

Työeläkelaitosten vakavaraisuussäätelyn laaja uudistaminen

Riskinkantokyvyn vahvistamista sekä vakavaraisuussäätelyn laajaa
uudistamista selvittäneen alaryhmän raportti

22.8.2014

| | | |
|-------|--|----|
| 1 | Johdanto | 2 |
| 2 | Nykytila..... | 3 |
| 2.1 | Työeläkejärjestelmän tehtävä ja tavoite..... | 3 |
| 2.1.1 | Työeläkkeen tehtävä ja etuuskien rakenne | 3 |
| 2.1.2 | Hajautettu toimeenpano | 3 |
| 2.1.3 | Rahoitustekniikka | 4 |
| 2.1.4 | Riskinkantaminen työeläkejärjestelmässä | 5 |
| 2.1.5 | Työeläkemen- ja maksu tulevaisuudessa..... | 7 |
| 2.2 | Sijoitustoiminnan sääntely | 10 |
| 2.2.1 | Vakavaraisuussääntely | 10 |
| 2.2.2 | Kattamista koskevat säännökset | 14 |
| 2.2.3 | Riskitason valinta | 15 |
| 2.3 | Työeläkelaitokset sijoittajina | 16 |
| 3 | Nykytilan arviointi | 23 |
| 3.1 | Vakavaraisuuslaskennan kehittämisen kohteet..... | 23 |
| 3.2 | Uudistuksen tavoitteet | 24 |
| 4 | Työryhmän selvitykset ja ratkaisuehdotukset | 26 |
| 4.1 | Työeläkelaitosten kannalta olennaiset riskit | 26 |
| 4.2 | Uusi vakavaraisuusmalli..... | 28 |
| 4.2.1 | Taustaa uuden mallin valinnalle | 28 |
| 4.2.2 | Uuden vakavaraisuusmallin yleiskuvaus | 29 |
| 4.2.3 | Uusi vakavaraisuusmalli | 30 |
| 4.2.4 | Uuden vakavaraisuusmallin parametrit..... | 38 |
| 4.2.5 | Uuden vakavaraisuusmallin arviointi..... | 38 |
| 4.3 | Vaikutukset..... | 38 |
| 4.3.1 | Vaikutukset vakavaraisuusrajaan ja muihin tunnuslukuihin | 39 |
| 4.3.2 | Vaikutukset työeläkelaitosten sijoitustoimintaan | 42 |
| 5 | Muut selvitettävät asiat..... | 43 |
| 5.1 | Kontrasyklisyyden parantaminen..... | 43 |
| 5.2 | Osakesijoittaminen kotimaan markkinoille..... | 50 |
| 5.3 | Näkyvä ylijäämä | 53 |
| 6 | Liitteet..... | 55 |

1 JOHDANTO

Yksityisten alojen työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaan liittyvää riskinottoa säädellään vakavaraisuus- ja katesäännöksin. Voimassa oleva laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvelan kattamisesta (114/2006) on tullut voimaan vuoden 2007 alusta. Tämän jälkeen vakavaraisuussäätelyä on uudistettu useassa vaiheessa. Ensin finanssikriisin seurauksena vuonna 2008 säädettiin määräaikalaki (853/2008), jolla tehtiin väliaikaisia muutoksia työeläkelaitosten sijoitustoimintaa ja vakavaraisuutta koskeviin säännöksiin.

Vuoden 2009 toukokuusta lähtien on ollut vireillä vakavaraisuussäätelyn kokonaisuudistus, joka tehdään kolmessa vaiheessa. Kaksi ensimmäistä vaihetta on jo saatettu loppuun ja vaiheita koskevat lakimuutokset ovat tulleet voimaan 31.3.2011 ja 1.1.2013. Ensimmäisessä vaiheessa valmisteltiin nopeasti toteutettavissa olevat parannukset, jotka liittyvät muun muassa katesäännöstöön ja täydennyskertoimen määrittämiseen. Toisessa vaiheessa toteutettiin muutokset, jotka tulivat voimaan vakavaraisuuslaskentaa koskevan määräaikalain päättyessä. Kolmannessa vaiheessa toteutetaan vakavaraisuusmekanismin ja katesäännösten pitkän aikajakson uudistukset, joiden on tarkoitus tulla voimaan 1.1.2017.

Kolmannen vaiheen uudistuksia on valmisteltu sosiaali- ja terveysministeriön asettamassa työeläkelaitosten vakavaraisuussäätelyä kehittävässä työryhmässä ja riskinkantokyvyn vahvistamista sekä vakavaraisuussäätelyn laajaa uudistamista selvittävässä alaryhmässä. Alaryhmä on valmistellut laajaa uudistamista koskevat ehdotukset työryhmän käsiteltäväksi. Tämä raportti sisältää nämä ehdotukset yksityisten alojen lakisäateistä työeläkevakuutustoimintaa harjoittavien eläkelaitosten vakavaraisuussäätelyn laajasta uudistamisesta.

Työeläkelaitosten vakavaraisuussäätelyä kehittävä työryhmän toimeksianto perustuu sosiaali- ja terveysministeriön vuonna 2009 asettamien vakavaraisuussäätelyn uudistamista selvittäneiden työryhmien (laaja-alainen työryhmä ja asiantuntijatyöryhmä) esityksiin. Toimeksianton mukaan työeläkelaitosten vakavaraisuussäätelyä kehittävä työryhmän tulee tehdä ehdotukset vakavaraisuussäännöksiä laajasta uudistamisesta siten, että säännökset ottavat huomioon kaikki olennaiset sijoitustoiminnan riskit sekä vakuutusriskit. Vakavaraisuusmekanismin lisäksi sijoitustoiminnan riskejä säädellään myös katesäännöksillä, joilla rajoitetaan mm. keskittymä- ja likviditeettiriskiä. Vakavaraisuussäännösten yhteydessä tulee harkita, onko mahdollista luopua katesäännöksistä siltä osin, kun niillä säännellyt riskit voidaan ottaa huomioon vakavaraisuusvaatimuksissa. Lisäksi tulee arvioida, voiko vakavaraisuusmekanismiin lisätä rahoitusmarkkinoiden syklejä vaimentavia elementtejä. Uuden vakavaraisuusmekanismin tulisi ottaa huomioon työeläkejärjestelmän erityispiirteet.

2 NYKYTILA

2.1 TYÖELÄKEJÄRJESTELMÄN TEHTÄVÄ JA TAVOITE

2.1.1 Työeläkkeen tehtävä ja etuuksien rakenne

Suomen työeläkejärjestelmä on lakisääteinen ja pakollinen ja se kattaa lähes kaiken ansiotyön. Työeläkejärjestelmän tarkoituksena on turvata kulutustason kohtuullinen säilyminen vanhuuden, työkyvyttömyyden ja perheenhuoltajan kuoleman varalta. Työeläkejärjestelmästä maksettavia etuuksia ovat vanhuuseläke, osa-aikaeläke, työkyvyttömyyseläke, perhe-eläke ja kuntoutusetuudet.

Työeläkkeet ovat etuusperusteisia (defined benefit, DB) ja eläke-etuuksista ja niiden karttumisesta säädetään laissa. Työeläkelakeja ovat yksityisaloilla työntekijän eläkelaki (TyEL), yrittäjän eläkelaki (YEL), maatalousyrittäjän eläkelaki (MyEL) ja merimieseläkelaki (MEL). Julkisilla aloilla on omat eläkelakinsa, mutta etuussäännösten sisältö on nykyisin lähes yhdenmukainen yksityisalojen kanssa. Jatkossa tässä raportissa keskitytään yksityisalojen eläkejärjestelmään.

Työeläkettä karttuu työansioden ja iän mukaan porrastetun karttumisprosentin mukaan. Myös tietyistä ansiosidonnaisista etuuksista, kuten äitiys- ja isyysrahasta, sekä tietyiltä palkattomilta ajoilta, kuten opiskelu, karttuu työeläkettä. Työeläkkeen määrä lasketaan koko työuran aikana ansaittujen työansioden perusteella. Työkyvyttömyyseläkkeeseen sisältyy karttuneen eläkkeen lisäksi ns. tulevan ajan osuus, eli eläkeoikeutta 63 vuoden ikään jäljellä olevalta ajalta siinä suhteessa, jossa henkilöllä oli työansioita viitenä työkyvyttömäksi tuloa edeltäneenä vuonna.

Eläkkeiden indeksiturvan tavoitteena on varmistaa eläkkeelle siirtyvän henkilön aktiivikäiseen tulotasoon nähden kohtuullinen eläkkeen alkumäärä ja sen jälkeen maksussa olevan eläkkeen ostovoiman säilyminen. Eläkettä määrättäessä vakuutetun työuran aikaiset palkat ja työtulot tarkistetaan palkkakertoimella eläkkeen alkamisvuoden tasoon. Sen jälkeen maksussa oleva eläke tarkistetaan vuosittain työeläkeindeksillä. Palkkakerroin ja työeläkeindeksi perustuvat vuosittaisiin hinta- ja palkkakehityksiin.

Elinajanodotteen kehitys otetaan huomioon eläkkeen alkumäärään sovellettavan elinaikakerroimen avulla. Jos elinajanodote nousee, elinaikakerroin pienentää kuukausittain maksettavaa eläkettä. Elinaikakerroimen vaikutuksen kompensoiminen on mahdollista työntekoa jatkamalla.

2.1.2 Hajautettu toimeenpano

Yksityisalojen työeläkkeiden toimeenpano on hajautettu useiden, yhteisömuodoltaan yksityisoikeudellisten eläkelaitosten tehtäväksi. Eläkelaitosmuotoja ovat työeläkevakuutusyhtiöt, eläkesäätiöt ja eläkekassat. Maatalousyrittäjien ja apurahansaajien eläketurvan toimeenpanosta

huolehtii Maatalousyrittäjien eläkelaitos ja merimiesten eläketurvan toimeenpanosta Merimieseläkekassa.

Hajautuksesta huolimatta etuudet ovat eläkelaitoksesta riippumattomia. Eläkelaitoksilla on konkurssiyhteisvastuu, joten eläkelaitoksen menettäessä kykynsä huolehtia velvoitteistaan eläkkeensaajat eivät kärsi menetyksiä. Jos eläke tai sen osa uhkaisi jäädä eläkelaitoksen konkurssin johdosta turvaamatta, siitä vastaavat jäljelle jääneet eläkelaitokset yhteisesti määrättävien perusteiden mukaisesti.

Eläkelaitoksen valitsee työnantaja, jonka velvollisuus on vakuuttaa työntekijänsä. Yhteisömuotoina työeläkevakuutusyhtiöt, eläkesäätiöt ja eläkekassat ovat erilaisia. Näin mahdollistetaan yrityksille vaihtoehtoisia tapoja eläketurvan järjestämiseen. Hajautetulla toimeenpanolla tavoitellaan riskien hajautusta sekä kilpailun mukanaan tuomia hyötyjä kuten sijoitustuottojen paranemista ja palvelujen kehittymistä.

2.1.3 Rahoitustekniikka

Työeläkkeisiin tarvittava rahoitus kerätään pääasiassa työnantajien ja työntekijöiden sekä yrittäjien maksamilla vakuutusmaksuilla. Valtio kuitenkin osallistuu merimiesten, yrittäjien ja maatalousyrittäjien eläkkeiden kustantamiseen. Osittain työeläkkeitä kustannetaan lisäksi työeläkevaroilla sekä niille saaduilla sijoitustuotoilla. Keskimääräinen TyEL-maksu on vuonna 2014 kokonaisuudessaan 23,6 % maksetuista palkoista. Alle 53-vuotiaiden työntekijöiden maksu on 5,55 % ja 53 vuotta täyttäneiden 7,05 %. Työnantaja maksaa loput eli keskimäärin noin 17,75 %.

TyEL:n mukaiset etuudet rahoitetaan osittain rahastoivalla tekniikalla. Tämä tarkoittaa sitä, että eläkelaitokset keräävät osan tulevaisuudessa maksettavista työeläkkeistä rahastoihin jo ennakkoon. Osittaisen rahastoinnin keskeisin tavoite on turvata eläkkeiden rahoitus ja kohdentaa osa eläkkeiden rahoitusrasituksesta sille sukupolvelle, joka eläkkeet aikanaan saa. Osittain rahastoivassa järjestelmässä maksettava eläke jakaantuu toisaalta ennakkoon säästettyyn osaan eli ns. rahastoituu osaan ja toisaalta jakojärjestelmäperiaatteella rahoitettuun osaan eli ns. tasausosaan. Tasausosa maksetaan suoraan eläkkeen maksuvuonna kerättävistä työeläkevakuutusmaksuista.

Eläkelaitokset rahastoivat TyEL:n mukaisia vanhuuseläkkeitä varten puolen prosentin vuotuisesta eläkekarttumaa vastaavan määrän 18–54-vuotiaiden saamista ansiotuloista. Työkyvyttömyyseläkkeitä varten ei suoriteta ennakkorahastointia, vaan osuus rahastoidaan vasta eläkkeen alkaessa.

Eläkkeen rahastoitu osa on yksittäisen eläkelaitoksen vastuulla. Eläkkeen ennakkoon rahastoiduista osista sekä eräistä puskurirahastoista muodostuu maksun rahastoineelle eläkelaitokselle vakuutusmatemaattisesti laskettu eläkevastuu eli vastuuvélka. Eläkesäätiöillä tätä erää kutsutaan eläkevastuuksi ja eläkekassoilla sekä työeläkeyhtiöillä vastuuvélaksi.

Eläkelaitos sijoittaa rahastoihin kerätyt varat ja pyrkii saamaan varoille mahdollisimman hyvän tuoton. Sijoitustuotoilla eläkelaitos vuosittain hyvittää rahastojaan. Rahastoonsiirtovelvoite määrittelee sen, miten paljon rahastoja tulee vuosittain hyvittää. Rahastoonsiirtovelvoite koostuu rahastokorosta, täydennyskertoimesta ja osaketuottokertoimesta.

Rahastokorolla tulevat suoritukset diskontataan eli muutetaan nykyhintoihin. Vastuovelkaa ja eläkevastuuta täydennetään vuosittain rahastokoron verran. Rahastokoron suuruus on kolme prosenttia.

Rahastoituja vanhuuseläkkeitä korotetaan myös täydennyskertoimella. TyEL-eläkelaitokset ja Merimieseläkekassa vahvistavat vanhuuseläkevastuitaan vuosittain täydennyskerrointa vastaavalla vanhuus-, työkyvyttömyys- ja työttömyyseläkevastuiden tuotolla. Täydennyskerroin määräytyy eläkelaitosten keskimääräisen vakavaraisuuden perusteella, jota laskettaessa yksittäisen eläkelaitoksen painoarvo on rajoitettu 15 prosenttiin. Jos keskimääräinen vakavaraisuus on korkealla, rahastoihin siirretään enemmän kuin tilanteessa, jossa vakavaraisuudet ovat matalalla. Rahastojen korotukset tehdään yhteisen puskurin, tasausvastuun kautta. Eläkelaitos siirtää täydennyskerrointa vastaavan tuoton tasausvastuuseen, josta tehdään edelleen siirto täydennyskertoimella vanhuuseläkevastuisiin. Täydennys kohdistetaan 55 vuotta täyttäneiden henkilöiden vanhuuseläkevastuisiin.

Eläkelaitokset ovat lisäksi velvollisia siirtämään osaketuottosidonnaiseen lisävakuutusvastuuseen osaketuottokertoimen kymmenystä vastaavan vanhuus-, työkyvyttömyys-, työttömyys- ja tasausvastuun tuoton. Osaketuottokerroin määräytyy eläkelaitosten toteutuneiden osaketuottojen perusteella. Osaketuottosidonnainen lisävakuutusvastuu voi osaketuotoista riippuen joko kasvaa tai pienentyä. Pienimmillään se voi olla -10 % vastuuelasta. Puskurin kasvaessa riittävän suureksi osa varoista käytetään rahastoitujen vanhuuseläkkeiden korotuksiin.

2.1.4 Riskinkantaminen työeläkejärjestelmässä

Työeläkejärjestelmään liittyy useita erilaisia riskejä. Vakuutusriskeihin sisältyvät elinajan satunnaisuuteen ja työkyvyn säilymiseen liittyvät riskit, sijoitusriskeihin sijoitusten arvoon ja tuottoon liittyvät riskit. Lisäksi merkittävänä riskinä on järjestelmäriski eli riski siitä, että koko kansantalouden heikko kehitys tekee järjestelmän rahoittamisen mahdottomaksi.

Riskin kohdistuminen riippuu riskin toteutumisen asteesta. Jos epäonnistuminen on totaalista, ensisijaisen riskinkantajan kantokyky ei välttämättä riitä, jolloin riski voi levitä muidenkin kannettavaksi.

Pääsääntönä on, että TyEL:n mukainen rahastoitu osa eläkkeestä on eläkelaitosten vastuulla. Rahastoimaton eli jakojärjestelmällä rahoitettava osa on tulevien työeläkemaksujen varassa.

Rahastoidun ja rahastoimattoman osan suhde riippuu koko TyEL:ssä kolmesta kokonaisuudesta: rahastoitavan työeläkemaksun osuudesta koko maksussa, työeläkelaitosten sijoitusvarojen keskimääräisestä tuotosta pitkällä aikavälillä ja eläkevastuiden purkamissäännöistä. Eläkevastuiden muodostumista ja purkamista koskevilla säännöillä voidaan vaikuttaa työeläkemaksun kehitykseen eli puskuroida esimerkiksi väestökijöistä johtuvaa maksunvaihtelua yli ajan.

Sijoitustuotot aiheuttavat järjestelmätasolla riskinalaisen vaihtelun rahastoimattoman ja rahastoidun osan välillä. Jos sijoitukset tuottavat hyvin, yhä suurempi osa eläkkeestä kirjataan eläkelaitosten vastuulle ja maksulla tulevaisuudessa rahoitettava osa supistuu.

Vaikka eläkelaitoksia koskevat rahastointia ja vakavaraisuutta määrittävät säännöt ovat yhteisiä ja keskimääräinen tila ja kehitys kuvaavat koko järjestelmää, useista itsenäisistä omia sijoitusstrategioita ja -näkömyksiään muodostavista eläkelaitoksista on koko järjestelmän riskinhallinnassa se etu, että varat tulevat hajautetuiksi myös usean sijoituskäytännön kesken. Lyhyelläkin aikavälillä näkömyserojen seuraukset heijastuvat työeläkeyhtiöiden asiakasviihtyvyydessä ja eläkesäätiöiden ja -kassojen vakuutusmaksuissa. Palkansaajille välitön maksuvaihtuvuus näkyy työntekijän eläkemaksussa.

TyEL:n mukaan kukin eläkelaitos vastaa TyEL:n ja MEL:n mukaisen eläkkeen ja kuntoutusrahan siitä osasta, joka on rahastoitunut kyseiseen eläkelaitokseen. Näin ollen eläkelaitos kantaa ensisijaisesti vakuutusriskin eläkkeen rahastoidusta osasta. Eläkesäätiöissä ja eläkekassoissa työnantajalla on velvollisuus maksaa korkeampia vakuutusmaksuja, jos eläkemenot sitä edellyttävät.

Eläkevastuun ja vastuuvielan laskenta perustuu oletuksiin vakuutettujen ja eläkkeensaajien elinajan kehityksestä, työkyvyttömyysriskistä ja muista vastaavista seikoista. Jos havaitaan, että näin lasketut vastuut aliarvioivat odotettuja eläkemenoja esimerkiksi elinajanodotteen kasvaessa, laskuperusteita on muutettava ja aiheutunut vaje kustannetaan yhteisesti. Eläkelaitos kantaa kuitenkin niin sanotun poikkeamariskin eli riskin siitä, että sen oma vakuutuskan- ta poikkeaa yhteisten laskuperusteiden mukaisesta kehityksestä.

Elinäikakerroin merkitsee sitä, että vakuutetut kantavat riskiä keskimääräisen elinajan pidentymisestä. Keskimääräisen elinajan pidentymässä vakuutettujen on joko tyydyttävä pienempään kuukausieläkkeeseen tai jatkettava työelämässä pidempään. Jos elinajan piteneminen johtaa vanhuuseläkerahastojen täydennystarpeeseen, riskin kantavat viime kädessä tulevat työeläke- vakuutusmaksun maksajat kollektiivisesti.

Eläkelaitos vastaa eläkkeen ja kuntoutusrahan rahastoidusta osasta myös sijoittamisen osalta. Eläkelaitoksen tulee saavuttaa sijoitetuille varoille tuottovaateen mukainen tuotto, jotta se voi hyvittää rahastojaan rahastoonsiirtovelvoitteen mukaisesti. Eläkelaitoksen tulee rahastoidun osan kattaakseen ensinnäkin saavuttaa rahastokorkoa vastaava kolmen prosentin tuotto. Lisäksi eläkelaitoksen vastuulla on täydennyskerrointa vastaavan tuoton maksaminen tasausvastuuseen, josta täydennetään vanhuuseläkevastuita.

Osan osaketuottoriskistä kantaa koko järjestelmä osaketuottosidonnaisen lisävakuutusvastuun kautta. Osaketuottokerrointa vastaava osuus määräytyy eläkelaitosten keskimääräisen osaketuoton mukaan. Jos eläkelaitos sijoittaa kymmenesosan vastuuvielkaa vastaavista varoista osakkeisiin, on tämä osuus sijoituksista laitokselle käytännössä lähes riskitöntä. Samoin täydennyskerroin pohjautuu eläkelaitosten keskimääräiseen vakavaraisuuteen. Eläkelaitos kantaa täydennyskerroimen osalta riskin kokonaan ja osaketuottokerroimen osalta poikkeamariskin, eli riskin siitä, että sen sijoitustuotot poikkeavat keskimääräisestä.

Eläkelaitos vastaa myös likviditeettiriskistä, eli siitä että sillä on käytettävissä riittävästi likvi- dejä varoja.

Eläkelaitosten erot sijoitustuotoissa heijastuvat eläkelaitosten asiakasyrityksinä oleviin työnantajiin. Työnantaja on vastuussa eläkesäätiön taloudesta omaan konkurssiinsa asti ja vastaavasti se saa eläkesäätiön sijoitustoiminnan menestyksestä hyödyn täysimääräisesti itselleen. Työ-

eläkevakuutusyhtiön asiakkaat hyötyvät hyvistä sijoitustuotoista ns. asiakashyvitysten kautta tai vastaavasti kärsivät niiden pienuudesta.

Kun tarkastellaan työeläkejärjestelmää kokonaisuutena, voidaan todeta, että sijoitusriskillä on kaksijakoinen olemus. Jos sijoitusriskiä otetaan liikaa ja riskit toteutuvat laajassa mitassa, tuotot jäävät vaatimattomiksi. Tämä johtaa suurempaan maksunkorotuspaineeseen ja saattaa vaarantaa työeläkkeiden rahoitusta. Toisaalta jos sijoitusriskiä otetaan liian vähän, riski toteutuu siinä muodossa, että tuotot jäävät huonoiksi. Molemmissa tapauksissa työnantajat ja vakuutetut kantavat sijoitusriskin, koska he joutuvat tällöin maksamaan enemmän vakuutusmaksuja. Ainoastaan erityisen suuren riskin toteutuessa ja eläkejärjestelmän rahoituspohjan vaarantuessa riskinkantajiksi voivat joutua myös eläkkeensaajat, jos esimerkiksi joudutaan heikentämään etuuksia.

Järjestelmäriskin ensisijaisia kantajia ovat työeläkemaksujen tulevat maksajat, ja jos riski realisoituu niin huomattavana, että etuuksiin on puuttettava, myös vakuutetut ja eläkkeensaajat. Sijoitustoiminnan onnistunut hoitaminen siten, että sijoitustuotot muodostuvat pitkällä aikavälillä mahdollisimman hyväksi, vähentää myös järjestelmäriskin mahdollisen realisoinnin seurauksia.

2.1.5 Työeläkemeno- ja maksu tulevaisuudessa

Eläketurvakeskus laatii arvioita eläkemenojen pitkän aikavälin kehityksestä. Viimeisin Eläketurvakeskuksen julkaisema pitkän aikavälin laskelma lakisääteisistä eläkkeistä on julkaistu lokakuussa 2013¹. Seuraavaksi esitettävät arviot työeläkemenon ja -maksun kehityksestä perustuvat näihin laskelmiin.

Tulevia eläkemenoja ja niiden rahoitusta kuvaavaa laskentaa varten on tehty oletuksia koskien mm. väestön kehitystä, ansiotason kasvua ja eläkevarojen tuottoa. Laskelman väestöennuste vastaa Tilastokeskuksen vuoden 2012 väestöennustetta vuoteen 2060 asti. Ansiotason reaali-kasvuoletuksena pitkällä aikavälillä on 1,6 prosenttia vuodessa ja eläkevarojen tuottooletuksena on 3,5 prosentin suuruinen reaaliuotto.

Työeläkemenojen ennustetaan kasvavan suhteessa työtulosummaan. Tämä selittyy vanhuuseläkemenojen kasvulla. Tärkein syy vanhuuseläkemenojen nopeaan kasvuun on väestön vanheneminen. Lisäksi työeläkejärjestelmä on voimaantulovaiheessa, mikä kasvattaa vanhuuseläkemenoa. Suuri osa nykyisistä vanhuuseläkkeensaajista aloitti työuransa ennen työeläkelakien säätämistä, joten heidän työeläkkeensä perustuvat vajaan työuraan. Sen sijaan alkavat työeläkkeet perustuvat täyden työuran mukaisiin eläkekarttumiin. Työkyvyttömyyseläkemenon suhteessa työtulosummaan on supistunut koko 2000-luvun ajan. Tämä trendi jatkuu myös tulevaisuudessa.

