

**Lappeenrannan teknillinen yliopisto**  
**School of Business and Management**  
**Talousjohtaminen**  
**A130A3000 Kauppatieteiden kandidaatintutkielma**

# **Työeläkeyhtiöiden vakavaraisuusuudistus**

**Employee pension insurers' capital adequacy reform**

**Miikkael Tolvanen**  
**Ohjaaja: Helena Sjögren**

# TIIVISTELMÄ

**Tekijä: Miikkael Tolvanen**

**Tutkielman nimi: Työeläkeyhtiöiden vakavaraisuusuudistus**

**Akateeminen yksikkö: Lappeenrannan teknillinen yliopisto, Kauppakorkeakoulu**

**Koulutusohjelma: Talousjohtaminen**

**Ohjaaja: Helena Sjögren**

---

Vuonna 2009 Sosiaali ja terveysministeriö asetti työryhmän pohtimaan työeläkeyhtiöiden vakavaraisuussäännösten uudistamistarpeita. Sosiaali- ja terveysministeriön asettama työryhmä päätyi lopullisessa selvityksessään ehdottamaan työeläkeyhtiöiden vakavaraisuusuudistusta, joka toteutettaisiin kolmessa erillisessä vaiheessa. Vakavaraisuusuudistuksen kaksi ensimmäistä vaihetta on jo toteutettu lainsäädännössämme ja kolmannen eli viimeisen vaiheen lait astuvat voimaan vuoden 2017 alussa.

Tässä tutkimuksessa pyritään selvittämään miksi vakavaraisuusuudistus oli tehtävä, sekä analysoimaan millaisia vaikutuksia vakavaraisuusuudistuksella on työeläkeyhtiöiden toimintaan. Tutkimuksessa pyritään myös arvioimaan uuden vakavaraisuussäätelyn taustaa ja onnistumista työeläkeyhtiön näkökulmasta, ja toisaalta valvojan eli Finanssivalvonnan näkökulmasta. Tutkimus suoritettiin kvalitatiivisena tutkimuksena, jonka aineisto on kerätty kolmen eri haastattelun perusteella.

Tutkimuksessa selvisi uuden vakavaraisuusmallin sisältävän sekä hyviä, että huonoja puolia. Uusi vakavaraisuusmalli tunnistaa työeläkeyhtiöiden sijoituksiin liittyvät riskit paremmin ja on siinä mielessä riskiperusteisempi malli vanhaan nähden. Toisaalta uusi vakavaraisuusmalli sai osakseen myös kritiikkiä. Huolena on, että uudesta vakavaraisuusmallista on tehty liian yksityiskohtainen. Tällöin on mahdollista, että vakavaraisuusmallissa keskitytään liikaa epäolennaisten riskitekijöiden tarkasteluun.

## **ABSTRACT**

**Author: Miikkael Tolvanen**

**Title: Employee pension insurers' capital adequacy reform**

**Faculty: LUT School of Business and Management**

**Degree Program: Financial Management**

**Instructor: Helena Sjögren**

---

In 2009 the Ministry of Social Affairs and Health set up a working group to investigate the need for reform of the solvency regulation to private-sector pension companies. In the final report the working group decided to propose a reform of the solvency regulations, which would be implemented in law in three separate stages. The first two of these stages are already done and the final third stage will be implemented in 1.1.2017.

This study aims to find out why the reform of the solvency regulations had to be done. The study also tries to figure out what kind of an impact has the new solvency regulations had for the operations of the pension insurers. In this study the new solvency regulations are evaluated from the perspective of pension companies and financial supervisory authority. The study was made by using qualitative research method and the research data consist of three separate interviews.

The study shows that the new solvency mechanism has both positive and negative features. The new solvency mechanism identifies better the pension companies' investments risks. We could say that the new solvency mechanism is more risk-based compared to the old model. On the other hand, the new solvency mechanism has also received some criticism. The greatest concern is that the new solvency mechanism is too detailed. In that case, the new solvency mechanism could focus on too much analyse of irrelevant risk factors.

## Sisällysluettelo

<b>1. JOHDANTO</b> .....	<b>1</b>
1.1 Tutkimuksen taustaa .....	1
1.2 Tavoitteet ja tutkimusongelma .....	3
1.3 Teoreettinen viitekehys ja aiheen rajaukset .....	3
1.4 Tutkimusmenetelmä ja tutkimuksen rakenne .....	5
<b>2. YRITYKSEN RISKIENHALLINTA</b> .....	<b>6</b>
2.1 Riski käsitteenä .....	6
2.2 Riskienhallinta .....	8
<b>3. SIJOITTAMINEN SUOMEN ELÄKEJÄRJESTELMÄSSÄ JA SITÄ KOSKEVA SÄÄNTELY</b> .....	<b>9</b>
3.1 Eläkejärjestelmän rahoitus ja sijoitustoiminta .....	9
3.2 Vakavaraisuussäätely .....	10
3.3 Työeläkeyhtiöiden riskienhallinta vakavaraisuuskehikossa .....	12
3.4 Työeläkeyhtiöiden olennaisimmat riskit .....	13
3.4.1 Vakuutusriski .....	13
3.4.2 Markkinariski .....	14
3.4.3 Operatiivinen riski .....	15
<b>4. VAKAVARAISUUSUUDISTUS</b> .....	<b>16</b>
4.1 Taustaa vakavaraisuusuudistuksesta .....	16
4.2 Vakavaraisuusuudistuksen ensimmäinen vaihe .....	18
4.3 Vakavaraisuusuudistuksen toinen vaihe .....	19
4.4 Vakavaraisuusuudistuksen kolmas vaihe .....	21
<b>5. VAKAVARAISUUSUUDISTUKSEN VAIKUTUKSET</b> .....	<b>23</b>
5.1 Tutkimuksen toteutus ja aineiston kuvailu .....	23
5.2 Perusteluja vakavaraisuusuudistukselle .....	24
5.3 Vakavaraisuusuudistuksen vaikutuksia .....	27
5.4 Arvioita vakavaraisuusuudistuksesta .....	28
<b>6. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET</b> .....	<b>31</b>
6.1 Yhteenveto .....	31
6.2 Tutkimuskysymyksiin vastaaminen .....	32
6.3 Johtopäätökset ja jatkotutkimusaiheet .....	34
<b>7. LÄHTEET</b> .....	<b>36</b>

## **KUVIOLUETTELO**

- Kuvio 1. Teoreettinen viitekehys**
- Kuvio 2. Riskin kolme tekijää**
- Kuvio 3. Työeläkeyhtiön vakavaraisuus**

## **LIITTELUETTELO**

- Liite 1. Haastattelurunko**

# 1. JOHDANTO

## 1.1 Tutkimuksen taustaa

Työeläkevakuutussektorilla on suuri merkitys koko kansantalouden toiminnan kannalta. Työeläkeyhtiöiden rooli erityisesti institutionaalisina sijoittajina on Suomessa merkittävä. Vuoden 2016 kesäkuun lopussa työeläkevakuuttajien yhteenlaskettu rahastoitujen sijoitusvarojen määrä oli noin 180,3 miljardia euroa (Tela, 2016a). Samalla työeläkevakuutusjärjestelmän päätavoitteena on olla osa suomalaista sosiaaliturvaa (ETK, 2016). Työeläkejärjestelmän tehtävä on turvata suomalaisten eläkkeet nyt ja tulevaisuudessa. Tärkeän sosiaalipoliittisen ja kansantaloudellisen merkityksen vuoksi työeläkeyhtiöiden toimintaa ja riskienhallintaa säädellään tarkoin lainsäädännössämme.

Työeläkeyhtiöiden riskienhallintaa säädellään pääasiassa erilaisin vakavaraisuussäännöksin. Vakavaraisuudella tarkoitetaan työeläkeyhtiöiden kykyä suoriutua eläkevakuutustoimintaan liittyvistä riskeistä (Ilmarinen, 2016a). Vakavaraisuussäännökset määrittelevät Suomessa toimiville työeläkeyhtiöille työeläkesijoittamisessa sallitun riskitason ja ohjaavat sitä kautta työeläkeyhtiöiden harjoittamaa sijoitustoimintaa. Voidaan sanoa, että suomalaisten työeläkeyhtiöiden vakavaraisuus on tällä hetkellä hyvällä tasolla, mutta talouden epävarmuus heijastuu myös työeläkeyhtiöiden liiketoimintaan (Fiva, 2016a). Suomalaisen työeläkejärjestelmän kestävyuden takaaminen kuitenkin edellyttää riittävää tuottoa sijoituksille pitkällä aikavälillä. Tämänhetkisessä markkinatilanteessa riittävien sijoitustuottojen tavoittelu edellyttää hallittua riskinottamiskykyä sijoitustoiminnassa. Samalla voidaan kysyä, ovatko työeläkeyhtiöiden vakavaraisuus- ja riskienhallinta säännökset ajan tasalla? Vuonna 2009 Sosiaali- ja terveysministeriö asetti työryhmän pohtimaan työeläkeyhtiöiden vakavaraisuussäätelyä. Tuloksena oli työeläkeyhtiöiden vakavaraisuusuudistus, joka päätettiin toteuttaa kolmessa erillisessä vaiheessa (stm, 2010a). Vakavaraisuusuudistus on kokonaan valmis, kun sitä koskevat viimeiset lait astuvat voimaan vuoden 2017 alussa.

Vakavaraisuusuudistuksen kahdessa ensimmäisessä, jo toteutetussa vaiheessa tehtiin nopeasti toteutettavia muutoksia vakavaraisuussäätelyyn sekä vahvistettiin työeläkeyhtiöiden riskinkantokykyä. Riskinkantokyvyn vahvistamisella pyritään mahdollistamaan työeläkeyhtiöille riittävien sijoitustuottojen hakeminen myös heikon

talouskehityksen aikana. (Tela, 2016b) Vakavaraisuusuudistuksen kolmannen vaiheen muutokset puolestaan liittyvät uuteen vakavaraisuuskehikkoon, jossa työeläkeyhtiön olennaisimmat riskit pyritään ottamaan huomioon tarkemmin. Muutoksille on nähty tarvetta, sillä vanhan vakavaraisuuslainsäädännön ei ole katsottu velvoittavan työeläkevakuutusyhtiöitä riittävään riskienhallintaan. Kaikki työeläkejärjestelmän kannalta olennaisimmat riskit eivät tule nykyisessä vakavaraisuusmallissa otetuksi huomioon sillä tarkkuudella, joka nykytietämyksen mukaan katosotaan tarpeelliseksi ja mahdolliseksi. Esimerkiksi johdannaisten ja vaihtoehtoisten sijoitusten vaikutus kokonaisriskiin nykyisen sääntelyn mukaisessa laskentamallissa voitaisiin ottaa nykyistä paremmin huomioon. (Tela, 2014) Riskienhallinnan tutkimuksessa erityisesti monimutkaisten johdannaisinstrumenttien on havaittu muodostavan vaikeasti valvottavia ja hallittavia sijoitusriskejä (Georges 2013).

Työeläkeyhtiöiden vakavaraisuussäännösten muutokset valikoituivat tutkielman aiheeksi aiheen ajankohtaisuuden takia. Vakavaraisuudistusta koskevat viimeiset lainmuutokset ovat tulossa voimaan vuoden 2017 alusta. Lisäksi vakavaraisuussäännösten muutoksista on käyty keskustelua viime vuosina ja lainmuutoksilla on vaikutusta työeläkejärjestelmän toimintaan. Väestön ikääntyminen tulee tuomaan haasteita työeläkeyhtiöiden toiminnalle, joka väistämättä aiheuttaa korotuspaineita jo nyt korkealla tasolla oleviin työeläkemaksuihin (Tenhunen & Vaittinen 2013, 18). On syytä myös muistaa, että työnantajien maksukyky työeläkemaksuihin ei ole rajaton, sillä korkeat maksut nostavat työvoimakustannuksia ja heikentävät entisestään yritysten kilpailukykyä (Hirvikorpi, 2009). Jos suomalaisen eläketurvan taso halutaan pitää samalla tasolla kuin ennen, vaihtoehto työeläkemaksujen korotuksille ja työurien pidentämiselle on rahastoiduista työeläkevaroista saattavan sijoitustuoton pysyminen riittävällä tasolla. On siis tärkeää, että työeläkeyhtiöt pystyvät jatkossakin tavoittelemaan riittäviä tuottoja sijoituksillaan, joiden riskien hallintaan vakavaraisuussäädökset keskeisesti liittyvät.

Suomalainen työeläkevakuutusjärjestelmä on tutkimuskohteena mielenkiintoinen, koska sillä on merkittävä rooli Suomen kansantalouden kannalta. Suomessa työeläkeyhtiöiden hallinnoimat eläkevarat ovat merkittävät suhteessa bkt:hen. Yksityisen sektorin hallinnoimien eläkevarojen osuus Suomessa bkt:stä vuonna 2014 oli noin 51% (OECD, 2015). Aikaisempaa tutkimusta työeläkeyhtiöiden vakavaraisuudesta ainakaan uuden vakavaraisuusuudistuksen näkökulmasta ei ole myöskään tehty.

## 1.2 Tavoitteet ja tutkimusongelma

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on selvittää miksi työeläkeyhtiöiden vakavaraisuusuudistus oli tehtävä, sekä analysoida millaisia vaikutuksia vakavaraisuusuudistuksella on työeläkeyhtiöiden toimintaan. Tutkimuksessa pyritään myös arvioimaan uuden vakavaraisuussäntelyn onnistumista työeläkeyhtiön näkökulmasta ja toisaalta valvojan eli Finanssivalvonnan näkökulmasta.

