeiset sijoittamiseen liittyvät uskomukset (englanniksi ”investment beliefs”) auki. Tämän voidaan katsoa olevan jopa edellytys menestyvän sijoitustoiminnan rakentamiselle. *(Koedijk and Slager, 2010, Clark and Urwin, 2007, Ambachtsheer, 2016)*

Olemme Kevassa kirjoittaneet omat sijoittamisen uskomuksemme auki ensimmäisen kerran keväällä 2017. Kutsumme näitä uskomuksia Sijoittamisen periaatteiksi. Ne ovat luonteeltaan kiteytyt – tässä julkaisussa esittelemme perusteellisemmin ajatteluumme periaatteiden taustalla.

TAVOITE JA RISKINOTTOHALUKKUUS

› **Sijoitustoiminnan tavoitteena on tukea Keva-lain mukaisen eläkejärjestelmän pitkän aikavälin vastuiden rahoitusta reaalityttöjen avulla. Reaalityttöjen tavoittelu edellyttää sijoitusriskin kantamista. Sijoitusriskin kantaminen saattaa johtaa ajoittain lyhyillä ja keskipitkillä tarkastelujaksoilla sijoitustappioihin.**

Eläkerahaston sijoitustoiminnan tehtävää osana eläkejärjestelmän mukaisen vastuiden rahoitusta voidaan ehkä pitää itsestäänselvyytenä. Käytännössä sijoitustoimintaan kohdistuu kuitenkin aika ajoin sidosryhmistä ja palveluntarjoajista kumpuavaa painetta toimia tavalla, joka voisi olla ristiriidassa tämän lakisääteisen tavoitteemme kanssa. Haluamme tämän vuoksi korostaa sijoitustoiminnan tavoitetta saavuttaa vastuiden kannalta riittävät reaalitytöt pitkällä aikavälillä.

Perustehtävän kanssa mahdollisesti ristiriidassa oleva paine toimia voi syntyä esimerkiksi julkisuudessa usein esitettävien eläkerahastojen lyhyen aikavälin tuottovertailujen kautta. Sijoitustoiminnan rakentaminen näiden ”kauneuskilpailujen” lähtökohdista voi johtaa tavoitteen kannalta liian lyhytnäköiseen toimintaan ja sen seurauksena heikkoihin sijoitustuloksiin. *(Warren, 2014, Ambachtsheer, 2013)*

Eläkeyhtiön vastuisiin nähden sopivan riskinottohalukkuuden, eli tavoitellun tuoton ja riskin suhteen, määrittelemine on tärkein sijoitustoiminnassa tehtävä valinta. Eläkevastuurahaston koko on huomattavasti pienempi kuin siltä vaaditut nettomaksut seuraavien vuosikymmenien kuluessa, joten Kevan sijoitustoiminnalta vaaditaan riskinottoa vastuiden kannalta riittävän reaalitytuoton saavuttamiseksi.

Liian alhainen tuoton ja riskin taso nostaa sijoitustoiminnalta todennäköisesti tulevaisuudessa vaadittavaa tuoton ja riskin tasoa, tai vaihtoehtoisesti aiheuttaa painetta eläkemaksutason korotuksille. Liian korkea tuoton ja riskin taso puolestaan altistaa rahaston tarpeettoman suurelle lyhyen aikavälin riskille. Tämä voisi jatkossa rahoituskatteen heiketessä pahimmillaan johtaa siihen, että riskipitoisia sijoituskohteita jouduttaisiin myymään epäsuotuisaan aikaan eläkemenojen katteeksi.

Sukupolvien välisen tasa-arvon näkökulmasta sijoitustoimintaa on perusteltua ohjata riittävän, mutta kohtuullisen riskinottohalukkuuden periaatteella.