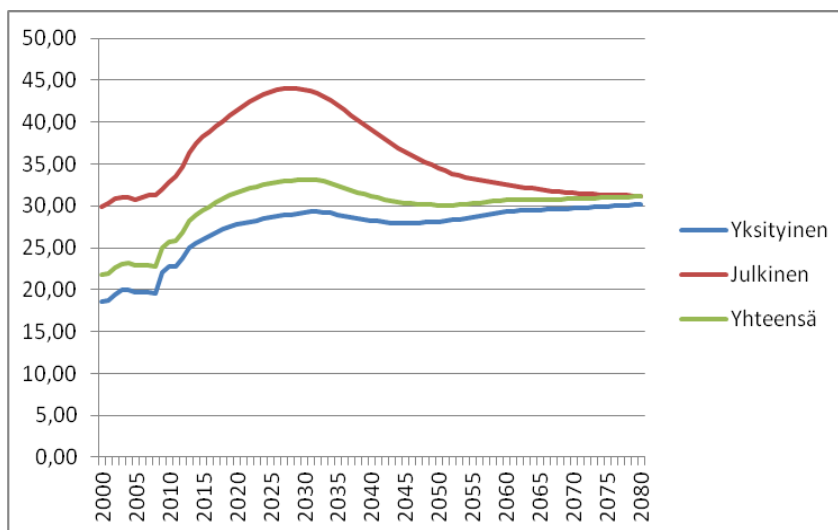
TyEL:n menojen suhde palkkasummaan kasvoi vuosina 2000 – 2008 vain vähän johtuen työllisyyden ja ansiotason suotuisasta kehityksestä. Vuosina 2009 ja 2010 TyEL-menojen suhde palkkasummaan kasvoi nopeasti talouden taantuman ja eläkkeelle siirtyvien suuren lukumäärän vuoksi. Menoprosentin kasvu jatkuu 2030-luvulle saakka, jolloin TyEL-menot ovat lähes

¹ Lakisääteiset eläkkeet - pitkän aikavälin laskelmat 2013 (Eläketurvakeskuksen raportteja 04/2013)

30 prosenttia palkkasummasta. Tämän jälkeen TyEL-menojen suhde palkkasummaan ei muutu oleellisesti.

Vakuutettujen ikä- ja sukupuolijakaumissa on lakikohtaisia eroja. TyEL-vakuutetut ovat muita nuorempia ja miesten osuus on keskimääräistä suurempi. Miesvaltainen ja nuori vakuutettujen piiri aiheuttaa vähemmän eläkemenoja suhteessa työtuloihin kuin naisvaltainen ja ikääntynyt vakuutettujen piiri.

Työeläkemeno suhteessa työtulosummaan sektoreittain vuosina 2000 - 2080:



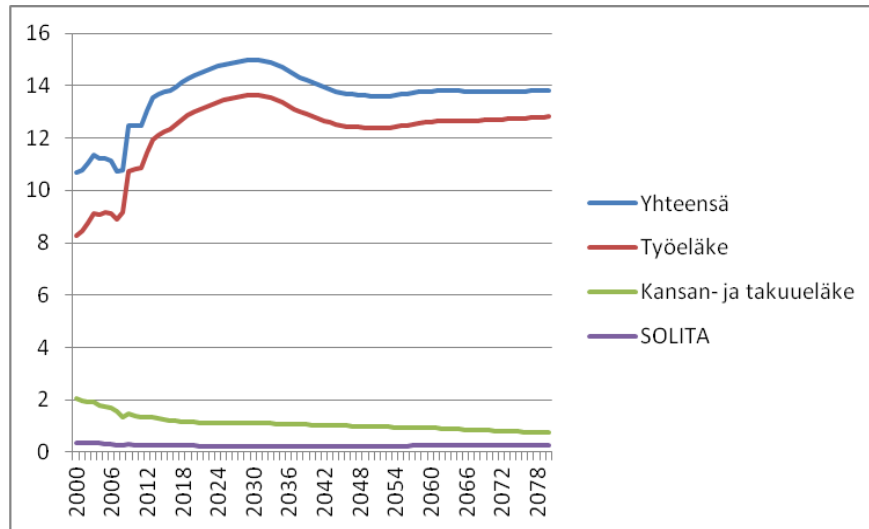
Lähde: Lakisääteiset eläkkeet: pitkän aikavälin laskelmat 2013, Eläketurvakeskuksen raportteja 04/2013.

Lakisääteisten eläkemenojen (työeläkkeet, kansaneläkkeet sekä tapaturma-, liikennevahinko- ja sotilasvammalain mukaiset eläkkeet) suhde bruttokansantuotteeseen pysyi noin 11 prosentissa vuosina 2000 – 2008. Nopea talouskasvu piti suhteen vakaana väestön vanhenemisesta huolimatta. Vuoden 2008 jälkeen eläkemenojen suhde kansantuotteeseen on kuitenkin kasvanut nopeasti, ja vuonna 2012 lakisääteiset eläkemenot olivat 13,1 prosenttia bruttokansantuotteesta.

Heikkojen suhdannenäkymien vuoksi lakisääteisten eläkemenojen suhde bruttokansantuotteeseen kasvaa lähitulevaisuudessa poikkeuksellisen nopeasti. Väestön vanhenemisen vuoksi menosuhteen kasvu jatkuu 2030-luvulle saakka, jolloin menosuhte on noin 15 prosenttia. Tämän jälkeen suhde alenee runsaan prosenttiyksikön, vaikka väestön vanheneminen jatkuu 2030-luvun jälkeenkin.

Lakisääteiset eläkemenot koostuvat pääasiallisesti työeläkemenoista. Vuonna 2012 työeläkemenojen suhde bruttokansantuotteeseen oli 11,5 prosenttia. Työeläkemenojen suhde bruttokansantuotteeseen jatkaa kasvuaan 2030-luvulle saakka ja menosuhteen arvioidaan korkeimmillaan olevan noin 13,5 prosenttia. Menosuhte alenee tämän jälkeen noin prosenttiyksiköllä. Tärkein yksittäinen syy työeläkemenojen supistumiselle suhteessa kansantuotteeseen on työeläkemenoja hillitsevä elinaikakerroin.

Lakisääteiset eläkemenot suhteessa bruttokansantuotteeseen vuosina 2000 - 2080:

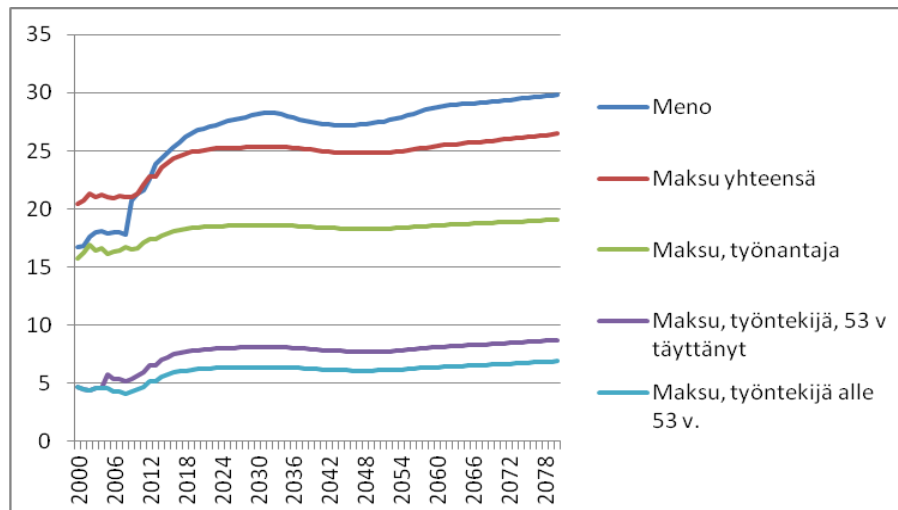


Lähde: Lakisääteiset eläkkeet: pitkän aikavälin laskelmat 2013, Eläketurvakeskuksen raportteja 04/2013.

Yksityisen sektorin palkansaajien eläkemaksu oli menoa korkeampi työeläkelakien säätämisestä 2010-luvulle asti. Vuosina 2010 - 2012 TyEL:n eläkemeno ja maksutulo olivat likimäärin yhtä suuria. Tulevaisuudessa menot ylittävät pysyvästi maksun. Erotus rahoitetaan eläkevarojen tuotolla.

TyEL-maksun arvioidaan nousevan 2020-luvun alussa noin 25 prosenttiin palkoista. Tämän maksutason arvioidaan säilyvän 2060-luvulle asti, jonka jälkeen maksutason arvioidaan nousevan vielä yhden prosenttiyksikön vuoteen 2080 mennessä. Maksun nousu on valtaosin seurausta tasausmaksun noususta, jolla rahoitetaan vuotuisesta eläkemenosta se osuus, johon rahastoidut osat eivät riitä. Myös rahastoitava maksu suhteessa palkkasummaan kasvaa lievästi, koska elinajan pidentyessä vanhuuseläkemaksu nousee. Laskelmissa on oletettu eläkevaroille 3,5 prosentin tuottoa.

TyEL-meno ja -maksu suhteessa palkkasummaan vuosina 2000 - 2080:

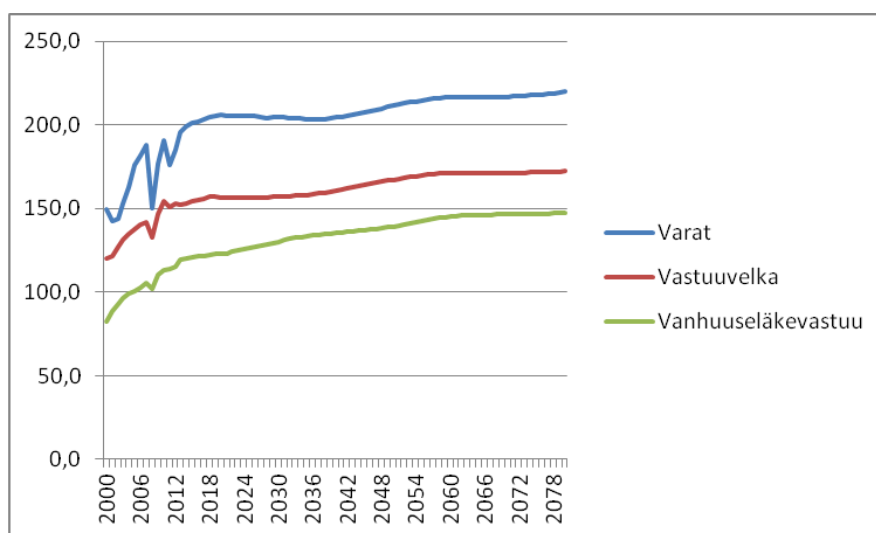


Lähde: Lakisääteiset eläkkeet: pitkän aikavälin laskelmat 2013, Eläketurvakeskuksen raportteja 04/2013.

TyEL-varojen suhde palkkasummaan on vaihdellut voimakkaasti lähinnä sijoitustuottojen vaihtelun vuoksi. Varojen suhde palkkasummaan kasvaa lievästi vuoden 2015 jälkeenkin vaikka menot ylittävät maksutulon.

Eläkevarojen tuotolla on merkittävä vaikutus TyEL-maksun ja varojen kehitykseen. Työeläkemaksun nousupaineita voidaan rajoittaa parantamalla sijoitustuottoja. Yhden prosenttiyksikön tuottoero merkitsee noin 2 prosenttiyksikön eroa maksutasossa pitkällä aikavälillä.

TyEL-varat ja vastuovelka suhteessa palkkasummaan vuosina 2000 - 2080:



Lähde: Lakisääteiset eläkkeet: pitkän aikavälin laskelmat 2013, Eläketurvakeskuksen raportteja 04/2013.

2.2 SIJOITUSTOIMINNAN SÄÄNTELY

2.2.1 Vakavaraisuussäätely

Vakavaraisuussäätelyn tarkoitus

Vakavaraisuussäätely tarkoittaa turvata vakuutetut etuudet ja toimia kehikkona, jonka avulla hajautetussa ja yhteisvastuuseen perustuvassa järjestelmässä puututaan tarvittaessa valvonnan keinoin liialliseen riskinottoon.

Eläkelaitoksen vakavaraisuudella tarkoitetaan eläkelaitoksen kykyä selviytyä eläkevakuutus-toimintaa uhkaavista sijoitus- ja vakuutusriskeistä. Vakavaraisuutta mitataan vakavaraisuuspääomalla, jota mitoitetaan vakavaraisuusrajan avulla. Vakavaraisuusrajan laskennasta säädetään eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvelan kattamisesta annetussa

laissa (1114/2006). Mitä riskipitoisempi sijoitusomaisuus eläkelaitoksella on, sitä korkeampi on vakavaraisuusraja.

Eläkelaitoksia voi verrata keskenään vakavaraisuutta kuvaavien tunnuslukujen perusteella. Tunnusluvut on julkaistava eläkelaitoksen tilinpäätöksen liitetiedoissa.

Nykyinen sääntely

Eläkelaitoksen vakavaraisuusraja määritellään riskiteoreettisesti vastaamaan yhden vuoden vakavaraisuuspääoman tarvetta ottaen huomioon sijoitusten jakautuminen eri omaisuuslajeihin ja vakuutustoiminnan riskit. Mitä riskillisempi sijoitusjakauma on, sitä korkeampi on vakavaraisuuspääomavaatimus. Vakavaraisuusrajan mitoituksella on pyritty siihen, että vakavaraisuuspääoman ollessa vakavaraisuusrajalla 97,5 prosentin todennäköisyydellä vakavaraisuuspääomaa olisi jäljellä vuoden kuluttua. Vakavaraisuusrajan minimitaso on viisi prosenttia vakavaraisuusrajan laskennan perusteena olevasta vastuovelasta.

Vakavaraisuuspääomalla tarkoitetaan määrää, jolla eläkelaitoksen varat ja muut näihin rinnastettavat sitoumukset ja vakuudet ylittävät velat ja muut näihin rinnastettavat sitoumukset. Vakavaraisuuspääoman tarkoituksena on toimia riskipuskurina sijoitustoiminnan ja eläkelaitoksen vastuulla olevan vakuutustoiminnan riskejä vastaan.

Vakavaraisuuspääomien kartuttamiseen käytetään se osa sijoitustoiminnan tuotoista, joka ylittää tuottovaatimuksen. Ylite ohjataan vastuuelkaan sisältyvään osittamattomaan lisävakuutusvastuuseen. Osittamaton lisävakuutusvastuu puskuroi osaltaan sijoitustoiminnan heilahteluja ja sitä vastaavat varat luetaan vakavaraisuuspääomaan. Eläkesäätiöillä ja -kassoilla vastaavana puskurina toimii lisävakuutusvastuu.

Vastuuelkaan sisältyvä vakuutusliikkeen tuloksen heilahteluihin tarkoitettu tasoitusmäärä luetaan myös vakavaraisuuspääomaan. Vakuutusliikkeen tuloksella tarkoitetaan vakuutusmaksujen riittävyttä vastaavalla ajanjaksolta aiheutuviin rahastoituihin menoihin. Tuloksen heilahtelu johtuu muun muassa eläkemenon satunnaisheilahtelusta ja siitä, että vakuutusmaksu on määrättävä etukäteen.

Työeläkelaitosten vakavaraisuusvalvonnalle asetettavat vaatimukset määräytyvät vakavaraisuuspääoman perusteella. Jos eläkelaitoksen vakavaraisuuspääoma laskee alle vakavaraisuusrajan, eläkelaitoksen on toimitettava Finanssivalvonnalle taloudellisen aseman tervehdyttämissuunnitelma. Vähimmäispääomavaatimus on yksi kolmasosa vakavaraisuusrajasta. Eläkelaitoksen vakavaraisuuspääoman alittaessa vähimmäispääomavaatimuksen eläkelaitoksen on viipymättä toimitettava Finanssivalvonnalle lyhyen aikavälin rahoitussuunnitelma. Vakavaraisuuspääoman yläraja on nelinkertainen vakavaraisuusrajaan verrattuna. Jos vakavaraisuuspääoma ylittää ylärajan kahtena peräkkäisenä vuotena, eläkelaitoksen täytyy purkaa vakavaraisuuttaan maksunalennuksiin.

Työeläkevakuutusyhtiö voi antaa asiakashyvityksiä vain silloin, kun sen vakavaraisuuspääoma on suurempi kuin vakavaraisuusraja. Lisäksi edellytetään, että vakavaraisuuspääoma ilman tasoitusmäärää on vähimmäismääräänsä suurempi. Samat rajoitukset koskevat työeläkevakuutusyhtiön voitonjakoa. Samoin eläkesäätiö ja -kassa voivat purkaa vakavaraisuuttaan kannatusmaksun alennuksiin, kun vakavaraisuuspääoma on vakavaraisuusrajaa suurempi.

Työeläkelaitosten sijoitustoiminnan sääntelyssä on varauduttu tuleviin finanssimarkkinoiden laajamittaisiin ja nopeasti kehittyviin muutoksiin. Eläkelaitosten vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvelan kattamisesta annetussa laissa on säännös niistä menettelyistä, joiden mukaan toimitaan finanssimarkkinoiden poikkeustilanteissa. Finanssivalvonta seuraa finanssimarkkinoiden kehitystä ja arvioi sen vaikutusta eläkelaitosten vakavaraisuuteen. Finanssivalvonta ilmoittaa sosiaali- ja terveysministeriölle, jos se seurannassaan huomaa, että finanssimarkkinoilla ilmenneiden poikkeuksellisten olosuhteiden vuoksi eläkelaitosten keskimääräinen vakavaraisuus on laskenut tai uhkaa nopeasti laskea. Finanssivalvonnan annettua tämän ilmoituksen voidaan valtioneuvoston asetuksella antaa Finanssivalvonnalle valtuudet pidentää taloudellisen aseman tervehdyttämissuunnitelman toteuttamiselle asetettua määräaikaan enintään kolmeksi vuodeksi.

Kun työnantaja siirtää vakuutuskantaa työeläkevakuutusyhtiöstä kokonaan uudelle perustettavalle eläkesäätiölle, eläkekassalle tai jo toiminnassa olevaan eläkesäätiöön tai eläkekassaan, vakuutuskannan lisäksi siirretään eläkelaitoksesta vakavaraisuuspääomaa. Sama määrä² vakavaraisuuspääomaa siirretään eläkesäätiöstä tai eläkekassasta vastaanottavaan eläkelaitokseen vakuutuskantaa siirrettäessä tai eläkesäätiötä tai -kassaa purettaessa.

Siirtyvän vakavaraisuuspääoman taso on työeläkelaitosten vakavaraisuusrajojen mediaani kaksinkertaisena. Vakavaraisuusrajojen mediaanilla tarkoitetaan suuruusjärjestykseen asetettujen työeläkelaitosten vakavaraisuusrajojen keskimäistä arvoa tai kahden keskimäisen arvon keskiarvoa, jos työeläkelaitoksia on parillinen määrä. Luovuttavan eläkelaitoksen vakavaraisuuspääoman ollessa pienempi kuin siirrettäväksi säädetty vakavaraisuuspääoman taso, vakuutusnottajan on vakuutuskannansiirron yhteydessä täydennettävä siirtyvä vakavaraisuuspääoma säädetylle tasolle. Siirtyvän vakavaraisuuspääoman määrä annetaan sosiaali- ja terveysministeriön asetuksella neljä kertaa kalenterivuodessa.

Nykyisen kaltainen vakavaraisuussääntely tuli voimaan vuonna 1997. Tällöin työeläkelaitoksen valvontarajat sidottiin sijoitusomaisuuden riskipitoisuuteen. Sääntelyyn on tehty uudistus vuonna 2007 ja 2013. Lisäksi vakavaraisuussääntelyä muutettiin tilapäisesti finanssikriisistä johtuvalla määräaikaislailla vuosina 2008–2012. Seuraavassa on kuvattu tarkemmin edellä mainittuja uudistuksia ja määräaikaislakia.

Vuonna 2007 voimaan tullut vakavaraisuusuudistus

Vuonna 2007 voimaan tulleen uudistukseen sisältyvien työeläkelaitosten sijoitustoimintaa koskevien muutosehdotusten päämääränä oli nostaa eläkesijoitusten tuotto-odotusta ja tätä kautta hillitä työeläkemaksun nousupainetta.

Lähtökohtana oli, että vuonna 1997 voimaan tulleen säännösten puitteissa ei ollut riittäviä mahdollisuuksia suurempien sijoitustuottojen tavoitteluun sijoitusriskejä ottamalla, vaan lisä-uudistukset olivat tarpeen. Uudistusten tavoitteena oli tehdä työeläkesijoittamisen säädöspohjaan sellaisia parannuksia, jotka tekisivät lisätuottojen tavoittelun mahdolliseksi. Erityisesti osakesijoitusten, joista sekä historian että teorian perusteella voidaan odottaa saatavan parempaa tuottoa, osuutta haluttiin nostaa aikaisemmasta noin kymmenellä prosenttiyksiköllä viiden vuoden kuluessa.

² Siirtyvän vakavaraisuuspääoman määrä annetaan asetuksella. Työeläkevakuutusyhtiöstä ei voi kuitenkaan siirtää enempää vakavaraisuuspääomaa kuin on luovutettavaa vakuutuskantaa vastaava osuus yhtiön vakavaraisuuspääomasta.

Eläkelaitosten vakavaraisuusmekanismi uudistettiin siten, että vuoden 1997 uudistuksessa käyttöön otetusta tavoitevyöhykkeen käsitteestä sekä omaa pääomaa ja takuumäärään sisältyviä eriä koskevista vaatimuksista luovuttiin. Lisäksi toimintapääoman (nykyinen vakavaraisuuspääoma vähennettynä tasoitusmäärällä) enimmäismäärän ylittämistä koskevia säännöksiä muutettiin.

Tavoitteena oli myös yhdenmukaistaa eri eläkelaitosten sääntelyä. Ainoastaan eläkelaitosten erityispiirteistä johtuvat erot olivat perusteltuja. Eläkesäätiöiden ja eläkekassojen toimintavapauksia toimintapääomaan sisältyvän lisävakuutusvastuun käytössä lisättiin. Samalla näiden eläkelaitosten hallitusten vastuuta vakavaraisuuden ylläpitämisessä lisättiin.

Voimistamalla ja nopeuttamalla vastuuvelan määrän riippuvuutta osakemarkkinoiden heilahteiluista osa sijoitusriskistä siirrettiin koko eläkejärjestelmän kannettavaksi. Eläkelaitoksille lisättiin uusi vastuuvelkaa tai eläkevastuuta pienentävä tai kasvattava erä, osaketuottosidonnainen lisävakuutusvastuu, jolloin 10 prosenttia eläkelaitosten vastuuvelasta tai eläkevastuusta perustuu eläkelaitosten noteerattujen osakesijoitusten keskituottoon. Kymmenen prosentin tasoon oli tarkoitus siirtyä asteittain viiden vuoden kuluessa. Osaketuottosidonnaisen lisävakuutusvastuun määrä voi vähentää eläkelaitoksen vastuuvelan tai eläkevastuun määrää enintään 10 prosenttia ja lisätä sitä enintään 5 prosenttia.

Finanssikriisistä johtuvat muutokset vakavaraisuussääntelyyn

Eläkelaitosten sijoitustoimintaa ja vakavaraisuutta koskevia säännöksiä muutettiin väliaikaisesti (vuosina 2008–2012) kansainvälisen rahoitusmarkkinakriisin johdosta. Tarkoituksena oli yksityisalojen työeläkelaitosten vakavaraisuuden vahvistaminen siten, ettei eläkelaitosten tarvitse myydä muun muassa suomalaisia osakeomistuksiaan epäedullisessa markkinatilanteessa. Vakavaraisuuden vahvistamiseksi niin sanottu osaketuottosidonnaisen vastuuvelan määrä nostettiin jo vuonna 2008 10 prosenttiin vastuuvelasta. Lisäksi eläkerahastoja täydennettiin vuoden 2008 osalta vain rahastokoron kolmen prosentin verran ja vastuuvelkaan sisältyvää tasausvastuuta rinnastettiin tilapäisesti toimintapääomaan eläkelaitosten vakavaraisuuden tukemiseksi. Eläkelaitosten toimintapääoman vähimmäismäärää alennettiin ja tehtiin se riippumattomaksi eläkelaitoksen sijoitusjakaumasta.

Menettelyt, joilla vahvistettiin eläkelaitosten vakavaraisuutta, eivät saaneet lisätä eläkelaitoksen vakuutusmaksun tai kannatusmaksun alennuksia.

Vuonna 2013 voimaan tulleet muutokset vakavaraisuussääntelyyn

Työeläkevakuustotoimintaa harjoittavien eläkelaitosten riskinkantokyvyn vahvistamiseksi työeläkelaitosten sijoitus- ja vakuutusriskejä varten olevat puskurit, toimintapääoma ja tasoitusmäärä, yhdistettiin ja muodostettiin uusi puskuri, vakavaraisuuspääoma. Vakavaraisuuspääomalle määriteltiin vakavaraisuusraja, jonka laskennassa otetaan huomioon sekä sijoitusriski että vakuutusriski ja niiden välinen korrelaatio. Vakavaraisuusrajaa laskettaessa tasoitusmäärä ei ole enää mukana vastuuvelassa, koska tasoitusmäärä sisältyy vakavaraisuuspääomaan eikä sille tule laskea vakavaraisuuspääomavaatimusta.

Valvontarajat ja niiden alittamisesta seuraavat sanktiot määriteltiin samalla tavalla eläkelaitosmuodosta riippumatta. Työeläkelaitosten vakavaraisuusvalvonnalle asetettavat vaatimukset määräytyivät vakavaraisuuspääoman perusteella (kts. Nykyinen sääntely).

Eläkesäätiöille ja -kassoille säädettiin uusi työnantajan lisämaksuvelvollisuuteen perustuva vakavaraisuuspääoman erä. Erän voi lukea vakavaraisuuspääomaan, jos laissa säädetyt edellytykset täyttyvät. Siirtymäajaksi erän enimmäismäärää korotettiin siten, että erän enimmäismäärä määriteltiin eläkelaitoksen ja työeläkevakuutusyhtiöiden keskimääräisen vakavaraisuuden suhteessa lain voimaan tullessa.