Tutkimus rakentuu seuraavien tutkimuskysymysten ympärille:

*Mitä uudella vakavaraisuusmallilla tavoitellaan?*

*Millaisia vaikutuksia uudella vakavaraisuusmallilla on työeläkeyhtiöiden toimintaan?*

*Millaisena uusi vakavaraisuusmalli nähdään työeläkeyhtiön/valvojan näkökulmasta?*

## 1.3 Teoreettinen viitekehys ja aiheen rajaukset

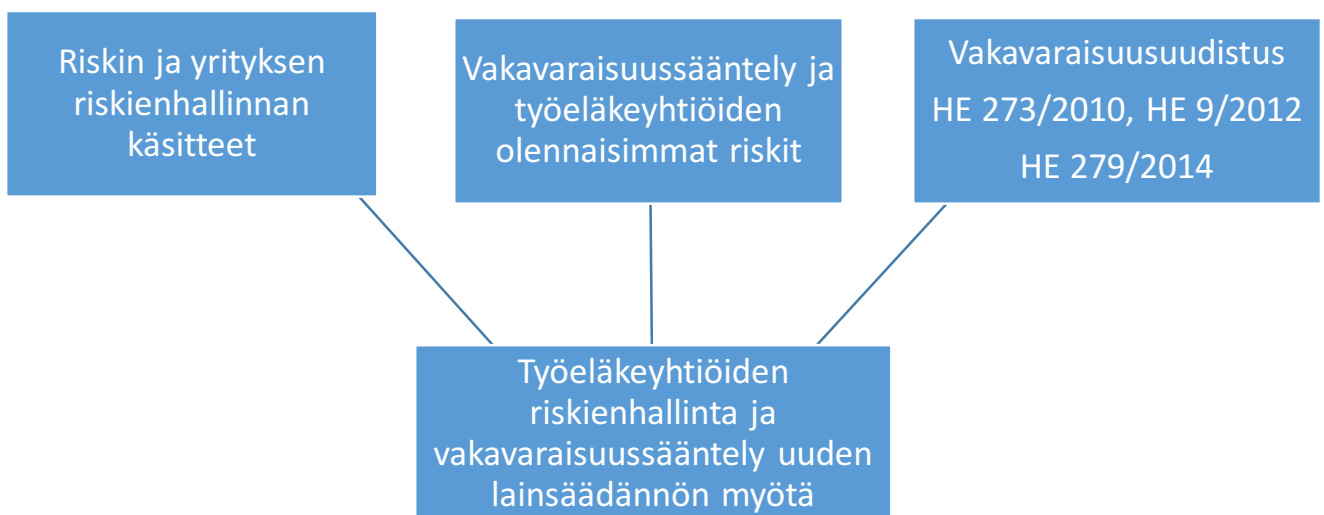
Tutkimuksen teoreettinen osuus rakentuu kolmesta erillisestä osasta (Kuvio 1). Ensimmäisessä teoriaosassa käsitellään riskin ja yrityksen riskienhallinnan käsitteitä. Toisessa teoriaosassa käydään pääpiirteittäin läpi työeläkeyhtiöitä koskeva vakavaraisuussäntely sekä työeläkeyhtiöiden olennaisimmat riskit. Lähteinä käytetään relevanttia kotimaista ja ulkomaista tieteellistä kirjallisuutta, jotka luovat teoreettista pohjaa työeläkeyhtiöiden vakavaraisuussännösten ja riskienhallinnan ymmärtämiselle.

Kolmas teoriaosa pohjautuu vahvasti Sosiaali- ja terveysministeriön asettaman vakavaraisuusuudistusta selvittäneen työryhmän selvityksiin ja kolmeen hallituksen esitykseen: Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvelan kattamisesta annetun lain muuttamisesta (HE 273/2010 vp), Hallituksen esitys Eduskunnalle eläkelaitoksen vakavaraisuutta koskevien säännösten



muuttamiseksi (HE 9/2012 vp) ja Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta (HE 279/2014 vp). Kolmen eri hallituksen esityksen ja Sosiaali- ja terveysministeriön työryhmän selvityksien perusteella, kolmannessa teoriaosassa tarkastellaan työeläkeyhtiöiden vakavaraisuusuudistuksen keskeisimpiä uudistuksia. Kolmas teoriaosa pohjautuu lähes yksinomaan hallituksen esityksiin ja Sosiaali- ja terveysministeriön työryhmän selvityksiin, koska työeläkeyhtiöiden vakavaraisuusuudistuksesta ei ole saatavilla ainakaan vielä muuta asianmukaista lähdetietoa. Yhteenvetona näiden kolmen teorialuvun avulla pyritään muodostamaan mahdollisimman selkeä näkemys työeläkeyhtiöiden vakavaraisuussäännöksistä ja riskienhallinnasta uuden lainsäädännön puitteissa, jota tuetaan vielä tutkimuksen empiirisessä osiossa.

Lisäksi tämän tutkimuksen pääpaino on nimenomaisesti vakavaraisuusuudistuksen kolmannen vaiheen muutosten käsittelyssä. Tämä on perusteltua, koska vakavaraisuusuudistuksen kolmannessa vaiheessa toteutetaan merkittävimmät ja suurimmat muutokset työeläkeyhtiöiden vakavaraisuussäätelyyn. Myös tämän tutkielman tutkimuskysymykset on laadittu vakavaraisuusuudistuksen kolmannen vaiheen muutosten käsittelyn pohjalta.



Kuvio 1. Teoreettinen viitekehys

## 1.4 Tutkimusmenetelmä ja tutkimuksen rakenne

Tutkimuksen empiirinen osuus suoritetaan laadullisena eli kvalitatiivisena tutkimuksena. Tutkimusaineisto on kerätty haastattelemalla kahta tutkimusyriityksen ja yhtä Finanssivalvonnan edustajaa. Tutkimusyriityksenä toimii suomalainen työeläkeyhtiö. Haastattelututkimuksella tutkittavasti ilmiöstä saadaan parhaimmillaan syvä ymmärrys ja se soveltuu erinomaisesti tutkimuksiin, joissa halutaan saada selville ihmisten mielipiteitä ja käsityksiä tutkittavasta ilmiöstä (Hirsijärvi, Hurme, 2015, 19). Haastattelemalla kahta työeläkevakuutusyhtiön edustajaa, tutkimuksessa pyritään saamaan laaja näkökulma tutkimuskysymyksiin oman alansa asiantuntijoilta. Toisaalta tutkimuksessa pyritään tuomaan esiin myös viranomaisen näkökulmaa, jota tutkimuksessa edustaa Finanssivalvonnan edustajan kanssa suoritettu haastattelu.

Tutkimus rakentuu kuuden eri pääluvun mukaan. Ensimmäisessä pääluvussa eli johdannossa pyritään johdattelemaan lukija tutkimuksen aihealueeseen sekä tavoitteisiin. Toinen, kolmas ja neljäs pääluku sisältävät tutkimuksen kannalta olennaisimman teoriaosuuden. Ensimmäisessä teorialuvussa käsitellään riskin ja yrityksen riskienhallinnan käsitteitä, jotka liittyvät kiinteästi työeläkeyhtiöiden vakavaraisuussäätelyyn. Toisessa teoriaosassa luodaan kuvaa vakavaraisuussäätelystä ja työeläkeyhtiöiden merkittävimmistä riskeistä, joihin vakavaraisuussäätelyn avulla suojaudutaan. Teoriaosuuden kolmannessa osassa käydään läpi työeläkeyhtiöiden vakavaraisuusuudistuksen taustaa ja olennaisimmat muutokset vakavaraisuussäätelyyn. Kuten tutkimuksen aiheen rajauksissa kerrottiin, niin tässä tutkimuksessa vakavaraisuusuudistuksen tarkastelun pääpaino halutaan pitää uudistuksen kolmannen vaiheen muutosten käsittelyssä. Tutkimuksen viidennessä pääluvussa esitetään tutkimuksen empiirinen osuus. Viimeinen eli kuudes pääluku muodostuu tutkimuksen yhteenvedosta ja mahdollisten jatkotutkimusaiheiden käsittelystä.

## 2. YRITYKSEN RISKIENHALLINTA

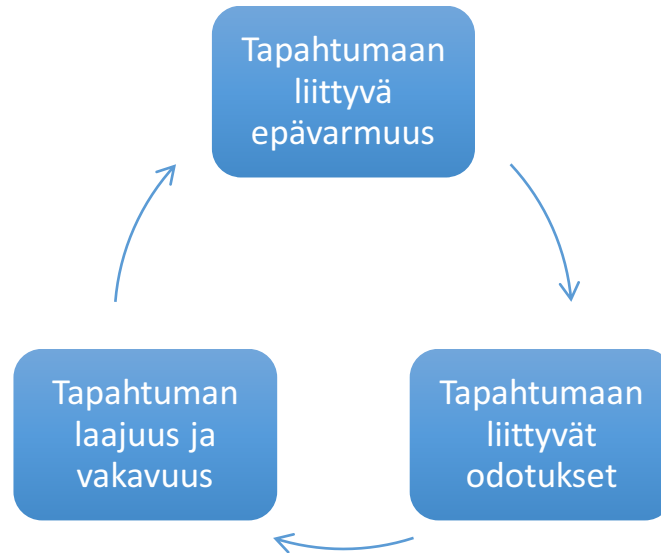
Vakavaraisuussäännökset liittyvät kiinteästi työeläkeyhtiöiden riskienhallintaan. Riskienhallinta taas prosessina liittyy jokaisen yrityksen toimintaan. Ymmärtääkseen vakavaraisuussäännösten merkityksen ja tavoitteet paremmin on syytä tarkastella yleisemmin mitä riskin ja yrityksen riskienhallinnan käsitteillä tarkoitetaan.

### 2.1 Riski käsitteenä

Itse riski käsitteen määritelmiä on kirjallisuudessa esitetty vain muutamia, vaikka riskeistä ja niihin liittyvistä ilmiöistä on saatavilla runsaasti tietoa tieteellisistä lähteistä (Holton, 2004). Yhteinen piirre sille miten riskit ymmärretään kuitenkin on, että riskit koetaan monesti pelottavaksi, koska ne sisältävät epävarmuutta ja ovat pahimmillaan kontrolloimattomia (Slovic, 1987). Eräs määritelmä riskille on kansainvälisen ISO3100 riskienhallintastandardin mukainen standardi, jonka mukaan riski on tavoitteisiin kohdistuvaa epävarmuutta. Riskit määritellään tunnistamalla ensin itse riskin aiheuttava mahdollinen seuraus ja tämän jälkeen seurauksen toteutumisen todennäköisyys. (Aven, 2011) Olennainen riskin komponentti on, että riskiin liittyy aina epävarmuutta, jota pyritään mahdollisuuksien mukaan arvioimaan. Rafferty (1994) määrittelee riskitapahtuman epävarmuuden niin, että riskin epävarmuuden aste ja mahdolliset seuraukset voidaan täsmällisesti määritellä faktaan perustuen. Tapahtuma, jonka ennustaminen todennäköisyyksiin perustuen on vaikeaa, on Raffertyn määritelmän mukaan enemmänkin epävarmuutta eikä sitä näin ollen määritellä riskiksi. On syytä kuitenkin huomata, että Raffertyn riskin määritelmä on melko kapea. Riskeihin liittyy olennaisesti epävarmuus ja myös sellainen epävarmuus, jota ei voida täsmällisesti määrittää erityisesti uusien ennalta tuntemattomien riskien tapauksessa (Juvonen, 2005, 8).

Riskin määrittelyn apuna voidaan tutkia myös sitä, miten riskeihin suhtaudutaan. Juvonen (2005, 7-8) määrittelee riskille kolme tekijää, jotka vaikuttavat siihen, kuinka koemme riskit. Ensimmäiseksi riskiin liittyy olennaisesti epävarmuus tapahtumasta, jota on kuvattu jo edellä. Keskeistä on kuitenkin ymmärtää se, että ilman epävarmuuden olemassaoloa riskiä ei ole olemassa. Toinen riskin kokemiseen vaikuttava tekijä on uhkaavaan tapahtumaan liittyvät odotukset. Odotukset riskistä vaihtelevat riskistä riippuen ja heijastavat mielikuvaa riskin vakavuudesta. Odotukset vaikuttavat keskeisesti siihen millaisena koemme riskin ja sen mahdollisen toteutumisen. Kolmas ja viimeinen riskin tekijöistä on tapahtuman laajuus

ja vakavuus. Tapahtuman laajuus ja vakavuus vaikuttavat riskin kokemiseen, koska panosten kasvaessa ja suurien riskien ollessa kyseessä ihminen luonnollisesti suhtautuu myös riskeihin vakavammin.



Kuvio 2. Riskin kolme tekijää. Mukailten Juvonen (2005,8)

Monesti riskien määrittelyssä jätetään huomioimatta, että riskillä saattaa olla myös positiivisiakin puolia (King & O'Connor, 2000). Arkikielessä riski sanan synonyyminä käytetään tyypillisesti sanoja uhka ja vaara. Ylipäätänsä riskit rinnastetaan monesti vain negatiivisiin ilmiöihin. Myös Juvonen (2005, 11) toteaa, että riski voi olla myös yhtä lailla mahdollisuus. Vaikka pääpaino yrityksen riskienhallinnassa onkin usein uhkien välttäminen ja niihin varautuminen, niin sisältävät jotkin yritystoiminnan uhat myös mahdollisuuksia. Mahdollisuudet taas tuovat parhaimmassa tapauksessa yritykselle taloudellista menestystä. Toisaalta Juvosen mukaan (2005,11) riskiksi voidaan tunnistaa myös tilanne tai tapahtuma, joka jätetään hyödyntämättä. Täten riskin käsite onkin paljon monitahoisempi, kuin mitä arkikielemme kielenkäytöstä voitaisiin päätellä.

## 2.2 Riskienhallinta

Erola & Louto (2000, 16-17) määrittelevät riskienhallinnan perinteisen yrittäjyyden määritelmän kautta. Yrittäjyyden nähdään monesti perustuvan riskinottamiseen, jossa yrityksen johdon tehtävänä on luoda käytettävissä olevista tuotannontekijöitä kuten työvoimasta, pääomasta ja koneista taloudellista menestystä. Riskienhallinnan käsite on määritelty näistä lähtökohdista. Riskienhallinnalla avulla pyritään varmistamaan, että mikään ulkoinen tai sisäinen uhka ei estä tai vaikeuta tuotannontekijöiden käyttöä ja estä näin yritystä saavuttamasta tavoitteitaan. Wolfgang (1991) määrittelee riskienhallinnan kattavana lähestymistapana kaiken tyyppisiin riskeihin. Wall (2009) puolestaan määrittelee riskienhallinnan vaihtoehtoisten toimintatapojen arvioimiseksi, joiden tavoite on vähentää riskiä. Riskienhallinnan voidaan nähdä siis olevan kokonaisvaltaista riskien johtamista ja arvioimista koko yrityksen tasolla (Erola & Louto, 2000, 20).

Yrityksen riskienhallintaprosessilla voidaan nähdä olevan neljä päätehtävää: riskitapahtumien tunnistaminen, tunnistettujen riskien vakavuuden arvioiminen, vaihtoehtoisten ratkaisuja löytäminen riskien välttämiseksi ja auttaminen parhaiden mahdollisten riskienhallinta käytänteiden valitsemiseksi. (Chitakornkijsil, 2010). Riskienhallinta ei kuitenkaan välttämättä tarkoita, että yritys pyrkisi viimeiseen asti välttämään kaiken tyyppisiä riskejä. Riskinottaminen kuuluu olennaisesti perinteisen käsityksen mukaiseen yritystoimintaan ja riskienhallintajärjestelmillä riskinottamisesta pyritään tehdä hallittua ja mahdolliset seurannaisvaikutukset huomioon ottavaa (Juvonen, 2005, 18-19).

