



Turun yliopisto
University of Turku

SUOMALAISTEN TYÖELÄKEVAKUUTUS- YHTIÖIDEN VASTUULLINEN SJOITTAMI- NEN HEDGERAHASTOIHIN

Merkitykset ja tulkinnat

Liiketaloustiede, laskentatoimen ja ra-
hoituksen pro gradu -tutkielma

Laatija:

Juho Taskinen 500337

Ohjaajat:

Prof. Hannu Schadewitz

KTT Vesa Partanen

19.11.2015

Turku



Turun kauppakorkeakoulu • Turku School of Economics

SISÄLLYSLUETTELO

1	JOHDANTO.....	5
1.1	Johdatus aihepiiriin.....	5
1.2	Tutkielman tavoitteet ja rajaukset.....	8
1.3	Metodologiset valinnat ja menetit	8
1.4	Tutkielman kulku.....	12
2	YHTEISKUNTAVASTUU JA VASTUULLINEN SJOITTAMINEN	14
2.1	Yhteiskuntavastuu	14
2.1.1	Yhteiskuntavastuuajattelun ideologiset pääsuuntaukset.....	15
2.1.2	Yhteiskuntavastuun tasot	16
2.1.3	Yhteiskuntavastuun osa-alueet	18
2.1.4	Yhteiskuntavastuun ja vastuullisen sijoittamisen yhteys.....	19
2.2	Vastuullisen sijoittamisen kenttä	20
2.2.1	Eettinen sijoittaminen	21
2.2.2	Yhteiskuntavastuullinen sijoittaminen.....	22
2.2.3	UN PRI:n vastuullinen sijoittaminen	23
2.3	Vastuullisen sijoittamisen käytänteet	26
2.3.1	Vastuullisuusanalyysit sijoituspäätöksenteossa.....	27
2.3.2	Vastuullinen omistajuus.....	29
2.4	Vastuullinen sijoittaminen merkityksen rakentamisen näkökulmasta.....	30
2.4.1	Vastuullisuuden tulkinta	31
2.4.2	Kollektiivinen merkityksen rakentaminen vastuullisuudelle.....	36
2.4.3	Vastuullisuuden merkityksen muuttaminen.....	41
3	TYÖELÄKEVAKUUTUSYHTIÖDEN TOIMINTA JA HEDGERAHASTOT NIIDEN SJOITUSKOHTENA	44
3.1	Työeläkevakuutusyhtiöiden toiminta	44
3.1.1	Työeläkkeiden rahoitus ja sijoitustoiminnan lakisääteiset vastuut ..	45
3.1.2	Sijoituskohteet ja niiden kohdentuminen.....	47
3.2	Hedgerahastojen liiketoimintapuitteet	50
3.2.1	Keskeiset ominaispiirteet	51
3.2.2	Rakenne ja sääntely	54
3.3	Hedgerahastot sijoituskohteena	57
3.3.1	Edut.....	57
3.3.2	Ongelmat ja riskit.....	58
3.3.3	Hedgerahastot työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitussalkuissa	60
3.4	Hedgerahastojen sijoitustoiminnan vastuullisuus.....	62

3.4.1	Vastuullisuus sijoitustekniikoissa	62
3.4.2	Vastuullisuus sijoitusstrategioissa	64
4	EMPIIRINEN TUTKIMUS	67
4.1	Työeläkevakuutusyhtiöiden vastuullisuudelle rakentama merkitys	67
4.1.1	Yhteiskuntavastuu	67
4.1.2	Vastuullinen sijoittaminen	69
4.2	Vastuullisen sijoittamisen merkityksen tulkinta hedgerahastosijoittamisessa	74
4.2.1	Valintavaihe	75
4.2.2	Omistajuvaihe.....	84
4.2.3	Divestointi.....	92
5	YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	95
	LÄHDELUETTELO	103
	LIITTEET	112
	LIITE 1	112