Lisäksi säädettiin menettelytavoista niissä tilanteissa, joissa finanssimarkkinoiden poikkeustilanteissa työeläkelaitosten keskimääräinen vakavaraisuus on laskenut tai uhkaa nopeasti laskea.

Riskinotto-kyky oli tarkoitus säilyttää eläkelaitosten vuoden 2007 sijoitusuudistuksessa määritellyllä tasolla. Tämä tarkoittaa, että osaketyyppisten sijoitusten paino voisi olla noin 30—35 % työeläkelaitosten keskimääräisessä sijoitusallokaatiossa. Uudistuksella pyrittiin hillitsemään työeläkevakuutusmaksuihin kohdistuvaa nousupainetta mahdollistamalla eläkevarojen tuottavampi sijoittaminen.

Määräaikalain voimassa ollessa eläkelaitosten vastuuelkaan sisältyvää tasausvastuuta rinnastettiin toimintapääomiin. Kun määräaikalain voimassa olo päättyi, se tarkoitti yli kolmen miljardin euron suuruisen erän poistumista työeläkelaitosten toimintapääomista. Ilman ehdotettuja lainsäädäntömuutoksia (toimintapääoman ja tasoitusmäärän yhdistämistä), työeläkelaitokset olisivat saattaneet joutua siirtämään sijoituksiaan merkittävässä määrin aikaisempaa vähäriskisempiin kohteisiin, jolloin myös odotettavissa olevat sijoitustuotot todennäköisesti vähenisivät.

Vakuutuskannan siirroissa siirtyvän toimintapääoman määrittely sekä määrittelyä koskeva menettely säilytettiin entisellään. Siirtyvän toimintapääoman käsite muutettiin siirtyväksi vakavaraisuuspääomaksi.

2.2.2 Kattamista koskevat säännökset

Työeläkelaitosten on katettava vastuuelka tai eläkevastuu vakuutuslainsäädännön mukaisesti. Vastuuelan kattamisesta säädetään laissa eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuelan kattamisesta (1114/2006). Katettava vastuuelka määräytyy työeläkevakuutusyhtiöistä annetun lain, eläkesäätiölain (1774/1995), vakuutuskassalain (1164/1992), merimieseläkelain (72/1956) ja maatalousyrittäjien eläkelain (467/1969) mukaisesti.

Kaikki sijoitukset käyvät lähtökohtaisesti vastuiden katteeksi. Vastuuelkaa kattavat varat on hajautettava ottaen huomioon lakisääteisen työeläkevakuutuksen luonne. Hajauttamisessa on otettava huomioon sijoitusten varmuus, tuotto, rahaksi muutettavuus ja monipuolisuus. Laissa eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuelan kattamisesta rajoitetaan riskikeskittymiä muodostavien sijoitusten hyväksymistä katekelpoisiksi varoiksi. Rajoitukset koskevat sijoituksia OECD-alueen ulkopuolelle, valuuttariskiä, sijoituksia noteeraamattomiin arvopapereihin, yhteen kiinteistöön, yhteen yhteisöön ja sijoituksia, joilla on vakuutena sijoituksia samaan yhteisöön sekä vakuudettomia velkasitoumuksia. Säännösten mukaan vastuue-

lan katteena olevat varat on arvostettava käypään arvoon, ellei sosiaali- ja terveysministeriön asetuksessa säädetä toisin.

2.2.3 Riskitason valinta

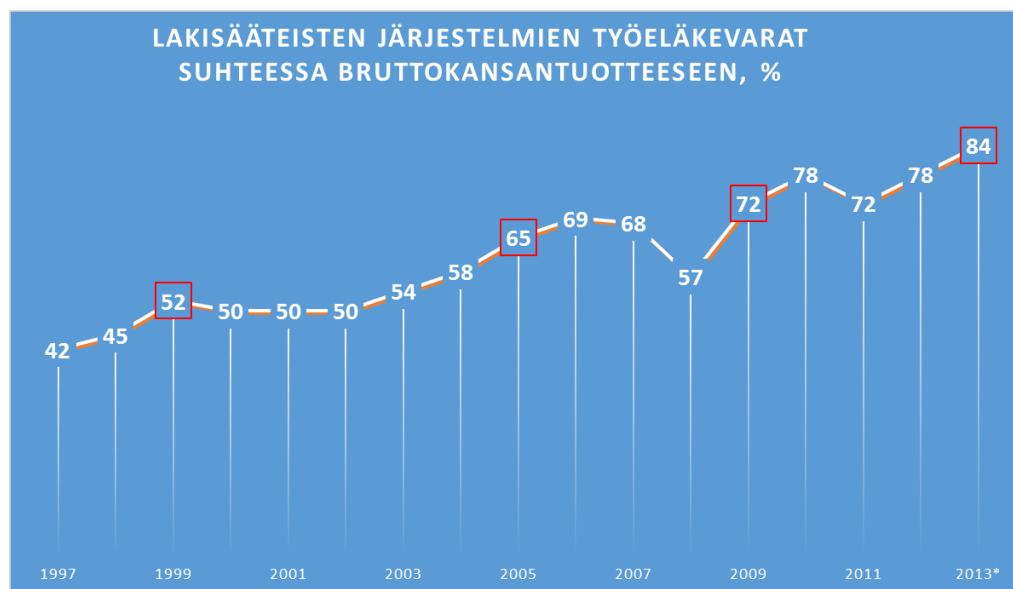
Eläkelaitoksen riskeihin perustuvaa vakavaraisuuskehikkoa säädettäessä hallituksen esityksen 241/1996 perustelujen mukaan eläkelaitoksen vakavaraisuusraja lasketaan riskiteoreettisesti ottaen huomioon sijoitusten jakautuminen eri omaisuuslajeihin. Vakavaraisuusraja vastaisi sitä toimintapääoman määrää, jonka voitaisiin suurella todennäköisyydellä riittävän vähintään yhden vuoden ajan epäedullisissa oloissa. Esityksen taloudellisissa vaikutuksissa arvioitiin, että uudet vakavaraisuussäännökset johtaisivat korkeintaan noin 15 prosentin osakeosuuteen sijoituksissa. Vuoden 2007 vakavaraisuusuudistusta koskevassa hallituksen esityksessä 77/2006 haluttiin parantaa eläkelaitoksen riskinottomahdollisuuksia, jotta osaketyypisiin sijoituksiin voitaisiin sijoittaa noin 35 prosenttia sijoituksista. Vuoden 2013 uudistuksessa yhdistettiin työeläkelaitosten sijoitus- ja vakuutusriskejä varten olevat puskurit, jotta säilytettäisiin riskinkantokyky samalla tasolla kuin vuoden 2007 uudistuksessa ja mahdollistettaisiin osaketyyppisten sijoitusten osuus 30-35 %:ssa sijoituksista.

TyEL-maksu-uran ja sen riskien mitoittaminen on pohjimmiltaan työmarkkinaosapuolten välinen sopimuskysymys, koska ne edustavat rahoittajia ja vakuutettuja. Osapuolten voimassa oleva kanta riskitasoon on muotoiltu osakkeiden ja osaketyyppisten sijoitusten osuutena. Eri-tyyppiset osakesijoituksethan muodostavat riskillisimmät sijoitusluokat. Kannan mukaan osakkeiden ja osaketyyppisten sijoitusten osuus kaikista TyEL-sijoituksista voisi olla 30 - 35 prosenttia yli suhdannesykliä ja eläkelaitosten laskettuna keskiarvona.

Eläkevastuiden määräytymissäännökset ja vakavaraisuusvaatimukset sekä rahastosiirtovelvoite ovat tekijöitä, jotka vaikuttavat sinänsä itsenäisten työeläkelaitosten sijoitusten kohdentumiseen ja koko TyEL-järjestelmän tulevaan maksutasoon ja siihen liittyvään riskiin. Myös kilpailu asiakkaista sijoitustuottoihin perustuvilla asiakashyvityksillä vaikuttaa työeläkeyhtiöiden sijoitusriskin ottamishalukkuuteen.

2.3 TYÖELÄKELAITOKSET SIJOITTAJINA

Yksityisalojen työeläkelaitosten sijoitusvarojen arvo oli noin 105 miljardia euroa vuoden 2013 lopussa. Julkisilla aloilla varoja oli noin 57 miljardia euroa. Koko lakisääteisen työeläkejärjestelmän sijoitusvarojen markkina-arvo oli noin 84 prosenttia suhteessa vuotuisen bruttokansantuotteeseen.

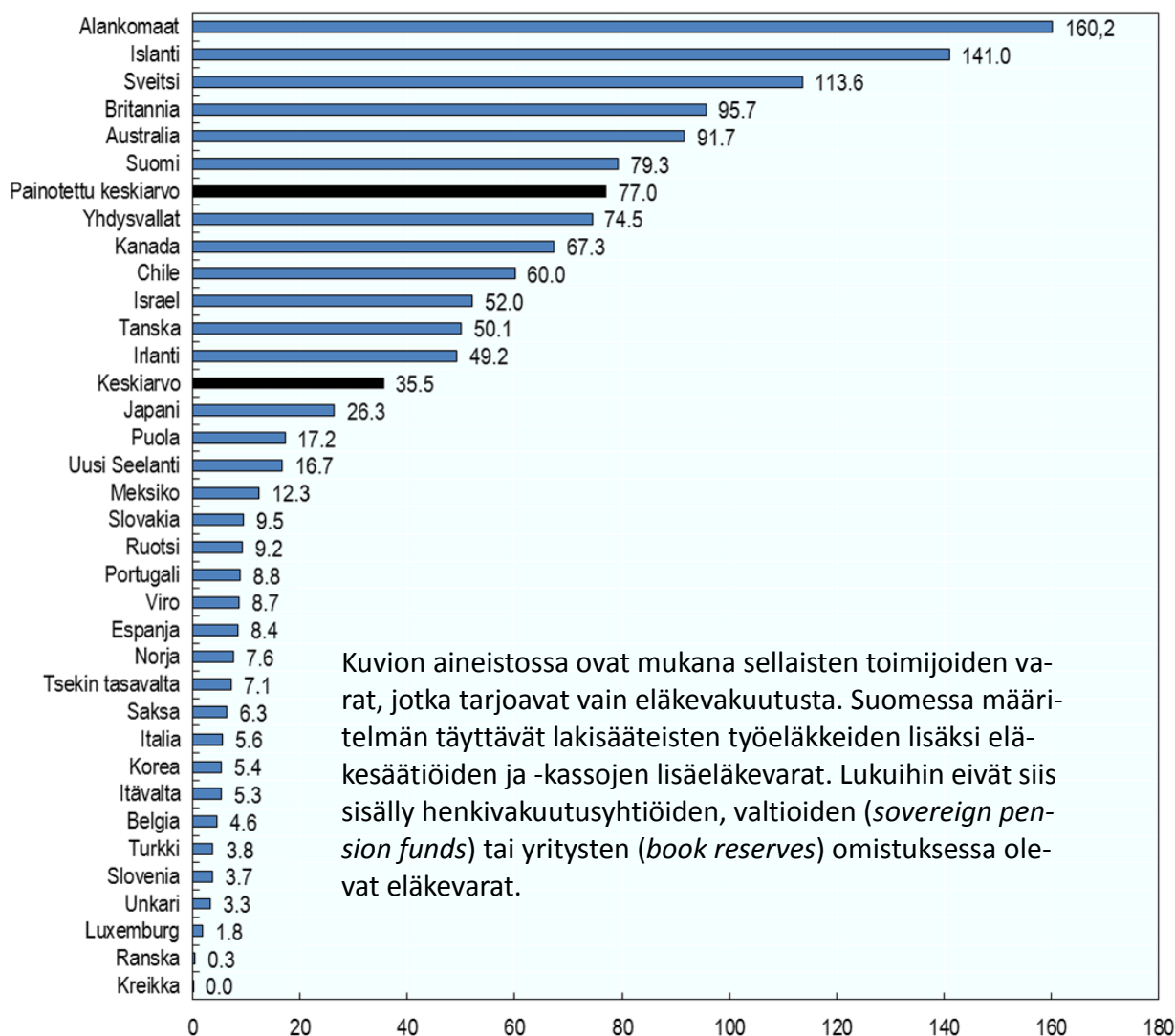


Lähteet: Tilastokeskus, Tela.

Varojen bkt-osuus on kaksinkertaistunut vuoden 1997 lopusta (kuvio). Muutos ei kuitenkaan ole ollut tasaista, vaan on seurailut osakekurssien muutoksia. Vuosina 2000–2002 sekä vuosina 2008 ja 2011 osuus aleni, vuonna 2008 reippaanlaisesti. Bruttokansantuoteosuus ei juurikaan enää kasva, koska yksityisaloilla eläkemenot on jo ylittänyt maksutulon ja kuntien eläkejärjestelmässä näin tapahtuu muutaman vuoden päästä.

Talouden kokoon vertaaminen antaa karkean kuvan varojen merkityksestä. Niin sanottu rahastointiaste on Suomen eläkejärjestelmän rakenteen takia kuitenkin mielenkiintoisempi indikaattori. Rahastointiaste tarkoittaa eläkevarojen arvoa suhteessa tarkasteluhetkeen mennessä kertyneistä eläkeoikeuksista aiheutuvan eläkemenon diskontattuun nykyarvoon. Laskennassa ovat mukana myös tarkasteluhetkellä jo maksussa olevat eläkkeet. Eläketurvakeskuksen (2013) laskelmien mukaan rahastointiaste oli vuoden 2012 lopussa TyEL:ssä 28,9, KuEL:ssä 31,6 ja VaEL:ssä 16,8 prosenttia. Reaalinen diskonttokorko eli varojen oletettu reaalituotto on laskelmissa ollut 3,5 prosenttia vuodessa.

Suomen eläkevarojen määrä suhteessa talouden kokoon on OECD-maiden korkeimpia:

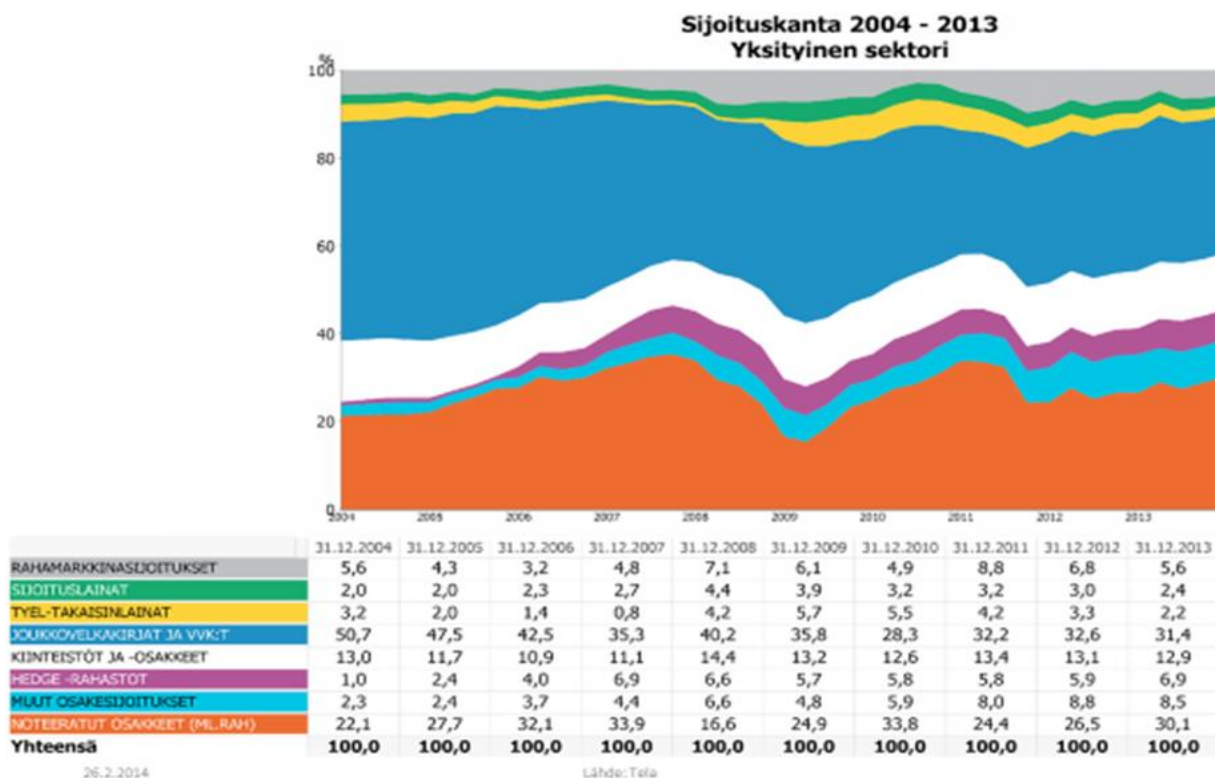


Kuvio. Eläkevarojen määrä suhteessa bruttokansantuotteeseen OECD-maissa vuoden 2012 lopussa (muutamasta maasta ennakkotieto tai varat vuoden puolivälissä), prosenttia. (Lähde: OECD, Pension Markets in Focus, OECD Global Pension Statistics)

Jos kuviossa todettuja toimijoiden yhteisömuutorajoitteita ei tilastoinnissa olisi, Norja, Tanska ja Kanada ohittaisivat Suomen, Norja valtavan valtion eläkerahastonsa (aiemmin öljyrahasto), Tanska ja Kanada henkivakuutusyhtiöidensä varojen takia. OECD on tarkentamassa eläkevarojen määrittelyä myös Suomen tapauksessa. Julkisten alojen eläkelaitosten varoja ja yksityisaloilla tasausvastuun suuruista osaa varoista ei seuraavissa tilastoissa enää lasketa ”eläkevaroihin”. Suomen eläkevarojen määrä pienenee 50 prosenttiin tienoille suhteessa bruttokansantuotteeseen.

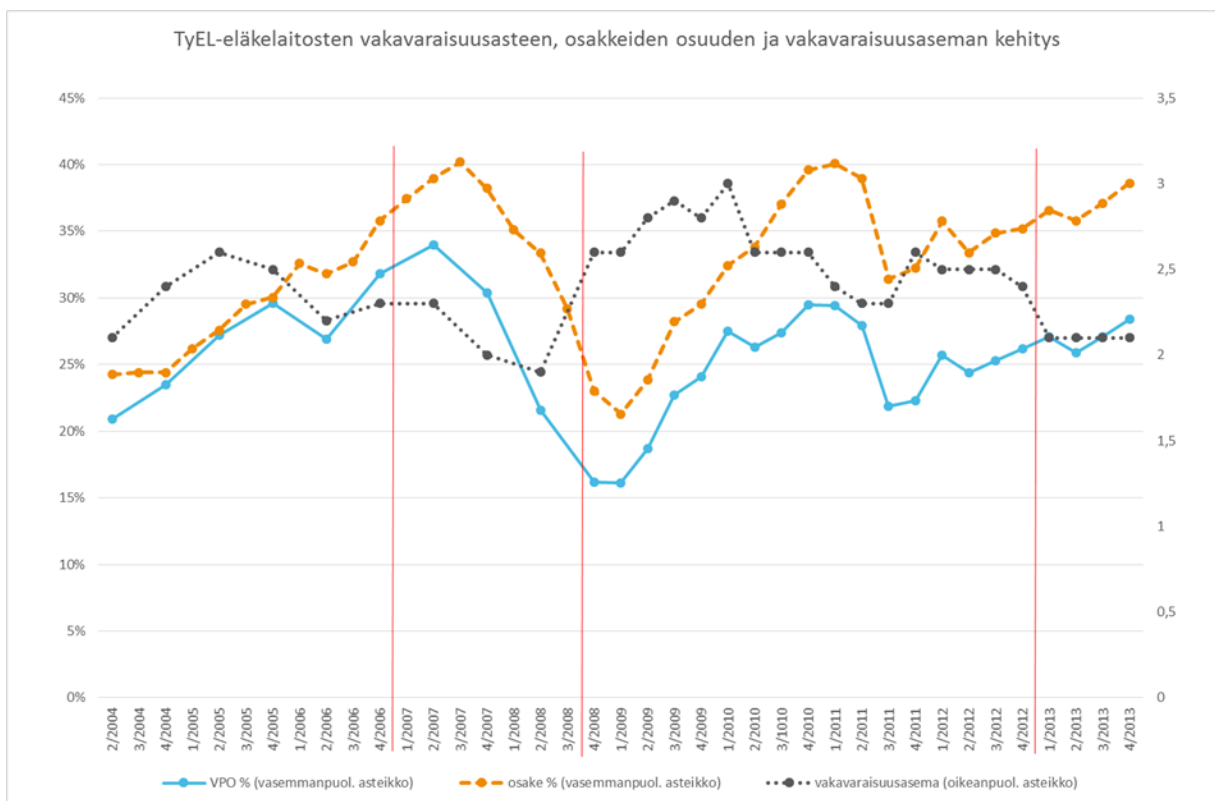
Suomen työeläkejärjestelmä on ”osittain rahastoiva”. Sen sijaan muualla maailmassa rahastoitavat eläkejärjestelmät ovat ”täysin rahastoivia”. Miten on mahdollista, että Suomi on näin korkealla eläkevarojen suhteellisessa määrässä? Selitys on se, että täysin rahastoitavien eläkejärjestelmien kattavuus (vakuutettujen osuus väestöstä) on suhteellisen alhainen.

Yksityisalojen työeläkevarojen suurimmat sijoitusluokat ovat joukkovelkakirjat ja noteeratut osakkeet:



Vuoden 2007 alussa voimaan tulleen sijoitussääntelyuudistuksen tavoite osake- ja osaketyypisten sijoitusten keskimäärin 35 prosentin osuudesta on toteutunut melko hyvin, jos mukaan lasketaan noteeratut osakkeet ja muut osakesijoitukset. Viimeksi mainittu luokka sisältää pääomasijoitukset noteeraamattomien osakkeiden lisäksi. Osakkeiden osuus on vaihdellut voimakkaasti kurssien mukaan vähän yli 20 prosentin ja 40 prosentin välillä.

Osakkeiden osuus eli osakekurssien vaihtelu on ollut ratkaisevaa työeläkelaitosten vakavaraisuuden kehityksessä:



Lähteet: Finanssivalvonta, Tela.

Kuvaajat esittävät työeläkelaitosten painotettuja keskiarvoja. Pystyviivat erottavat vakavaraisuuslaskentasääntöjen ajanjaksot. Osakeosuus ja vakavaraisuusaste ovat liikkuneet samassa tahdissa kaikilla sääntelyjaksoilla.

Vakavaraisuusaste on vaihdellut arvon 2,4 ympärillä. Vakavaraisuusasteen ja osakeosuuden muutosten välinen tilastollinen riippuvuus ei näytä ainakaan kovin voimakkaalta. Esimerkiksi osakeosuuden kasvu merkitsee samanaikaista vakavaraisuusasteen ja vakavaraisuusrajan nousua, joten niiden suhdeluku kasvaa suhteellisesti ainakin hitaammin kuin vakavaraisuusaste. Vakavaraisuusasteen säätelyä on varmaankin toteutettu myös aktiivisesti eli portfoliojärjestelyillä.

Lähde: Tela.

Yksityisalojen työeläkelaitosten kotimaisissa sijoituksissa kiinteistöinvestitukset ovat yhtä suuri sijoitusluokka kuin noteeratut ja noteeraamattomat osakkeet yhteensä. Kumpikin on vajaa kolmasosa kaikista kotimaisista sijoituksista. Sijoitus- ja takaisinlainat olivat vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen olleet jonkin verran suurempi sijoitusluokka kuin joukkovelkakirjat, mutta vuoden 2013 aikana tämä vaihe päättyi. Epälikvidien sijoitusten (lainat, kiinteistöt, pääoma- ja noteeraamattomat osakesijoitukset) osuus kotimaisista sijoituksista on noin puolet.

Ulkomaisia kiinteistöinvestituksia on hyvin vähän ja lainoja ei ollenkaan. Toisaalta kotimaisia hedge-rahastosijoituksia ei ole. Näistä koostuu kotimaisten ja ulkomaisten sijoitusten allokaatioiden erilaisuus. Ulkomainen portfolio on selvästi likvidimpi kuin kotimainen portfolio.

Työeläkelaitosten sijoitusten osuus kotimaan markkinoilla vaihtelee sijoitusluokittain. Taulukossa on suuntaa antavia lukuja koko työeläkealan ja yksityisalojen työeläkelaitosten osuuksista sijoitusluokittain.