Nykyisen riskienhallinnan käsityksen mukaan yrityksen johdon pitäisi myös pyrkiä tuomaan riskienhallinnan ajattelumalli osaksi henkilöstön jokapäiväistä työskentelyä (Erola & Louto, 2000, 19). Myös Kuusela & Ollikainen (2005, 126-127) toteavat, että yrityksen riskienhallintaa toteutetaan strategia- ja suunnitteluprosessissa koko organisaation tasolla, johon osallistuvat yhtiön hallitus, johto ja työntekijät. Laajemmassa merkityksessä tämä tarkoittaa, että toimiva yrityksen riskienhallinta on osa organisaation kulttuuria. Kramerin (2015) mukaan jalkauttamalla oikeanlaisen kulttuurin eri osastojen välille, yrityksen riskienhallintaprosessista saadaan paras irti. Tällöin riskienhallinnan avulla yhtiöt pystyvät parantamaan tehokkuuttaan, välttämään irtisanomisia sekä vähentämään sääntöjen noudattamatta jättämisen aiheuttamia kustannuksia. Kramer (2015) viittaa sääntöjen

noudattamisella erityisesti finanssisektorilla lisääntyneeseen sääntelyyn ja sen aiheuttamiin haasteisiin yrityksen riskienhallinnalle. Myös työeläkeyhtiöiden toimintaympäristö vakavaraisuussääntelyineen on samankaltainen ympäristö, kuin mitä Kramer kuvaillee. Työeläkeyhtiöiden riskienhallinnassa on tärkeää välttää mahdolliset rangaistustoimenpiteet, joita vakavaraisuussäännösten noudattamatta jättäminen aiheuttaisi.

### 3. SIJOITTAMINEN SUOMEN ELÄKEJÄRJESTELMÄSSÄ JA SITÄ KOSKEVA SÄÄNTELY

Tämän kappaleen alussa käsitellään lyhyesti Suomen eläkejärjestelmän rahoitusta ja sitä, miten eläkevarat sijoitetaan. Kappaleen pääpaino kuitenkin sijoittuu työeläkeyhtiöiden sijoitusten sääntelyyn liittyvään vakavaraisuussäännösten ja työeläkeyhtiöiden olennaisimpien riskien käsittelyyn.

#### 3.1 Eläkejärjestelmän rahoitus ja sijoitustoiminta

Työeläkkeiden rahoittamiseen tarvittavat rahat kerätään Suomessa pääosin työntekijän ja työnantajan maksamilla työeläkemaksuilla (Lehtonen, 2008, 51). Työeläkkeiden rahoitusperiaatteiksi voidaan nähdä olevan pääsääntöisesti kaksi eri vaihtoehtoa: jakojärjestelmä ja täysin rahastoiva järjestelmä. Täysin rahastoivassa järjestelmässä vuotuisina eläkemaksuina kerätään vain kyseisenä vuonna ansaittuja eläkkeitä vastaava määrä, joka riittää eläkemaksujen kattamiseen tulevaisuudessa. Täysin rahastoivassa järjestelmässä jokainen sukupolvi säästää itse omien eläkkeidensä maksuun tarvittavat varat. Jakojärjestelmässä taas vuotuisina työeläkemaksuina kerätään juuri sen verran, mitä kyseisenä vuonna maksuun tulevien eläkkeiden maksuun tarvitaan (Tela, 2016c).

Tässä tutkimuksessa käsitellään työeläkeyhtiöiden vakavaraisuusuudistusta ja sen takia myös eläkejärjestelmän rahoituksen tarkastelu rajataan koskemaan vain yksityistenalojen eläkejärjestelmää. Suomessa yksityisten alojen eläkejärjestelmää kutsutaan osittain rahastoivaksi järjestelmäksi. Osittain rahastoiva järjestelmä on kompromissi jakojärjestelmästä ja rahastoivasta järjestelmästä. Osittain rahastoivassa järjestelmässä osa kunakin vuonna kerätyistä eläkemaksuista käytetään eläkkeiden maksuun ja osa puolestaan rahastoidaan tulevia eläkkeitä varten. Eläkkeiden rahastointi mahdollistaa

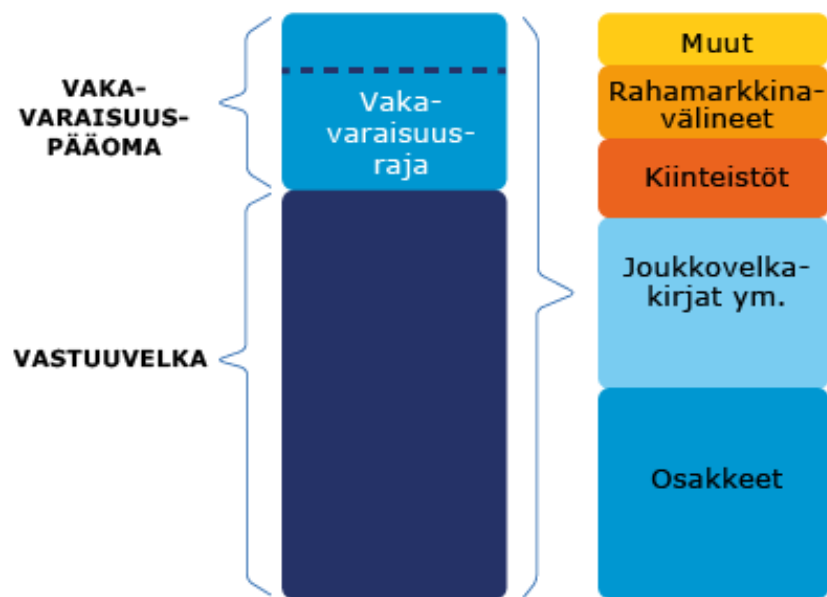
sijoitustuottojen hyväksikäytön eläkkeiden kattamiseen ja alentaa näin osaltaan työeläkemaksuja ja niiden korotuspaineita tulevaisuudessa (Tela, 2016c).

Suomen osittain rahastoivassa yksityisalojen eläkejärjestelmässä rahastoidut varat sijoitetaan. Vuotuisista työeläkemaksuista noin neljännes rahastoidaan tällä hetkellä (Ambachtsheer, 2013, 11). Rahastoinnilla pyritään aikaansaamaan sijoitustuottoja, joiden ensisijaisena tarkoituksena on hillitä eläkemaksujen korotuspaineita tulevaisuudessa. Ilman rahastointia työeläkemenojen kasvu siirtyisi suoraan työnantajien ja työntekijöiden maksamien työeläkemaksujen kustannettaviksi. Työeläkemenojen kustantaminen pelkillä työeläkemaksuilla nostaisi taas merkittävästi työvoimakustannuksia yksityisellä sektorilla. Korotuspaineet työeläkemaksuihin tulevaisuudessa johtuvat pääosin väestörakenteen muutoksesta ja sen seurauksena kasvavasta huoltosuhteen kasvusta (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 181).

### 3.2 Vakavaraisuussäätely

Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa säädellään nykyisellään pääasiassa vakavaraisuus- ja katesäännöksin. Laki työeläkevakuutusyhtiöistä (1997/354) määrittelee, että työeläkeyhtiön on katettava sen eläkevastuista syntyvä vastuovelka vakavaraisuuspääomalla. Vastuuelan katteena olevat varat tulee sijoittaa niin, että työeläkevakuutusyhtiöllä säilyy riittävä vakavaraisuuspääoma kaikissa tilanteissa. Suomessa työeläkevakuutusyhtiöiden vakavaraisuusvalvonnasta vastaa Finanssivalvonta.

Jokainen työeläkevakuutusyhtiö laskee rahastoidun eläkkeen osalle aiheutuvan vastuuelan määrän. Vastuuelka kuvaa työeläkeyhtiön eläkevastuita. Työeläkevakuutusyhtiöllä tulee olla vastuuelan katteena sijoitusomaisuutta. Omaisuus, joka ylittää työeläkeyhtiön vastuuelan kutsutaan toimintapääomaksi. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 182). Tosin vakavaraisuus uudistuksen myötä toimintapääoman nimike on muuttunut vakavaraisuuspääomaksi. Työeläkeyhtiön sijoitusvarojen tulee kattaa kokonaisuudessaan yhtiön eläkevastuista kertyvä vastuuelka. Tämä tarkoittaa sitä, että työeläkeyhtiöllä tulee olla sijoitusvaroja enemmän kuin sillä on vastuuelkaa. Työeläkeyhtiön vakavaraisuus kuvaa, kuinka paljon enemmän yhtiöllä on pääomia vastuuelkaa nähden eli toisin sanoen, mikä on yhtiön vakavaraisuuspääoman suhde vastuuelkaan nähden (HE 9/2012 vp).



Kuvio 3. Työeläkeyhtiön vakavaraisuus (Etk, 2016b)

Vakavaraisuusraja on vakavaraisuussäätelyn kannalta olennainen tunnusluku, sillä lähes kaikki muut vakavaraisuussäätelyssä olevat valvontarajat on sidottu vakavaraisuusrajaan (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 170). Vakavaraisuusraja toimii työeläkeyhtiölle vähimmäisrajana vakavaraisuuspääoman määrälle, jonka alittamisesta seuraa valvonnallisia toimenpiteitä. Vakavaraisuusraja lasketaan työeläkeyhtiön sijoitusten riskipitoisuuden ja vastuuelan määrän perusteella. Riskiteoreettisesti vakavaraisuusraja määritellään vastaamaan yhden vuoden vakavaraisuuspääoman tarvetta huomioimalla työeläkeyhtiön riskit ja sijoitusten jakautuminen eri sijoitusluokkiin (Fiva, 2016b). Sijoitukset jaetaan nykyisin vakavaraisuusrajan laskennassa viiteen eri luokkaan (Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuelan kattamisesta 2006/1114).

- Rahamarkkinavälineet
- Joukkovelkakirjalainat ja velkasitoumukset
- Kiinteistöt
- Osakkeet
- Muut sijoitukset

Vakavaraisuusrajan laskentaa varten työeläkevakuutusyhtiöt jakavat sijoituksensa eri sijoitusinstrumenteille luokiteltuihin vakavaraisuusryhmiin. Sijoitusten jakaminen eri ryhmiin



perustuu siihen, että sijoitusinstrumentti luokitellaan sellaiseen ryhmään, jonka riskiluokitus vastaa parhaiten kyseisen instrumentin sisältämää riskiä. Mitä riskisemmäksi työeläkeyhtiön sijoitusomaisuus luokitellaan, niin sitä korkeammaksi vakavaraisuusraja myös määritellään. Työeläkeyhtiön sijoitussalkun riskillisyyden kasvaminen vaatii yhtiöltä suurempaa vakavaraisuuspääomaan suhteessa vastuuvetkaan ja päinvastoin, jos yhtiön sijoitussalkun riskin katsotaan taas alenevan. Vakavaraisuussäätelyä koskevat periaatteet ovat tärkein keino säännellä työeläkevakuutusyhtiöiden riskinottamiskykyä. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 187-188)

### 3.3 Työeläkeyhtiöiden riskienhallinta vakavaraisuuskehikossa

Työeläkeyhtiön tehtävänä on suoriutua sen vastuulla olevista eläkemaksuista kaikissa tilanteissa. Työeläkeyhtiön riskienhallinnan yhtenä tärkeimpänä tehtävänä on varautua vakavaraisuuden hallintaan liittyviin riskeihin. Työeläkeyhtiön hyvä vakavaraisuus varmistaa työeläkeyhtiön kyvyn selviytyä eläkevakuutustoimintaa uhkaavista erilaisista riskeistä. Viimekädessä työeläkeyhtiön riskienhallinnalla ja riittävällä vakavaraisuudella taataan suomalaisen eläkejärjestelmän läpinäkyvyys ja luotettavuus.

Vakavaraisuussäätelyn tarkoituksena on varautua työeläkeyhtiön sijoitustoiminnan tappioihin, jonka avulla pyritään ehkäisemään tilanteita, jossa työeläkeyhtiön maksukykyyn tulisi äkillisiä muutoksia. Vakavaraisuussäännökset turvaavat suomalaista eläketurvaa ja toimivat raamina, jonka avulla Finanssivalvonta voi puuttua työeläkeyhtiön liialliseen riskinottoon ajoissa (Tela, 2014). Vakavaraisuuslaskennassa päätehtävänä on ottaa kaikki työeläkeyhtiön kannalta olennaisimmat riskit huomioon (HE 279/2014 vp).

Riskin olennaisuus työeläkeyhtiön toiminnassa määritellään hallituksen esityksessä (HE 279/2014 vp) seuraavalla tavalla. Ensimmäiseksi tulee pohtia sitä, kuinka suuria tappioita riskin realisoituessa on odotettavissa. Toiseksi tärkeää on analysoida, kuinka paljon työeläkeyhtiö kyseiselle riskille altistuu. Sellainen riski, josta on odotettavissa suuria tappioita, ei ole kuitenkaan olennainen toimintaan vaikuttava riski, jos työeläkeyhtiö ei merkittävästi altistu kyseiselle riskille. On myös mahdollista, että monesta eri riskistä voi tulla yhteisvaikutuksena olennainen riski, jos riskit toteutuvat samanaikaisesti. Riskin olennaisuutta analysoitaessa on siis pohdittava myös todennäköisyyksiä, jolla eri riskit voivat toteutua samanaikaisesti.

Riskin olennaisuuden määritelmä työeläkeyhtiön toiminnassa on hyvin samankaltainen, kuin teoria mitä Juvonen (2005, 9-11) esittää riskin suuruuden arvioinnin mittariksi. Riskin suuruuteen vaikuttavat riskin todennäköisyys ja toisaalta riskin vakavuus. Riskin todennäköisyys määritellään yleensä todennäköisyysjakauman perusteella. Todennäköisyys riskille on yleensä helposti määriteltävissä sellaisten riskien tapauksissa, jotka ovat tyypillisiä. Esimerkiksi monien vahinko- ja henkivakuutustoimintaa liittyvät riskien todennäköisyysjakauman selvittäminen on tarkkaa, johtuen laajasta historia ja tutkimustiedosta. Riskin todennäköisyysjakauman ennustamiseen liittyy kuitenkin suuria haasteita, kun kyse on uusista ja tuntemattomista riskitekijöistä. Riskin vakavuus tai merkitsevyys on kuitenkin monesti tärkeämpi komponentti riskin mittauksessa kuin riskin toteutumisen todennäköisyys. Riskin merkitsevyyttä tulisi korostaa, koska monesti riskienhallinta tähtää epäsuotuisten tapahtumien ehkäisyyn. Todennäköisyyksilläänkin on väliä riskin suuruuden määrittämisessä, mutta painopiste tulee kuitenkin olla riskin seurausten merkittävydessä.

### 3.4 Työeläkeyhtiöiden olennaisimmat riskit

Mitkä sitten ovat olennaisia riskejä suomalaisten työeläkevakuutusyhtiöiden kannalta? Riskit ovat vahvasti sidonnaisia yrityksen liiketoimintaan. Tästä johtuen eri liiketoiminta-aloilla toimivat yritykset kohtaavat erilaisia riskejä, jotka ovat monesti ominaisia juuri kyseisellä toimialalla toimiville yrityksille. Merkittävimmät riskit joita suomalaiset työeläkevakuutusyhtiöt kohtaavat toiminnassaan voidaan karkeasti jakaa kolmeen eri luokkaan: vakuutusriski, markkinariski ja operatiiviset riskit (HE 279/2014 vp).