SIJOITTAMISEN AIKAJÄNNE

➤ **Pitkäkestoiset eläkevastuut sekä ennustettavat kassavirrat mahdollistavat pitkän aikavälin tuloksiin tähtäävän sijoitusstrategian. Pitkän aikavälin tuloksia painottava strategia mahdollistaa paremmat sijoitustuotot kuin lyhyen aikavälin tuloksia painottava strategia, sillä pitkä sijoitushorisontti mahdollistaa**

- riskipitoisissa omaisuusluokissa pysymisen silloin kun lyhytjänteisten sijoittajien on pakko myydä
- markkinan hinnoittelun hyödyntämisen kärsivällisesti ja vastasyklisesti
- sijoittamisen myös epälikvideihin sijoituskohteisiin
- sellaisten yhteistyökumppaneiden käyttämisen, jotka eivät ole tarjolla lyhytjänteiselle sijoittajalle.

➤ **Sijoitustuotot syntyvät pitkän aikavälin talouskasvun ajamina. Talouskasvun täytyy näin ollen olla kestävä, sillä eläkkeet ovat luonteeltaan pitkäkestoisia vastuita. Vastuullisen sijoittamisen ulottuvuuksien (ESG) yhdistäminen sijoituskohteen valintaan luo pitkällä aikavälillä lisäarvoa sekä paremman tuoton että alhaisemman riskin muodossa.**

Akateemisessa kirjallisuudessa sekä institutionaalisessa sijoittajakentässä on viime vuosina virinnyt aktiivinen keskustelu sijoittamisen aikajänteen merkityksestä sijoitustuottojen määrittäjänä (Barton et al., 2017, Barton and Wiseman, 2014). Vaikka pitkäjänteen sijoitustoiminnan edut ovat melko ilmeisiä, tämä on saanut sijoitustoiminnan tulosten osalta empiiristä tukea vasta viime vuosina (Cremers and Pareek, 2016, Harford et al., 2016). Pitkäkestoisten vastuiden mahdollistaman pitkäjänteen sijoitustoiminnan voidaan katsoa olevan juuri eläkerahaston sijoitustoiminnan rakenteellinen etu (Ambachtsheer, 2016, Ang and Kjaer, 2012).

Toisaalta lyhytjänteen toiminnan haitat eivät välttämättä ole yhtä ilmeisiä. Kirjallisuudessa nämä haitat jaetaan usein kahteen osaan:

1. sijoitustoiminnassa syntyvään kitkaan (esim. kaupankäynnin kustannukset, laumakäyttäytyminen, turha varainhoitajien vaihtaminen) (Hawley et al., 2011, Ambachtsheer et al., 2013, Stewart, 2013, Ambachtsheer, 2013, Bushee, 2001, Stewart et al., 2009)
2. sijoituskohteena olevien yritysten lyhytnäköisen käyttäytymisen aiheuttamaan kitkaan ja toisaalta pitemmän strategisen aikajänteen sijoituskohteelle tuomiin mahdollisuuksiin (Brochet et al., 2012, Eccles et al., 2014, Khan et al., 2016, Rappaport, 2006).

Sijoittajan ja yrityksen aikajänteet nivoutuvat toisiinsa, sillä yritykset toimivat omistajiensa ohjaamina. Kokonaisuutena lyhytjänteen toiminnan haitat aiheuttavat merkittäviä hyvinvoinnin tappioita yhteiskunnalle, minkä vuoksi järjestöt kuten OECD ja FCLT ovat peräänkuuluttaneet eläkerahastoilta aktiivista omistajan roolia yritysten toimintakulttuurin muokkaamisessa pitkäjänteisemmäksi (Croce et al., 2011, Barton et al., 2017, Harford et al., 2016, Waitzer and Sarro, 2014, Barton and Wiseman, 2015).

Sijoitustoiminnan tuloksellisuuden ja kilpailluilla markkinoilla toimimisen näkökulmasta mahdollisuus pitkäjänteen sijoitustoimintaan on kevalle rakenteellinen kilpailuetu.