Taulukko. Työeläkelaitosten kotimaiset sijoitukset sijoitusluokittain ja vastaavan kotimaisen markkinan koko 2012 lopussa, miljardia euroissa ja prosentiosuuksina.

| Työeläkelaitosten sijoituskanta Suomeen 31.12.2013 | | | | | |
|--|--|--------------------|---------------|---|---|
| Mrd. euroa | Kaikki Telan jäsenyhteisöt | Yksityinen sektori | Kokonaiskanta | Suhteellinen osuus (Kaikki jäsenyhteisöt) | Suhteellinen osuus (Yksityinen sektori) |
| Rahamarkkinasijoitukset | 6,3 | 3,4 | 31,8 | 19,8 % | 10,7 % |
| Lainat yhteensä | 5,4 | 4,8 | 85 | 6,4 % | 5,6 % |
| Sijoituslainat | 3,1 | 2,5 | | | |
| TyEL-takaisinlainat | 2,3 | 2,3 | | | |
| Joukkovelkakirjat ja VVK:t | 7,3 | 4,2 | 193,2 | 3,8 % | 2,2 % |
| Kiinteistöt ja -osakkeet | 14,6 | 12,0 | 48,0 | 30,4 % | 25,0 % |
| Muut osakesijoitukset | 2,9 | 2,7 | | | |
| Pääomasijoitukset | 0,78 | 0,58 | 5,2 | 15,0 % | 11,2 % |
| Noteeraamattomat osakkeet | 2,1 | 2,08 | 89,3 | 2,4 % | 2,3 % |
| Noteeratut osakkeet | 13,1 | 10,5 | 162,2 | 8,1 % | 6,5 % |
| Yhteensä | 49,6 | 37,6 | 614,8 | 8,1 % | 6,1 % |
| Selite kokonaiskannalle | | | | | |
| Rahamarkkinasijoitukset | Suomalaisten liikkeeseen laskemat lyhytaikaiset velkapaperit, kanta 12/2013. Lähde: Suomen Pankki | | | | |
| Lainat yhteensä | Suomalaisten yritysten korollisen velan rakenne. Lähde: Suomen Pankki | | | | |
| Sijoituslainat | | | | | |
| TyEL-takaisinlainat | | | | | |
| Joukkovelkakirjat ja VVK:t | Suomalaisten liikkeeseen laskemat pitkäaikaiset velkapaperit, kanta 12/2013. Lähde: Suomen Pankki | | | | |
| Kiinteistöt ja -osakkeet | The size of the Finnish professional property investment market. Lähde: KTI Kiinteistötieto, The Finnish Property Market 2014 | | | | |
| Muut osakesijoitukset | | | | | |
| Pääomasijoitukset | Suomalaisten kohdeyhtiöiden pääomakanta. Lähde: Suomen pääomasijoitusyhdistys ry:n arvio. (Huom. Arvio koskee vuoden 2012 lopun tilannetta) | | | | |
| Noteeraamattomat osakkeet | Kansantalouden saamiset kansantaloudelta noteeraamattomissa osakkeissa (ilman kiinteistöosakkeita). Lähde: Tilastokeskuksen rahoitustilinpito / M.Pykäri | | | | |
| Noteeratut osakkeet | Helsingin pörssin markkina-arvo. Lähde: Tela - Aikasarjakuva työeläkealan suomalaisista pörssiomistuksista. | | | | |

Yksityisalojen työeläkelaitosten osuus on suurimmillaan kiinteistösijoituksissa eli noin neljännes. Osuus on vähintään kymmenen prosenttia myös rahamarkkina- ja pääomasijoituksissa. Helsingin pörssissä noteeratuista osakkeista yksityisalojen työeläkelaitokset omistavat noin seitsemän prosenttia. Myös osuus suomalaisten yritysten lainakannasta on noin seitsemän prosenttia.

Omistusosuudet eivät ole koko kuva sijoittajaryhmän merkityksestä markkinoilla tai kansantaloudessa. Markkina-arvoihin suurin vaikutus on niillä, jotka käyvät aktiivisimmin kauppaa joko ostajana tai myyjänä. Toisaalta sijoituskohteita pitkään hallussa pitävät toimijat ylläpitävät vakautta kansantaloudessa, joskin vakaus tässä tapauksessa edellyttää lisäksi sitä, että sijoituskohteissa syntyy jatkuvasti tuottoa. Työeläkelaitosten osuus Helsingin pörssin kaupankäynnistä on selvästi alempi kuin omistusosuus.

3 NYKYTILAN ARVIOINTI

3.1 VAKAVARAISUUSLASKENNAN KEHITTÄMISEN KOHTEET

Nykyisen vakavaraisuussäätelyn mukaan eläkelaitoksilla on velvollisuus luokitella sijoitukset todellisen riskin mukaan. Nykyisessä vakavaraisuusmallissa kuitenkin kaikki työeläkejärjestelmän kannalta olennaiseksi osoittautuneet riskit eivät ole mukana sillä tarkkuudella, joka nykytietämyksen mukaan katsotaan tarpeelliseksi. Riskien huomioon ottaminen vakavaraisuuslaskennassa on viime vuosina kehittynyt kaikilla sektoreilla ja laajasti tehty kehittämistyö on kasvattanut saatavilla olevan tiedon määrää.

Nykyisestä mallista puuttuvat riittävän tarkasti huomioon otettuna esimerkiksi valuuttariski, vastapuoliriski, keskittämäriski ja likviditeettiriski. Jossain määrin näitä riskejä on nykyisäätelyssä pääomavaatimusvaikutuksen sijasta rajoitettu katesäännöksin. Edelleen nykykehikossa luottomarginaaliriskiä ei erotella korkoriskistä eli yleisen korkotason liikkeisiin liittyvästä riskistä, vaan korkosijoitusluokkien parametrit sisältävät keskimääräisen kummankin riskin yhteisvaikutuksen. Lisäksi nykyisestä vakavaraisuusmallista puuttuu sijoitusten velkavivun ja korkosijoitusten duraation huomioon ottaminen. Sijoituksen vivuttaminen velalla tyypillisesti kasvattaa sijoituksen (tuotto-odotusta ja) riskiä, ja duratio puolestaan kuvaa sijoituksen arvon herkkyyttä korkotason muutoksien suhteen. On myös osoittautunut, että vakavaraisuusmalli käsittelee puutteellisesti johdannaisia ja rahastosijoituksia koskevia riskejä. Myös johdannais-ten vaikutus kokonaisriskiin olisi tarpeen ottaa nykyistä tarkemmin huomioon. Nykyisen laskentamallin puutteet johtuvat erityisesti siitä, että finanssimarkkinoilla käytössä olevat sijoitusinstrumentit ovat monimutkaistuneet nykyisen laskentamallin käyttöön oton jälkeen.

Nykyinen periaate sijoitusten luokittelusta eri sijoitusryhmiin voidaan katsoa melko toimivaksi, silloin kun sijoitukset ovat yksinkertaisia ja kuuluvat selvästi nimettyyn luokkaan. Silloin kun sijoitus luokitellaan vakavaraisuusrajaa laskettaessa vain yhteen luokkaan, saattaa osa riskeistä jäädä laskennan ulkopuolelle, jos kyseisen luokan riskien lisäksi sijoitukseen sisältyy myös muuta kuin kyseisessä luokassa huomioitua riskiä. Sijoitusmarkkinoiden jatkuvasti kehittyessä osalle sijoitusinstrumenteista ei löydy niiden todellista riskiä vastaavaa luokkaa mistään luokasta, vaan ne luokitellaan riskiä lähinnä olevaan luokkaan tai jaetaan useampaan luokkaan. Myöskään luokittelemalla sijoitus useampaan luokkaan ei kuitenkaan kaikissa tapauksissa ole mahdollista päästä hyvään riskivastaavuuteen. Nykyinen vakavaraisuusmalli ei siis kaikissa tilanteissa toimi siten, että sijoitukset olisi mahdollista joustavasti luokitella niiden todellisen riskin mukaan.

Eläkelaitosten erilaiset tulkinnat sijoitusten luokittelussa heikentävät vakavaraisuuslaskennan yhdenmukaisuutta ja vaikeuttavat eläkelaitosten valvontaa. Sijoitusten käsittelyn tulisi olla yhdenmukaista eläkelaitoksesta riippumatta erityisesti siitä syystä, että jonkin laitoksen joutessa selvitystilaan muut laitokset vastaavat yhteisvastuullisesti kyseisen laitoksen vastuulla olleista eläkkeistä.

3.2 UUDISTUKSEN TAVOITTEET

Uuden vakavaraisuusmallin tavoitteena on ottaa huomioon nykyistä tarkemmin ja kattavammin kaikki olennaiset työeläkelaitoksen sijoitustoiminnan riskit sekä vakuutusriskit. Vakavaraisuusmallin tulee tunnistaa riskilähteet ja niiden luonne sekä mitata riskejä johdonmukaisesti ja sellaisella tarkkuudella, että riskeistä muodostuu olennaisilta osin riittävän oikea kuva.

Vakavaraisuusmallin tulee kattaa työeläkejärjestelmän kannalta kaikki olennaiset riskit. Mallin tulee ottaa huomioon markkinariskit, vastapuoli-, keskittymä-, ja likviditeettiriskit, velkavipu sekä käsitellä johdannaissopimukset ja rahastosijoitukset niiden riskien mukaan. Laadittavan laskentamallin tulee olla sellainen, että sen avulla pystytään joustavasti varautumaan sijoitusinstrumenttien kehitykseen eli laskentaan tulee olla lisättävissä myös uusia riskejä, jos sellaiseen tulee myöhemmin tarvetta.

Vakavaraisuusmallia laadittaessa tulee ottaa huomioon käytettävyys. Vakavaraisuusmallin tulee olla käytännöllinen ja toimia yksinkertaisesti erityisesti silloin, kun harjoitettu sijoitustoiminta ei ole monimutkaista. Harjoitettaessa monimutkaista sijoitustoimintaa voidaan edellyttää myös monimutkaisempaa laskentaa vakavaraisuusrajaa määriteltäessä.

Laskennassa käytettävien parametrien tulee perustua historialliseen ja rahoitusteoreettiseen tietoon sijoitusten kehittymisestä. Laskentaparametrien arvojen päivittämisen tulee olla joustavaa, jotta tarvittaessa voidaan ottaa huomioon markkinoiden rakenteelliset muutokset.

Vakavaraisuusmallia laadittaessa tulee ottaa huomioon työeläkejärjestelmän erityispiirteet: konkurssiyhteisvastuu, hajautettu toimeenpano, osittain rahastoivan eläkejärjestelmän vaikutus turvaavuustasoon ja vastuuelkaan sisältyvät puskurit. Vakavaraisuusmallin tulee tukea työeläkejärjestelmän rahoituksen kestävyyttä ja hajautettua toimeenpanoa sekä mahdollistaa sijoitustoiminnassa tavoiteltu riskinotto, jolloin osaketyyppisten sijoitusten paino olisi mahdollista olla noin 30 - 35 % työeläkelaitosten keskimääräisessä sijoitusallokaatiossa, kuten vuoden 2007 sijoitusuudistuksessa määriteltiin.

Vakavaraisuussäntely osaltaan vaikuttaa eläkelaitosten mahdollisuuksiin ja halukkuuteen ottaa riskiä. Säntelyn ei tule estää työeläkelaitoksia harjoittamasta mahdollisimman tuottavaa sijoitustoimintaa valitulla turvaavuustasolla yli sijoitusmarkkinoiden ja talouden syklien. Vakavaraisuusmallin tulee myös osaltaan kannustaa eläkelaitoksia hyvään riskienhallintaan.

Vakavaraisuuteen liittyvät mittarit tulee olla yksiselitteisesti määritelty sekä eläkelaitoksen että valvojan näkökulmasta. Vakavaraisuusrajan kautta määritellään ne rajat, joiden alittuessa eläkelaitos joutuu selvitystilaan. Edelleenkin on tärkeää, että valvoja voi puuttua eläkelaitoksen tilanteeseen hyvissä ajoin ennen laitoksen selvitystilaa.

Vakavaraisuusmallia laadittaessa tavoitteena on ottaa huomioon nykyisten katesäännösten kohteena olevat riskit vakavaraisuusrajan laskennassa siten, että erillisistä katesäännöksistä voitaisiin luopua. Tätä voidaan pitää riskiperusteisuuden näkökulmasta parempana menettelynä kuin rajoitteilla toteutettua limitointia. Myös muiden vakuutusyhtiöiden osalta katesääntely on poistumassa. Kaikkia nykyisin katesäännöksiin sisältyviä rajoitteita ei kuitenkaan voida välttämättä sisällyttää uuteen vakavaraisuusmalliin, vaan kunkin asiaryhmän osalta sääntelytarve harkitaan erikseen.

Vakavaraisuusmalliin sisältyy nykyisin rahoitusmarkkinoiden myötäsyklisyyttä vaimentavia elementtejä, kuten osaketuottosidonnainen lisävakuutusvastuu, täydennyskerroin, vakavaraisuusrajan kiinteät parametrit ja vakavaraisuusrajan minimitaso. Tavoitteena on arvioida, voiko malliin sisällyttää lisää rahoitusmarkkinoiden sykleistä riippuvia mekanismeja, siten että vakavaraisuusmalli joustaa alaspäin laskusuhdanteessa ja ylöspäin noususuhdanteessa.

Vakavaraisuussäätelyä koskevat muutostarpeet ja uuden mallin kehittäminen arvioidaan työeläkejärjestelmän näkökulmasta. Työeläkejärjestelmä vakavaraisuussäätelyä kehitettäessä tulee ottaa huomioon uusin saatavilla oleva tieto kansainvälisesti ja EU-tasolla. Työeläkejärjestelmä on kuitenkin osa sosiaaliturvan kokonaisuutta ja työeläkejärjestelmää koskeva vakavaraisuussäätely on säädetty muusta vakuutustoiminnasta erilliseksi. Tämä sekä työeläkejärjestelmän erityinen asema suhteessa EU-lainsäädäntöön puoltaa vakavaraisuussäätelyn erillisyyttä myös jatkossa. Uudistuksen tavoitteena on uudistaa parhaalla mahdollisella tavalla nimenomaan työeläkejärjestelmää koskevaa vakavaraisuussäätelyä ja uudistustyö sekä siihen liittyvä laskenta tehdään työeläkejärjestelmän näkökulmasta, ottaen huomioon työeläkejärjestelmään liittyvät ominaispiirteet.

4 TYÖRYHMÄN SELVITYKSET JA RATKAISUEHDOTUKSET

Luvussa Nykytilan arviointi on kuvattu nykyistä vakavaraisuussäätelyä, sen kehittämiskohtia ja vakavaraisuusuudistukselle asetettuja tavoitteita. Uudistettavan säätelyn tulisi ottaa huomioon muun muassa työeläkejärjestelmän erityispiirteet, olennaiset sijoitus- ja vakuutusriskit asianmukaisella tavalla sekä siihen tulisi sisältyä markkinoiden syklejä vaimentavia elementtejä. Nykymallissa on puutteita esimerkiksi riskien asianmukaisen huomioonoinnin osalta. Myös nykymallin luokitteluperiaate on johtanut jossain määrin erilaiseen lain soveltamiseen eri työeläkelaitoksissa.

4.1 Työeläkelaitosten kannalta olennaiset riskit

Työeläkelaitosten riskejä on tutkittu siitä näkökulmasta, millä riskeillä on olennaista vaikutusta työeläkelaitosten toimintaan. Se, mille riskeille työeläkelaitokset toiminnassaan altistuvat, johtuu toiminnan tavoitteista. Vakuutustoiminnan harjoittaminen altistaa luonnollisesti vakuutusriskeille. Lain mukaan työeläkelaitosten sijoitustoiminnan tulee olla tuottavaa ja turvaavaa. Sijoitustoiminnan tavoitteina on saavuttaa mahdollisimman hyvä tuotto työeläkejärjestelmän maksajien hyväksymällä riskitasolla ja siten vähentää vakuutusmaksujen nostopainetta. Vakavaraisuusmallilla varaudutaan sijoitustoiminnan tappioihin ja siten pyritään välttämään maksutason äkillisiä muutoksia.

Työeläkelaitosten riskejä tutkittiin erillisessä työryhmässä, jonka loppuraportti esitetään tämän raportin liitteenä (liite 4). Alla esitetään yhteenveto työryhmän tuloksista.

Osa tiedossa olevista riskeistä voidaan ottaa vakavaraisuusrajan laskennassa huomioon ja osaa riskeistä voidaan hallita muulla tavoin, esimerkiksi limiiteillä tai valvonnan ja raportoinnin keinoin. Työeläkelaitosten omalla riskienhallinnalla huomioidaan kattavasti työeläkelaitoksen toiminnassaan kohtaamia riskejä, mutta vakavaraisuusvaatimuksissa otetaan huomioon seuraavaksi esitetyjä olennaisia vakuutus- ja sijoitusriskejä.

Riskit voidaan jakaa kolmeen osaan niiden luonteen perusteella. Markkinariskeillä tarkoitetaan riskejä, jotka liittyvät sijoituskohteiden arvojen heilahteluun. Vakuutusriskit liittyvät työeläkelaitoksen vakuutustoiminnan kautta siihen, riittävätkö vakuutusmaksut kattamaan eläkelaitoksen vastuulle tulevat korvaukset. Kolmantena riskilajina voidaan pitää operatiivisia riskejä, jotka liittyvät esimerkiksi tietojärjestelmiin, henkilöstöön ja muihin vastaaviin tekijöihin.

Riskien merkittävyys riippuu toisaalta siitä, kuinka suuria tappioita riskin toteutuessa on odotettavissa ja toisaalta siitä, kuinka paljon työeläkelaitos on kyseiselle riskille altistunut. Riski, josta aiheutuisi merkittäviä tappioita, ei kuitenkaan ole työeläkelaitoksen kannalta merkittävä, jos työeläkelaitos ei kohtaa toiminnassaan kyseistä riskiä tai todennäköisyys sille on hyvin pieni. Merkittävyyteen vaikuttaa myös se, kuinka paljon riskit korreloivat keskenään eli millaisella todennäköisyydellä eri riskit voivat toteutua yhtä aikaa.

Työeläkelaitosten kannalta merkittävimpänä markkinariskinä voidaan pitää osakeriskiä. Varsinkin noteeratut osakkeet reagoivat lähes viiveettä uuteen informaatioon, joten arvojen muutokset näillä hyvin likvideillä markkinoilla voivat olla nopeita ja rajuja. Kun tämän lisäksi työeläkelaitokset sijoittavat osaketyyppisiin sijoituksiin keskimäärin kolmanneksen sijoitusomaisuudestaan, voidaan osakeriskiä pitää merkittävänä.

Korkosijoituksiin liittyville riskeille, eli korko- ja luottomarginaaliriskeille, altistuvista sijoituksista merkittävin luokka työeläkelaitosten sijoitussalkuissa ovat joukkovelkakirjalainat, muita korkosijoituksia voidaan pitää vähämerkityksellisempinä. Ellei eletä voimakkaan inflatorisessa korkoympäristössä, niin korkoriski eli yleisen korkotason muutokseen liittyvä riski ei tyypillisesti toteudu samanaikaisesti osakeriskin kanssa, vaan osakesijoitusten tuottaessa suuria tappioita korkotaso tyypillisesti laskee ja korkoriski tuottaa positiivista tuottoa. Sen sijaan osaan korkosijoituksista liittyvä luottomarginaaliriski tyypillisesti toteutuu samanaikaisesti osakeriskin kanssa. Näin ollen on oleellista huomioida korko- ja luottomarginaaliriski erikseen ja niiden suoran vaikutuksen lisäksi myös niiden ja muiden riskien välinen korrelointi.

Kiinteistöriski on kiinteistösijoitusten osuuden ja likvideettiriskin takia olennainen riski, vaikka se työeläkelaitosten kotimaisten kiinteistösijoitusten tuottohistorian valossa on vähäinen. Kuitenkin Suomen kiinteistömarkkinoilla käydään kauppaa vähän ja kauppa perustuu pääosin varovaiseen kassavirtapohjaiseen arvostamiseen, joten kiinteistöriskin suuruus nousee tästä johtuen korkeammaksi. Lisäksi jos kiinteistörahastoihin liittyy velkavivun käyttöä, seuraa niiden hinnoittelu suuremmissa määrin osakemarkkinoita, jolloin kiinteistö- ja osakeriskien välinen korrelaatio kasvaa.

Valuuttariskien merkitys on myös pääsääntöisesti keskimäärin vähäinen verrattuna osakeriskiin. Valuuttamääräisten sijoitusten osuus voi kuitenkin vaihdella eri työeläkelaitoksilla, jolloin myös valuuttariskin merkittävyys voi olla erilainen eri työeläkelaitoksilla.

Muiden sijoituslajien osalta (esimerkiksi hedge-rahastot, hyödykkeet) riskit voivat olla merkittäviä, jos näiden sijoitusten osuus sijoitussalkusta on merkittävä. Näidenkin osalta työeläkelaitosten kesken on suurta vaihtelua.

Vastapuoliriski, joka on riski siitä, että vastapuoli ei kykene suoriutumaan sovituista velvoitteistaan (esimerkiksi konkurssi tai muu maksuhäiriötilanne), on hyvä huomioida vakavaraisuusvaatimuksissa. Vastapuoliriskiä voidaan vähentää hajautuksen ja vakuusmenettelyiden avulla.

Keskittymä- tai likviditeettiriskiä on vaikea ottaa kokonaisuudessaan huomioon suoraan vakavaraisuusvaatimuksissa. Nämä voidaan tarkoituksenmukaisemmin huomioida esimerkiksi limiitti- tai muilla säännöksillä.

Tuottovaatimusriski toteutuu silloin, jos työeläkelaitos ei saa sijoituksilleen vastuuelan tuottovaatimuksen edellyttämää tuottoa. Tuottovaatimus muodostuu rahastokoron ja täydennyskertoimen yhteismäärän perusteella ja 10 % työeläkelaitosten keskimääräisen osaketuoton perusteella. Tuottovaatimusriski on työeläkelaitokselle merkittävä, koska tuoton jääminen vaatimusta pienemmäksi alentaa työeläkelaitoksen vakavaraisuutta ja heikentää näin työeläkelaitoksen riskinkantokykyä.

Vakuutusriskien osalta merkityksellisimpiä ovat tasoitusmäärään vaikuttavat kuolevuus-, työkyvyttömyys- ja maksutappioriskit. Tämä riski toteutuu, jos vanhuus- tai työkyvyttömyyseläkemeno osoittautuukin suuremmaksi kuin oli etukäteen arvioitu tai maksutappioita tulee arvioitua enemmän.

Vakuutusriskeistä katastrofiriskiä, joka lisäisi yksittäisen tapahtuman (esimerkiksi suuronnettomuuden) seurauksena merkittävästi eläkemenoa, ei voida pitää todennäköisenä. Tätä olisi myös vaikea muotoilla vakavaraisuusvaatimukseksi. Vakuutusliikkeen poikkeamariski, jossa työeläkelaitosten yhteiset laskuperusteet eivät vastaa työeläkelaitoksen oman kannan riskitasoa, on myös helpompi huomioida muulla tavoin kuin vakavaraisuusvaatimuksessa.

Operatiiviset riskit voivat olla merkittäviä, mutta luonteeltaan sellaisia, että niiden huomiointi on helpompaa esimerkiksi valvonnan tai raportoinnin avulla sekä varmistamalla riskienhallintaprosessin toimivuudesta.

4.2 Uusi vakavaraisuusmalli

Uutta mekanismia suunniteltaessa voidaan valita, onko uusi mekanismi periaatepohjainen vai sääntöihin perustuva, kuten nykymalli pääperiaatteeltaan on. Koska työeläkelaitoksilla on konkurssiyhteisvastuu, on yhteisiin laskentasääntöihin perustuva mekanismi parempi vaihtoehto. Periaatepohjaisuuteen perustuvat mallit sekä kuormittaisivat Finanssivalvontaa että saataisivat asettaa erilaiset työeläkelaitokset eriarvoiseen asemaan.

Vakavaraisuusmalli voidaan rakentaa sijoitusinstrumenttien luokitteluun perustuvaksi, riskifaktoripohjaiseksi, skenaarioihin tai simulaatioihin perustuvaksi tai vain yhteen, mekaanisesti jonkin toiminnan volyymin kuvaavan suureen perusteella määräytyvään rajaan perustuvaksi.

Vakavaraisuusmallin tulee täyttää uudistuksella haettavia tavoitteita, mutta sen tulee olla myös käytännössä työeläkelaitosten helposti ja yhdenmukaisesti laskettavissa ja käytettävissä.

4.2.1 Taustaa uuden mallin valinnalle

Nykymalli on peruseriaateeltaan sijoitusinstrumenttien luokitteluun perustuva malli, johon sisältyy kuitenkin velvoite luokitella kukin sijoitus sen riskiä parhaiten kuvaavaan luokkaan, vaikka sijoitus näin tulisivat luokitelluksi muuhun kuin sen oikeudellista muotoa vastaavaan luokkaan.

Riskifaktorimallissa työeläkelaitoksen kullekin sijoitukselle haetaan ne riskitekijät, joille kyseinen sijoitus altistuu ja vakavaraisuusvaade lasketaan kaikkien niiden osalta.

Skenaarioihin perustuvaa mallia työeläkelaitosten vakavaraisuusrajan laskennassa ei pidetä riittävän objektiivisena menetelmänä. Toiminnan volyymin perustuva rajamäärä ei ole riskiperusteinen menetelmä, joten se ei myöskään sovellu vakavaraisuusrajan laskentamenetelmäksi.

Sekä sijoitusten luokittelumalliin että riskifaktorimalliin sisältyy olennaisena osana riskien välisen riippuvuusrakenteen määrittäminen eli se, miten todennäköisesti eri riskit voivat toteutua yhtä aikaa.

Vakavaraisuusmallia varten tulee päättää myös siitä, millä menetelmällä riskejä mitataan. Yleisesti käytössä olevista riskimitoista VaR (Value-at-Risk) mittaa enimmäistappiota tietyllä todennäköisyydellä. ES (Expected Shortfall,) puolestaan kuvaa tappion odotusarvoa ehdolla, että se on suurempi kuin VaR. Kansainvälisesti sääntelykehikoissa käytetään enimmäkseen VaR:ia ja myös akateemisen tutkimuksen uusimmat näkemykset suosittavat VaR:n käyttöä regulatiivisissa kehitöissä. ES:n katsotaan taas soveltuvan paremmin rahoitusalan toimijoiden sisäiseen riskienhallintaan ja riskien analysointiin.

Yllä olevien perustelujen perusteella vakavaraisuusmallin uudistamisessa pidettiin esillä kahta vaihtoehtoa: sijoitusten luokittelumallia ja riskifaktoripohjaista mallia. Molemmat ovat sääntöihin perustuvia ja molemmissa käytettäisiin riskimitana VaR:ia. Näistä kattavammaksi ja kuvaavimmaksi valikoitui riskifaktorimalli, jolla pyritään huomioimaan kaikki ne riskitekijät, joille sijoitus altistuu. Yksittäinen sijoitus voi altistua siten useammalle eri riskitekijälle. Nykymallissa sijoitukset luokitellaan työeläkelaitoksen oman arvion mukaan sijoituksen riskejä parhaiten vastaavaan luokkaan. Uudessa riskifaktorimallissa kuhunkin sijoitukseen kohdistuu yksi tai useampi riski sen mukaan, mille riskeille sijoitus on altistunut.