#### 3.4.1 Vakuutusriski

Työeläkeyhtiöiden vakuutusluonteisen liiketoiminnan takia vakuutusriski on yksi olennaisimmista riskeistä, jonka työeläkevakuutusyhtiö kohtaa toiminnassaan. Vakuutusriskillä tarkoitetaan riskiä siitä pystyykö vakuutusyhtiö suoriutumaan yhtiön vastuulle tulevista vastuista tulevaisuudessa (HE 279/2014 vp). Työeläkeyhtiöiden tapauksessa vakuutusriski tarkoittaa riskiä siitä, että työeläkeyhtiö ei pysty suoriutumaan vakuutusmaksuillaan kattamistaan eläkevastuista (Varma, 2014).

Merkittävimmät työeläkeyhtiöiden vakuutusriskit syntyvät vanhuus-, työkyvyttömyys ja maksamattomiin vakuutusmaksuihin liittyvistä maksutappioriskeistä (Ilmarinen, 2016b). Toiseksi demografisten muutokset vaikuttava pitkällä tähtäimellä työeläkkeiden rahoitukseen. Suomessa syntyvyys on alentunut ja samanaikaisesti eliniän odote on pidentynyt. Alhainen syntyvyys ja väestön ikääntyminen johtavat väistämättä huoltosuhteen kasvuun, jolla tarkoitetaan yli 65 vuotiaiden osuutta suhteessa työikäiseen (15-64-vuotiaisiin) väestöön. Suomessa huoltosuhteen kasvu tulee olemaan vielä erityisen voimakasta lähitulevaisuudessa vertailussa muihin EU maihin. Yli 65-vuotiaiden osuuden väestöstä arvioidaan kasvavan lähes kaksinkertaiseksi vuoteen 2030 mennessä. (Lehtonen, 2008) Työeläkevakuutusyhtiöiden vakuutusriskien hallinnassa onkin täten olennaista eliniän pituuteen, eläkealkavuuteen ja korvausten suuruuteen liittyvien epävarmuuksien arvioiminen (Ilmarinen, 2016b).

### 3.4.2 Markkinariski

Yhdessä tunnetuimmassa rahoitusteorian mallissa eli CAPM-mallissa sijoituskohteen riski jaetaan kahteen erilliseen osaan: epäsystemaattiseen riskiin ja systemaattiseen riskiin eli markkinariskiin (Hill, 2010). Epäsystemaattinen riski on tiettyyn sijoituskohteeseen liittyvä riski. Epäsystemaattinen riski johtuu esimerkiksi tietyn yrityksen velkautuneisuudesta tai epäpätevästä johdosta. Sijoituskohteen epäsystemaattinen riski on minimoitavissa sijoitussalkun hajautuksen avulla (Nedelescu, 2015).

Markkinariskillä eli systemaattisella riskillä puolestaan tarkoitetaan sijoituskohteen arvon muutoksiin vaikuttavia riskejä, joilla on vaikutuksia yhtiön tulokseen ja pääomiin. Tyypillisiä markkinariskejä ovat esimerkiksi osake-, valuutta-, korko- ja hyödykeriski. (Jarrow, 2008) Myös eri riskitekijöiden (esim korrelaatio, volatilitetti) muutokset ja niistä aiheutuvat tappion riskit sijoitustoiminnassa kuuluvat markkinariskin piiriin. (Fiva, 2008) Markkina-arvojen muutokset johtuvat niiden taustalla olevien tekijöiden, kuten inflaation, valuuttakurssien, osakekurssien ja korkotason heilahteluista. Hyvä esimerkki markkinariskien realisoitumisesta on kansainvälisen finanssikriisin alkaminen vuonna 2007. (Lucjan, 2012) Keskeisin ero epäsystemaattiseen riskiin on se, että markkinariskejä ei voida poistaa koskaan esim. hajautuksen keinoin. Markkinariski vaikuttaa kaikkiin markkinoilla olevien arvopapereiden tuottoihin (Kallunki etc. 2007, 68).

### 3.4.3 Operatiivinen riski

Yrityksen operatiivisella toiminnalla tarkoitetaan esimerkiksi tuotteiden, palveluiden ja materiaalien valmistamista ja jakelua. Operatiivinen toiminta on voimakkaasti sidoksissa yrityksen toimialaan ja näin ollen eri toimialojen yritysten operatiivinen toiminta voi olla hyvinkin erilaista. Yritysten operatiivisiin toimintoihin liittyviä riskejä ei siis voida tarkastella ennen yritystoiminnan syvällisempää analysointia (Bergmark & Tattam, 2005). Mainelli (2002) määrittelee operatiivisen riskit riskinä suorasta tai epäsuorasta tappiosta, joka on seurausta epäsopivista sisäisistä prosesseista, henkilöstöstä tai järjestelmistä.

Jarrow (2008) jakaa yrityksen operatiiviset riskit kahteen eri tyyppiin. Ensimmäisen tyyppin operatiiviset riskit johtuvat yrityksen viallisista järjestelmistä, jotka aiheuttavat ongelmia ja sitä kautta riskejä yrityksen sisäisissä prosesseissa. Toisen tyyppin operatiiviset riskit liittyvät puolestaan esimerkiksi kannustimien heikkouteen mukaan lukien väärinkäytökset henkilöstön toiminnassa, kuten varkaudet tai petokset. Toisen tyyppin operatiiviset riskit kuvastavat agenttiteorian mukaisia agenttikustannuksia.

Operatiiviset riskit ovat työeläkeyhtiöille merkittävä riskilaji. Operatiivisten riskienhallinta on kuitenkin vaikeaa kvantitatiivisin keinoin, koska mm. tilastoaineisto tämän tyyppisistä riskeistä on puutteellista. Tämän takia operatiivisille riskeille on myöskin vaikea mitoitaa määrällistä vakavaraisuusvaatimusta vakavaraisuuslaskennassa. Operatiivisten riskien hallinta onkin helpompaa ottaa huomioon työeläkeyhtiöiden toiminnassa mm. valvonnan ja raportoinnin keinoin. (Ranne & Heikkilä, 2012). Vakavaraisuus uudistuksessa käyttöön otettavassa uudessa vakavaraisuusmallissa operatiivisia riskejä ei huomioida lainkaan työeläkeyhtiöiden vakavaraisuuslaskennassa. Työeläkeyhtiöt on kuitenkin veloitettu ottamaan operatiiviset riskit huomioon muulla tavalla riskienhallinnassaan (HE 279/2014 vp).

## 4. VAKAVARAISUUSUUDISTUS

Tässä kappaleessa käsitellään työeläkeyhtiöiden uuden vakavaraisuussäätelyn keskeisimmät uudistukset. Kappale alkaa johdannolla, jossa käydään läpi vakavaraisuusuudistuksen taustat. Vakavaraisuusuudistuksen tausta liittyy vuonna 2008 säädettyyn väliaikaislakiin, jota koskevia perusteluja on käsitelty Hallituksen esityksessä Eduskunnalle (HE 5/2010 vp) lakisäateistä eläkevakuutustoimintaa harjoittavien eläkelaitosten vanhuuseläkkeiden rahastointia ja toimintapääomaa koskevien säännösten väliaikaisesta muuttamisesta. Tämän jälkeen käsitellään jokaisen vakavaraisuusuudistuksen kolmen vaiheen keskeisimmät muutokset. Vaikka tämän tutkimuksen pääpaino on vakavaraisuusuudistuksen kolmannessa vaiheessa, niin on syytä tarkastella lyhyesti myös uudistuksen kahden ensimmäisen vaiheen muutoksia vakavaraisuusuudistuksen kokonaisuuden ymmärtämiseksi.

Vakavaraisuusuudistusta käsitellään tässä kappaleessa pääasiassa Sosiaali ja terveysministeriön vakavaraisuusuudistusta selvittäneen työryhmän raportin ja hallituksen vakavaraisuusuudistusta koskevien esityksen pohjalta. Vakavaraisuusuudistusten on määrä astua kokonaisuudessaan voimaan 1.1.2017.

### 4.1 Taustaa vakavaraisuusuudistuksesta

Työeläkeyhtiöitä koskevan uuden vakavaraisuussäätelyn tausta liittyy vahvasti vuonna 2007 alkaneeseen ja maailmantaloutta ravisuttaneeseen kansainväliseen finanssikriisiin. Finanssikriisi aiheutti koko maailmantaloutta koskevan laman, jonka vaikutukset olivat merkittävät. Luonnollisesti kansainvälisellä finanssikriisillä oli vaikutusta myös suomalaiseen työeläkejärjestelmään. Työeläkeyhtiöiden varallisuusarvot alenivat kaikissa sijoitusluokissa. Erityisen voimakasta tuottojen aleneminen oli pörssiosakkeissa, kun esimerkiksi OMX-Helsinki osakeindeksi laski noin -50% vuoden 2008 aikana. (HE 5/2010 vp) Työeläkeyhtiöiden yhteenlaskettu toimintapääoma oli vuoden 2008 lopussa noin 10,4 miljardia euroa, kun vielä vuoden alussa toimintapääoma oli 19,8 miljardia euroa. Työeläkeyhtiöiden toimintapääomasta hävisi siis lähes puolet yhden vuoden aikana ja vakavaraisuusasteet laskivat suhteellisen nopeasti. (ETK, 2009) Vakavaraisuuden laskiessa työeläkeyhtiöt olivat pakotettuja nostamaan vakavaraisuuttaan muuttamalla sijoitusjakaumaansa korkeamman riskin omaavista sijoituksista vähemmän riskiä sisältäviin

sijoitusmuotoihin. Käytännössä tämä olisi tarkoittanut sitä, että työeläkeyhtiöt olisivat joutuneet myymään osakesijoituksiaan epäedullisessa markkinatilanteessa vakavaraisuutta parantaakseen (HE 5/2010 vp).

Vuoden 2008 lokakuussa Sosiaali ja terveysministeriö antoi tiedotteen, jossa se ilmoitti muuttavansa työeläkelaitoksen sijoitustoimintaa ja vakavaraisuutta koskevia säännöksiä väliaikaisesti. Määräaikaisen lain taustalla oli estää se, että eläkelaitokset eivät olisi pakotettuja myymään osakesijoituksiaan epäedullisessa markkinatilanteessa. Eläkelaitosten laajamittaiset osakkeiden myynnit olisivat lisänneet erityisesti kotimaisten osakkeiden kurssilaskuja ja myynneillä olisi ollut heikentävä vaikutus eläkelaitosten pitkänaikavälin sijoitusten tuottotasoon. Määräaikaisen lain päätarkoituksena oli nostaa työeläkeyhtiöiden pitkän aikavälin sijoitusten tuotto-odotusta sijoitusriskiä lisäämällä. (HE 5/2010 vp)

20.5.2009 Sosiaali- ja terveysministeriö asetti työryhmän pohtimaan yksityisten alojen työeläkejärjestelmän vakavaraisuussäätelyn uudistamistarpeita ottamalla huomioon vuonna 2007 alkanut kansainvälinen finanssikriisi. Työryhmän tehtävänä oli pohtia finanssikriisin aiheuttamien muutoksia kansainvälisillä sijoitusmarkkinoilla ja arvioida määräaikaislain vaikutuksia sekä tehdä sitä koskevat muutosehdotukset. Samalla työryhmän tehtävänä oli arvioida myös laajemmin työeläkelaitosten vakavaraisuusmekanismin ja vastuuvelan kattamista koskevan säätelyn muutostarpeita. (stm, 2010a)

Työeläkeyhtiöiden vakavaraisuusuudistus päätettiin lopulta toteuttaa kolmessa erillisessä vaiheessa. Vakavaraisuusuudistuksen kahdessa ensimmäisessä, jo toteutetussa vaiheessa vahvistettiin työeläkeyhtiöiden riskiottamiskykyä sekä tehtiin joitain nopeasti toteutettavia muutoksia työeläkeyhtiöiden vakavaraisuussäätelyyn. Uudistuksen kolmannessa vaiheessa toteutetaan vakavaraisuusuudistuksen keskeisimmät muutokset, jossa muutetaan työeläkeyhtiöiden vakavaraisuuden määrittelyssä käytettyjä laskentatapoja. (stm, 2016)

## 4.2 Vakavaraisuusuudistuksen ensimmäinen vaihe

Vakavaraisuusuudistuksen ensimmäisessä vaiheessa toteutettiin joitain nopeasti toteutettavia parannuksia vakavaraisuussäännöstöön. Uudistusten tavoitteena oli parantaa riskien huomioon ottamista työeläkeyhtiöiden sijoitusten luokittelussa. Ensimmäistä vaihetta koskevat lait astuivat voimaan 31.3.2011.

Vakavaraisuusuudistuksen ensimmäisessä vaiheessa työeläkeyhtiöiden euromääräisten joukkovelkakirjojen riskiluokittelua muutettiin. Joukkovelkakirjojen luokittelu perustui vanhan sääntelyn mukaisesti velallisen tai takaajan oikeudelliseen muotoon ja sen sijaintipaikkaan. Uudistuksessa joukkovelkakirjojen luokittelu perustuu velkakirjan tai sen liikkeellelaskijan luottoriskiin. Mitä korkeammaksi velkakirjan tai sen liikkeellelaskijan luottoluokitus arvioidaan, sitä vähemmän riskiseksi velkakirja luokitellaan. Uudistuksella tavoitellaan sitä, että velkakirjojen vaikutus työeläkeyhtiön vakavaraisuusrajan laskentaan olisi riskiperusteisempi. Toinen muutos sijoitustenluokitteluun oli sijoitusluokkien tuotto-, volatiliteetti ja korrelaatiomuuttujien arvojen ajanmukaistaminen. Muutoksen perusteluna oli se, että finanssikriisin myötä sijoitusryhmien välisistä korrelaatioista on saatu uutta havainnetta tietoa. Tuotto-, volatiliteetti ja korrelaatiomuuttujien ajanmukaistamisella tavoitellaan tarkempaa kuvaa työeläkeyhtiöiden sijoitusten riskisyydestä. (HE 273/2010 vp)

Vakavaraisuusuudistuksen ensimmäisessä vaiheessa muutettiin myös vakavaraisuuden raportointiin liittyviä seikkoja. Uuden lain mukaan työeläkeyhtiöiden tulisi raportoida vakavaraisuudestaan Finanssivalvonnalle vain sijoitusten todellisen riskin mukaan. Edeltävässä lainsäädännössä työeläkeyhtiöt oli veloitettu raportoimaan tosiallisen riskin perustuvien sijoitusluokittelujen vaikutuksista vakavaraisuusrajaan verrattuna siihen, että kaikki sijoitukset olisi luokiteltu vain oikeudellisen muodon mukaan. Kahdenkertaisesta raportointikäytännöstä ei kuitenkaan ollut katsottu olevan olennaista hyötyä. (HE 273/2010 vp)

### 4.3 Vakavaraisuusuudistuksen toinen vaihe

Vakavaraisuusuudistuksen toisen vaiheen keskeiset uudistukset liittyvät vuonna 2008 voimaan tulleen määräaikaislain päättymiseen. Vakavaraisuudistuksen toisessa vaiheessa työeläkeyhtiöiden riskipuskureiden toimintapääoma ja tasoitusmäärä yhdistettiin vakavaraisuuspääomaksi. Toiseen vaiheen muutoksilla tavoiteltiin ensisijaisesti työeläkeyhtiöiden riskinkantokyvyn parantamista. Vakavaraisuusuudistuksen toisen vaiheen mukaiset lait astuivat voimaan 1.1.2013.