Vastuullinen sijoittaminen on mahdollista vain, jos sijoitustoiminta on luonteeltaan pitkäjänteistä, sillä ESG-riskit ovat valtaosin pitkän aikavälin ilmiöitä. Katsomme vastuullisen sijoittamisen olevan integroitu osa pitkän aikavälin sijoitustoimintaa.

ALLOKAATIO

- **Perusallokaatio erilaisiin systemaattisiin tuotonlähteisiin on tärkein sijoitustuottoja määrittävä päätös.**
- **Omaisuuksien odotetut tuotot ja riskit vaihtelevat yli ajan, ovat ainakin osin ennalta havainnoitavissa ja palaavat tyyppillisesti kohti pitkän aikavälin keskiarvojaan.**

Perusallokaatio systemaattisiin tuotonlähteisiin selittää valtaosan sijoitustuottojen tuotoista ja tuoton vaihtelusta. On kuitenkin tärkeää huomata, että sijoitustuottoja laajemmin määrittävät systemaattiset tekijät (esim. talouskasvu, korot, inflaatio) eivät suoraan noudata omaisuusluokkien nimiä, vaan samat tekijät toimivat kaikkien omaisuusluokkien taustalla. (Ilmanen, 2011, Straehl and Ibbotson, 2017)

Sijoitussalkku rakennetaan lopulta kuitenkin sijoitettavissa olevista omaisuusluokista. Näiden omaisuusluokkien tarjoamat tuotot ja riskit ovat vaihdelleet historiallisesti. Jossain määrin tuottoja ja riskejä voidaan myös ennakoita keskipitkällä tai pitkällä aikavälillä, kun taas lyhyellä aikavälillä se on vaikeaa. (Ilmanen, 2011, Straehl and Ibbotson, 2017)

Kun sijoitustoiminnan lähtökohdaksi otetaan periaate, että riskin kantamisesta maksettu korvaus vaihtelee yli ajan ja että tämä riskilisä on ainakin osin ennakoitavissa, perusallokaatiota on mielekästä sopeuttaa valitsevaan tilanteeseen. Kun markkinat tarjoavat riskin kantamisesta pienen korvauksen, vähennämme riskiä. Kun riskilisät ovat normaalia korkeammat, lisäämme riskiä. Tätä dynamiikkaa toteutetaan vastuista johdetun pitkän aikavälin luonnollisen riskitason ympärillä.

HAJAUTUS JA SIJOITUSRISKIN HALLINTA

- › **Hajauttaminen yli eri tuoton lähteiden parantaa sijoitussalkun tuottoa suhteessa riskiin. Sijoitussalkun riskiä on tehokkainta hallita kokonaisuutena yksittäisten salkkujen riskin yhdistelmän sijaan.**
- › **Sijoitusriskin hallinta perustuu kokonaisvaltaiseen riskianalyysiin laadullisia arviota korostaen. Kvantitatiivinen analyysi on yksi työkalu osana kokonaisvaltaista sijoitusriskin hallintaa.**

Hajauttaminen parantaa salkun tuoton ja riskin välistä suhdetta. Tehokkaasti hajautetulla salkulla voimme saavuttaa saman tuoton pienemmällä riskillä kuin tehottomasti hajautetulla salkulla. Vaihtoehtoisesti tehokkaasti hajautetulla salkulla voimme saavuttaa suuremman tuoton samalla riskillä kuin tehottomasti hajautetulla salkulla.

Hajauttamisen kannalta on tärkeää huomata, että tehokas hajautus ei välttämättä synny arvopapereiden tai omaisuusluokkien määrää lisäämällä, koska taustalla tuottoja määrittävät samat systemaattiset taustatekijät (talouskasvu, korot, inflaatio). Pyrimmekin tästä näkökulmasta hallitsemaan Kevan sijoitustoiminnan riskiä kokonaisuutena yksittäisten salkkujen riskin yhdistelmän sijaan.