4.2.2 Uuden vakavaraisuusmallin yleiskuvaus

Uusi vakavaraisuusmalli lähtee siitä, että työeläkelaitoksen tulee tunnistaa kuhunkin sijoitukseensa liittyvät riskit. Riskitekijöinä eli riskiluokkina uudessa mallissa huomioidaan osakeriski, noteeratuissa osakkeissa myös basis-riski, joukkovelkakirjoihin liittyvä korko- ja spread-riski, valuutta- ja velkavapuriski, kiinteistöriski, tietyntyyppisiin sijoitusrahastoihin liittyvä lisäriski sekä hyödykkeisiin liittyvä riski. Myös tuottovaatimusriski ja vakuutusriski on huomioitu. Keskittymäriski on huomioitu noteeratuille osakkeille, muiden sijoituslajien osalta keskittymäriski ja vastapuoliriski huomioidaan limiittisäännöksillä, joiden ylitykset johtavat korkeampaan vakavaraisuusrajaan. Näiden riskien on todettu olevan olennaisia ja myös normaalisti riittäviä vakavaraisuutta laskettaessa. Mikäli yksittäisen työeläkelaitoksen tapauksessa mallin ulkopuolelle jää jokin olennainen sijoitusriski, työeläkelaitoksen tulee ottaa se huomioon omalla laskentamenetelmällä. Finanssivalvonta antaa tarkemmat määräykset tällaiseen laskentamenetelmään liittyvistä periaatteista ja siihen liittyvästä raportoinnista. Operatiiviset riskit jäävät vakavaraisuuslaskennan ulkopuolelle. Niihin työeläkelaitos varautuu omassa riskienhallinnassaan.

Uuden vakavaraisuusmallin ideana on kunkin riskin kohdalla erikseen määrittää riskistä aiheutuva vakavaraisuuspääomavaade. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, kuinka paljon työeläkelaitoksella tulisi olla pääomaa esimerkiksi osakeriskin hallintaa varten eli mahdollisia osaketappioita varten. Tätä kutsutaan kunkin riskin riskiarvoksi. Tätä varten on määritetty kunkin riskin tappio-olettama eli tappion suuruus valitulla todennäköisyydellä. Tappio-olettamat on laskettu historiassa toteutuneiden tietojen perusteella.

Pääomavaateen laskentaa varten määritetään myös kunkin riskiluokan tuotto-odotus eli se, kuinka paljon kyseiselle riskille altistunut sijoitus keskimäärin tuottaa. Tuotto-odotukset on määritetty historiallisen aineiston, tutkimustiedon ja kokemuseräisen tiedon pohjalta vastaamaan eri riskien odotettua pitkän aikavälin tuottoa. Riskiluokkien välisen riippuvuusrakenteen säilyttämiseksi odotetut tuotot lisätään riskiarvoihin riskiarvoja yhdisteltäessä ja odotetut tuotot vähennetään lopputuloksesta riskiarvojen yhdistelyn jälkeen.

Kun riskifaktorikohtaiset riskiarvot on laskettu, ne yhdistetään kokonaispääomavaateeksi. Eri riskiluokat yhdistetään toisiinsa korrelaatioiden avulla. Korrelaatio pyrkii kertomaan sen, kuinka todennäköisesti kaksi eri riskiä voi toteutua yhtä aikaa. Kun siis ensin on laskettu se, kuinka paljon yksittäinen riski vaatii vakavaraisuuspääomaa, voidaan tämän jälkeen yhtäaikaista riskien toteutumista tarkastelemalla mahdollisesti pienentää kokonaisvakavaraisuuspääomavaateen määrää. Koska vakavaraisuusmallissa huomioidut eri riskit toteutuvat harvoin täysin yhtäaikaistena, sijoitusten hajauttaminen eri riskejä sisältäviin kohteisiin tuo työeläkelaitokselle hajautushyötyä, joka näkyy vakavaraisuusrajaa pienentävänä tekijänä.

Laskemalla saatu kokonaisvakavaraisuuspääomavaade eli vakavaraisuusraja kuvaa kuten nykyisinkin sitä vakavaraisuuspääoman määrää, joka työeläkelaitoksella tulee olla vakuutus- ja sijoitusriskejä varten. Vakavaraisuusraja on sitä suurempi, mitä riskillisempiä sijoituksia työeläkelaitoksella on. Kun vakavaraisuuspääomaa on tämän rajan mukainen määrä, on eläkelaitoksen vastuuvetä tai eläkevastuu katettu suurella todennäköisyydellä myös vuoden kuluttua. Toisin sanoen vakavaraisuuspääomaa katsotaan olevan riittävästi työeläkelaitoksen riskejä varten yhden vuoden aikajänteellä.

4.2.3 Uusi vakavaraisuusmalli

Uuden vakavaraisuusmallin pääpiirteet on kuvattu edellä. Seuraavassa käydään läpi tarkemmin mallin yksityiskohtia.

Uudessa kehikossa lasketaan kullekin mallissa huomioitavalle riskille riskiarvo. Työeläkelaitoksen vakavaraisuuspääoman tarpeesta kertoo kaikkien riskiluokkien yli laskettu vakavaraisuusraja. Riskien yhtäaikaisten toteutumisen mahdollisuus huomioidaan korrelaatioiden avulla ja riskit yhdistämällä saadaan työeläkelaitoksen vakavaraisuuspääomavaade eli vakavaraisuusraja selville.

Uuteen malliin valikoitui kaikille työeläkelaitoksille olennaisina riskeinä yhdeksän eri riskilajia: osake-, korko-, luottomarginaali-, kiinteistö-, valuutta-, hyödyke-, tuottovaade-, vakuutus- ja jäännösriskit. Näihin riskiluokkiin kuulumattomia riskejä tarkastellaan muut riskit-luokassa. Lisäksi keskittymä- ja vastapuoliriski huomioidaan mallissa erikseen. Riskiluokat on kuvattu seuraavassa taulukossa.

| Riskiluokan numero | riskiluokan nimi | riskiluokan kuvaus |
|--------------------|-------------------------|---|
| 1 | Osakeriski 1 | ETA-maat ja Sveitsi, noteeratut osakkeet |
| 2 | Osakeriski 2 | Yhdysvallat ja Kanada, noteeratut osakkeet |
| 3 | Osakeriski 3 | Muut kehittyneet valtiot, noteeratut osakkeet |
| 4 | Osakeriski 4 | Kehittyvät valtiot, noteeratut osakkeet |
| 5 | Osakeriski 5 | Noteeraamattomat osakkeet ja pääomarahastot |
| 6 | Korkoriski | |
| 7 | Luottomarginaaliriski 1 | AAA-AA- valtioiden joukkovelkakirjat |
| 8 | Luottomarginaaliriski 2 | AAA-AA- muut joukkovelkakirjat |
| 9 | Luottomarginaaliriski 3 | A+ - BBB- joukkovelkakirjat |
| 10 | Luottomarginaaliriski 4 | BB+ tai alle joukkovelkakirjat |
| 11 | Kiinteistöriski 1 | Asuinkiinteistöt ja rakentamattomat kiinteistöt |
| 12 | Kiinteistöriski 2 | Kaupalliset ja muut kiinteistöt |
| 13 | Valuuttariski | |

| | |
|----|------------------|
| 14 | Hyödykeriski |
| 15 | Tuottovaaderiski |
| 16 | Vakuutusriski |
| 17 | Jäännösriski |
| 18 | Muut riskit |

Osakeriskiä varten laskettava riskiarvo

Osakeriskin vakavaraisuusvaatimus koskee kaikkia oman pääoman ehtoisia instrumentteja. Tällaisia ovat ainakin noteeratut ja noteeraamattomat osakkeet sekä osakejohdannaiset (esimerkiksi futuurit ja optiot). Osakeriskillä tarkoitetaan riskiä siitä, että osakkeen arvon aleneminen aiheuttaa työeläkelaitokselle sijoitustappioita.

Osakeriskin laskenta on jaettu viiteen eri luokkaan: ETA-maat ja Sveitsi, Yhdysvallat ja Kanada, muut kehittyneet valtiot, kehittyvät valtiot sekä noteeraamattomat osakkeet ja pääomarahastot. Neljä ensimmäistä luokkaa sisältävät säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena oleviin osakkeisiin liittyvän riskin. Luokat on muodostettu maantieteellisen jaottelun perusteella sen mukaan, missä valtiossa osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena. Viides luokka sisältää muihin osakkeisiin liittyvän riskin eli noteeraamattomiin osakkeisiin liittyvän riskin sekä osuuksiin ja muihin osakesijoituksiin vastaaviin oman pääoman ehtoisiin sijoituksiin liittyvän riskin.

Osakeriskin riskiarvo eli kuinka paljon pääomaa tulisi olla osaketappioita varten, saadaan laskettua osakeluokittain kertomalla keskenään osake-erien euromäärä ja osakeriskin tappio-olettama. Tästä saadaan tuloksena osakeriskin liittyvän tappion määrä, joka on samalla myös tarvittava vakavaraisuuspääoman määrä ennen hajautushyödyn huomiointia.

Osakeriskin tappio-olettaman määrä on kiinteä prosenttiluku kullekin osakeriskiluokalle. Tappio-olettama on arvioitu historiassa toteutuneiden tietojen perusteella tilastotieteellisillä menetelmillä.

Jos työeläkelaitoksella on suorien osakesijoitusten lisäksi osakejohdannaisia, nämä huomioidaan laskennassa vähentämällä riskiarvosta johdannaisten arvojen muutokset tappio-olettaman toteutuessa. Johdannaiset ovat sijoituksia, joiden arvo riippuu jonkin toisen arvopaperin tai suureen (niin sanotun kohde-etuuden) arvosta. Johdannaisten huomiointi voi joko kasvattaa tai pienentää riskiarvoa. Jos osakeriskiä vastaan suojaudutaan sellaisella johdannaissijoituksella, joka ei anna täyttä suojaa osakeriskiltä, esimerkiksi johdannaisten kohde-etuus poikkeaa suojattavan osakesalkun jakaumasta, aiheutuu tästä niin sanottua basis-riskiä. Basis-riski huomioidaan vakavaraisuusrajan laskennassa osakeriskin osalta lisäämällä osakeriskin riskiarvoon basis-riskin osuus.

Osakeriskin laskennassa otetaan huomioon myös keskittymäriski eli tilanne, jossa työeläkelaitos sijoittaa tiettyyn yksittäiseen osakesijoitukseen enemmän kuin tietyn suhteellisen osuuden koko osakesijoituksiensa määrästä. Keskittymänä pidetään tässä yksittäisen sijoituksen osalta määrää, jolla kyseisen sijoituksen arvo ylittää neljä prosenttia koko osakesijoitusten määrästä. Tällä rajoituksella pyritään ottamaan huomioon riskikeskittymästä aiheutuva kohonnut riski.

Tämä huomioidaan laskennassa siten, että ylitys nostaa osakeriskin tappio-olettaman määrää eli lisää vakavaraisuuspääoman tarvetta.

Korkoriskiä varten laskettava riskiarvo

Korkoriskin vakavaraisuusvaatimus kuvaa sijoitusomaisuuden arvonlaskua markkinoiden yleisen riskittömän korkotason noustessa. Korkoriskin vakavaraisuusvaatimus koskee kaikkia korkoherkkiä instrumentteja, kuten vieraan pääoman ehtoisia rahoitusvälineitä, sijoituslainoja ja korkoherkkiä johdannaissopimuksia.

Korkoriskin riskiarvo eli kuinka paljon vakavaraisuuspääomaa tulisi olla korkoriskiä varten, saadaan laskettua kertomalla keskenään tappio-olettaman sattuessa arvoaan menettävien korkosijoitusten ja arvoaan kasvattavien korkosijoitusten erotus korkoriskin tappio-olettaman määrällä. Korkoriskin tappio-olettamassa huomioidaan sijoituksen duraatio eli sijoituksen kesto. Työeläkelaitos laskee korkoriskin tappio-olettaman määrän huomioiden korkosijoitustensa duraation. Korkoriskin tappio-olettaman vakio-osa on korkotason nousua kuvaava kiinteä prosenttiluku ja tämän lisäksi huomioidaan duraation vaikutus. Tappio-olettaman vakio-osa on arvioitu historiassa toteutuneiden tietojen perusteella tilastotieteellisillä menetelmillä.

Jos työeläkelaitoksella on suorien korkosijoitusten lisäksi johdannaissijoituksia, nämä huomioidaan laskennassa vähentämällä riskiarvosta johdannaisten arvojen muutokset tappio-olettaman toteutuessa. Johdannaiset vastaavat riskiltään velalla rahoitettuja suoria sijoituksia ja siten kaikkiin johdannaisiin liittyy korkoriskiä niiden kohde-etuudesta riippumatta. Johdannaisten huomiointi voi joko kasvattaa tai pienentää riskiarvoa.

Luottomarginaaliriskiä varten laskettava riskiarvo

Luottomarginaaliriskin vakavaraisuusvaatimus koskee kaikkia luottoriskillisiä instrumentteja. Tällaisia ovat esimerkiksi valtioiden ja yritysten joukkovelkakirjalainat, sijoituslainat ja luottoriskijohdannaiset. Luottomarginaaliriskillä tarkoitetaan riskiä siitä, että korkomarginaalin nousu aiheuttaa sijoitustappioita. Korkomarginaali tarkoittaa riskillisten korkojen eroa riskittömään korkoon.

Luottomarginaaliriskin eli spreadriskin laskenta on jaettu neljään eri luottoluokkaan velan, velallisen tai takaajan luottoluokituksen ja velkakirjan liikkeellelaskijan mukaan. Mikäli edellä velalla on parempi luottoluokitus kuin velallisella tai takaajalla, velan luottoluokitus ratkaisee riskiä luokiteltaessa. Mikäli velalla ei ole luottoluokitusta, mutta takaajalla on parempi luottoluokitus kuin velallisella, takaajan luottoluokitus ratkaisee riskiä luokiteltaessa. Luokat ovat AAA-AA- valtioiden joukkovelkakirjat, AAA-AA- muut joukkovelkakirjalainat, A+–BBB- joukkovelkakirjalainat ja BB+ tai alle joukkovelkakirjalainat.

Luottomarginaaliriskin riskiarvo eli kuinka paljon vakavaraisuuspääomaa tulisi olla luottomarginaaliriskiä varten, lasketaan samalla periaatteella kuin korkoriskin kohdallakin. Luottomarginaaliriskin riskiarvo saadaan laskettua kertomalla keskenään tappio-olettaman sattuessa arvoaan menettävien käteissijoitusten ja arvoaan kasvattavien käteissijoitusten erotus luottomarginaaliriskin tappio-olettaman määrällä. Luottomarginaaliriskin tappio-olettamassa huomioidaan sijoituksen duraatio eli sijoituksen kesto. Työeläkelaitos laskee korkoriskin tappio-olettaman määrän huomioiden korkosijoitustensa duraation. Luottomarginaaliriskin tappio-olettaman vakio-osa on kiinteä prosenttiluku kullekin luottoluokalle ja tämän lisäksi huomioi-

daan duraation vaikutus. Tappio-olettaman vakio-osat on arvioitu historiassa toteutuneiden tietojen perusteella tilastotieteellisillä menetelmillä. Luottomarginaaliriskin tappio-olettaman vakio-osat vaihtelevat eri luottoluokkien välillä.

Sijoituslainat ja TyEL-takaisinlainat käsitellään seuraavasti. Lainoihin kohdistetaan korko- ja luottomarginaaliriski, joten laskenta tehdään kuten luottoriskillisen joukkovelkakirjan tapauksessa. Vakuudelliset lainat rinnastetaan edellä esitetyistä neljästä luottoluokasta luottoluokkaan 2, vakuudettomat lainat luottoluokkaan 3 ja pääomalainat luottoluokkaan 4.

Jos työeläkelaitoksella on luottomarginaaliriskiä sisältävien sijoitusten lisäksi luottomarginaaliriskijohdannaisia, nämä huomioidaan laskennassa vähentämällä riskiarvosta johdannaisten arvojen muutokset tappio-olettaman toteutuessa. Johdannaisten huomiointi voi joko kasvattaa tai pienentää riskiarvoa.

Kiinteistöriskiä varten laskettava riskiarvo

Kiinteistöriskin vakavaraisuusvaatimus koskee kaikkia kiinteistösijoituksia. Tällaisia ovat esimerkiksi suorat asuin- ja liikekiinteistöt ja rakentamattomat kiinteistöt. Markkinanoteeratut kiinteistörahastot käsitellään osakkeina. Kiinteistöriskillä tarkoitetaan riskiä kiinteistön arvon alentumisesta.

Kiinteistöriskin laskenta on jaettu kahteen eri luokkaan, joista ensimmäiseen kuuluvat asuin-kiinteistöt ja rakentamattomat kiinteistöt ja toiseen kaupalliset kiinteistöt.

Kiinteistöriskin riskiarvo eli kuinka paljon vakavaraisuuspääomaa tulisi olla kiinteistöriskiä varten, saadaan laskettua kiinteistöluokittain kertomalla keskenään kiinteistösijoitusten euromäärä ja kiinteistöriskin tappio-olettama. Kiinteistöriskin tappio-olettaman määrä on kiinteä prosenttiluku molemmille luokille. Tappio-olettamat on arvioitu historiassa toteutuneiden tietojen perusteella tilastotieteellisillä menetelmillä.

Jos työeläkelaitoksella on kiinteistöriskiä sisältävien sijoitusten lisäksi kiinteistöjohdannaisia, nämä huomioidaan laskennassa vähentämällä riskiarvosta johdannaisten arvojen muutokset tappio-olettaman toteutuessa. Johdannaisten huomiointi voi joko kasvattaa tai pienentää riskiarvoa.

Valuuttakurssiriskiä varten laskettava riskiarvo

Valuuttakurssiriskin vakavaraisuusvaatimus koskee kaikkia valuuttakurssiriskiä sisältäviä sijoituksia, esimerkiksi kaikki muut kuin euromääräiset sijoitukset ja johdannaissopimukset, joiden arvoon valuuttakurssiriskin tappio-olettama vaikuttaa. Valuuttariski tarkoittaa muun valuutan heikentymistä euroa vastaan.

Valuuttariskiluokkia on vain yksi valuuttariskin vähäisen merkityksen vuoksi. Näin myös laskenta on helpompi toteuttaa käytännössä.

Valuuttakurssiriskin riskiarvo eli kuinka paljon vakavaraisuuspääomaa tulisi olla valuuttakurssiriskiä varten, saadaan laskettua kertomalla keskenään valuuttamääräisten sijoitusten euromäärä ja valuuttakurssiriskin tappio-olettama. Sijoitukset netotetaan valuutoittain eli lasketaan valuutoittain tappio-olettaman sattuessa arvoaan menettävien valuuttamääräisten sijoitusten ja

arvoaan kasvattavien valuuttamääräisten sijoitusten erotus. Valuuttojen välistä netotusta ei voi tehdä. Valuuttamääräisten sijoitusten tai valuuttajohdannaisten laskennassa otetaan huomioon näiden arvon muutokset euron arvon muuttuessa.

Muiden valuuttojen kuin euron väliset ostot ja myynnit huomioidaan vakavaraisuuslaskennassa yllä olevaan tapaan ottamalla huomioon sekä valuutan heikkeneminen että vahvistuminen. Tappio-olettamat lasketaan euromääräisiksi laskentahetken kurssilla.

Valuuttakurssiriskin tappio-olettaman määrä on kiinteä prosenttiluku. Tappio-olettama on arvioitu historiassa toteutuneiden tietojen perusteella tilastotieteellisillä menetelmillä.

Hyödykeriskiä varten laskettava riskiarvo

Hyödykeriskin vakavaraisuusvaatimus koskee kaikkia hyödykkeiden hintoihin reagoivia sijoituksia. Tällaisia ovat esimerkiksi fyysiset hyödykkeet (mm. kulta, öljy), hyödykejohdannaiset ja päästöoikeudet. Hyödykeriskillä tarkoitetaan riskiä hyödykkeen arvon alenemisesta aiheutuvista sijoitustappioista.

Hyödykeriskin riskiarvo eli kuinka paljon vakavaraisuuspääomaa tulisi olla hyödykeriskiä varten, saadaan laskettua kertomalla keskenään hyödykesijoitusten euromäärä ja hyödykeriskin tappio-olettama. Suorat hyödykesijoitukset lasketaan yhteen ja lasketaan tälle riskiarvo edellä kuvatusti. Jos hyödykesijoituksen arvo nousee tappio-olettaman sattuessa tai on kyse hyödykejohdannaisista, hyödykeriskiluokka jaetaan kolmeen alaluokkaan: energia, arvometallit ja muut hyödykkeet. Laskenta näiden osalta tehdään valuuttakurssiriskin laskennan tapaan. Alaluokkien välistä netotusta ei voi tehdä.

Hyödykeriskin tappio-olettaman määrä on kiinteä prosenttiluku. Tappio-olettama on arvioitu historiassa toteutuneiden tietojen perusteella tilastotieteellisillä menetelmillä.

Tuottovaadetta ja vakuutusriskiä varten laskettava riskiarvo

Vakuutusriskillä tarkoitetaan etukäteen asetetun vakuutusmaksun riittämättömyyttä työeläkelaitoksen vastuulle tulevaa rahastoitua eläkemenoa varten. Koska rahastointia tehdään varsinaisesti vanhuus- ja työkyvyttömyyseläkkeitä varten, kohdistetaan vakuutusriskin tappio-olettama vanhuus- ja työkyvyttömyyseläkevastuille.

Vakuutusriskin riskiarvo eli kuinka paljon vakavaraisuuspääomaa tulisi olla vakuutusriskiä varten, saadaan laskettua kertomalla keskenään vanhuus- ja työkyvyttömyyseläkevastuiden yhteismäärä ja vakuutusriskin tappio-olettama. Vakuutusriskin tappio-olettamassa on huomioitu myös maksutappioriskin mahdollisuus eli jos työeläkelaitoksella jää saamatta työeläkevakuutusmaksuja, jotka kirjataan maksutappioiksi.

Vakuutusriskin tappio-olettama on kiinteä prosenttiluku, joka on arvioitu aiemmin toteutuneista tiedoista.

Tuottovaaderiski tarkoittaa sitä, että työeläkelaitos ei saa sijoituksilleen tuottovaatimuksen edellyttämää tuottoa. Vastuuvelan tuottovaade lasketaan rahastokoron, täydennyskertoimen ja osaketuottokertoimen kymmenesosan summana. Täydennyskerroin määräytyy työeläkelaitos-

ten keskimääräisen vakavaraisuuden perusteella ja osaketuottokerroin työeläkelaitosten keskimääräisten osaketuottojen perusteella.

Tuottovaateen riskiarvo eli kuinka paljon vakavaraisuuspääomaa tulisi olla tuottovaaderiskiä varten, saadaan laskettua kertomalla keskenään vanhuus- ja työkyvyttömyyseläkevastuiden, tasausvastuun ja osaketuottosidonnaisen lisävakuutusvastuun yhteismäärä ja tuottovaateen tappio-olettama.

Tuottovaateen tappio-olettama määräytyy siten, että rahastokorkoon lisätään tappio-olettamatilanteessa puoleen pienentyneen täydennyskertoimen arvo. Tästä vähennetään vielä kymmenesosa keskimääräisestä osakeriskin tappio-olettamasta lisättyä prosenttiyksiköllä.

Sijoitusrahastoihin liittyviä riskejä varten laskettava riskiarvo

Työeläkelaitokset sijoittavat varojaan erityyppisiin sijoitusrahastoihin, joista osa on sijoitusrahastolaissa tai vastaavassa muun valtion lainsäädännössä tarkoitettuja sijoitusrahastoja ja osa vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa tarkoitettuja vaihtoehtorahastoja tai vastaavassa muun valtion lainsäädännössä tarkoitettuja sijoitusrahastoja. Sijoitusrahastoja koskevassa sopimusdokumentaatioissa määritellään yleensä kunkin sijoitusrahaston sijoituskohteet sekä se, miten yksityiskohtaisesti ja millä aikavälillä sijoitusrahasto raportoi sijoittajille sijoituskohteistaan. Raportointi voi tapahtua esimerkiksi päivittäin tai neljännesvuosittain rahastosta riippuen.

Sijoitusrahastojen riskiarvot lasketaan, kuten muidenkin sijoitusten, riskiluokissa tarkoitetuille riskeille altistuvien määrien perusteella, mikäli ne ovat tiedossa. Tieto voi perustua joko sijoitusrahaston ja sijoittajien välisiin sopimusjärjestelyihin tai rahaston raportoihin tietoihin. Sijoitusrahastoa voidaan vakavaraisuuslaskennassa kohdella yhtenä kokonaisuutena tai jaettuna useaan osakokonaisuuteen. Sijoitusta voidaan käsitellä yhtenä kokonaisuutena, mikäli siihen kohdistuu yhden riskiluokan riski kokonaisuudessaan. Jos kiinteistörahasto-osuus on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla, siihen kohdistuu ensisijaisesti osakeriski.

Sijoitusrahastosijoitusten osalta laskelmassa otetaan huomioon velkaosuus, joka määräytyy sijoitusrahastoon kohdistuvan velan ja varojen suhteena. Yksittäisen sijoitusrahastosijoituksen osalta käytetään samaa velkaosuutta sen kaikkien riskiluokkakohtaisten riskiarvojen ja odotettujen tuottojen laskennassa.