Ennen vakavaraisuusuudistuksen toista vaihetta työeläkeyhtiöiden toiminnan riskipuskureina toimivat toimintapääoma ja tasoitusmäärä. Toimintapääomalla tarkoitetaan pääomien määrää, jolla työeläkeyhtiön varat ylittävät velat ja niihin rinnastettavat sitoumukset. Toimintapääoma toimii työeläkeyhtiön riskipuskurina sijoitusriskejä vastaan. Tasoitusmäärällä taas tarkoitetaan pääomia, jotka on varattu tasaamaan työeläkeyhtiöiden vakuutusliikkeen tuloksen heilahteluja. Tasoitusmäärällä on tarkoitus varautua työeläkeyhtiöiden vakuutusriskiin. Uudessa vakavaraisuusmallissa työeläkeyhtiöiden riskipuskurit toimintapääoma ja tasoitusmäärä on yhdistetty, jonka seurauksena on muodostunut uusi riskipuskuri vakavaraisuuspääoma. Työeläkeyhtiöiden vakuutusliikkeen tappioihin käytetään edelleenkin tasoitusmäärää ja sijoitustoiminnan tappioihin varaudutaan muulla vakavaraisuuspääoman määrällä. Erona edeltävään sääntelyyn on se, että tasoitusmäärä ei sisälly uuden sääntelyn mukaan työeläkeyhtiön vastuuelkaan eikä sille ole määritelty erikseen vakavaraisuuspääomavaatimusta. Uuden sääntelyn ja vakavaraisuuspääoman avulla on tarkoitus tehostaa entisten riskipuskureiden tasoitusmäärän ja toimintapääoman käyttöä. (HE 9/2012 vp)

Vuonna 2008 voimaan tulleen määräaikaislain aikana työeläkeyhtiöiden vastuuelkaan sisältyvää tasausvastuuta oli rinnastettu toimintapääomiin. Määräaikaislain päättyminen olisi tarkoittanut yli 3 miljardin suuruisen erän poistumista työeläkeyhtiöiden toimintapääomista. Ilman vakavaraisuusuudistuksen toisen vaiheen muutoksia (toimintapääoman ja tasoitusmäärän yhdistäminen) työeläkelaitokset olisivat jälleen olleet pakotettuja siirtämään sijoituksiaan merkittävässä määrin aikaisempaa vähäriskisempiin kohteisiin. Vähäriskisempiin sijoituksiin siirtyminen olisi todennäköisesti johtanut odotettavissa olevien sijoitustuottojen pienentymiseen. Uudella vakavaraisuuspääomalla haluttiin vahvistaa työeläkeyhtiöiden riskinkantokykyä, jonka tarkoituksena on mahdollistaa



työeläkeyhtiöille tuottava sijoitustoiminta. Toisen vaiheen uudistuksilla varmistettiin työeläkeyhtiöiden riskinkantokyvyn ylläpitäminen finanssikriisiä edeltävällä tasolla. Tämä tarkoittaa sitä, että työeläkeyhtiöiden osaketyyppisten sijoitusten mahdollistettiin pysyvän 30-35% kaikista sijoituksista. (Tela, 2014)

Työeläkeyhtiöiden toimintapääoma ja tasoitusmäärän yhdistämiseksi vakavaraisuuspääomaksi oli myös toinen perustelu. Historiallisen tarkastelun perusteella on havaittu, että vakuutusliikkeen tulos ja sijoitusriskit eivät korreloi kovinkaan paljon keskenään. Toisin sanoen työeläkeyhtiöiden vakuutusriski ja sijoitusriski eivät tapahdu tutkimusten mukaan samanaikaisesti. Tämän takia vakuutusriskiin ja sijoitusriskiin varautuminen kahdella erillisellä riskipuskurilla ei ole perusteltua, vaan näihin kahteen riskiin voidaan varautua myös yhteisen riskipuskurin eli vakavaraisuuspääoman avulla. (HE 9/2012 vp)

Toinen merkittävä uudistus vakavaraisuusuudistuksen toisessa vaiheessa liittyi työeläkeyhtiöiden vakavaraisuuden valvontakäytänteiden muutokseen. Kuten edellä vakavaraisuusuudistuksen johdanto kappaleessa on kerrottu, olisivat työeläkeyhtiöt olleet finanssikriisin seurauksena pakotettuja myymään riskipitoisempia sijoituksiaan täyttääkseen vakavaraisuusvaatimukset ilman väliaikaislain voimaantuloa. Väliaikaislain voimaantulo mahdollisti työeläkeyhtiöille sijoitusstrategian, joka oli menestyksenkäs finanssikriisin jälkeen vuonna 2009. Työeläkeyhtiöiden rahoitusaseman palautui vuoden 2009 aika lähes samalle tasolle, kuin se oli ollut ennen finanssikriisiä. Finanssikriisistä oppineena nähtiin tarpeellisena, että uudessa vakavaraisuussäätelyssä voitaisiin etukäteen säätää niistä periaatteista, joita noudatetaan finanssikriisin kaltaisissa finanssimarkkinoiden poikkeusoloissa. (stm, 2010b) Uuden sääntelyn mukaan Finanssivalvonta seuraisi finanssimarkkinoiden kehitystä ja arvoisi sen vaikutusta työeläkeyhtiöiden vakavaraisuuteen. Finanssimarkkinoiden poikkeuksellisissa markkinaolosuhteissa voitaisiin Finanssivalvonnalle antaa valtuudet pidentää työeläkeyhtiön taloudellisen aseman tervehdyttämissuunnitelman toteuttamiselle asetettua määräaikaa, vaikka yhtiön vakavaraisuusasema heikkenisi olennaisesti. Tällä muutoksella olisi tarkoitus estää suhteellisen lyhyen ja heikon markkinatilanteen vaikutukset työeläkeyhtiöiden sijoitusomaistuuteen esimerkiksi osakkeiden pakkomyyntien muodossa (HE 9/2012 vp).

#### 4.4 Vakavaraisuusuudistuksen kolmas vaihe

Vakavaraisuusuudistuksen kolmannessa vaiheessa säädetään lait työeläkeyhtiöiden vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta. Kolmannessa vaiheessa säädetään vakavaraisuusmekanismiin liittyvät pitkän aikavälin muutokset. Keskeisimmät uudistukset koskevat vakavaraisuusrajan laskennassa otettavien riskien tarkempaa huomioon ottamista. Kolmannen eli viimeisen vakavaraisuusuudistuksen vaiheen mukaiset lait astuvat voimaan 1.1.2017.

Koko vakavaraisuusuudistuksen keskeisimmät muutokset liittyvät työeläkeyhtiöiden vakavaraisuuslaskennassa käytetyn sijoitusluokituksen uudistamiseen. Sijoitusten luokitusta vakavaraisuuslaskennassa on pyritty muuttamaan niin, että uusi luokitus kuvastaisi paremmin sijoitusten riskisyyttä entiseen luokitukseen verrattuna. Muutoksien tavoitteena on parantaa sijoitusriskien arvioimisen tarkkuutta. (stm, 2010b). Monimutkaisten sijoitustuotteiden luokittelu nykyisessä mallissa johtaa siihen, että tiettyyn luokkaan sijoitetut sijoitustuotteet eivät vastaa toisiaan ja luokittelu on tältä osin läpinäkymätön. Kun sijoitus luokitellaan vain yhteen luokkaan vakavaraisuusrajaa laskettaessa, saattaa osa riskeistä jäädä laskennan ulkopuolelle, jos sijoitukseen liittyy muitakin riskejä kuin kyseisessä luokassa huomioitua riskiä. Vanhan mallin sijoitusten luokittelu sopii hyvin, jos sijoitustuotteet ovat yksinkertaisia ja sijoitukset voidaan yksiselitteisesti jaotella nimettyihin luokkiin (HE 273/2010 vp).

Työeläkeyhtiöt luokittelevat vanhan sääntelyn mukaisessa mallissa sijoituksensa viiteen eri pääluokkaan, jotka jakautuvat vielä yhteensä 20 alaryhmään. Sijoitukset luokitellaan sellaiseen ryhmään, jonka riski- ja tuottoparametrit vastaavat parhaiten kyseistä luokittelun kohteena olevaan sijoitusinstrumenttia. Tämä velvoittaa työeläkeyhtiöt tunnistamaan sijoitusten todelliset riskit ja tekemään sijoituksen luokituksen sen mukaisesti. Ongelmana on kuitenkin se, että työeläkeyhtiöt ovat viime vuosina yhä enemmän sijoittaneet välillisiin sijoituksiin ja sellaisiin uusiin sijoitusinstrumentteihin, jolla ei ole luontaista paikkaa vanhan mallin mukaisessa sijoitusluokituksessa. Sijoitukset on kuitenkin pitänyt luokitella parhaiten sille sopivaan luokkaan, vaikka tosiasiallisesti sijoitusluokan riskiparametrit eivät kuvastaisikaan sijoituksen todellisia riskejä kovinkaan tarkasti. Tästä syystä vanhan vakavaraisuusmekanismin muuttaminen on perusteltua. Uuteen malliin tulisi sisällyttää sellaisten sijoituksiin liittyvien olennaisten riskien arviointia, joita voimassa olevassa

sääntelyssä ei riittävällä tavalla oteta huomioon. (stm, 2010b)

Vanhan mallin mukaisessa sääntelyssä ongelmaksi on koettu esimerkiksi valuuttariskin ja vastapuoliriskin huomioon ottaminen. Toiseksi vanhassa mallissa työeläkeyhtiöiden luottomarginaaliriskiä ei eroteta yleisen korkotason heilahteluista johtuvista liikkeistä eli korkoriskistä. Vanhassa mallissa korkosijoituksiin liittyvät laskentaparametrit sisältävät kummankin riskin yhteisvaikutuksen. Vanha malli ei myöskään ota huomioon sijoituksen duraatioon liittyviä riskejä. Duraatiolla tarkoitetaan sijoituksen arvon heilahtelujen herkkyyttä korkotason muutosten suhteen. Viimeiseksi johdannaisten epälineaarisuuden ja vaihtoehtoisten sijoitusten vaikutus kokonaisriskiin on katsottu olevan puutteellinen vanhassa mallissa. Suuri osa näistä edellä kuvatuista vanhan vakavaraisuusmalliin liittyvistä ongelmista johtuvat siitä, että finanssimarkkinoilla käytetyt sijoitusinstrumentit ovat monimutkaistuneet vanhan vakavaraisuusmallin voimaantulon jälkeen. (HE 279/2014 vp)

Uusi vakavaraisuusmalli perustuisi riskifaktoreiden pohjalle, sijoitusten luokitteluun perustuvan mallin sijasta. Riskifaktorimallissa eläkeyhtiön kullekin sijoitukselle etsitään ne riskitekijät, joille kyseinen sijoitus altistuu. Riskifaktorimallissa pyritään ottamaan huomioon kaikki sijoitusinstrumenttiin liittyvät riskitekijät. Tässä mallissa yksittäinen sijoitus voisi altistua siten useammalle eri riskille. Uudella kattavammalla riskimallilla pyritään siihen, että uusi vakavaraisuusmalli ottaisi kaikki työeläkeyhtiön sijoitusten riskit edeltävää mallia tarkemmin huomioon. (HE 279/2014 vp)

Uudessa vakavaraisuusmekanismissa riskit tunnistettaisiin ja laskettaisiin vakavaraisuuslaskennassa entistä johdonmukaisemmalla tavalla. Eryteisesti uuden mekanismin suunnittelussa on keskitetty huomiota siihen, että mekanismi ottaisi huomioon myös finanssimarkkinoilla kehittyvät uudet ja entistä monimutkaisemmat sijoitusinstrumentit (stm, 2010b).

Vakavaraisuusuudistuksen kolmannessa vaiheessa muutettiin myös eräiden omaisuuserien vastuvelan katteena olevia rajoituksia. Näillä rajoituksilla ns. katesäännöksillä täydennettiin vanhassa mallissa vakavaraissäännöstöä rajoittamalla muun muassa sijoitusten likviditeetti- ja keskittymäriskejä. (stm, 2010b)

Uuden vakavaraisuussääntelyn mukaisesti vakavaraisuusrajan laskentaa muutettaisiin niin, että vakavaraisuusraja laskettaisiin työeläkeyhtiön koko sijoitusomaisuuden perusteella. Koska vakavaraisuusraja laskenta perustuisi työeläkeyhtiön koko sijoitusomaisuuden määrää, voidaan entisen lainsäädännön mukaisista vastuvelan katesäännöksistä luopua uusien säännösten astuessa voimaan, sillä katesäännöksissä säädellyt riskit otetaan uudessa mallissa huomioon suoraan

työeläkeyhtiön vakavaraisuusvaatimuksissa. Uuden mallin mukaista menettelyä voidaan pitää riskiperusteisesti parempana ratkaisuna verrattuna vanhan mallin katesäännöksiin. Katesääntelyä ollaan poistamassa myös esimerkiksi henki- ja vahinkovakuutusyhtiöiden vakavaraisuuslaskennasta niin sanotun solvenssi II direktiivin myötä (HE 279/2014 vp).

## 5. VAKAVARAISUUSUUDISTUKSEN VAIKUTUKSET

### 5.1 Tutkimuksen toteutus ja aineiston kuvailu

Tässä tutkimuksessa käytetään tutkimusmenetelmänä laadullista eli kvalitatiivista tutkimusmenetelmää. Kvalitatiivisen tutkimuksen tunnuspiirteisiin kuuluu, että havaintoaineisto esitetään tekstimuodossa, toisin kuten kvantitatiivisessa tutkimuksessa. Kvalitatiivisen tutkimuksessa tutkija myös monesti itse osallistuu aineiston keruuseen ja on kosketuksissa tutkittavien kanssa esimerkiksi haastattelujen muodossa. (Eskola & Suoranta, 1998, 13-15) Tutkimushaastattelut mahdollistavat suoran kielellisen kontaktin tutkittavaan, jonka ansiosta tutkijalla on mahdollisuus suunnata tiedonhankintaa myös itse haastattelutilanteessa. Haastattelujen etuna on myös se, että tutkija voi kiinnittää huomiota tutkittavan ei-kielellisiin vihjeisiin, jotka auttavat parhaimmillaan ymmärtämään vastausten tautalla olevia motiiveja syvällisesti (Hirsjärvi, 2013, 155).

Tämän tutkimuksen empiirinen aineisto on kerätty kolmen eri haastattelun tuloksena. Haastattelut on suoritettu nimenomaisesti juuri tätä tutkimusta varten. Kaksi tutkimuksessa mukana ollutta haastateltavaa työskentelevät eräässä suomalaisessa työeläkeyhtiössä. Yksi haastateltavista puolestaan työskentelee Finanssivalvonnan palveluksessa.