Riskinhallintajärjestelmät ja toisaalta sijoitustuotteiden läpinäkyvyys ovat kehittyneet viime vuosina merkittävästi. Vaikka järjestelmät antavat meille aiempaa paremman kuvan sijoitussalkun riskeistä, parhaillakin riskijärjestelmillä on huomattavia rajoitteita. Riskijärjestelmät kuvaavat riskin tyyppillisesti lyhyen aikavälin kvantitatiivisena ilmiönä, kuten tuottojen keskihajontana, kun taas pitkän aikavälin sijoittajan kannalta tarvittaisiin pidemmän aikavälin mittareita. Esimerkiksi ESG-riskit ovat pitkän aikavälin yli toteutuvia ilmiöitä, joita kvantitatiiviset riskinhallintajärjestelmät eivät pysty käsittelemään.

MARKKINOIDEN TEHOKKUUS JA LISÄARVON LUOMINEN

- › **Sijoitusmarkkinoilla voi eri aikoina ja eri osissa esiintyä tehottomuutta, mikä mahdollistaa lisäarvoon perustuvat strategiat. Markkinatuottojen kanssa korreloimaton lisätuotto parantaa sijoitussalkun ominaisuuksia kokonaisuutena tarkasteltuna. Lisäarvoon perustuvien strategioiden hyödyntäminen edellyttää oikein resursoitua ja kurinalaista prosessia.**

Eräs rahoitusteorian keskeisistä kiistakysymyksistä liittyy markkinoiden tehokkuuteen, jonka vallitessa markkinat heijastavat rationaalisesti kunkin sijoituskohteen tulevien kassavirtojen nykyarvoa. Sijoitusten tarjoama tuotto on tällöin korvaus sijoittajan kantamasta systemaattisesta riskistä, ja

sijoittaminen yksinkertaistuu päätökseksi riskitasosta ja sen mahdollisimman tehokkaasta toteutuksesta markkinoilla.

Markkinoiden tehokkuutta on käsitelty kirjallisuudessa empiirisesti monesta näkökulmasta. Tiedämme, että aktiivisesti markkinaindeksistä poiketen hoidetut rahastot menestyvät keskimäärin huonosti (*esimerkiksi Fama and French, 2008*), mutta toisaalta tietyt sijoitusprosessiin, sijoitusyhtiöön ja sijoitusrakenteeseen liitetyt ominaisuudet näyttävät selittävän tuotoissa havaittavaa vaihtelua (*Jones and Wermers, 2011*). Eräs lisäarvoa ennakoiva sijoitusprosessin ominaisuus on sijoitustoiminnan pitkä aikajänne (*Cremers and Pareek, 2016*).

Likviditeettipremio, eli korvaus varojen lukitsemisesta pitkäksi ajaksi johonkin sijoituskohteeseen, on eräs pitkäaikaiselle sijoittajalle tarjolla oleva tuoton lähde. Monessa omaisuusluokassa lisäarvoon perustuvat aktiiviset strategiat ovat ainoa mahdollisuus hyödyntää tätä tuoton lähdeä.

Sijoitusten kokonaistuotto voidaan jakaa markkinan (indeksin) tuottoon ja lisäarvoon perustuvaan tuottoon. Markkinatuoton kanssa korreloimaton lisäarvoon perustuva tuotto parantaa salkun hajautusta.

Lisäarvon lähteet ja näin ollen lisäarvoon perustuvien strategioiden menestys eivät ole ajassa välttämättä pysyvä ilmiö. Ylisuuret tuotot houkuttelevat lisäarvon lähteen hyödyntämiseen pääomia ja vähentävät näin ilmiön tarjoamia tulevia tuottoja. Tämän dynamiikan vuoksi tarkastelemme lisäarvoon perustuvien strategioiden oikeutusta jatkuvasti.