KUVIOLUETTELO

Kuvio 1	Carrollin yhteiskuntavastuun pyramidimalli (Zarbafi 2011, 51).....	17
Kuvio 2	Vastuullisen sijoittamisen kolmpilarimalli (Hyrskke ym. 2012, 24) ..	25
Kuvio 3	Neljä lähestymistapaa vastuulliseen sijoittamiseen (Zarbafi 2011, 48)27	
Kuvio 4	Weickin organisointiprosessi (Weick 1979, 132)	32
Kuvio 5	Kaksoisvuorovaikutus (Zarbafi 2011, 86).....	37
Kuvio 6	Vastuuvelan, vakavaraisuuden ja sijoitusvarallisuuden yhteys.....	46
Kuvio 7	Sijoitusten maantieteellinen kohdentuminen (TELA sijoitusvarojen yhteenveto 2014)	48
Kuvio 8	Havainnekuva hedgerahaston rakenteesta	54
Kuvio 9	Keskimääräiset tuotot sitoutuneelle pääomalle eri omaisuusluokissa (TELA työeläkevakuuttajakohtaiset osavuositiedot 2015)	61

TAULUKKOLUETTELO

Taulukko 1	Haastatteluiden tiedot	10
Taulukko 2	Vastuullisen sijoittamisen käsitteiden yhtäläisyydet ja erot	26
Taulukko 3	Viiden suurimman työeläkevakuutusyhtiön sijoitusten kohdentuminen 31.3.2015 (TELA työeläkevakuuttajakohtaiset osavuositiedot 2015)	49
Taulukko 4	Hedgerahastojen ja perinteisten sijoitusrahastojen keskeisimmät erot (McCrary 2004, 4–5; Mirabile 2013, 11–14).....	53
Taulukko 5	Sijoitusstrategioiden luokittelu (Hedge fund research HFR 2015)	64

1 JOHDANTO

1.1 Johdatus aihepiiriin

Talouslehti Businessweek (Simpson & Westbrook 2014) julkaisi elokuun 2014 lopussa uutisen Caymansaarille rekisteröidyn Och Ziff -nimisen hedgerahaston 115 miljoonan euron arvoisesta sijoituksesta zimbabwelaiseen kaivosyhtiöön. Sijoituksen on väitetty mahdollistaneen diktaattori Robert Mugaben vuoden 2008 presidentinvaalien alla harjoittamat väkivaltaisuuudet, joihin liittyvissä vainoissa tapettiin lähes 200 ihmistä. Tämän lisäksi rahaston väitetään hankkineen lahjuksilla satojen miljoonien eurojen arvoisia osuuksia entisen Libyan diktaattorin Muammar Qaddafin öljyrahastosta. Kolmas rahastoa koskevista syytöksistä liittyy satojen miljoonien eurojen arvoisiin lainoihin Kongolaiselle liikemiehelle, jonka väitetään anastaneen Kongon valtion tuloja lähes 1,1 miljardin euron edestä alihinnoitelluilla sopimuksilla. Vaikka tapaus on vielä Yhdysvaltojen viranomais-ten tutkimusten kohteena, on se aiheuttanut negatiivista julkisuutta rahastoon sijoittaneille suomalaisille työeläkevakuutusyhtiöille. Tapaus on ääriesimerkki siitä, mitä voi tapahtua jos hedgerahaston hallinto- ja sijoitustapaan liittyvät asiat eivät ole kunnossa. Vastuullinen sijoittaminen voi tarjota työeläkevakuutusyhtiöille keinon tämän kaltaisten tapausten välttämiseen ja sitä kautta maineriskien sekä taloudellisten riskien pienentämiseen. Toisaalta sen avulla voidaan myös edistää monenlaista yleistä hyvää.