Laadullisen tutkimuksen luonteeseen kuuluu, että tutkimuksessa keskitytään varsin pieneen määrään tapauksia. Aineiston tieteellisenä kriteerinä ei näin ollen ole määrä vaan ennen kaikkea laatu ja aineiston käsittelemisen perusteellisuus. Näistä lähtökohdista on tärkeää, että tutkimukseen valitut tapaukset ovat relevantteja kyseisen tutkimuksen aiheen kannalta. Tutkimuksen kohteiden tulee siis olla harkinnanvaraisia, koska tutkija ei voi sisällyttää tutkimukseen kovinkaan montaa eri tapausta. (Eskola & Suoranta, 1998, 18) Harkinnanvaraisuus korostuu tässä tutkimuksessa myös sen takia, että tutkimuksen

laajuutta rajoittaa osaltaan kandidaatin työn luonne. Tutkimuksessa on pyritty selvittämään vakavaraisuusuudistuksen vaikutuksia ja taustoja toisaalta työeläkeyhtiöiden näkökulmasta ja toisaalta viranomaisen eli tässä tapauksessa Finanssivalvonnan näkökulmasta. Kaikki tutkimukseen osallistuvat haastateltavat ovat olleet keskeisesti mukana työeläkeyhtiöiden vakavaraisuusuudistuksen prosessissa alusta alkaen ja he ovat sitä kautta ammatti- ja tietotaitonsa kautta luonnollinen valinta osallistumaan tämän tutkimuksen haastatteluihin.

Tutkimuksen empiirinen osio käsittelee lähinnä vakavaraisuusuudistuksen kolmatta vaihetta, koska kolmannessa vaiheessa toteutetaan vakavaraisuusuudistuksen olennaisimmat muutokset. Kysymykset on luokiteltu niiden luonteen mukaisiin teemoihin ja tutkimuksen empiirisessä osuudessa käsitellään teemojen mukaiset aihealueet siinä järjestyksessä, kuin ne ovat varsinaisella kysymyslomakkeellakin (Liite 1). Empiirisessä analyysissä tutkimusyrityksen kannalla ja mielipiteillä viitataan kahteen erilliseen haastatteluun, joihin osallistuivat kaksi eräässä työeläkeyhtiössä työskentelevää henkilöä. Molemmilla haastatteluun osallistuneen työeläkeyhtiön työntekijällä on useamman vuoden kokemus työeläkevakuutusalaista. Toinen haastateltavista on työeläkeyhtiön pääaktuaari, joka oli lisäksi jäsenenä Sosiaali- ja terveysministeriön vakavaraisuusuudistusta pohtineessa työryhmässä. Toinen haastatteluun osallistunut on tutkimusyrityksen sijoituksista vastaava riskienhallintapäällikkö. Termillä ”valvoja” analyysissä viitataan Finanssivalvonnan edustajan kanssa tehtyyn haastatteluun. Haastatteluun osallistunut Finanssivalvonnan edustajan toimii Finanssivalvonnassa riskiasiantuntijana ja on ollut kiinteästi vakavaraisuusuudistuksen valmistelutyössä mukana.

## 5.2 Perusteluja vakavaraisuusuudistukselle

Valvojan mukaan keskeisin syy vakavaraisuusuudistuksen toteutumiselle oli lainsäätäjän halu arvioida eläkeyhtiöiden sijoitusten riskiä todenmukaisemmin. Vanha malli oli puutteellinen siinä mielessä, että siinä ei tunnistettu riskejä sijoituskohtaisesti. Vanhassa mallissa sijoitukset luokiteltiin 5 pääryhmään ja niiden mukaisiin alaryhmiin. Ryhmittely tapahtui tässä mallissa riski- ja tuottoparametrien historiallisen tarkastelun perusteella. Sijoitus luokiteltiin lopulta sellaiseen luokkaan, jossa riski- ja tuottoparametrit vastasivat parhaiten sijoituksen sisältämiä riskejä. Ongelma on kuitenkin se, että sijoitusinstrumentti voi sisältää useita erilaisia riskejä. Jos sijoitusluokan mukaisissa parametreissa ei taas

huomioida näitä kaikkia instrumentin tosiasiallisesti sisältämiä riskejä, ei mallia voida pitää täysin riskiperusteisena. Esimerkiksi jos työeläkeyhtiö sijoittaa yhdysvaltalaisiin osakkeisiin sijoittavaan osakerahastoon, voidaan tästä sijoituksesta tunnistaa selkeästi ainakin kaksi riskiä: osakeriski ja valuuttariski. Vanhassa mallissa kyseinen instrumentti oli olisi luokiteltu osakeriskiä kuvastavaan sijoitusluokkaan ja näin ollen instrumentin sisältämä valuuttariski on jäänyt puutteelliseksi. Uudessa mallissa huomioidaan paremmin se, että sijoitusinstrumentit voivat sisältää useita erilaisia riskejä. Sijoitusinstrumentti ikään kuin pilkotaan uudessa mallissa sen sisältämien riskien mukaan ja näille kaikille instrumentin sisältämille riskeille lasketaan vakavaraisuuslaskennassa oma pääomavaatimus, jonka avulla työeläkeyhtiö suojautuu kyseistä riskiä vastaan.

*”Uudessa vakavaraisuuskehikossa eläkeyhtiön tulee tunnistaa sijoituskohteen riskit aidosti. Uudessa mallissa mahdollisesta se, että samaan sijoituskohteeseen voi kohdistua useampi eri riski” - valvoja*

Arvioitaessa perusteluja vakavaraisuusuudistuksen tekemiselle myös tutkimusyrityksessä todettiin, että lainsäätäjän mielestä eläkeyhtiöiden sijoitusten riskien määrittely oli puutteellista. Toisaalta tutkimusyrityksen näkökannassa hieman kyseenalaistettiin sitä, että vakavaraisuusuudistuksen keskeisenä perusteena oli se, että kaikkia sijoituksiin liittyviä riskejä ei otettaisi kokonaisuudessaan huomioon. Tutkimusyrityksen mukaan vaihtoehtona ehdotettiin esimerkiksi sitä, että vanhaan maliin olisi lisätty niitä riskejä, joita vanha malli ei olisi mitannut riittävästi. Tutkimusyrityksen näkökannan mukaan näitä puuttuvia riskejä olisi kyllä ollut mahdollista lisätä vanhan sääntelyn mukaiseen vakavaraisuusmalliin.

Vanhassa vakavaraisuusmallissa työeläkeyhtiöt veloitettiin luokittelemaan sijoitusinstrumentit tosiallisen riskin mukaan. Tosiallisen riskin mukaisella luokittelulla tarkoitettiin sitä, että työeläkeyhtiön tuli seurata sijoitusinstrumentin kehitystä ja muuttaa sen riskiluokitusta toiseen luokkaan, jos yhtiö näki sen itse tarpeellisena. Tosiallisen riskin mukainen luokittelu antoi työeläkeyhtiöille suuren vastuun riskien seurannassa. Valvojan mukaan tosiallisen riskin mukaisessa luokittelussa oltiin kuitenkin havaittu eroavaisuuksia työeläkeyhtiöiden välillä. Eroavaisuudet riskien luokittelussa aiheuttavat tulkintavaikeuksia ja lisäävät epätasa-arvoista kohtelua eläkeyhtiöiden välillä, kun kaikkia työeläkeyhtiöitä koskevat kuitenkin samat vakavaraisuussäännökset.

*”Joku yhtiö on saattanut seurata sijoituksen riskiä hieman vasemmalla kädellä, kun taas toinen yhtiön on seurannut sijoitustensa riskin kehitystä hyvinkin tarkasti. Tämä on taas mahdollisesti johtanut siihen, että ikään kuin samoista riskeistä on saatu hyvinkin erilaisia näkemyksiä aikaiseksi” - valvoja*

Uuden vakavaraisuusmallin yhtenä tavoitteena on se, että työeläkeyhtiöt voivat tunnistaa sijoituksensa riskien mukaan entistä tarkemmin ja yksiselitteisemmin. Silti valvojan näkökannan mukaan, vielä tässä vaiheessa on vaikea sanoa toimiiko uusi malli tässä suhteessa paremmin.

*”Meillä ei ole vielä tarpeeksi käytännön kokemusta uudesta mallista. Vasta jatkossa raportointitietojen ja tarkastusten yhteydessä voimme arvioida tätä paremmin. Uudessa mallissa voisi esimerkiksi olla mahdollista, että toiset yhtiöt tunnistaisivat samasta instrumentista useamman eri riskin verrattuna toiseen yhtiöön” -valvoja*

Viimeiseksi puhuttaessa vakavaraisuusuudistuksen taustoista, tutkimusyriyksen haastattelussa nousi esiin solvenssi II:n merkitys. Tutkimusyriyksen mukaan lainsäätäjä halusi osaltaan uudistaa mallia, jotta se vastaisi paremmin EU-tasosta solvenssi II-kehikkoa. Solvenssi II on EU-tasoinen henki- ja vahinkovakuutusyhtiöitä koskeva vakavaraisuussäätelyn ja –valvonnan uudistushanke. Solvenssi II:ta ei tulla kuitenkaan soveltamaan sellaisenaan Suomen työeläkeyhtiöihin. Koko vakavaraisuusuudistuksen tekemisen taustana voidaan kuitenkin nähdä, että solvenssi II:lla oli keskeinen vaikutus myös suomalaisten työeläkeyhtiöiden vakavaraisuusuudistuksessa.

*”Oman olettamukseni mukaan se, mitä henki- ja vakuutusyhtiöiden solvenssi II uudistuksessa tapahtui, vaikutti siihen ajatusmalliin, että myös työeläkevakuuttajien vakavaraisuusmalli tulee mennä yksityiskohtaisempaan suuntaa”*

-tutkimusyriyksen edustaja A

### 5.3 Vakavaraisuusuudistuksen vaikutuksia

Työeläkeyhtiön näkökulmasta yksi suurimmista vakavaraisuusuudistuksen vaikutuksista on, että yhtiöt joutuvat rakentamaan uudet laskentamallit vakavaraisuuslaskentaa varten. Erityisesti johdannaisten riskien arvioimiseen kehitettävät mallit tulevat vaatimaan työpanosten käyttöä työeläkeyhtiöissä. Myös valvojan näkemyksen mukaan erityisesti johdannaisiin ja välillisiin sijoituksiin liittyvät riskit tulevat tuottamaan ainakin aluksi päänvaivaa yhtiöille. Toisaalta valvoja esitti myös näkökannan siitä, että uutta vakavaraisuussäätelyä ei tarvitse ajatella vain sääntelyn ja säädösten täyttämisen kannalta. Uudessa vakavaraisuusmallissa on olennaista, että työeläkeyhtiö pystyy tunnistamaan kaikki sijoitusinstrumenttiin liittyvät riskit. Valvojan näkökannan mukaan työeläkeyhtiöt voisivat hyödyntää lisääntyvää dataa ja tietoa riskeistä myös omissa analyyseissään. Uusi vakavaraisuusmalli antaa työeläkeyhtiölle tarkemman kuvan sijoitusportfolionsa riskeistä ja näitä tietoja on mahdollista hyödyntää myös käytännön sijoitustoiminnassa, jota työeläkeyhtiöissä tehdään.

Toisena keskeisenä vaikutuksena on oletettavissa, että uusi vakavaraisuusmekanismi tulee nostamaan jonkin verran työeläkeyhtiöiden vakavaraisuusrajaa. Tämä taas tarkoittaa sitä, että työeläkeyhtiöt eivät voi ottaa sijoituksissaan riskiä yhtä paljon kuin aikaisemmin. Vakavaraisuusrajan nousu ei tule olemaan iso vakavaraisuusuudistuksesta johtuen, mutta vakavaraisuusraja tulee kuitenkin hieman nousemaan eli työeläkeyhtiöiden riskinkantokyky tulee myös laskemaan. Heikompa riskinkantokykyä ei taas voida pitää tarkoituksenmukaisena tutkimusyriksen näkökannan mukaan sen perusteella, että ministeriön tehtävänannossa vakavaraisuusuudistusta tehtäessä korostettiin sitä, että työeläkeyhtiöiden riskinkantokyky ei saisi alentua vakavaraisuusmallin uudistuksen myötä. Valvojan näkökannan mukaan vakavaraisuusraja tulee nousemaan ainoastaan sen vuoksi, että uusi vakavaraisuusmalli ottaa ottamaan työeläkeyhtiöiden sijoitusten riskit tarkemmin huomioon. Vakavaraisuusrajan nousua voisi siten pitää perusteltuna, koska uusi malli on riskiperusteisempi ja kuvaa näin paremmin työeläkeyhtiöiden sijoitusten todellista riskiä. Toisaalta on kuitenkin todettava, että haastatteluun osallistuneen tutkimusyriksen edustajien näkökannan mukaan vakavaraisuusrajan nousu ei tule juurikaan vaikuttamaan yhtiön sijoitustoimintaan ainakaan lyhyellä aikavälillä, koska yhtiön vakavaraisuus on jo muuten tällä hetkellä hyvällä tasolla.



Tutkimusyhtiön haastattelussa nousi esiin myös se, että vakavaraisuussäännökset eivät suorasanaisesti vaikuta siihen, etteikö työeläkeyhtiö voisi ottaa riskiä toiminnassaan, jos se näin haluaisi. Yhtiöt kyllä pystyvät ottamaan riskejä sijoitustoiminnassaan ”jos näkemystä löytyy”. Kysymys onkin lähinnä, miten paljon työeläkeyhtiö haluaa ottaa riskiä siinä mielessä, että samalla riskinotto huonoimmassa tapauksessa heikentää yhtiön vakavaraisuutta. Työeläkeyhtiön vakavaraisuus liittyy eläkejärjestelmän turvaamisen lisäksi myös keskeisesti siihen, miten työeläkeyhtiöt voivat kilpailla keskenään. Vakavaraisuuden ja sijoitustoiminnan tuloksellisuuden perusteella maksettavat asiakashyvitykset ovat yksi ainoista keinoista, joilla työeläkeyhtiöt voivat kilpailla toisiaan vastaan. Vakavaraisuussäännökset siis kyllä ohjaavat työeläkeyhtiöiden halua ja mahdollisuuksia riskinottoon, mutta toisaalta riskin ottaminen on sinänsä työeläkeyhtiölle mahdollista. Vaakakupissa riskinottamisen ja hyvien tuottojen tavoittelulla on riski heikommasta vakavaraisuudesta ja sitä kautta huonommasta kilpailuasemasta työeläkemarkkinoilla.

#### 5.4 Arvioita vakavaraisuusuudistuksesta

Työeläkeyhtiöiden näkökulmasta vahvistettiin, että ajatusmalli riskiperusteisemmasta vakavaraisuusmallista on lähtökohtaisesti hyvä. Uusi malli tulee ottamaan riskit monipuolisemmin huomioon ja vakavaraisuuslaskentaan on sisällytetty sellaisia riskiä, joita ei vanhassa mallissa huomioitu lainkaan. Lisäksi valvojan arvion mukaan uuden mallin riski- ja tuottoparametrit ovat huomattavasti tarkemmin määriteltä vanhaan malliin verrattuna. Uudet riski- ja tuottoparametrit ja uusi tapa luokitella sijoituksia riskin perusteella parantavat valvojan arvion mukaan huomattavasti työeläkeyhtiöiden sijoitusomaisuuden riskien analysointia.