Hedge-rahastoiksi kutsutut vaihtoehtoiset sijoitusrahastot ovat sijoitusrahastoja, jotka pyrkivät markkinatilanteesta riippumatta kasvattamaan arvoaan. Hedge-rahastojen ajantasaiset riskiarvot ovat vaikeasti saatavilla, joten niitä ei voida pääsääntöisesti käsitellä kuten muita sijoitusrahastoja. Osa hedge-rahastoista ei raportoi altistumiaan, ja toiset hedge-rahastot käyttävät erilaisia sijoitusstrategioita, joissa riskit vaihtelevat suuresti eikä niiden ja sijoittajien välisistä sopimusjärjestelyistä siten myöskään aina käy ilmi, mihin rahasto sijoittaa. Tällaiset rahastot voidaan jakaa niiden sijoitustyylin perusteella viiteen eri sijoitusluokkaan, joiden altistumat eri riskiluokille annetaan asetuksella. Kullekin rahastolle lasketaan riskiarvo kunkin luokan sijoitusmäärän ja riskin perusteella riskiluokittain. Näin lasketut riskiarvot lisätään kuhunkin jo edellä määritellyn riskiluokan riskiarvoon eli esimerkiksi osakeriskiluokan riskiarvoon lisätään hedge-rahastoista osakkeiden osuus. Hedge-rahastoindeksien sijoitustyylikohtaisia riskejä ei aikasarja-analyysissä kuitenkaan pystytä kokonaisuudessaan selittämään uuteen vakavaraisuusmalliin valituilla riskiluokilla. Tästä syystä, käytettäessä jonkin rahaston kohdalla edellä

mainittua luokittelumenettelyä, kohdistetaan asetuksella annettava osuus tällaisen rahaston kokonaisriskistä lisäksi erityiseen jäännösriskiluokkaan.

Muita riskejä varten laskettava riskiarvo

Jos työeläkelaitoksen sijoituksiin liittyy vielä muita olennaisia riskejä kuin edellä on kuvattu, työeläkelaitoksen tulee huomioida tällaisen riskin riskiarvo Muut riskit-luokassa. Muihin sijoitusriskeihin ei voi lukea sellaisia riskejä, jotka otetaan huomioon jo muissa riskiluokissa. Esimerkkejä Muut riskit –kohdassa huomioitavista sijoituksista ovat esimerkiksi volatilititeetti-, korrelaatio- ja sääjohdannaiset.

Riskiarvo näiden riskiarvojen osalta lasketaan työeläkelaitoksen itse laatimalla laskentamenetelmällä ja arvioimilla parametreilla. Riskiarvon laskennassa riskitekijää stressataan epäedulliseen suuntaan samalla turvaavuustasolla kuin jolla lain vakavaraisuuspääomavaade on määriteltä ja lasketaan tämän stressitilanteen vaikutus sijoitusten arvoihin. Stressitilanteen aiheuttama arvostustappio on kyseisen riskilajin riskiarvo ja se yhdistetään muuhun vakavaraisuuspääomavaateeseen. Finanssivalvonta antaa tarkemmat määräykset laskentamenetelmään liittyvistä periaatteista ja siihen liittyvästä raportoinnista.

Johdannaissopimukset

Johdannaisiin kohdistuu tyypillisesti useamman kuin yhden riskiluokan mukainen riski. Lisäksi johdannaisista optiot eroavat muista sijoituksista siinä, että niiden käyvät arvot ovat tyypillisesti voimakkaan epälineaarisia kohde-etuutensa arvonmuutosten suhteen.

Johdannaissopimusten riskiluokkakohtaiset riskiarvot lasketaan vähentämällä johdannaissopimuksen markkina-arvosta johdannaissopimuksen arvo kyseessä olevalle riskiluokalle määritellyn tappio-olettaman jälkeen. Jos johdannaissopimus on optio, sen kohde-etuuden riskiluokan riskiarvoa laskettaessa otetaan optioiden epälineaarisuudesta johtuen huomioon aika, jolloin optio eräännyy.

Johdannaissopimusten riskiluokkakohtaiset riskiarvot voidaan laskea niin sanotun täyden arvostuksen (full valuation) laskentamenetelmän sijaan johdannaissopimusten delta-vastarvoja käyttämällä, jos menetelmän käyttö ei kokonaisuus huomioon ottaen aliarvioi johdannaissopimuksiin sisältyviä riskejä.

Sijoituksiin sisältyvän velkaosuuden huomiointi

Sijoituksiin liittyvä velkaosuus otettaisiin huomioon sijoitusten riskiarvojen laskennassa sellaisissa eläkelaitoksen sijoituksissa, jotka käyttävät velanottoa oman pääoman tuoton kasvatamiseen.. Tällaisessa tapauksessa riskien, joille velkavipua käyttänyt sijoitus on altistunut, tappio-olettamia korotetaan. Velkavipun takia siis vakavaraisuusraja kasvaa.

Keskittymä- ja vastapuoliriskin huomiointi

Osakeriskin riskiarvon laskennassa huomioidaan keskittymäriski siten, että jos työeläkelaitoksen yhteen osakesijoitukseen on sijoitettu enemmän kuin 4 % koko osakesijoitusten määrästä, seuraa tästä korotus osakeriskin riskiarvoon aiemmin kuvatun mukaisesti.

Edellä mainitun lisäksi vakavaraisuuspääomavaadetta korotetaan, jos työeläkelaitoksen sijoitukset yhteen yhteisöön ylittävät 5 % kaikista sijoituksista tai sijoitukset yhteen kiinteistöön ylittävät 5 % kaikista sijoituksista. Jos kiinteistössä on vuokralaisena vähintään viisi toisistaan riippumatonta vastapuolta, edellä mainittu prosenttimäärä on 10 % kaikista sijoituksista. Jos työeläkelaitos ylittää nämä rajat sijoituksissaan, lisätään vakavaraisuusrajaan 15 % edellä mainittujen rajojen ylityksestä. Jos työeläkelaitoksen sijoitus yhteen yhteisöön tai kiinteistöön tai saman tahon takaamiin velkasitoumuksiin ylittää 15 % kaikista sijoituksista, lisätään 15 % ylittävä osa sijoituksia vakavaraisuusrajaan kokonaisuudessaan.

Riskien yhdistäminen vakavaraisuuspääomavaateeksi eli vakavaraisuusrajaksi

Riskien välinen riippuvuus

Edellä on kuvattu riskiluokittain riskiarvojen laskemista. Jotta riskiarvot voitaisiin yhdistää vakavaraisuuspääomavaatimukseksi eli vakavaraisuusrajaksi, tulee määritellä riskien välinen riippuvuus eli se, missä määrin riskit voivat toteutua yhtäaikaaisesti. Koska vakavaraisuusmallissa huomioidut eri riskit toteutuvat harvoin täysin yhtäaikaistena, sijoitusten hajauttaminen eri riskejä sisältäviin kohteisiin tuo työeläkelaitokselle hajautushyötyä, joka näkyy vakavaraisuusrajaa pienentävänä tekijänä. Hajautushyöty huomioidaan vakavaraisuusrajan laskennassa ns. korrelaatiokertoimilla.

Korrelaatiokertoimet määritellään taulukkona siten, että taulukossa esitetään kaikkien riskiluokkien väliset korrelaatiokertoimet. Tämä tarkoittaa uuden vakavaraisuuskehikon tapauksessa 18x18-kokoista taulukkoa. Yksi korrelaatiokerroin kuvaa kahden eri riskiluokan riippuvuutta. Kunkin korrelaatiokertoimen arvo on välillä $-1 - +1$. Jos kaksi riskiä todennäköisesti toteutuu yhtä aikaa, korrelaatiokertoimen arvo on lähellä arvoa $+1$. Jos riskien toteutuminen yhtä aikaa on epätodennäköistä, korrelaatiokertoimen arvo on lähellä nollaa. Sijoitusriskien tapauksessa korrelaatiokerroin kuvaa sijoitusten arvojen muutosta toistensa suhteen. Mitä lähempänä arvoa $+1$ korrelaatiokerroin on, sitä samansuuntaisemmin sijoitusten arvojen muutokset todennäköisesti liikkuvat. Vastaavasti negatiivinen korrelaatiokerroin kertoo siitä, että sijoitusten arvojen muutokset ovat todennäköisesti erisuuntaisia. Korrelaatiokertoimien avulla vakavaraisuuslaskentaan saadaan esitettyä hajautushyödyn vaikutukset.

Korrelaatiokertoimet on määritetty tilastotieteen menetelmillä tutkimalla pitkiä, useamman kymmenen vuoden mittaisia aikasarjoja ja laskemalla näille aineistoille eri riskien väliset korrelaatiokertoimet. Korrelaatiokertoimia on arvioitu monella eri menetelmällä. Saadut korrelaatiokertoimet huomioidaan vakavaraisuusrajan laskennassa.

Esimerkiksi eri osakeriskiluokkien korrelaatiot toistensa kanssa ovat lähellä arvoa $+1$. Tämä kertoo siitä, että todennäköisyys on suuri sille, että eri osakeriskiluokkien tappiot realisoituvat yhtä aikaa, toisin sanoen eri osakemarkkinat liikkuvat keskenään samansuuntaisesti. Toisaalta korrelaatiokertoimet, jotka ovat selkeästi alle arvon $+1$, tuovat vakavaraisuusmalliin huomattavaa hajautushyötyä eli vakavaraisuusraja alenee.

Tuotto-odotusten huomiointi

Riskiarvojen yhdistämisessä huomioidaan myös sijoitusten tuotto-odotukset eli tuotto, joka kustakin riskiluokasta keskimäärin odotetaan saatavan. Tätä varten kullekin riskiluokalle lasketaan odotettu tuotto. Odotettu tuotto saadaan kertomalla sijoituksen määrä tuoton odotusar-

volla kaikille riskiluokille altistuneille sijoituksille ja laskemalla nämä riskiluokkakohtaiset tulokset yhteen. Jos sijoitukseen kohdistuu velkaosuutta, se huomioidaan tuotto-odotuksessa lisäämällä tuotto-odotusta keskimääräisen korkotuoton ylittävällä tuotolla.

Kunkin riskiluokan tuoton odotusarvo on määritetty tilastotieteen menetelmillä tutkimalla pitkiä, useamman kymmenen vuoden mittaisia aikasarjoja. Odotusarvot perustuvat siis historiaassa toteutuneisiin tietoihin.

4.2.4 Uuden vakavaraisuusmallin parametrit

Edellä kuvatun uuden vakavaraisuusmallin mukaista vakavaraisuusrajan laskentaa varten arvioitiin useilla tilastotieteellisillä menetelmillä historiaan perustuvan aineiston valossa joukko parametreja. Kalibrointityössä mitoitettiin pääasiassa eri riskien tappio-olettamat, odotetut tuotot sekä eri riskiluokkien väliset korrelaatiokertoimet. Tämän lisäksi arvioitiin muutamia muita vakavaraisuusmallin vaatimia parametreja. Laskentatyö tehtiin erillisessä työryhmässä. Työryhmä on tehnyt kalibrointityöstä raportin, joka esitetään tämän raportin liitteenä 8. Raportissa esitetään myös työn lopputuloksena saadut parametrien arvot.

Parametrien mitoituksessa oletettiin turvaavuustasoksi 97,5 prosentin todennäköisyys. Jos turvaavuustasona olisi jokin muu, myös parametrien lukuarvot muuttuisivat.

4.2.5 Uuden vakavaraisuusmallin arviointi

Uutta vakavaraisuusmallia on arvioitu myös teoreettisesta näkökulmasta. Arvio pyydettiin professori Luis Alvarezilta. Arvion mukaan uusi vakavaraisuusmalli on parannus nykymallista ja se on linjassa perinteisen rahoitusteoreettisen mallinnuksen kanssa, vaikkakin joitakin yksinkertaisuuksia ja oletuksia on jouduttu tekemään, jotta mallista saadaan käytännössä toimiva ja yksinkertainen. Malli on kuitenkin linjassa yleisesti käytössä olevien vakavaraisuusmallien kanssa.

Yksinkertaistusten vuoksi malli saattaa joiltain osin yli- tai aliarvioida todellisia riskejä. Tehdyn arvion mukaan esimerkiksi uuden vakavaraisuusmallin parametrien laskenta saattaa teoreettiselta pohjalta olla riskejä aliarvioiva. Valitulla turvaavuustasolla (97,5 %) tämä yksinkertaistus ei kuitenkaan vielä aiheuta merkittävää aliarviointia, joten ei ole tarvetta monimutkaisemmille malleille.

Arviossa oli kiinnitetty huomiota myös melko karkeaan riskiluokkajakoon kiinteistö- ja osakeriskien kohdalla. Karkeudestaan huolimatta uutta mallia voidaan pitää parannuksena nykymalliin.

Arvio uudesta vakavaraisuusmallista on raportin liitteenä (liite 2).

4.3 Vaikutukset

Edellä kuvattu uusi vakavaraisuusmalli tuottaa nykyistä vakavaraisuusrajaa muistuttavan vakavaraisuusrajan. Vakavaraisuusraja kertoo sen vakavaraisuuspääoman määrän, joka suurella todennäköisyydellä (97,5 %) riittää kattamaan työeläkelaitoksen toimintaan liittyvät olennaiset riskit. Tarkemmin sanottuna nykymallin mukainen vakavaraisuusraja kertoo, kuinka paljon

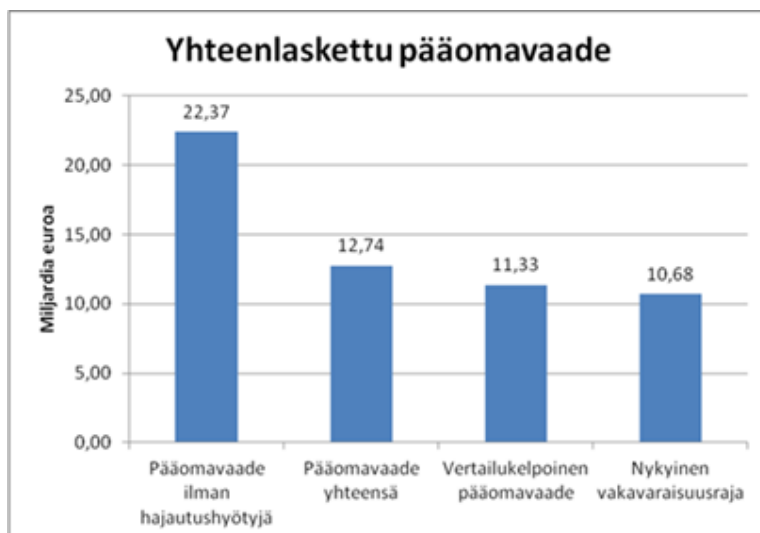
vakavaraisuuspääomaa tulisi olla, jotta työeläkelaitoksen sijoitusten jakaumasta riippuvan, valittua todennäköisyyttä vastaavan tappioriskin toteutuessa salkun käypä arvo päätyisi vastuvelan suuruiseksi. Uuden mallin mukainen vakavaraisuusraja kertoo sen, kuinka paljon sijoitusten arvo enintään putoaisi valitulla todennäköisyydellä seuraavan vuoden aikana mallin oletuksilla.

Uutta vakavaraisuusmallia kehitettäessä on tehty neljä vaikuttavuusharjoitusta, joissa työeläkelaitokset ovat käytännössä testanneet uutta mallia. Laskentaharjoitusten yhteydessä on karotettu sekä mallin toimivuutta että vaikutuksia vakavaraisuusrajiin ja sijoitustoimintaan.

4.3.1 Vaikutukset vakavaraisuusrajaan ja muihin tunnuslukuihin

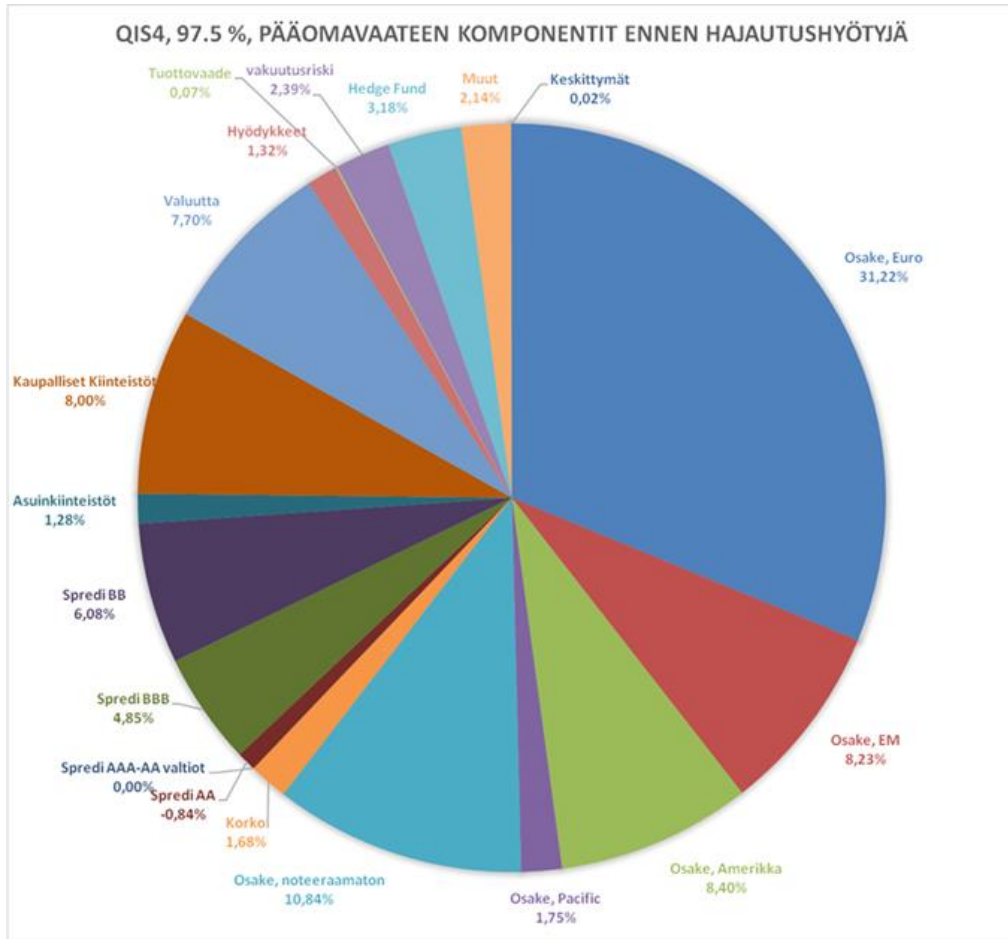
Uusi vakavaraisuusraja lasketaan koko sijoitusomaisuudesta poislukien tuottovaateen ja vakuutusriskin laskenta, jotka suhteutetaan vastuuvelkaan. Uusi vakavaraisuusraja saadaan vakavaraisuusrajan kaavasta suoraan euromääräisenä lukuna. Nykyisin vakavaraisuusrajan kaava tuottaa prosenttiluvun, jolla kerrotaan vastuuvelka ja tuloksena saadaan vakavaraisuusraja euroina. Se, että nykyisessä laskennassa pohjalukuna on vastuuvelka ja uudessa vakavaraisuusrajan laskennassa sijoitusomaisuuden määrä, tuo uuteen vakavaraisuusrajaan korotusta viimeisimmän vaikuttavuusharjoituksen mukaan keskimäärin noin 13 %. Tämä keskimäärin 13 %:n korotus ei siis tarkoita tiukentunutta vakavaraisuussäätelyä tai eläkelaitosten riskinkantokyvyn heikkenemistä vaan sitä, että laskentatapa on muuttunut vastuvelan kautta laskennasta sijoitusomaisuuden määrän kautta laskentaan. Raja tarkoittaa siis eri asiaa kuin nykyisin. Loput noin 6 prosenttiyksikköä johtuu uuden vakavaraisuusmallin nykyisestä poikkeavista parametreista; uusi raja nousee ja laskee osakemarkkinoiden mukana nopeammin kuin nykyinen. Oltaessa kurssilaskun seurauksena matalammassa osakepainossa, kulkee vakavaraisuusraja keskimäärin nykyistä vakavaraisuuslakia vastaavalla tasolla. Vakavaraisuusrajan laskentatekniikan muuttuminen ei siten vaikuta eläkelaitosten riskinottokykyyn, vaikka vaikuttavuusharjoituksissa vakavaraisuusrajat näennäisesti nousivatkin. Kuitenkin työeläkelaitoskohtaiset muutokset voivat olla hyvin erisuuruisia.

Alla olevassa kuvassa on viimeisimmän vaikuttavuusharjoituksen mukainen eläkelaitosten yhteenlaskettu vakavaraisuusraja euroina. Jos uudessa vakavaraisuusrajassa otetaan huomioon yllä kuvattu laskentatavan muutos, voidaan uutta vakavaraisuusrajaa verrata nykyiseen vakavaraisuusrajaan. Kuvassa on esitetty myös tämä vertailukelpoinen uusi vakavaraisuusraja. Kuvaan on piirretty myös nykyinen eläkelaitosten yhteenlaskettu vakavaraisuusraja euroina.



Lähde: STM, Fiva

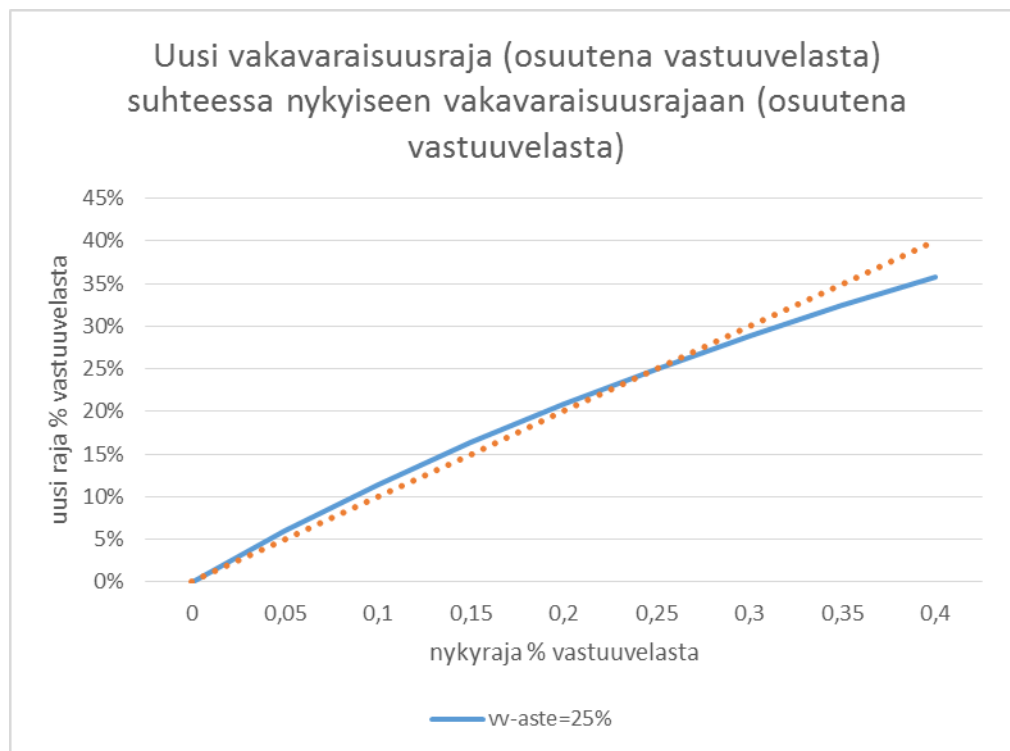
Seuraavassa kuvassa on esitetty viimeisimmän vaikuttavuusharjoituksen mukaiset riskiluokit-
taiset pääomavaateet. Näissä luvuissa ei ole huomioitu hajautushyötyä, joten luvuista yhteen-
laskemalla ei saada vakavaraisuuspääomavaadetta eli vakavaraisuusrajaa.



Lähde: STM, Fiva

Nykymallin mukainen vakavaraisuusraja kertoo, kuinka paljon vakavaraisuuspääomaa tulisi olla, jotta työeläkelaitoksen sijoitusten jakaumasta riippuvan tappioriskin toteutuessa salkun käypä arvo päättyisi vastuuvelan suuruiseksi tietyllä todennäköisyydellä. Uuden mallin mukainen vakavaraisuusraja kertoo sen, kuinka paljon sijoitusten arvo enintään putoaisi valitulla todennäköisyydellä seuraavan vuoden aikana mallin oletuksilla. Näistä seuraa se, että kun eläkelaitoksella on sijoitusomaisuutta täsmälleen vastuuvelan ja vakavaraisuusrajan yhteismäärän verran, nykyinen ja uusi vakavaraisuusraja tarkoittavat samaa ja antavat saman tuloksen. Eläkelaitoksen vakavaraisuuspääoman määrän ollessa vakavaraisuusrajansa suurempi, on vakavaraisuusraja uudessa vakavaraisuusmallissa suurempi luku sekä euromääräisenä että vastuuvelkaan suhteutettuna kuin nykylaissa. Vastaavasti jos eläkelaitos on vakavaraisuusrajansa alapuolella, on uusi vakavaraisuusraja pienempi luku sekä euromääräisenä että vastuuvelkaan suhteutettuna kuin nykylain mukainen. Näin siis kun lähdetään siitä olettamasta, että laskennassa huomioitavat riskit on uudessa laissa kalibroitu samalle luottamustasolle, aikavä-

lille ja ylipäättään samansuuruisiksi kuin nykyllaissa. Alla olevassa kuvassa on havainnollistettu asiaa esimerkkieläkelaitoksella, jonka vakavaraisuusaste eli vakavaraisuuspääoma suhteessa vastuuelkaan on 25 %. Kuvassa oleva katkoviiva kuvaa tilannetta, jossa uusi vakavaraisuusraja ja nykyinen vakavaraisuusraja olisivat olleet samat.



Lähde: Tela

Vakavaraisuusrajan dynamiikan osalta olennaista on, että uuden vakavaraisuusmallin mukainen vakavaraisuusraja laskee osakkeiden markkina-arvon pudotessa nopeammin kuin nykyllä mukainen vakavaraisuusraja. Tämä johtuu erityisesti uuden vakavaraisuusmallin nykyistä korkeammiksi kalibroituista kehittyneiden osakemarkkinoiden riskeistä. Vastaavasti uudessa vakavaraisuusmallissa riskiluokkien väliset korrelaatiot, erityisesti osakkeiden ja korkojen sekä osakkeiden ja kiinteistöjen välillä, on kalibroitu nykyistä matalammiksi, mikä laskee pääomavaadetta. Eläkelaitoksen voi olettaa joutuvan vakavaraisuusrajalle tyypillisesti silloin, kun osakemarkkinat laskevat, minkä seurauksena eläkelaitoksen osakepaino alenee ja vakavaraisuusaste heikkenee. Tällöin alkavat uuden vakavaraisuusmallin matalammat korrelaatiot dominoida mallin korkeampia osakeriskiparametreja, kun uutta mallia verrataan nykyllä.