Lakisääteistä yksityisen sektorin eläketurvaa hoitavat suomalaiset työeläkevakuutusyhtiöt ovat kansainvälisestäikin mitattuna merkittäviä institutionaalisia sijoittajia johtuen osittain rahastoivasta eläkejärjestelmästä. Järjestelmä toimii yksinkertaistettuna siten, että saaduilla eläkemaksuilla pyritään maksamaan nykyisten eläkeläisten eläkkeet ja ylijäävä osa sijoitetaan rahoitusmarkkinoille niin kotimaahan kuin ulkomaille. Eläkevaroja on rahastoitu järjestelmän alkuvaiheista eli vuodesta 1962 lähtien, joka näkyy tänä päivänä työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitusvarallisuudessa. Työeläkevakuutusyhtiöt hallitsevat tällä hetkellä kansantaloudellisesti merkittävää noin 102 miljardin euron suuruista sijoitusvarallisuutta, jonka odotetaan vielä kasvavan tulevina vuosina. (Telkki 2014, 10–11.)

Työeläkevakuutusyhtiöt sijoittavat eläkevaroja useisiin erilaisiin omaisuuslajeihin eri puolille maailmaa hajauttaakseen portfolioitaan riskien pienentämiseksi. Sijoitukset voidaan jakaa suoriin ja välillisiin sijoituksiin. Suorilla sijoituksilla tarkoitetaan esimerkiksi osakesijoituksia, jolloin työeläkevakuutusyhtiöt ovat välittömiä omistajia. Välillisissä sijoituksissa kuten tässä tutkielmassa tarkasteltavissa hedgerahastosijoituksissa on puolestaan kyse siitä, että työeläkevakuutusyhtiöt antavat sijoitusten hoitamisen ulkopuolisille rahastoyhtiöille, jotka tekevät sijoitukset niiden puolesta. Siten ne ovat välillisiä omistajia. Yhtiöiden hedgerahastosijoitusten markkina-arvo oli vuoden 2014 lopussa noin 9,4

miljardia euroa, joka vastaa lähes 10 % niiden yhteenlasketusta sijoitusvarallisuudesta markkina-arvoin mitattuna (Tela 2014 työeläkevakuuttajakohtaiset osavuositiedot).

Hedgerahastot ovat perinteisiä sijoitusrahastoja löyhemmin säänneltyjä yksityisiä sijoitusvälineitä, jotka pyrkivät tekemään absoluuttista positiivista tuottoa markkinatilanteesta riippumatta. Poikkeuksellisesta sääntelystä johtuen, hedgerahastojen managereilla on täysi vapaus hyödyntää luovia sijoitustekniikoita ja strategioita sijoittaessaan erilaisiin omaisuuslajeihin. Ne ovat yhtiömuodoltaan tyypillisesti erillisiä portfolioyhtiöitä (Segregated portfolio company, SPC) tai kommandiittiyhtiöitä. Manageri on vastuussa hedgerahaston operatiivisesta toiminnasta sekä muista taloudellisista velvoitteista. Sijoittajat eivät osallistu hedgerahaston operatiiviseen liiketoimintaan ja niiden vastuu rajoittuu vain sijoittamaansa pääoman määrään. Tyypillisesti sijoittajien rahasto-osuudet eivät sisällä äänioikeutta. (Derbyshire & Hampton 2012, 3.) Hedgerahastot ovat parhaimmillaan tuottavia ja turvallisia sijoituskohteita sijoittajalle, mutta niihin liittyy myös erilaisia ongelmia ja riskejä. Yksi keskeinen ongelma kirjallisuuden mukaan on se, että hedgerahastoja koskeva laki ei velvoita niitä paljastamaan sijoittajilleen tai julkisuuteen tarkkoja tietoja esimerkiksi niiden sijoituskohteista ja sijoitusstrategioista. Rahastojen läpinäkyvyyttä ulospäin pidetään yleisesti heikkona, joka vaikeuttaa niihin liittyvien riskien arviointimahdollisuuksia. (Cassar, Gerakos, Green, Hand & Neal 2015, 2.)

Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan järjestämisestä on säädetty laissa. Lain (1997/354) 26 §:n mukaan työeläkevakuutusyhtiöiden on sijoitettava rahastoidut varat tuottavasti ja turvaavasti. Tuottavuus ja turvaavuus tarkoittavat käytännössä sitä, että työeläkevakuutusyhtiöiden on tähdättävä korkeaan, pitkäaikaiseen ja vakaaseen tuottoon, jotta eläkemaksujen nousupaineita voidaan tulevaisuudessa hillitä (Telkki 2014, 13). Vakavaraisuuden laskemisesta ja vastuuvelan kattamisesta säädetyn lain (1114/2006) 3 §:n mukaan työeläkevakuutusyhtiöiden on huolehdittava sijoitustoiminnassaan sijoitusten tarkoituksenmukaisesta hajauttamisesta sekä 4 §:n mukaan sijoitukset on luokiteltava tosiasiallisen riskin mukaisesti. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että riskienhallinnasta on pidettävä huolta. Tämän lisäksi huomioon on otettava sijoitusten varmuus, tuotto, likviditeetti ja monipuolisuus. Lakien perimmäisenä tarkoituksena on siis varmistaa työeläkevakuutusyhtiöiden kyky selviytyä sijoitus- ja vakuutustoiminnan riskeistä, koska niillä on vastuu eläkkeiden maksamisesta ja rahoittamisesta. (Telkki 2014, 13–15.)

Suomalaisia työeläkevakuutusyhtiöitä koskevassa laissa ei ole kuitenkaan säädetty sijoittamista ohjaavista vastuullisuuskriteereistä toisin kuin eräissä muissa maissa, kuten esimerkiksi Ruotsissa ja Norjassa. (Telkki 2014, 15) Vaikka sijoittamista ohjaavia vastuullisuuskriteereitä ei ole työeläkevakuutusyhtiöitä koskevassa laissa, niiden katsotaan kuitenkin olevan velvollisia huomioimaan vastuullisuusnäkökulmat sijoitustoiminnassaan. Toisin sanoen yhtiöiltä odotetaan oikeudellisen ja taloudellisen vastuun kantamisen lisäksi vastuullista sijoitustoimintaa. Tämän voi huomata muun muassa useista mediassa

esillä olleista työeläkevakuutusyhtiöiden toiminnan vastuullisuutta käsittelevistä uutisista, joissa yhtiöitä on syytetty vastuuttomasta toiminnasta (ks. esim. HS 28.8.2014; Talouselämä 13.5.2014; Yle 16.9.2008; Taloussanomat 15.3.2008). Hedgerahastosijoitukset ovat olleet useasti näiden uutisten kohteena.

Mitä vastuullinen sijoittaminen sitten tarkoittaa, jota työeläkevakuutusyhtiöltä odotetaan? Vastuullinen sijoittaminen nähdään kirjallisuudessa erääksi yhteiskuntavastuun osaksi. Anttiroikon (2004, 22) mukaan yhteiskuntavastuussa on kyse yleisesti yhteiskunnalliseksi määriteltävissä olevasta vastuusta, jonka perusta koostuu yhteiskunnallisesta tai globaalista viitetaustasta sekä yhteisöelämän perimmäisistä arvoista ja käytännöistä. Kirjallisuudessa todetaan, että vastuullinen sijoittaminen on heterogeeninen käsite niin määritelmällisellä, strategisella kuin käytännön tasolla (Woods & Urwin 2010, 3; Sandberg ym. 2009, 524). Sieväsen (2012, 30) mukaan vastuullinen sijoittaminen voi saada käytännössä useita erilaisia muotoja. Kirjallisuudessa on esitetty, että ei ole olemassa vain yhtä oikeaa tapaa sijoittaa vastuullisesti, vaan tapoja on monia erilaisia. Toisin sanottuna vastuullinen sijoittaminen tarkoittaa eri toimijoille eri asioita. Joillekin se merkitsee esimerkiksi puhtaasti riskienhallintaa ja toisille taas omien arvojen esilletuomista tai molempia. (Hyrskke ym. 2012, 63; Sandberg, Juravle, Hedesström & Hamilton 2009, 520.) Tästä syystä on mielenkiintoista perehtyä siihen, mitä se tarkoittaa suomalaisille työeläkevakuutusyhtiöille ja miten se ilmenee hedgerahastosijoittamisen linjauksissa.