*”Kyllä tämä uusi kehikko on parannus vanhaan verrattuna. Palaute mitä itse olen saanut on se, että uudesta vakavaraisuuskehikosta todella saa tarkasti selville mitä riskejä eläkeyhtiön sijoitusportfolioon kuuluu ja mistä instrumentista ne johtuvat. Tämähän oli myös uuden mallin tavoite ja se olisikin vähän huonompi juttu tässä vaiheessa, jos näin ei tapahtuisi”*

- valvoja

Tutkimusyhtiön arvioissa uuden vakavaraisuusmallin onnistumista kuitenkin todettiin, että uusi vakavaraisuusmalli on edelleen tulkinnanvarainen. Esimerkiksi johdannaisiin liittyvien riskien tarkastelussa uuden mallin mukainen sääntely nähdään joiltain osin jopa

virheellisenä. Myös valvoja oli kiinnittänyt huomiota erityisesti johdannaisten ja välillisten sijoitusten aiheuttamiin ongelmiin uutta vakavaraisuusmallia suunniteltaessa. Valvojan mukaan vakavaraisuusuudistusta valmistellut työryhmä oli monissa mielipiteissään kaukana toisistaan. Suurimmat erimielisyydet johtuivat juuri johdannaisiin ja välillisiin sijoituksiin liittyvistä seikoista. Valvojan arvion mukaan työryhmän ”riitaisuus” johti joidenkin lain kohtien ympäröyöreeään muotoiluun, joka on voinut vaikuttaa siihen, miksi uutta vakavaraisuusmallia on pidetty osaltaan tulkinnanvaraisena. Johdannaisiin ja välillisiin sijoituksiin liittyvää tulkinnanvaraisuutta on sittemmin pyritty selventämään Finanssivalvonnan antamalla ohjeilla ja määräyksillä.

Vaikka riskit monipuolisemmin huomioon ottava ja sitä kautta riskiperusteisempi malli on lähtökohtaisesti hyvä ajatusmalli, niin työeläkeyhtiön näkökulmasta uusi malli sai kritiikkiä juuri tältä osin. Tutkimusyhtyrityksen näkökulmasta oltiin huolissaan siitä, että uudessa mallissa ei välttämättä keskitytä juuri työeläkeyhtiön kannalta olennaisiin riskitekijöihin. Työeläkeyhtiön kannalta olennaisin riski, joka vaikuttaa vakavaraisuuslaskentaan on osakeriski. Uudessa mallissa tullaan kuitenkin laskemaan monia muitakin sijoitusinstrumentteihin liittyviä riskejä entistä tarkemmin.

*”Eläkeyhtiöiden tapauksessa suurin ja dominoivin riski on osakeriski. Kun mennään edelleen pienempiin ja erityyppisiin riskeihin, niin niiden vaikutus on verraten pieni vakavaraisuusvaatimukseen. Voimme pilkkoa instrumenttien sisältämät riskit kaiken tyyppisiin riskeihin, mutta kysymys kuuluu mikä on järkevää”*

- tutkimusyhtyrityksen edustaja B

Myös valvoja tunnisti tutkimusyhtyrityksessä esitetyn huolen siitä, että uudessa vakavaraisuusmallissa ei välttämättä keskityttäisi juuri olennaisiin riskeihin. Valvoja oli kuullut vastaavia kommentteja uudesta vakavaraisuusmallista tässä tutkimuksessa mukana olevalta tutkimusyhtyritykseltä ja lisäksi myös muilta työeläkeyhtiöiltä. Valvojan oman näkökannan mukaan uuden mallin kyky tunnistaa riskejä entistä paremmin on niin merkittävä, että jo sen takia vakavaraisuusuudistus tässä mittakaavassa oli hyvä tehdä. Suoraan mielipidettä siihen onko uusi malli liian yksityiskohtainen valvoja ei osannut sanoa, mutta piti sitä kuitenkin mahdollisena.

Tutkimusyrittäjien haastatteluissa pohdittiin myös sitä, että onko edes mahdollista tehdä ikään kuin kaiken kattavaa vakavaraisuussäätelyä, joka olisi edes teoreettisesti oikeanlainen. Monipuolisesti kaikki sijoitusinstrumentteihin liittyvät riskit huomioon ottava malli tulisi väistämättä olemaan monimutkainen. Tutkimusyrittäjien näkökannassa korostettiin, että tämän tyyppisessä mallissa riskinä on vakavaraisuuslaskennan keskittyminen liikaa epäolennaisuuksiin. Tavoitteena tulisi olla päinvastoin erityisesti olennaisiin riskitekijöihin keskittyminen.

*”Lasketaan kauheasti ja saadaan jokin luku aikaseksi. Helpompi olisi katsoa mitkä riskit todella ovat olennaisia ja keskittyä kuvaamaan niitä mahdollisimman oikein”*

- tutkimusyrittäjien edustaja A

Tutkimusyrittäjien arviointiin vanhan säätelyn mukaisen vakavaraisuusmallin olleen hyvä siinä mielessä, että se otti työeläkeyhtiön kannalta olennaiset riskit kohtalaisen hyvin huomioon. Vanhaa mallia oli pidetty laajemminkin sen voimaan tullessa 1997 aikaansa edellä olevana riskiperustaisena mallina. Vanha malli oli myös sellainen johon olisi ollut tutkimusyrittäjien mukaan lisättävissä puuttuvia riskejä, joita uudessa mallissa nyt yritetään mallintaa. Arvioitaessa kokonaisuutena vakavaraisuus uudistuksen onnistumista toinen tutkimusyrittäjien haastatteluun osallistunut henkilö totesi, että vain ajan kuluessa pystymme arvioimaan uudistuksen onnistumista paremmin. Uudistusta kuvailtiin vielä tässä vaiheessa ”mustaksi laatikoksi” jolla viitattiin juuri siihen, että vasta kaikkien säännösten voimaantullessa ja kokemuksen kertyessä voidaan paremmin arvioida lainmuutosten onnistumista.

Toinen tutkimusyrittäjien haastatteluun osallistunut henkilö arvioi vakavaraisuus uudistuksen onnistumista kokonaisuudessaan hieman rohkeammin. Vanhan mallin arviointiin ensinnäkin olevan ”ihan ok” ja myös uusi malli tulisi olemaan hyvä ainakin osaltaan. Uudessa mallissa otetaan huomioon työeläkeyhtiön kannalta olennaiset riskit, mutta sen lisäksi mallin mukaisessa laskennassa tehdään paljon muutakin. Haastateltava halusi korostaa erityisesti olennaisuuden merkitystä työeläkeyhtiön riskejä määriteltäessä ja tämän takia hän arvioi uutta vakavaraisuusmallia kokonaisuudessaan kriittiseen sävyyn.

*”Uudistuksen valmistelu vei vuosia aikaa ja vakavaraisuuskehikko on vieläkin tulkinnanvarainen. En tiedä saavuttameko tästä mallista mitään erityistä hyötyä”*

- tutkimusyrittäjän edustaja B

Toisaalta tässäkin haastattelussa kuitenkin nostettiin esiin se, että mallin kokonaisuuden arviointi vielä tässä vaiheessa on vaikeaa. Uutta vakavaraisuusmallia voidaan arvioida asianmukaisesti työeläkeyhtiön näkökulmasta vasta sitten, kun työeläkeyhtiöillä on riittävästi kokemusta uuden sääntelyn mukaisesta vakavaraisuuslaskennasta. Myös valvojan kanta vakavaraisuusuudistuksen onnistumisesta on samankaltainen tutkimusyrittäjän kanssa siinä mielessä, että lopullista arvioita on vaikea tehdä vielä tässä vaiheessa. Valvojan näkökulmasta ensimmäiset käytännön kokemukset kertovat paljon lisää oliko uudistus kokonaisuudessaan onnistunut. Valvojan arviota vakavaraisuudistuksesta voidaan pitää kuitenkin kokonaisuutena myönteisempänä verrattuna tutkimusyrittäjien edustajien kantaan.

## 6. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

### 6.1 Yhteenveto

Työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaan liittyvän epävarmuuden vuoksi työeläkeyhtiöillä tulee olla riittävä puskuri markkinoiden heilahteluita varten. Kykyä kestää sijoitustoiminnan heilahteluita kutsutaan työeläkeyhtiön vakavaraisuudeksi, jota valvotaan vakavaraisuussäännöksin. Vuonna 2009 Sosiaali- ja terveysministeriö asetti työryhmän pohtimaan vakavaraisuussääntelyn uudistamishanketta, jonka työn tuloksena syntyi vakavaraisuusuudistus. Tämän tutkimuksen tarkoituksena oli selvittää eläkeyhtiöitä koskevan vakavaraisuusuudistuksen perusteluja ja vaikutuksia, sekä arvioida uudistuksen onnistumista työeläkeyhtiön ja toisaalta viranomaisen näkökulmasta.

Tutkimuksen teoriaosa muodostui kolmesta erillisestä kappaleesta. Ensimmäisessä teoriakappaleessa käsiteltiin riskin ja yrityksen riskienhallinnan käsitteitä, jotka liittyvät yläkäsitteenä vakavaraisuussäännöksiin. Toisessa teoriaosassa käytiin läpi, miksi työeläkeyhtiöiden vakavaraisuussääntelyä ylipäätensä edes tarvitaan ja miten työeläkeyhtiön vakavaraisuus määritellään. Toisessa teoriakappaleessa käsiteltiin myös työeläkeyhtiön kannalta olennaisimmat riskit, joiden hallintaan vakavaraisuussäännöksillä

suojaudutaan. Kolmannessa teoriakappaleessa käsiteltiin vakavaraisuusuudistuksen taustat ja keskeisimmät muutokset.

Tutkimus empiirinen osuus suoritettiin kvalitatiivisena tutkimuksena, jonka aineistona on käytetty kolmen eri asiantuntijan haastatteluita. Kaikki haastateltavat ovat olleet kiinteästi mukana vakavaraisuusuudistuksen valmistelutyössä mukana. Tutkimuksen empiirisessä osuudessa keskityttiin lähinnä vakavaraisuusuudistuksen kolmannen vaiheen analysointiin. Tämä on perusteltua, koska vakavaraisuusuudistuksen kolmannessa vaiheessa toteutettiin vakavaraisuudistuksen kannalta keskeisimmät ja suurimmat uudistukset.

## 6.2 Tutkimuskysymyksiin vastaaminen

*Mitä uudella vakavaraisuusmallilla tavoitellaan?*

Riskien huomioon ottaminen vakavaraisuuslaskennassa on kehittynyt viime vuosina kaikilla rahoitussektoreilla. Vakavaraisuuslaskentaan liittyvistä riskeistä on saatavilla nykyään entistä enemmän tietoa. Tämän vuoksi myös työeläkeyhtiöiden vakavaraisuutta koskevaa sääntelyä tulee uudistaa. Vanhan vakavaraisuusmallin sijoitusten luokitteluun perustuvaa mallia ei pidetty lainsäätäjän mielestä tarpeeksi hyvin riskit huomioon ottavana mallina. Uusi riskifaktoreihin perustuva vakavaraisuusmalli pyrkii ottamaan kaikki työeläkeyhtiöiden sijoituksiin liittyvät riskit paremmin huomioon.

Uuden vakavaraisuusmekanismin tarkoituksena on olla ennen kaikkea riskiperusteisempi malli. Riskifaktoreihin perustuvassa riskimallissa voidaan tunnistaa kaikki työeläkeyhtiön sijoituksiin liittyvät riskit. Olennainen ero vanhaa sijoitusluokitukseen perustuvaan malliin on se, että uudessa mallissa samaan sijoitukseen voidaan tunnistaa kohdistuvan useampia eri riskejä. Valvoja esitti lisäksi näkökannan siitä, että vanhassa vakavaraisuusmallissa sijoitusten luokittelun nähtiin eroavan työeläkeyhtiöiden kesken. Samankaltaisia sijoituksia oltiin siis luokiteltu työeläkeyhtiöstä riippuen eri tavalla. Tästä johtuen sijoitusten riskit arvostettiin myös eri tavalla, vaikka kyseessä oli tosiasiallisesti samat riskit omaava sijoitusinstrumentti. Vanha vakavaraisuusmalli asetti tässä suhteessa työeläkeyhtiöt eriarvoiseen asemaan. Uudessa vakavaraisuusmallissa tavoitellaan, että työeläkeyhtiöt voisivat tunnistaa sijoitusten riskit yksiselitteisemmin ja tarkemmin. Uuden mallin

tarkoituksena on vähentää epäselvyyksiä, joita vanhan mallin mukaisessa riskimallissa syntyi.

*Millaisia vaikutuksia uudella vakavaraisuusmallilla on työeläkeyhtiöiden toimintaan?*

Keskeisin suora vaikutus uudesta vakavaraisuusmallista on se, että työeläkeyhtiöt joutuvat rakentamaan uudet laskentamallit uutta vakavaraisuusmallia varten. Laskentamallien rakentamisen nähdään aiheuttavan ainakin johdannaisten ja välillisten sijoitusten osalta päänvaivaa. Toiseksi työeläkeyhtiöiden vakavaraisuusraja tulee jonkin verran nousemaan uuden mallin käyttöönoton myötä. Haastatteluissa kuitenkin todettiin, että vakavaraisuusrajan nousu ei tule juurikaan vaikuttamaan tutkimusyhtiön sijoitustoimintaan, koska yhtiön vakavaraisuus on tällä hetkelle niin hyvällä tasolla. Sama päätelmä on yleistettävissä myös muita Suomessa toimivia työeläkeyhtiöitä koskevaksi, koska vakavaraisuustasot ovat hyviä kaikissa muissakin työeläkeyhtiöissä. Itse vakavaraisuus uudistuksella ei siis tule olemaan suuria vaikutuksia työeläkevakuutusyhtiöiden varsinaiseen sijoitustoimintaan ainakaan lyhyellä aikavälillä.

*Millaisena uusi vakavaraisuusmalli nähdään työeläkeyhtiöin/valvojan näkökulmasta?*

Valvojan näkemyksen mukaan uusi vakavaraisuusmalli on pääpiirteittäin onnistunut. Vakavaraisuusuudistuksessa tavoiteltiin riskiperusteisempaa vakavaraisuusmallia, ja näin on myös tapahtunut. Uusi vakavaraisuusmalli pakottaa työeläkeyhtiöt tunnistamaan sijoitusinstrumenttiin kohdistuvat riskit aidosti, mitä voidaan pitää merkittävänä edistysaskeleena vanhaan nähden. Myös tutkimusyhtiön haastatteluissa nousi esiin se, että uusi vakavaraisuusmalli on todellakin riskiperusteisempi. Molemmat tutkimukseen osallistuneet tahot olivat siis yksimielisiä siitä, että vakavaraisuusuudistuksen suurin tavoite riskiperusteisemmasta vakavaraisuusmallista on toteutunut.