Vakavaraisuusrajan käyttäytymistä eri sijoitusallokaatioilla on myös tutkittu. Nykymallin ja uuden vakavaraisuusmallin tuottamaa vakavaraisuusrajaa on vertailtu siltä osin kuin se on ollut mahdollista. Pääsääntöisesti mallit käyttäytyvät samansuuntaisesti. Jos työeläkelaitoksen sijoitussalkun osakepaino on matala tai korkea verrattuna keskimääräiseen, uusi malli tuottaa matalamman vakavaraisuusrajan kuin nykymalli. Näin käy myös silloin, jos työeläkelaitoksen vakavaraisuus on matala. Keskimääräisillä eli eläkevakuuttajalle tavanomaisemmalla osakepainoilla uusi malli tuottaa korkeamman vakavaraisuusrajan kuin nykymalli. Uusi malli tuottaa myös matalamman vakavaraisuusrajan kuin nykymalli eri korkosijoitusten osuuksilla työeläkelaitoksella, jolla on matala vakavaraisuus.

Vakavaraisuusrajan käyttäytyminen huonossa markkinatilanteessa on samansuuntaista molemmilla malleilla. Jos huonossa markkinatilanteessa osakkeiden tuotot alenevat, aiheuttaa se voimakkaan alenemisen sekä nykymallin että uuden mallin mukaisessa vakavaraisuusrajassa. Uuden mallin mukainen vakavaraisuusraja alenee kuitenkin voimakkaammin. Eri sijoitusallokaatioiden vaikutuksia vakavaraisuusrajaan on kuvattu tarkemmin raportin liitteessä 3.

Työeläkelaitoksen, jolla on nykyisen vakavaraisuussäätelyn mukaan hyvä vakavaraisuusasema eli runsaasti vakavaraisuuspääomaa vakavaraisuusrajaan nähden, vakavaraisuusasemaa kuvaava luku pienenee hieman uudistuksessa. Toisaalta työeläkelaitoksen ollessa vakavaraisuusrajan tuntumassa nykymalli ja uusi malli tuottavat samantasoisien vakavaraisuusrajan, joten mallin muutoksella ei ole siinä tapauksessa merkitystä eläkelaitoksen toimintamahdollisuuksien kannalta.

Laskentatavan muutos aiheuttaa myös sen, että vakavaraisuusraja muuttuu myös omaisuuden määrän muuttuessa. Nykymallissa vakavaraisuusraja määritellään vastuuvelan avulla. Uudessa mallissa tappio-olettamat kohdistetaan koko sijoitusomaisuuteen. Tällöin omaisuuden kasvassa sekä vakavaraisuuspääoma että vakavaraisuusraja kasvavat, joten muutokset vakavaraisuusasemaan ovat hitaampia.

4.3.2 Vaikutukset työeläkelaitosten sijoitustoimintaan

Uuden vakavaraisuusmallin vaikutukset työeläkelaitosten sijoitustoimintaan ovat arvioiden mukaan keskimäärin vähäisiä. Koska työeläkelaitoksilla on hyvä vakavaraisuustilanne ja tällöin vakavaraisuusvaatimukset eivät ohjaa sijoituspäätöksiä vaan työeläkelaitosten oma riskienhallinta, ei uuden mallin käyttöönotto tuo suuria allokaatiomuutoksia. Huonommassa vakavaraisuustilanteessa vakavaraisuusvaatimuksilla voi olla suurempaa vaikutusta sijoituspäätöksiin. Työeläkelaitosten välillä on kuitenkin eroja, joten sijoitusallokaatioita voidaan joissain tapauksissa joutua muuttamaan merkittävästikin, vaikka keskimäärin uusi malli ei aiheuttaisikaan suuria muutoksia. Uuden mallin käyttöönotolle varataan riittävästi aikaa. Näin jokaiselle työeläkelaitokselle jää aikaa tarvittaessa sopeuttaa oma sijoitustoimintansa uutta mallia varten.

Vaikka uuden vakavaraisuusmallin vaikutukset työeläkelaitosten sijoitustoimintaan ovat keskimäärin vähäisiä, yksittäisen työeläkelaitoksen kohdalla uudistus voi aiheuttaa muutoksia sijoitusallokaatioon. Alla on esitetty joitakin huomioita mahdollisista vaikutuksista.

Joidenkin työeläkelaitosten arvioiden mukaan se, että uudessa vakavaraisuusmallissa on vain yksi valuuttariskiluokka, tekee valuuttasijoitusten käsittelystä epäedullisen. Toisaalta yhden riskiluokan käyttö nähdään myös hyvänä yksinkertaistuksena.

Osa työeläkelaitoksista arvioi, että kiinteistösijoituksissa voi tulla jonkinlaista ohjausvaikutusta noteeraamattomista sijoituksista noteerattuihin sijoituksiin uuden vakavaraisuusmallin parametransoinnin takia. Osa työeläkelaitoksista ei kuitenkaan arvioinut tällaisia vaikutuksia.

Suomeen sijoittamiseen ei uuden vakavaraisuusmallin ja sen parametrien arvioida vaikuttavan.

5 MUUT SELVITETTÄVÄT ASIAT

5.1 KONTRASYKLISYYDEN PARANTAMINEN

Toimeksianto

Vakavaraisuustyöryhmän asettamispäätöksen mukaan vakavaraisuussäätelyn laajan uudistamisen (III-vaihe) yhteydessä tulee arvioida, voiko vakavaraisuusmekanismiin lisätä rahoitusmarkkinoiden syklejä vaimentavia elementtejä. Toimeksianto perustuu vakavaraisuussäätelyn uudistamista selvittäneen asiantuntijatyöryhmän selvitykseen.

Asiantuntijaryhmän ehdotuksen mukaan uutta vakavaraisuusmekanismia laadittaessa olisi arvioitava se, voisiko vakavaraisuusmekanismiin sisällyttää rahoitusmarkkinoiden sykleistä riippuvia elementtejä niin, että vakavaraisuusvaatimus joustaa alaspäin laskusuhdanteessa ja ylöspäin noususuhdanteessa. Tavoitteena olisi tukea tuottavaa ja turvaavaa sijoitustoimintaa pitkällä ajanjaksolla sijoitusmarkkinoiden syklit huomioon ottaen.

Riskinkantoryhmässä tehdyt selvitykset

Edellä mainittua toimeksiantoa selvitettiin aluksi riskinkantoryhmän alaryhmässä (kontrasyklisyysryhmä). Kontrasyklisyysryhmän tehtävänä oli tutkia nykymalliin sisältyvät kontrasykliset elementit, selvittää muualla käytössä olevia kontrasyklisyys-elementtejä sekä tutkia, voisiko malliin sisällyttää myötäsyklisyyttä vaimentavia elementtejä. Sykleistä riippuvien elementtien lisäämisen tavoitteena on tukea tuottavaa ja turvaavaa sijoitustoimintaa pitkällä ajanjaksolla sijoitusmarkkinoiden syklit huomioiden.

Tarkasteltuaan erilaisia kontrasyklisyys-elementtejä pelkästään sijoitustoiminnan kontrasyklisyyden näkökulmasta, työryhmä piti näistä osaketuottosidonnaisen vastuun osuuden kasvattamista parhaiten myötäsyklisyyttä vähentävänä keinona. Työryhmässä esiintyi kuitenkin erilaisia näkemyksiä tarkasteltaessa osaketuottosidonnaisen vastuun osuuden kasvattamista hajautetun työeläkejärjestelmän kokonaisuudessa.

Kontrasyklisyysryhmän saatua työnsä päätökseen, riskinkantoryhmässä päätettiin selvittää osaketuottosidonnaisen vastuun osuuden kasvattamista kontrasyklisenä elementtinä edelleen tekemällä simulaatiolaskelmia osaketuottosidonnaisuuden lisäämisen vaikutuksista.

Tässä muistiossa käsitellään vakavaraisuusmekanismiin sisältyvän osaketuottosidonnaisuuden kasvattamista kontrasyklisenä elementtinä. Muistio perustuu edellä mainittuihin taustaselvityksiin ja laskelmiin sekä muihin riskinkantoryhmässä esitettyihin näkemyksiin.

Kontrasyklisyyden käsitteestä

Myötäsyklisyys on rahoitusmarkkinoilla taloudellisten syklien myötä tapahtuvien heilahtelujen vaikutuksen voimistumiselle annettu nimitys. Työeläkejärjestelmän vakavaraisuusmekanismiin osalta tällä tarkoitetaan sitä, miten suoraan sijoitusmarkkinoiden heilahtelut vaikuttavat eläkelaitoksen vakavaraisuuteen, tarkemmin sanottuna vakavaraisuusrajaan ja sitä kautta sijoitussalkun rakenteeseen. Kontrasyklisyys on myötäsyklisyyden vastakohta. Käytännössä kontrasyklisyydellä tarkoitetaan myötäsyklisyyden vähentämistä. Työeläkejärjestelmän vakavarai-

suusmekanismeissa tällä tarkoitetaan elementtejä, jotka edesauttavat sekä riskinkantoa hintojen laskusta huolimatta että hillitsevät järjestelmän tavoitteisiin nähden liiallista riskinottoa hintojen noustessa.

Hyvin säädeltyinä kontrasyklisyys vakavaraisuusmekanismeissa parantaa eläkelaitosten riskinkantokykyä ja siten odotettuja tuotteita. Äärimmillen vietyä kontrasyklinen vakavaraisuuskehikko kasvattaisi vaaraa sellaisesta sijoitustoiminnan epäonnistumisesta, joka johtaisi kestämättömän suuriin maksunkorotuksiin. Vakavaraisuussäätelyllä tulisi varmistaa tasapaino tuoton ja turvaavuuden välillä.

Rahoituslaitosten ja monien rahoitusmarkkinoilla toimivien sijoittajien käyttäytyminen on lähtökohtaisesti myötäsyklisiä. Sijoittajat, joilla on riskipitoisia sijoitusmarkkinavälineitä kuten osakkeita, tarvitsevat keinoja, joilla välttään omaisuuden myymiseltä ja tappioiden realisoinnista tilanteessa, jossa osakkeiden arvo laskee. Myötäsyklisyyden vähentämiseksi tulisi siis pyrkiä vaikuttamaan eläkesijoittajien käyttäytymiseen.

OLV:n taustaa

Osaketuottosidonnainen lisävakuutusvastuu (OLV) otettiin käyttöön vuoden 2007 alussa voimaan tulleen sijoitus- ja vakavaraisuusudistuksen yhteydessä. OLV:n vuotuinen muutos riippuu työeläkelaitosten osakesijoitusten keskimääräisestä toteutuneesta vuosituotosta. Vastuuvelka joustaa siis osittain osaketuottojen mukaan eikä eläkelaitoksilta vaadita tältä osin osakeriskin mukaista vakavaraisuuspääomaa. Riski on siirretty tältä osin järjestelmälle. OLV:n käyttöönottoa perusteltiin lain esitöissä (HE 77/2006) sillä, että tuolloin voimassa olleen vakavaraisuussäännösten puitteissa eläkeyhtiöillä ei ollut riittäviä mahdollisuuksia tavoitella suurempia sijoitustuottoja kasvattamalla sijoitusriskiä. Osakesijoituksista katsottiin voitavan sekä historian että teorian perusteella saatavan parempaa tuottoa kuin vähemmän riskillisistä sijoituskohteista. Tavoitteena oli eläkelaitosten riskinottokyvyn lisääminen, sitä kautta parempien tuottojen saavuttaminen ja työeläkevakuutusmaksun nousupaineen hillitseminen. OLV:n käyttöönottoa ei tuolloin varsinaisesti perusteltu kontrasyklisyydellä.

Osakesijoitusten osuutta kokonaissijoituksista haluttiin nostaa noin kymmenellä prosenttiyksiköllä silloisesta noin 25 prosentista 35 prosenttiin vuosien 2007 - 2012 kuluessa. Hallituksen esityksen mukaan saatujen kokemusten myötä tämän jälkeen osakesijoitusten osuutta voitaisiin mahdollisesti nostaa vielä jonkin verran korkeammalle.

OLV oli tarkoitus ottaa käyttöön asteittain viiden vuoden kuluessa vuoden 2007 alusta lukien. OLV:n vuotuinen muutos oli tarkoitus laskea vuosittain kasvavan prosenttiosuuden (OLV-prosentti), eläkelaitosten keskimääräisen osaketuottoasteen ja vastuuelan tulona. Vuoden 2007 alussa OLV oli nolla ja vuonna 2007 OLV-prosentti oli kaksi. Tarkoitus oli, että vuonna 2008 OLV-prosentti olisi ollut neljä, vuonna 2009 kuusi jne. Vuodesta 2011 alkaen OLV-prosentti olisi 10 prosenttia vastuuelasta. Käyttöönottoa kuitenkin aikaistettiin finanssikriisin vuoksi. Vuoden 2008 alusta voimaan tullee määräaikaissäätelyllä OLV-prosentti nostettiin 10 prosenttiin vastuuelasta jo vuodesta 2008 alkaen.

Määräaikaislain tarkoituksena oli työeläkelaitosten vakavaraisuuden vahvistaminen siten, ettei eläkelaitosten tarvitse myydä mm. suomalaisia osakeomistuksiaan epäedullisessa markkinatilanteessa. Koska finanssikriisin myötä osakekurssit olivat laskeneet, OLV:n korotus pienensi vastuuelkaa ja leikkasi toimintapääoman vähenemistä ja näin ollen paransi vakavaraisuutta.

Asiantuntijatyöryhmän jälkikäteisarvion mukaan määräaikalaki kokonaisuudessaan toimi kontrasyklisesti ja mahdollisti yksityisten alojen työeläkelaitosten hankkivan sijoitusomaisuutta tilanteessa, jossa kyseisten omaisuuserien arvostus oli suhdannevaihtelusta johtuen poikkeuksellisen matalalla.

Määräaikalain voimassaolon päättymisen jälkeen saatettiin voimaan vakavaraisuusuudistuksen II vaihe, jossa työeläkelaitosten riskinkantokykyä pyrittiin vahvistamaan puskureiden käytön tehostamisella ja eräillä toimintapääomaerillä. Lisäksi lakiin otettiin erilliset säännökset poikkeuksellisten tilanteiden hallintaan. Viimeksi mainitulla muutoksella varaudutaan ennalta tuleviin finanssimarkkinoiden laaja-mittaisiin ja nopeasti kehittyviin muutoksiin.

OLV nykykäytännössä

Kukin eläkelaitos vastaa TyEL:n mukaisen eläkkeen ja kuntoutusrahan siitä osasta, joka on rahastoitu kyseiseen eläkelaitokseen. Rahastoiduista eläkkeen osista muodostuvaa vastuuta kutsutaan työeläkevakuutusyhtiöillä ja eläkekassoilla vastuuvelaksi ja eläkesäätioilla eläkevastuuksi (myöhemmin vastuovelka). OLV on vastuuvelkaan kuuluva eläkelaitoksen vastuuvelkaa pienentävä tai kasvattava erä. Se on yksityisalojen eläkelaitosten osakeriskiä puskuroiva erä, josta säädetään työntekijän eläkelain (395/2005, TyEL) 168 §:n 2 ja 3 momentissa ja 171 §:n 2 momentissa.

OLV:n vuotuinen muutos riippuu työeläkelaitosten osakesijoitusten keskimääräisestä toteutuneesta vuosituotosta. Osakekurssien laskiessa OLV pienenee ja vähentää siten vastuuvelkaa. OLV voi olla myös negatiivinen. Osakekurssien noustessa vaikutus on päinvastainen eli OLV ja vastuuvelka kasvavat. OLV voi vähentää vastuuvelan määrää enintään kymmenen prosenttia ja lisätä sitä enintään viisi prosenttia. Eläkelaitokset tasaavat vuosittain osaketuottosidonaisen puskurirahaston siten, että puskurirahasto suhteessa eläkelaitoksen vastuuvelkaan on samansuuruinen kaikilla laitoksilla.

OLV:n vuotuinen muutos vaikuttaa eläkelaitosten rahastosiirtovelvoitteeseen. Rahastosiirtovelvoite kuvaa eläkelaitosten sijoituksille asetettua tuottovaatimusta. Se koostuu rahastokorosta (käytetään myöhemmin nimeä diskonttokorko), täydennyskertoimesta sekä osaketuottokertoimesta. Laskuperusteissa määrättyllä diskonttokorolla tulevat eläkelaitoksen vastuulla olevat eläkesuoritukset diskontataan nykyhetkeen. Rahastot kasvavat vuosittain diskonttokoron verran automaattisesti. Lisäksi diskonttokoron ylittäviä sijoitustuottoja ohjataan rahastoihin korottamalla vanhuuseläkkeiden rahastoituja osia.

Se määrä, jonka eläkelaitos on velvollinen siirtämään diskonttokoron lisäksi rahastoihin, määräytyy eläkevastuun täydennyskertoimen ja osaketuottokertoimen perusteella. Täydennyskerrointa vastaava tuotto ohjautuu vanhuuseläkkeiden rahastoitujen osien kasvattamiseen suoraan, kun taas osaketuottokerrointa vastaavan tuoton kymmenesosa ohjautuu OLV:een ja sieltä edelleen pitkällä aikavälillä vanhuuseläkkeiden rahastoitujen osien kasvattamiseen. Osaketuottojen jäädessä odotettua pienemmiksi ei eläkkeiden rahastointia voida kasvattaa oletetusti.

OLV:n ylärajan ylittyessä varoja ohjataan vanhuuseläkkeiden rahastoitujen osien kasvattamiseen. OLV:n yläraja on 5 prosenttia vakavaraisuuslaskennassa käytettävästä vastuuvelasta. Jos raja ylittyy, sen ylittävät varat siirretään yksilötason vanhuuseläkevastuuseen kasvattamalla rahastoituja eläkkeenosia.

OLV:n alaraja on -10 prosenttia vakavaraisuuslaskennassa käytettävästä vastuuvelasta. Jos tämä raja alittuu, alite täydennetään purkamalla vakavaraisuuspääomaa osittamattomasta lisävakuutusvastuusta ja eläkesäätiöillä ja -kassoilla lisävakuutusvastuusta.

Vastuuvelan määrä vaikuttaa vakavaraisuusrajaan, joten OLV:lla on vaikutusta eläkelaitosten vakavaraisuuteen. Kun osaketuotot ovat hyviä, OLV ja sitä myötä myös vastuovelka kasvaa ja vakavaraisuusvaatimukset kasvavat. Huonot osaketuotot taas pienentävät OLV:a ja vastuuvellkaa ja vakavaraisuusvaatimukset alenevat. OLV siis voimistaa vakavaraisuusvaatimuksen kasvua noususuhdanteessa ja alentumista laskusuhdanteessa. OLV antaa mahdollisuuksia sijoittaa pitkäjänteisesti tilanteessa, jossa osakkeiden hinnat laskevat.

Osaketuottokerroin määräytyy TyEL-toimintaa harjoittavien eläkelaitosten ja Merimieseläkekassan noteerattujen osakesijoitusten painotetun keskimääräisen tuoton perusteella. Kerrointa laskettaessa otetaan huomioon vain OECD/ETA-alueen pörssiessä noteeratut osakkeet (luokka IV.1) ja yksittäisen eläkelaitoksen painoarvo on rajoitettu enintään 15 prosenttiin. Osakesidonnaisesta keskituotosta vähennetään vuosittain yksi prosenttiyksikkö, jotta rahastoitujen eläkkeiden korotukset ja vastuuvelan kasvu eivät ajan kuluessa johda vakavaraisuusasteen liialliseen alenemiseen. Yksittäisen eläkelaitoksen riskiksi jää osaketuottosidonnaisuutta vastaavalta osalta vain poikkeamariski eli osaketuoton poikkeaminen keskimääräisestä ja osakepainon poikkeaminen keskimääräisestä.

Osaketuottosidonnaisuuden nostamisen vaikutukset

Kontrasyklisyys

Riskinkantoryhmässä laskelmia osaketuottosidonnaisuudesta tehtiin kolmella eri vaihtoehdolla:

- i. Nykyinen malli
- ii. Osaketuottosidonnaisuus 20 % vuodesta 2017 alkaen
- iii. Osaketuottosidonnaisuus 20 % vuodesta 2017 alkaen ja perustekorkoon lisätään vakio . (Perustekorko on 20 prosenttia TyEL-eläkelaitosten ja Merimieseläkekassan tietyn rajoituksen lasketusta ja eläkevastuilla painotetusta keskimääräisestä vakavaraisuudesta.)

Osaketuottosidonnaisuuden asteen nostaminen mahdollistaa suuremman osakepainon. Mitä suurempia osaketuottojen odotetaan olevan, sitä myönteisemmän tuloksen laskelmat tuottavat. Osakkeisiin liittyy kuitenkin suuremman tuoton lisäksi suurempi riski. Tämän vuoksi laskelmassa III osaketuottosidonnaisuuden asteen lisäksi muutetaan perustekorona ja täydennyskerroimen määräytymistä, jolloin varat siirtyisivät hieman nopeammin vakavaraisuuspääomista vanhuuseläkevastuisiin. Tarkoituksena on tällä tavalla rajoittaa osakkeisiin liittyvän lisäriskin ottamista. Samalla se tarkoittaa eläkelaitoskohtaisen konkurssiriskin kasvamista.

Riskinkantoryhmän toimeksiannon kannalta merkittävin asia on tutkia vaihtoehtojen kontrasyklisyyttä. Yleisesti tuottovaateen osittaista osaketuottosidonnaisuutta pidetään kontrasyklisenä, koska tuottovaade reagoi lähes viipeettömästi muutoksiin osaketuotoissa.

Kontrasyklisyysryhmän muistion mukaan olvin osuuden kasvattaminen lyhentäisi sitä viivettä, jolla vastuuvelan tuottovaade mukautuu eläkelaitosten sijoitustuottoihin. Tämä vähentäisi

pitkäjänteisen sijoitustoiminnan kannalta haitallista yhteyttä toteutuneiden tuottojen ja riskinkantokyvyn välillä ja näin myös myötäsyylistä käyttäytymistä.

Tehtyjen laskemien ja riskinkantoryhmässä esitettyjen näkemysten perusteella osaketuottosidonnaisuus tuo järjestelmään kontrasyklisyyttä heikossa markkinatilanteessa. Osaketuottosidonnaisuuden aste luo kannusteen olla alentamatta osakepainoa alle tämän ns. kannusterajan. Tästä voi olla etua tilanteessa, jossa markkinatilanteen heikkeneminen vaatisi eläkelaitoksia myymään osakkeita vakavaraisuusasteen parantamiseksi. Osaketuottosidonnaisuus tuo siis järjestelmään kontrasyklisyyttä, koska se lieventää myymisen tarvetta ja antaa mahdollisuuden pitää osakepositiosta kiinni heikommassa markkinatilanteessa, jolloin sijoituksen hinta on alhainen ja tuotto-odotus korkea. Keskeisin tekijä toiminnan myötä- tai kontrasyklisyydelle on kuitenkin eläkelaitoksen valitsema sijoitusstrategia.

Huonojen tuottojen realisoituessa täydennyskertoimen kautta tehtävä rahastotäydennys jää pienemmäksi, jolloin joudutaan perimään suurempaa maksua tulevina vuosina.

Huomionarvoista on, että edellä mainittu kannusterajan kontrasyklinen piirre edellyttää yleensä melko suurta markkinahäiriötä. Jos osakkeiden hintojen vaihtelu ei ole suurta, osaketuottosidonnaisuuden edut kontrasyklisyyden lisääjänä ovat melko rajalliset. Osaketuottosidonnaisuuteen ei näytä laskelmien perusteella liittyvän myöskään piirteitä, jotka selkeästi kannustaisivat rajoittamaan riskinottoa noususuhdanteessa.

Tehdyissä vaihtoehtoisissa laskelmissa II ja III osaketuottosidonnaisuuden astetta nostetaan 20 %:iin. Tämän voidaan ajatella lisäävän kontrasyklisyyttä, koska kannusteraja nousee aiempaa korkeammalle. Toisaalta vaihtoehdossa II osakepaino nousee myös, joten kannusteraja on lähes yhtä kaukana eläkelaitoksen osakepainosta kuin nykymallissa. Kontrasyklisyys lisääntyy malliin I (nykymalli) nähden vain vähän.

Vaihtoehdossa III pyritään neutraloimaan muutoin lisääntyvä riskinottokyky ja suurempi osakepaino korottamalla täydennyskerrointa. Tämä näyttäisi lisäävän kontrasyklisyyttä malliin II nähden, mutta vain marginaalisesti.

Osa vaikutuksista johtunee siitä, että laskelmissa täydennyskertoimen kaavaa on muutettu.

Muut vaikutukset

Vaihtoehtoisia malleja tutkittiin myös muista näkökulmista. Vastauksia pyrittiin löytämään seuraaviin kysymyksiin:

- a) Vaikuttaako malli sijoitusjakaumaan? Lisääntykö osakkeiden määrä ja kuinka paljon?
- b) Miten malli vaikuttaa pitkän aikavälin tuottoihin?
- c) Mitkä vaikutukset mallilla on eläkemaksuun pitkällä aikavälillä?
- d) Miten malli vaikuttaa eläkelaitosten vakavaraisuuksiin?
- e) Vaikuttaako malli riskitasoon, kun mittarina on konkurssiriski?
- f) Miten malli vaikuttaa eläkerahastoihin?
- g) Miten malli vaikuttaa OLV:n kehittymiseen?