Zarbafin (2011, 162) mukaan organisaation yhteiskuntavastuu ja vastuullinen sijoittaminen ovat organisatoristen merkityksenrakentamisprosessien lopputuotteita. Merkityksen rakentamiseen vaikuttaa organisaatioiden uskomukset ja teot. Ne ovat kuitenkin organisaatiokohtaisia, joten esimerkiksi yhdysvaltalaisen hedgerahaston manageri ei välttämättä tulkitse vastuullisuutta samalla tavalla kuin suomalaiset työeläkevakuutusyhtiöt. Toisin sanoen on mahdollista, että hedgerahasto saattaa tulkita vastuullisuutta tavalla, joka on ristiriidassa sen kanssa, mitä työeläkevakuutusyhtiöt pitävät vastuullisena. Tästä esimerkkinä on alussa esitelty Och Ziff nimisen hedgerahaston tapaus, jonka toiminta tuomittiin myös suomalaisten työeläkevakuutusyhtiöiden taholta. Tästä herää kysymys siitä, miten työeläkevakuutusyhtiöt voivat selvittää hedgerahastojen tavat tulkita vastuullisuutta sekä varmistua siitä, että ne toimivat vastuullisesti, jos niiden todetaan kirjallisuudessa olevan heikkoja läpinäkyvyydeltään.

Suomalaiset työeläkevakuutusyhtiöt kertovat nettisivuillaan sijoittavansa vastuullisesti kaikissa omaisuusluokissa (Elo 2015; Etera 2015; Ilmarinen 2015; Varma 2015; Veritas 2015). Se miten työeläkevakuutusyhtiöt tulkitsevat vastuulliselle sijoittamiselle rakentamaansa merkitystä hedgerahastosijoittamisessa, muodostaa tämän tutkielman keskeisen tutkimusalueen. Aihetta ei ole tutkittu akateemisessa kirjallisuudessa tutkielman tekijän tietämyksen mukaan, joten tämä tutkielma pyrkii täyttämään tämän tutkimusaukon. Tutkielma on myös ajankohtainen, koska vastuullinen hedgerahastosijoittaminen on vielä tänä päivänä uusi asia maailmassa, jonka merkityksestä ja sisällöstä vielä

keskustellaan (UN PRI 2012, 4). Tutkimus voi tarjota hyödyllistä tietoa ja uusia näkökulmia vastuullisen sijoittamisen toteuttamisesta hedgerahastosijoittamisessa, joka voi siten edistää parhaiksi todettujen käytäntöjen leviämistä eläkeyhtiöiden kentässä.