Sekä valvoja että tutkimusyhtiös näkivät kuitenkin myös puutteita uudessa vakavaraisuusmallissa. Johdannaisiin ja välillisiin sijoituksiin liittyvien laskentaperiaatteiden katsottiin olevan edelleenkin jokseenkin tulkinnanvaraisia. Valvojan haastattelussa nousi esiin, että johdannaisista ja välillisistä sijoituksista oltiin käyty keskustelua vakavaraisuusuudistuksen valmistelutyössä. Keskusteluissa oli kuitenkin noussut esiin monia eri näkökantoja, eikä lopulliseen yhteisymmärrykseen oltu päästy. Valvoja arvioi

näkökanta erojen lopulta vaikuttaneen myös uudistuksen lopputulokseen, jonka takia juuri johdannaisiin ja välillisiin sijoituksiin liittyy uudessa mallissa tulkinnanvaraisuuksia.

Uutta vakavaraisuusmallia kritisoitiin myös liian yksityiskohtaiseksi. Tutkimusyhtiön näkökannan mukaan suurin huoli uudesta vakavaraisuusmallista liittyy siihen, että malli keskittyy liikaa epäolennaisuuksiin. Osakeriski nähdään selvästi merkittävimpänä työeläkeyhtiön sijoituksiin kohdistuvana riskinä. Osakeriskin merkittävyyden takia sen huomioon ottaminen pitäisi olla etusijalla myös vakavaraisuusmallissa. Myös valvoja oli kuullut saman huolen uudesta mallista, mutta ei halunnut arvioida ongelman laajuutta sen tarkemmin.

Kaikissa haastatteluissa kuitenkin todettiin, että uuden vakavaraisuusmallin arviointi kokonaisuudessa vielä tässä vaiheessa on vaikeaa. Uusi vakavaraisuusmalli otetaan käyttöön vasta vuoden 2017 aikana. Tutkimuksen haastatteluiden osallistuneen asiantuntijoiden mukaan, vasta käytännön kokemusten kertyminen uudesta mallista mahdollistaa uudistusten kokonaisuuden lopullisen arvioinnin.

### 6.3 Johtopäätökset ja jatkotutkimusaiheet

Tässä tutkimuksessa havaittiin, että vakavaraisuusuudistuksen keskeisimpänä perusteena oli työeläkeyhtiöiden sijoitusten riskien tarkempi huomioon ottaminen. Uuden vakavaraisuusmallin avulla työeläkeyhtiöiden riskienhallinnassa pystytään reagoimaan entistä paremmin rahoitusmarkkinoiden ja maailman talouden muutoksiin. Tutkimuksessa selvisi, että valvojan ja työeläkeyhtiön näkökantoja vakavaraisuusuudistuksen onnistumisesta ja tarkoituksenmukaisuudesta voidaan pitää hieman eriävinä. Tutkimusyhtiön näkökannassa selkeästi korostui huoli siitä, että uusi vakavaraisuusmalli on liian yksityiskohtainen ja keskittyy liikaa epäolennaisuuksiin. Kriittisimmillään tutkimusyhtiön näkökannasta jopa kyseenalaistettiin uuden vakavaraisuusmallin tarkoituksenmukaisuus, joka oli yllättävää. Valvojan kanta uuteen vakavaraisuusmalliin sen sijaan oli kokonaisuudessaan positiivisempi, vaikka valvojan oli tietoinen uuden mallin mahdollisista ongelmista. Silti valvojan arvio uudistuksen onnistumisesta oli myönteinen. Valvoja näki uuden mallin tuovan selkeästi enemmän hyötyjä kuin haittoja.

Tämän tutkimuksen perusteella on vaikea tehdä selkeitä johtopäätöksiä siitä, onko uusi vakavaraisuusmalli onnistunut vai ei. Tutkimuksessa selvisi, että uudessa mallissa on paljon hyvää ja se on sinänsä onnistunut päätavoitteessaan olla riskiperusteisempi malli vanhaan malliin nähden. Mallissa on kuitenkin havaittavissa myös selkeitä puutteita, joista olennaisin liittyy liian tarkkaan riskien ja sitä epäolennaisten riskitekijöiden analysointiin. Toisaalta uuden mallin tavoite riskien tarkemmasta huomioon ottamisesta ja kritiikki epäolennaisten riskitekijöiden huomioimisesta ovat ristiriidassa. Sosiaali- ja terveysministeriö on lainsäätäjänä halunnut riskiperusteisemmän mallin ja myös sellainen on syntynyt. Samallahan riskiperusteisempi malli tarkoittaa juuri sitä, että malli huomioi myös pienempiä ja epäolennaisempia riskejä entistä tarkemmin. Tässä tutkimuksessa mallia on tältä osin arvioitu yksipuolisesti vain työeläkeyhtiön näkökulmasta. Jatkotutkimuksen kannalta olisi mielenkiintoista saada myös Sosiaali- ja terveysministeriön kanta samaan kysymykseen. Uuden vakavaraisuusmallin arviointi olisi lisäksi mielekkäämpää vasta, kun työeläkeyhtiöillä ja viranomaisilla on enemmän käytännön kokemusta mallin toiminnasta.



## 7. LÄHTEET

**Ambachtsheer, K.** (2013), Suomen eläkejärjestelmä: Instituutorakenne ja hallinto, Eläketurvakeskuksen julkaisuja

**Aven, T.** (2011), On the new ISO guide on risk management terminology, Reliability Engineering & System Safety, Volume 96, Issue 7, July 2011, s. 719–726

**Bergmark, D. & Tattam, D.** (2005), Operational risk management, Jassa issue 4 (summer 2005), s. 31-34

**Chitakornkijssil, D.** (2010), Enterprise risk management, International Journal of Organizational Innovation, Fall 2010

**Erola, E. & Louto, P.** (2000), Riskit voimavaraksi- liiketoimintariskien hallinta yrityksessä, Helsinki, Oy Edita Ab

**Eskola, J.** (1998), Johdatus laadulliseen tutkimukseen, Tampere, Gummeruksen kirjapaino Oy

**ETK** (Eläketurvakeskus), (2016), Eläke osana sosiaaliturvaa, [verkkodokumentti], Viitattu 14.10.2016, Saatavilla: <http://www.etk.fi/elakejarjestelmat/suomi/elake-osana-sosiaaliturvaa/>

**ETK** (Eläketurvakeskus), (2016b), Eläkelaitoksen vakavaraisuus, [verkkodokumentti], Viitattu 2.12.2016, Saatavilla: <http://www.etk.fi/elakejarjestelmat/suomi/sijoitustoiminta/yksityisalat/elakelaitosten-vakavaraisuus/>

**ETK** (Eläketurvakeskus) , (2009), Työeläkelaitosten tilinpäätöstiedot 2008

**Fiva** (Finanssivalvonta), (2016a), Työeläkesektorin vakavaraisuus edelleen hyvällä tasolla, [verkkodokumentti], Viitattu 22.11.2016, Saatavilla: [http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Lehdistotiedotteet/Pages/07\\_2016.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Lehdistotiedotteet/Pages/07_2016.aspx)

**Fiva** (Finanssivalvonta), (2016b), Tunnuslukujen määritelmät – Työeläkevakuutuksen vakavaraisuus, [verkkodokumentti], Viitattu 13.11.2016

Saatavilla:<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tilastot/Vakuutustoiminta/Elakevakuutus/Vakavaraisuus/Pages/Tunnusluvut.aspx>

**Fiva** (Finanssivalvonta), (2008), Markkinariskien hallinta, [verkkodokumentti],

Viitattu

2.12.2016,

Saatavilla:

<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Uusi/Documents/4.4c.std2.pdf>

**Georges, D.** (2013), Risk Management: History, Definition, and Critique, Risk Management and Insurance Review (Fall 2013), s. 147-166

**Hill, A.** (2010) Portfolio Theory & Financial Analyses. Robert Alan Hill & Ventus Publishing ApS.

**Hirsjärvi, S. & Hurme, H.** (2015), Tutkimushaastattelu, Gaudeamus Helsinki University Press

**Hirsjärvi, S.** (2013), Tutki ja kirjoita, Helsinki, Kustannusosakeyhtiö Tammi

**Hirvikorpi, H.** (2009), Työeläkejärjestelmän vakavaraisuuden kipupisteet esiin, Sosiaali ja terveys ministeriö, [verkkodokumentti], Viitattu 10.10.2016, Saatavilla: [http://stm.fi/artikkeli/-/asset\\_publisher/tyoelakejarjestelman-vakavaraisuuden-kipupisteet-esiin](http://stm.fi/artikkeli/-/asset_publisher/tyoelakejarjestelman-vakavaraisuuden-kipupisteet-esiin)

**Holton, G.** (2004), Defining Risk, Financial Analyst Journal (Nov/Dec 2004), s. 19-25

**Ilmarinen**, (2016a), Vakavaraisuus, [verkkodokumentti], Viitattu 15.10.2016, Saatavilla: <http://www.ilmarinen.fi/ilmarinen/taloudellisia-tietoja/vakavaraisuus/>

**Ilmarinen**, (2016b), Riskienhallinta Ilmarisessa, [verkkodokumentti], Viitattu 10.10.2016, Saatavilla:<https://www.ilmarinen.fi/siteassets/liitepankki/ilmarinen/sijoitukset/riskienhallinta/riskienhallinta.pdf>

**Jarrow, R.** (2008), Operational Risk, Journal of Banking & Finance (May 2008), s. 870–879

**Juvonen M,** Korhonen H, Ojala V, Salonen T, Vuori H. 2005, Yrityksen riskienhallinta, Helsinki, Suomen vakuutusalan koulutus ja kustannus Oy

**Kallunki, J.,** Martikainen, M. Niemelä, J. (2007), Ammattimainen sijoittaminen, Helsinki, Talentum media.

**King, R. & O’Conor, D.** (2000) Risk Management. Englanti, Scitech Educational

**Kramer, E.** (2010), The Rewards of a Risk Management Culture, American Banker July 2010, s. 7

**Kuusela, K. & Ollikainen, R.** 2005, Riskit ja Riskienhallinta, Tampere, Tampereen yliopistopaino-Juvenes Print Oy

**Lehtonen, S.** 2008, Suomen eläkejärjestelmän rahoituksen kestävyys eurooppalaisessa vertailussa, Turku, Turun yliopiston sosiaalipolitiikan laitoksen julkaisuja

**Lucjan, T.** Orłowski, (2012), Financial crisis and extreme market risks: Evidence from Europe, Review of Financial Economics, September 2012, s.120-130

**Mainelli, M.** (2002) ,Industrial strengths: operational risk and banks, Balance Sheet, Vol. 10 lss 3 pp. s. 25 – 34

**Nedelescu M.** Stanescu M. (2015), Theoretical Aspects of Risk in CAPM Theory, Romanian Economic and Business Review

**OECD,** (2015), Pension Markets in Focus, Saatavilla :  
<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2015.pdf>

**Rafferty, J.** (1994), Risk Analysis in Project Management, London: E&FN Spon. 118

**Ranne, A & Heikkilä, M.** (2012), Eläkelaitoksen olennaisimmat riskit, [verkkodokumentti], Viitattu 1.12.2016, Saatavilla: [http://www.tela.fi/instancedata/prime\\_product\\_julkaisu](http://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu)

**Slovic, P.** (1987), Perception of Risk, Science 236 (17 April), s. 280-285

**STM** (Sosiaali- ja terveysministeriö), (2010a), Yksityisten alojen työeläkejärjestelmän vakavaraisuussäätelynuudistamista selvittäneen laaja-alaisen työryhmän selvitys

**STM** (Sosiaali- ja terveysministeriö), (2010b), Yksityisten alojen työeläkejärjestelmän vakavaraisuussäätelyn uudistamista selvittäneen asiantuntijatyöryhmän selvitys

**STM** (Sosiaali- ja terveysministeriö), (2016), Työeläkelaitosten vakavaraisuussäännösten uudistaminen, [verkkodokumentti], Viitattu 10.10.2016, Saatavilla: <http://stm.fi/vakuutusasiat/vakavaraisuusuudistus>

**Tela**, (2016a), Sijoitusanalyysi, [verkkodokumentti], Viitattu 10.10.2016, Saatavilla: <http://www.tela.fi/sijoitusanalyysi>

**Tela**, (2016b), Vakavaraisuuslaskenta, [verkkodokumentti], Viitattu 13.11.2016, Saatavilla: [http://www.tela.fi/vakavaraisuusuudistus#mita\\_vakavaraisuus\\_tarhoittaa](http://www.tela.fi/vakavaraisuusuudistus#mita_vakavaraisuus_tarhoittaa)

**Tela**, (2016c), Työeläkkeiden rahoitus, [verkkodokumentti], Viitattu 10.10.2016, Saatavilla: [http://www.tela.fi/tyoelakkeiden\\_rahoytus](http://www.tela.fi/tyoelakkeiden_rahoytus)

**Tela**, (2014), Työeläkelaitosten vakavaraisuussäätelyn laaja uudistaminen, Riskinkantokyvyn vahvistamista sekä vakavaraisuussäätelyn laajaa uudistamista selvittäneen alaryhmän raportti, Saatavilla: [http://www.tela.fi/instancedata/prime\\_product\\_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/18797\\_Tyoelakelaitosten\\_vakavaraisuussaantelyn\\_laaja\\_uudistaminen\\_seka\\_liite\\_1.pdf](http://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/18797_Tyoelakelaitosten_vakavaraisuussaantelyn_laaja_uudistaminen_seka_liite_1.pdf)

**Tenhunen, S. & Vaittinen, R.** (2013), Eläketalous, Jyväskylä, Finanssi- ja vakuutuskustannus

**Varma**, (2014), Vakuutusriskit, Vuosikertomus 2014

**Wall, K.** (2009), Thinking about Risk: Definition, Assessment, and Management,  
The Armed Forces Comptroller (summer 2009), s 8-13

Virallislähteet:

HE 5/2010 vp

HE 273/2010 vp

HE 9/2012 vp

HE 279/2014 vp

## LIITTEET

### Liite 1. Haastattelurunko

Kaikki kolme haastattelua kestivät 45-60 minuuttia. Haastatteluissa käytettiin ohessa olevaa haastattelurunkoa.

#### **Teema 1. Perusteluja vakavaraisuusuudistukselle**

1. Miksi vakavaraisuusuudistus oli tehtävä?
2. Mitkä olivat vanhan mallin suurimmat puutteet?

#### **Teema 2. Vakavaraisuusuudistuksen vaikutuksia**

3. Mitä konkreettisia vaikutuksia vakavaraisuusuudistuksella on työeläkeyhtiöiden toimintaa?
4. Miten työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminta tulee muuttumaan vakavaraisuusuudistuksen myötä?
5. Mahdollistaako uusi sääntely riittävän riskinoton työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa?

#### **Teema 3. Arvioita vakavaraisuusuudistuksesta**

6. Onko uusi työeläkeyhtiöiden vakavaraisuusuudistus mielestäsi onnistunut?
7. Mitkä ovat mielestäsi uuden sääntelyn vahvuudet/heikkoudet?
8. Näetkö mallissa jotain kehityskohteita tulevaisuudessa?