Seuraavaan taulukkoon on koottu vastauksia selvitettäviin asioihin ETK:n laskelmien perusteella, kun mallien II ja III vaikutuksia verrataan malliin I (nykymalli).

| Asia | Malli II | Malli III |
|------|---|---|
| a) | Osakeallokatio kasvaa n. 7 %-yksikköä. | Osakeallokatio kasvaa n. 4 %-yksikköä |
| b) | Tuotto kasvaa keskimäärin 0,11 %-yksikköä. | Tuotto kasvaa keskimäärin 0,03 %-yksikköä. |
| c) | Maksu keskimäärin pienenee, vaikutus hitaampaa kuin mallissa III. | Vuoteen 2050 asti maksu keskimäärin pienenee, vaikutus nopeampaa verrattuna malliin II. Laskentajaksolla v. 2099 asti maksu nousee n. v. 2060 korkeammaksi kuin laskelmassa I. |
| d) | Keskimääräinen vakavaraisuusaste laskee n. 1 %-yksikön. | Keskimääräinen vakavaraisuusaste laskee n. 4 %-yksikköä. |
| e) | Järjestelmätasolla laskettu konkurssiriski kasvaa n. 2 %-yksikköä. | Järjestelmätasolla laskettu konkurssiriski kasvaa n. 6 %-yksikköä. |
| f) | TyEL-varat pysyvät keskimäärin ennallaan. Vaihteluväli kasvaa | TyEL-varat keskimäärin pienenevät. |
| g) | Lisää OLV:n vaihtelua. Negatiivisen OLV:n todennäköisyys kasvaa. Ylärajalle päästään nopeammin. | Lisää OLV:n vaihtelua. Negatiivisen OLV:n todennäköisyys kasvaa. Ylärajalle päästään nopeammin. |

Järjestelmätason riskit

Osaketuottosidonnaisuuden nostamiseen liittyen on pohdittu myös sitä, kuinka se vaikuttaisi järjestelmätason riskiin. Osaketuottosidonnaisuuden avulla eläkelaitoksen vakavaraisuuspääomavaatimusta on alennettu ja osakeriskin kantaa tältä osin suoraan eläkejärjestelmä.

Kontrasyklisyysryhmässä osaketuottosidonnaisuuden kasvattamisen vaikutuksista ei ollut yhteistä näkemystä. Osa kontrasyklisyysryhmän jäsenistä oli sitä mieltä, että osaketuottosidonnaisuuden kasvattaminen siten, että järjestelmätasolla sijoitusriski pysyy entisellään, toimisi myös järjestelmän kannalta yleisesti katsottuna eikä se vaikuta siihen, kuka lopulta kantaa järjestelmän sijoitusriskin. Näkemys perustuu siihen, että viime kädessä eläkelaitoksen vastuuvélka ml. osaketuottosidonnainen vastuuvélka ja vakavaraisuuspääoma ovat eläkemaksujen maksajien ja edunsaajien varallisuutta ja nämä varat on käytettävä eläketurvan toteuttamiseen.

Osa kontrasyklisyysryhmän jäsenistä katsoi, että työeläkelaitos ensisijaisesti kantaa itse sijoitusriskin niiden varojen osalta, jotka sille on eläke-etuuksia varten kertynyt. Siten vakavaraisuussäätelyssä ei voida nojautua siihen, että eläkemaksujen maksajat kantavat riskin, jos sijoitustoiminta epäonnistuu. He näkevät, että osaketuottosidonnaisen vastuuvélan osuutta

nostamalla siirretään riskiä yhä enemmän laitoksen vastuulta järjestelmälle eli eläkemaksujen maksajien vastuulle ja tämä tulisi huomioida päätöksiä tehtäessä.

Poikkeamariski

Vuoden 2006 sijoitus selvityksen mukaan OLV:ssä on nähty se vaara, että se voi merkitä eläkelaitosten sijoitusten osittaista samankaltaistumista. Tämä johtuu siitä, että eläkelaitos voi minimoida riskinsä pysyttelemällä mahdollisimman lähellä yhteisen jouston määräävää keskimääräistä sijoitussalkkua. Jos näin on, tämä vähentää jonkin verran työeläkejärjestelmän sijoitustoiminnan hajautusta, mutta muodostaa toisaalta pakotteen tiettyyn riskinottoon ja jättää toimintapääoman käytettäväksi eläkelaitoskohtaisen poikkeamariskin hallintaan. Koska OLV:n muutos määräytyy järjestelmän keskimääräisten osaketuottojen perusteella, yksittäisen yhtiön merkittävä poikkeaminen keskimäärästä alaspäin lisää yhtiön poikkeamariskiä.

OLV:n käyttöönoton jälkeen ei ole kuitenkaan ollut nähtävissä eläkelaitosten sijoitustoiminnan samankaltaistumista. Osaketuottosidonnaisuuden osuuden kasvattaminen lisää poikkeamariskiä ja vakavaraisuuspääomien suuruus puolestaan määrittää eläkelaitoksen mahdollisuudet sijoitustoiminnan erilaistumiseen. Vaikutukset eri vaihtoehtoissa ovat erilaisia. ETK:n laskelmissa ei ole huomioitu poikkeamariskiä.

Myös täydennyskertoimeen liittyy eläkelaitoskohtainen poikkeamariski (vähäisemmällä vakavaraisuudella toimivalle laitokselle täydennyskertoimen saavuttaminen edellyttää jonkin verran korkeampaa sijoitustuottoa).

Riskinkantoryhmän johtopäätökset

Työeläkejärjestelmän vakavaraisuuskehikossa kontrasykliset elementit edesauttavat riskinkantoa hintojen laskusta huolimatta sekä samalla hillitsevät järjestelmän tavoitteisiin nähden liiallista riskinottoa hintojen noustessa. OLV:n etuna voidaan nähdä sen kontrasyklisyys laskusuhdanteessa. OLV antaa mahdollisuuksia pitkäjänteiseen sijoitustoimintaan tilanteessa, jossa osakkeiden hinnat laskevat.

Kuten edellä on selostettu, tuottovaade ja vastuuelka joustavat eläkelaitosten keskimääräisen osaketuoton mukaan. Noususuhdanteessa osaketuottokerroin kasvattaa vastuuelkaa ja laskusuhdanteessa se pienentää sitä. Vastuuelka vaikuttaa vakavaraisuusrajan määrään, joten OLV voimistaa vakavaraisuusvaatimuksen kasvua noususuhdanteessa ja vastaavasti alentumista laskusuhdanteessa. Täysin selvää ei kuitenkaan ole, johtaako tämä ominaisuus käytännössä kontrasykliseen sijoituskäyttäytymiseen. Viime kädessä eläkelaitosten sijoitusstrategian valinnat määrittävät toiminnan myötä- tai kontrasyklisyyden. Simulaatiolaskelmilla ei välttämättä pystytä kuvaamaan todellista sijoituskäyttäytymistä.

Laskelmassa III on tarkoituksena rajoittaa riskinottoa noususuhdanteessa. Tehtyjen laskelmien perusteella ei kuitenkaan voida osoittaa, että osaketuottosidonnaisuuden lisääminen selkeästi kannustaisi rajoittamaan riskinottoa noususuhdanteessa.

5.2 OSAKESIJOITTAMINEN KOTIMAAN MARKKINOILLE

Toimeksianto

Kansallista pääomastrategiaa pohtineen työryhmän maaliskuussa 2012 julkaistu raportti ”Pääomamarkkinat ja kasvu” sisälsi suosituksen koskien eläkelaitosten sijoituksia Suomen osakemarkkinoille. Kyseistä suositusta käsiteltiin riskinkantoryhmässä vakavaraisuuslainsäädännön laajan uudistamisen yhteydessä.

Taustaa

Suomen työeläkejärjestelmä on osittain rahastoiva. Suurin osa eläkemenosta rahoitetaan eläkkeen tullessa maksuun kunakin vuonna perittävillä eläkemaksuilla ja vain loppuosaan karttuneesta eläkemenosta on varauduttu etukäteisrahastoinnilla. Täten Suomen talouden kehittyminen on eläkejärjestelmän kannalta tärkeää. Eläkejärjestelmästä saatava rahoitus ja talouden tarpeet ovat kietoutuneet yhteen aluksi takaisinlainauksen ja myöhemmin 90-luvulla Suomen valtion joukkovelkakirjalainoihin sijoittamisen muodossa.

Yksityisen sektorin eläkelaitokset³ sijoittavat tällä hetkellä noin kolmasosan osakesijoituksiin⁴ Suomeen. Suomen osuus on pysynyt viime vuodet melko vakaana, tosin viime vuonna osuus laski peräti viisi prosenttiyksikköä. Oheisessa taulukossa on aikasarja yksityisten sektorin eläkelaitosten osakesijoituksista vuosilta 2004-2013 (luvut miljardia euroa)⁵.

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Suomi | 6,2 | 7,9 | 9,9 | 11,5 | 6,6 | 9,3 | 13,1 | 10,9 | 11,3 | 13,1 |
| Kaikki | 15,5 | 21,7 | 28,2 | 31,7 | 16,6 | 25,0 | 36,5 | 28,9 | 33,9 | 40,2 |
| Osuus | 40 % | 37 % | 35 % | 36 % | 40 % | 37 % | 36 % | 38 % | 33 % | 33 % |

Yksityisten alojen rahastoidut eläkevarat muodostavat suuren sijoitusmassan, joka oli vuoden 2013 lopussa 105,2 miljardia. Hajautetulla työeläkejärjestelmällä onkin merkittävä vaikutus Suomen pääomamarkkinoiden toimintaan. Sijoittamalla eläkevaroja tuottaviin kohteisiin myös Suomessa työeläkelaitokset tehostavat pääomamarkkinoita, mm. edistämällä yrityssektorin kykyä uusiutua, saada rahoitusta investoinneilleen ja luoda uusia työpaikkoja.

Vuoden 2006 sijoitus selvitys

Suomeen sijoittamista työeläkejärjestelmässä on tutkittu laajasti vuoden 2006 sijoitus selvityksessä⁶. Selvityksen mukaan eläkesijoittajien rooli tulee pysymään jatkossakin merkittävänä kotimaisilla sijoitusmarkkinoilla. Pienillä markkinoilla jää usein katvealueita, joista paikalliset

³ Työeläkevakuutusyhtiöt, eläkesäätiöt ja eläkekassat

⁴ Noteeratut ja noteeraamattomat osakkeet, osakerahastot ja pääomasijoitukset

⁵ Lähde: TELA

⁶ Työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeva selvitys, Työmarkkinoiden keskusjärjestöjen eläkeneuvotteluryhmä (2006)

toimijat, esimerkiksi eläkesijoittajat, voivat hyötyä. Sijoittamisessa suomalaisiin osakkeisiin selvityksessä nousi esiin seuraavia näkökohtia:

1. Paineita kansainväliseen hajauttamiseen osakeriskin suhteen on olemassa. Suomi-riskin osuus on huomattava työeläkesijoittajien salkuissa. Toisaalta suuri osa suomalaisista pörs-siyryksistä harjoittaa liiketoimintaa useassa maassa, joten myös suomalaisten yritysten kautta voi toteuttaa kansainvälistä hajauttamista.
2. Eläkesijoittajat ovat kotimarkkinoiden kokoon nähden suuria. Suomessa on vain rajoite-tusti yrityksiä, joiden osakkeilla käydään merkittävästi kauppaa päivittäin. Selvityksen te-kohetkellä näitä yrityksiä oli kolme, kun kriteerinä käytettiin 10 miljoonan euron position hankkimista viidessä päivässä ilman, että päivävaihdosta ostetaan yli 20 %⁷. Täten suuren position myyminen ilman merkittävää vaikutusta hintaan vaatii ajallista hajautusta.
3. Kotimarkkinoille sijoittamiseen pakottavat säännökset ovat EU:n pääomien vapaan lii-kuvuuden tavoitteen vastaisia. Tältä pohjalta ei ole tarkoituksenmukaista tehdä lainsää-däntöön muutoksia tai edes suosituksia työeläkevarojen sijoittamisesta Suomeen, vaikka se voisikin olla juridisesti mahdollista.
4. Eläkelaitosten sijoituspolitiikan vaikutus työmarkkinoihin ja työllisyyteen on välillistä. Päätös reaali-investoinneista ja työpaikoista tehdään yrityksen sisällä, kun taas sijoittaja päättää mihin yrityksiin rahojaan sijoittaa osakkeita osakeannissa merkittävästi. Selvityk-sessä todetaan myös, että työllisyyden lisäys ei muuta pitkällä aikavälillä järjestelmän ra-hoituksellista tasapainoa, koska kasvanutta palkkasummaa vastaa aikanaan suurempi elä-kemeno.

OECD:n suositukset

OECD antaa suosituksia työeläkejärjestelmien sääntelyn periaatteista. Nykyisen ohjeistuksen⁸ kohdassa 4.12 todetaan, että sijoituskattojen käyttö on mahdollista, jos se on perusteltua järjes-telmän tuottavuuden, turvaavuuden tai likviditeetin näkökulmasta. Sen sijaan sijoituslattiaita ei tulisi käyttää missään sijoituskategoriassa muissa kuin poikkeustapauksissa. Tätä perustel-laan varainhoitajan liikkumavaran tarpeettomalla kaventamisella sekä sillä, että sijoituslattiat saattavat aiheuttaa hintojen keinotekoista nousua.

Pääomamarkkinat ja kasvu -raportti

Kansallista pääomastrategiaa pohtiva työryhmä julkaisi maaliskuussa 2012 raportin Pääoma-markkinat ja kasvu⁹. Työryhmän tehtävänä on ollut kansallisen pääomastrategian valmistelu rahoitusmarkkinoiden kehittämiseksi, yritysten kasvurahoituksen turvaamiseksi, pääoma-markkinoiden sääntelyn selkeyttämiseksi, vakauden ja läpinäkyvyyden lisäämiseksi sekä Suomen kansainvälisen kilpailukykyyn tukemiseksi. Koska eläkelaitokset ovat keskeisiä toimi-joita pääomamarkkinoilla, on niiden roolia pohdittu erikseen. Työryhmän mukaan suosituksel-la 9 pyritään varmistamaan, että merkittävä osa osakesijoituksista kohdistuu Suomeen ”katta-mattoman eläkevastuun riskin hallitsemiseksi”. Eläkelaitosten tulisi etsiä tuottavia, pitkäaikai-

⁷ Nykyisin näitä yrityksiä lienee noin kymmenen.

⁸ OECD Principles of Occupational Pension Regulation: Methodology for Assessment and Implementation (2010)

⁹ Valtiovarainministeriön julkaisuja 10/2012

sia sijoitusmahdollisuuksia Suomessa tuottoja ja hajauttamista kuitenkin vaarantamatta. Suositukseen sisältyy myös, että yksittäisen eläkelaitoksen tulisi kohdistaa vähintään 20 % osakesijoituksistaan Suomen osakemarkkinoille.

Kattamattomalla eläkevastuulla tarkoitetaan tässä yksityisaloilla jakojärjestelmärahoituksella eli TyEL:ssä työeläkemaksun tasaosalla rahoitettavia jo kertyneitä eläkeoikeuksia. Vastuiden osittainen rahastointi on alusta alkaen päätetty yksityisalojen palkansaajien eläkejärjestelmän yhdeksi ominaisuudeksi. Tämän seurauksena on muun muassa se, että rahoitusriski jakautuu työ- ja rahoitusmarkkinoille eikä vain toiselle näistä markkinoista.

Riskinkantoryhmän johtopäätökset

Tilastojen perusteella yksityisten alojen eläkelaitokset ovat viimeisen yhdeksän vuoden ajan kohdistaneet osakesijoituksistaan yli 30 % kotimaisiin osakkeisiin. Työryhmä ei näe tarvetta lisäsääntelylle kotimaisista osakesijoituksista.

5.3 NÄKYVÄ YLIJÄÄMÄ

Toimeksianto

Työryhmän toimeksiannon mukaan työryhmän tuli selvittää mahdollisuudet selkiyttää työeläkevakuutusyhtiöiden omaan pääomaan tehtäviä siirtoja koskevaa sääntelyä. .

Näkyvää ylijäämää koskevat säännökset ja määräykset

Työeläkevakuutusyhtiön tuloslaskelman voitto eli näkyvä ylijäämä määräytyy sosiaali- ja terveystieteiden ministeriön vahvistaman laskuperusteen mukaisesti. Laskuperuste määrittää käytännössä voiton omalle pääomalle lasketun korkotuoton suuruiseksi.

Työeläkeyhtiöllä tulee sitä perustettaessa olla vähintään 5 miljoonaa euroa osakepääomaa tai takuupääomaa ja pohjarahastoa yhteensä (peruspääoma). Työeläkevakuutusyhtiön vähimmäispääomavaatimus on yksi kolmasosa vakavaraisuusrajusta.

Oma pääoma on osa vakavaraisuuspääomaa, mutta se ei kuulu katesääntelyn piiriin, koska se ei ole osa vastuovelkaa.

Työeläkevakuutusyhtiön selvitystilän, purkamisen, vakuutuskannan luovuttamisen tai muun varojen jakamista koskevan järjestelyn yhteydessä työeläkevakuutusyhtiön velat ylittävistä varoista kuuluu osakkeenomistajille tai takuuosuusomistajille osakkeita ja takuuosuuksia vastaava osuus yhtiön omaan pääomaan tehdyistä sijoituksista ja niille lasketusta kohtuullisesta tuotosta. Muu osa velat ylittävistä varoista, arvonkorotusrahoista mukaan lukien, kuuluu vakuutusnottajille osana vakuutuskantaa, johon kuuluvat varat on käytettävä vakuutettujen eläketurvan toteuttamiseen.

Työeläkevakuutusyhtiö ei saa jakaa voittoa, jos sen vakavaraisuuspääoma on pienempi kuin vakavaraisuusraja tai vakavaraisuuspääoma vähennettynä tasoitusmäärällä on pienempi kuin vaadittu vähimmäispääoma tai yhtiö ei täytä vastuuvelan kattamista koskevia vaatimuksia taikka tiedetään tai pitäisi tietää, että yhtiö on maksukyvytön. Voittoa ei myöskään saa jakaa, jos tiedetään tai pitäisi tietää, että voitonjako johtaa siihen, että vakavaraisuuspääoma vähenee edellä mainittuja määriä pienemmäksi tai yhtiöstä tulee maksukyvytön tai vastuuvelan kate ei täytä laissa säädettyjä vaatimuksia.

Työeläkevakuutusyhtiö tarvitsee vapaata pääomaa esimerkiksi voitonjakoon (osingon tai takuupääoman koron maksu), lahjoituksiin ja takuupääoman takaisinmaksamiseen tai omien osakkeiden tai takuuosuusomistajien lunastamiseen.

Konsernin vapaa oma pääoma ei enää nykylainsäädännön mukaan rajoita emoyhtiönä toimivan työeläkevakuutusyhtiön voitonjakoa. Näin ollen, vaikka konsernin vapaa oma olisi negatiivinen, se ei ole enää vuoden 2008 lainmuutosten jälkeen estänyt voitonjakoa. Silti on olemassa tietty riski, että julkisuudessa konsernin vapaan oman pääoman negatiivisuuden tulkittaisiin heijastavan yhtiön huonoa taloudellista tilaa, jolloin siitä voi syntyä imagohaitta työeläkevakuutusyhtiölle.

Konsernitilinpäätöksen tuloksen negatiivisuus johtuu mm. seuraavista seikoista:

- konsernitilinpäätöksessä edellytettävistä kiinteistöjen suunnitelman mukaisista poistoista
- konsernin liikearvon (konserniaktiivan) poistosta
- mahdollisten osakkuusyhtiöiden tappiollisuudesta
- tytäryhtiön myynnistä tietyissä tilanteissa
- emoyhtiön oman pääoman vähäisyydestä, johon ovat vaikuttaneet mm.
 - yhtiö on saattanut maksaa takaisin takuupääomaa
 - yhtiön laskuperusteen mukaisesti määräytynyt voitto on vähäinen suhteessa konsernin kokoonpanoon.

Jotta konsernin vapaa oma pääoma ei menisi negatiiviseksi, tulisi emoyhtiön tuloksen määrittämisessä ottaa huomioon edellä mainitut erät.

Vaikka työeläkeyhtiö näyttäisi suurempaa voittoa, se ei johtaisi omaan pääomaan siirrettyjen varojen jakoon yli yhtiöjärjestyksessä määritellyn kohtuullisen tuoton osakkeenomistajille/takuuosuuksien omistajille. Keskinäisissä työeläkevakuutusyhtiöissä omaan pääomaan sisältyy jo nykyisellään muuta kuin takuuosuuden omistajille kuuluvaa rahaa, esimerkiksi ennen työeläkevakuutusyhtiölain voimaantuloa tehdyt siirrot arvonkorotusrahastoon ja laskuperusteen mukaan määräytyvästä voitosta yhtiöjärjestyksen mukaisen voitonjaon ylittävä määrä. Tilinpäätöksen liitetiedossa esitetään oman pääoman jakautuminen osakkeenomistajien/takuupääoman omistajien osuuteen ja vakuutuksenottajien osuuteen.

Työeläkevakuutusyhtiön tuloslaskelman voitto on verotettavaa tuloa, joten lähtökohtaisesti voiton kasvattaminen kasvattaa verotettavaa tuloa. Käytännössä verosäännökset eivät vastaa kirjanpidon jaksotussäännöksiä kaikilta osin, joten työeläkevakuutusyhtiön verotettava tulos voi poiketa vuosittain paljonkin tuloslaskelman mukaisesta tuloksesta.

Riskinkantoryhmän johtopäätökset

Koska työeläkevaroista vastuuelkaan siirrettävän määrän tulisi muodostua mahdollisimman suureksi, on perusteltua rajoittaa omaan pääomaan siirrettävä määrä vähimpään mahdolliseen. Nykylaista ei ole johdettavissa ehdottomia vaatimuksia tai rajoja ylijäämäsiirron määrälle. Näkyvän ylijäämän määräytyminen olisi siten perusteltua pitää edelleen laskuperusteessa, koska se vaikuttaa vastuuelkaan siirrettävään määrään. Yhtiöiden yhteinen peruste niistä näkyvän ylijäämän eristä, joille on laista johtuva peruste, on voimassa samansisältöisenä kaikilla yhtiöillä ja yhtiö hakee tarpeen mukaan yhtiökohtaisen perusteen, jos yhtiöllä on kertaluontoinen, kirjanpidollisista syistä johtuva tarve siirtää enemmän kuin lain nojalla on perusteltua, esimerkiksi mahdollisuus maksaa takuupääoma pois.

6 LIITTEET

- LIITE 1 Työryhmän kokoonpano
- LIITE 2 Työeläkelaitosten vakavaraisuussäätelyä kehittävän työryhmän suunnitteleman vakavaraisuuslaskentakehikon arviointi (Luis Alvarez)
- LIITE 3 QIS3-mallin mukaisen pääomavaatimuksen käyttäytyminen ja vertailu nykymalliin (Teppo Rakkolainen)
- LIITE 4 Estimointiraportti

Alaryhmien raportit

- LIITE 5 Työeläkelaitosten olennaiset riskit
- LIITE 6 Alaryhmien II ja IV loppuraportti (Vakavaraisuuskehikon laajentaminen ja Solvenssi II -mallin ja muiden riskienhallintamallien tutkiminen)
- LIITE 7 Kontrasyklisyyden lisääminen TyEL-järjestelmässä
- LIITE 8 Johdannaisten ja rahastojen käsittely vakavaraisuuskehikossa

LIITE 1

Riskinkantokyvyn vahvistamista sekä vakavaraisuussääntelyn laajaa uudistamista selvittävän alaryhmän kokoonpano:*Puheenjohtaja:*

Heli Backman, johtaja, sosiaali- ja terveysministeriö

Jäsenet:

Mikko Kuusela, ylimatemaatikko, sosiaali- ja terveysministeriö

Harri Isokorpi, matemaatikko, sosiaali- ja terveysministeriö

Pirjo Moilanen, matemaatikko, sosiaali- ja terveysministeriö

Vesa Hänninen, toimistopäällikkö, Finanssivalvonta

Matti Koivu, toimistopäällikkö, Finanssivalvonta (10.4.2013 saakka)

Mikko Sinersalo, riskiasiantuntija, Finanssivalvonta (11.4.2013 alkaen)

Pentti Tervola, toimitusjohtaja, Eläkesäätiöyhdistys ESY (31.10.2011 saakka)

Pasi Strömberg, toimitusjohtaja, Eläkesäätiöyhdistys ESY (1.11.2011 - 31.8.2013)

Piia Laaksonen, aktuaarijohtaja, Eläkesäätiöyhdistys ESY (1.9.2013 alkaen)

Mikko Karpoja, johtaja, Keskinäinen vakuutusyhtiö Eläke-Fennia/Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo

Timo Mäkelä, johtaja, Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Etera

Hillevi Mannonen, Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen

Hannu Parviainen, aktuaarijohtaja, Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Tapiola (10.4.2013 saakka)

Tuomas Hakkarainen, matemaatikko, LähiTapiola Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö (11.4.2013 - 31.12.2013)

Pasi Mustonen, aktuaarijohtaja, Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma

Nils-Erik Felixsson, johtaja, päämatemaatikko, Eläkevakuutusosakeyhtiö Veritas (31.10.2011 saakka)

Teppo Rakkolainen, finanssimatemaatikko, Eläkevakuutusosakeyhtiö Veritas (1.11.2011 alkaen)

Urpo Hautala, finanssineuvos, valtiovarainministeriö

Olli Koski, elinkeinoasioiden päällikkö, Suomen Ammattiliittojen Keskusjärjestö SAK ry (12.1.2012 alkaen)

Antti Tanskanen, asiantuntija, Elinkeinoelämän keskusliitto (12.1.2012 alkaen)

Sihteerit:

Antero Ranne, matemaatikko, Työeläkevakuuttajat TELA/Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen (15.4.2013 saakka)

Mikko Heikkilä, sijoitusriskien hallintapäällikkö, Työeläkevakuuttajat TELA/Keskinäinen Työeläkevakuutusosakeyhtiö Varma (15.4.2013 saakka)

Reijo Vanne, johtaja, Työeläkevakuuttajat TELA (16.4.2013 alkaen)

Minna Lehmuskero, matemaatikko, Työeläkevakuuttajat TELA (16.4.2013 alkaen)

Inka Hassinen, hallitussihteeri, sosiaali- ja terveysministeriö (23.3.2012 alkaen)