RESURSOINTI JA KUSTANNUKSET

- **Hoidamme sijoituksia itse sellaisilla markkinoilla, joilla se on resurssit huomioiden mielekästä. Muualla sijoitustoiminta toteutetaan Kevan kanssa mahdollisimman pitkälle yhtäläiset intressit sekä sijoittamisen periaatteet jakavien yhteistyökumppaneiden kanssa. Yhteistyö ulkopuolisten varainhoitajien kanssa perustuu pitkäjänteiseen työhön, luottamukseen ja läpinäkyvyyteen.**
- **Sijoittamiseen liittyvien kustannusten hallinta on keskeinen osa arvionluontiprosessiamme. Arvioimme tuottoja kokonaiskustannusten jälkeen.**

Sijoitustoiminnan organisointi voidaan rakentaa pääpiirteissään neljän toteutustavan varaan. Varoja voidaan hoitaa omien salkunhoitajien voimin, aktiivisesti tai passiivisesti. Vaihtoehtoisesti varoja voidaan hoitaa ulkoistettuna yhteistyökumppanien avulla, aktiivisesti tai passiivisesti. Tällä hetkellä toiminnan organisointi perustuu Kevassa näiden yhdistelmään, joka on lähellä kansainvälisen vertailuryhmän keskiarvoa (*Ambachtsheer, 2016*).

Itse toteutetun salkunhoidon hyvänä puolena voidaan pitää kustannustehokkuutta ja läpinäkyvyyttä. Toisaalta paikallistuntemuksella on merkittävä rooli lisäarvoon perustuvissa strategioissa (*Ferreira et al., 2013, Fama and French, 2008*), jolloin yhteistyökumppanien käyttäminen on globaalisti hajautetuissa salkuissa mielekäs vaihtoehto.

Yhteistyökumppanien käyttäminen aiheuttaa lähtökohtaisesti aina korkeammat kustannukset itse järjestettyyn toimintaan verrattuna, erityisesti lisäarvoon perustuvissa strategioissa. Tarkastelemme ratkaisua lähinnä nettotuottojen näkökulmasta – ulkoistettujen ratkaisujen kustannukset ovat perusteltuja, jos näin saavutetut tuotot ovat kulujen jälkeen paremmat kuin itse järjestetyllä toiminnalla.

Yhteistyökumppanien käyttö tuo mukanaan omat ongelmansa, niistä ehkä tärkeimpänä ns. päämies-agenttiongelman (*Neal and Warren, 2015, Ferris and Yan, 2009, Swensen, 2009*). Varainhoitajilla voi olla monia Kevan tavoitteista poikkeavia vaikuttimia, kuten salkunhoidon vastuuhenkilöiden taloudelliset intressit, varainhoitoyhtiön ja sen omistajien intressit, muiden asiakkaiden intressit tai erilainen toiminnan aikajänne. Näin ollen varainhoitajien valinnassa täytyy kiinnittää erityistä huomiota siihen, että toiminta perustuu Kevan kannalta yhtenevien tavoitteiden ja mahdollisimman pitkälle samojen sijoittamisen periaatteiden varaan.

Sijoitustuottojen ainoa varma komponentti ovat kustannukset, ja näin ollen niihin täytyy kiinnittää jatkuvaa huomiota.

VIITTEET

- Ambachtsheer, J., Fuller, R. and Hindocha, D. (2013) *Behaving like an owner: Plugging investment chain leakages*.
- Ambachtsheer, K. (2013) *The pension system in Finland: Institutional structure and governance*. Available at: http://www.etk.fi/wp-content/uploads/2015/10/nettiin_part_2_AMBACHTSHEER.pdf.
- Ambachtsheer, K. P. (2016) *The Future of Pension Management: Integrating Design, Governance, and Investing*. Wiley.
- Ang, A. and Kjaer, K. N. (2012) *Investing for the long run*. Available at: <https://ssrn.com/abstract=1958258>.
- Barton, D., Manyika, J., Koller, T., Palter, R., Godsall, J. and Zoffer, J. (2017) *Measuring the economic impact of short-termism*: Mc Kinsey Global Institute.
- Barton, D. and Wiseman, M. (2014) *Focusing Capital On The Long Term*, Harvard Business Review, 92(1/2), pp. 44–51.
- Barton, D. and Wiseman, M. (2015) *Where Boards Fall Short*, Harvard Business Review, 93(1–2), pp. 98–104.
- Brochet, F., Loumioti, M. and Serafeim, G. (2012) *Short-termism, investor clientele, and firm risk*. Harvard Business School.
- Bushee, B. J. (2001) *Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?*, Contemporary Accounting Research, 18(2), pp. 207–246.
- Clark, G. L. and Urwin, R. *Best-Practice Investment Management: Lessons for Asset Owners from the Oxford-Watson Wyatt Project on Governance*. October 2007. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract>.
- Cremers, M. and Pareek, A. (2016) *Patient capital outperformance: The investment skill of high active share managers who trade infrequently*, Journal of Financial Economics, 122, pp. 288–306.
- Croce, R. D., Stewart, F. and Yermo, J. (2011) *Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies*, OECD Journal: Financial Market Trends, 2011(1), pp. 145–164.
- Eccles, R. G., Ioannou, I. and Serafeim, G. (2014) *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*, Management Science, 60(11), pp. 2835–2857.
- Fama, E. F. and French, K. (2008) *Mutual fund performance*, Journal of Finance, 63(1), pp. 389–416.
- Ferreira, M. A., Keswani, A., Miguel, A. F. and Ramos, S. B. (2013) *The determinants of mutual fund performance: A cross-country study*, Review of Finance, 17(2), pp. 483–525.
- Ferris, S. P. and Yan, X. S. (2009) *Agency costs, governance, and organizational forms: Evidence from the mutual fund industry*, Journal of Banking & Finance, 33(4), pp. 619–626.
- Harford, J., Kecskes, A. and Mansi, S. (2016) *Do long-term investors improve corporate decision making?*
- Hawley, J., Johnson, K. and Waitzer, E. (2011) *Reclaiming Fiduciary Duty Balance*, Rotman International Journal of Pension Management, 4(2), pp. 4–16.
- Ilmanen, A. (2011) *Expected returns: an investor's guide to harvesting market rewards*. John Wiley & Sons.
- Jones, R. C. and Wermers, R. (2011) *Active Management in Mostly Efficient Markets*, Financial Analysts Journal, 67(6), pp. 29–45.
- Khan, M., Serafeim, G. and Yoon, A. (2016) *Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality*, Accounting Review, 91(6), pp. 1697–1724.
- Koedijk, K. and Slager, A. (2010) *Investment Beliefs: A Positive Approach to Institutional Investing*. Palgrave Macmillan UK.
- Neal, D. and Warren, G. (2015) *Long-term investing as an agency problem: CIFR Paper No. 063/2015*. Available at: <https://ssrn.com/abstract=2667285>.
- Rappaport, A. (2006) *10 Ways to create shareholder value*, Harvard Business Review, 84(9), pp. 66–+.
- Stewart, S. D. (2013) *Manager Selection*. [Charlottesville, Virginia]: The Research Foundation of CFA Institute.
- Stewart, S. D., Neumann, J. J., Knittel, C. R. and Heisler, J. (2009) *Absence of Value: An Analysis of Investment Allocation Decisions by Institutional Plan Sponsors*, Financial Analysts Journal, 65(6), pp. 1–18.
- Straehl, P. U. and Ibbotson, R. G. (2017) *The Long-Run Drivers of Stock Returns: Total Payouts and the Real Economy*, Financial Analysts Journal, 73(3), pp. 1–21.
- Swensen, D. F. (2009) *Pioneering portfolio management: An unconventional approach to institutional investment, fully revised and updated*. Simon and Schuster.
- Waitzer, E. J. and Sarro, D. (2014) *Reconnecting the Financial Sector to the Real Economy: A Plan for Action*, Rotman International Journal of Pension Management, 7(2), pp. 28–35.
- Warren, G. (2014) *Designing an Investment Organization for Long-Term Investing: CIFR Paper No. 41*. Available at: <https://ssrn.com/abstract=2513090>.