1.2 Tutkielman tavoitteet ja rajaukset

Tutkielman tavoitteena on kuvata ja analysoida suomalaisten työeläkevakuutusyhtiöiden vastuulliselle sijoittamiselle rakentamaa merkitystä sekä sen tulkintaa hedgerahastosijoittamisessa. Työeläkevakuutusyhtiöt ilmoittavat nettisivuillaan noudattavansa UN PRI:n vastuullisen sijoittamisen periaatteita (Elo 2015; Etera 2015; Ilmarinen 2015; Varma 2015; Veritas 2015). Yksi näistä periaatteista on sijoituskohteiden vastuullisuuden edistäminen (UN PRI the six principles 2015). Siten yksi tutkielman tavoitteista on analysoida sitä, miten työeläkevakuutusyhtiöt edistävät hedgerahastojen vastuullisuutta. Tutkimassa oletetaan hedgerahastojen vastuullisuuden edistämisen olevan haasteellista muun muassa siksi, että hedgerahastot ovat työeläkevakuutusyhtiöille välillisiä sijoituksia. Tutkielman tavoitteena on siten myös analysoida ja ymmärtää haasteita sekä niiden ratkaisutapoja. Tämän tarkoituksena on antaa hyödyllistä tietoa vastuullisen sijoittamisen toteuttamiseen liittyvien haasteiden ratkaisemisesta hedgerahastosijoittamisessa ja mahdollisesti johtaa toimivien käytäntöjen leviämiseen eläkeyhtiöiden kentässä. Näiden esitelyjen tavoitteiden pohjalta voidaan muodostaa seuraavat tutkimuskysymykset:

- Millaisen merkityksen työeläkevakuutusyhtiöt ovat rakentaneet vastuulliselle sijoittamiselle ja miten sitä tulkitaan hedgerahastosijoittamisessa?
- Miten työeläkevakuutusyhtiöt edistävät hedgerahastojen vastuullisuutta?
- Mitkä seikat tekevät hedgerahastojen vastuullisuuden edistämisen haasteelliseksi ja miten haasteita on pyritty ratkaisemaan?

Näihin kysymyksiin pyritään vastaamaan aiheeseen liittyvän teoreettisen tiedon sekä haastatteluista ja yhtiöiden nettisivuilta kerätyn empiirisen aineiston avulla.

1.3 Metodologiset valinnat ja menetelmät

Tämä tutkielma on luonteeltaan kvalitatiivinen eli laadullinen tutkimus. Yleisesti valinta laadullisen ja kvantitatiivisen eli määrällisen tutkimuksen välillä perustuu siihen, kumpi on tehokkaampi tutkimuksen tavoitteen kannalta. Tutkielman tavoitteen kannalta laadullinen tutkimusote luo parhaat lähtökohdat aiheen tutkimiselle, koska laadullisessa tutkimuksessa luodaan metodologia jonkin ilmiön kuvaamiselle, ymmärtämiselle, analysoimiselle ja selittämiseksi esimerkiksi yritystasolla kuten työeläkevakuutusyhtiöissä. (Delattre, Ocler, Moulette & Rymeyko 2009, 33.) Tämän tutkielman tavoitteena on kuvata ja

analysoida suomalaisten työeläkevakuutusyhtiöiden vastuullisuuden merkityksen tulkintaa hedgerahastosijoittamisessa.

Laadullinen tutkimus on todettu käyttökelpoiseksi muun muassa uudenlaisten ja täsmällisten käsitysten luomiseen erityisesti sellaisilla alueilla, missä on olemassa vain rajoitetusti aikaisempaa tietoa, olemassa oleva teoria on puutteellista sekä tilanteisiin joissa tutkittava ilmiö on hyvin monimutkainen ja sisältää usein epäselviä kontekstisidonnaisia keskinäisiä riippuvuuksia ja suhteita (Benbasat ym. 1987, 370; Eisenhardt & Grabner 2007, 25–26; Locke 2001). Nämä seikat tukevat myös osaltaan sitä, miksi tämä tutkielma on luonteeltaan laadullinen. Suomalaisten työeläkevakuutusyhtiöiden vastuullista sijoittamista hedgerahastoihin ei ole tutkittu tutkielman tekijän oman tietämyksen mukaan aikaisemmin. Tämän lisäksi eläkeyhtiöiden yhteiskuntavastuuta ja vastuullista sijoittamista koskeva teoreettinen akateeminen kirjallisuus on hyvin hajanaista, eikä siihen liittyen ole olemassa yleisesti tunnustettua teoreettista viitekehystä, jonka avulla sitä voitaisiin analysoida. Vastuulliseen sijoittamiseen ja hedgerahastoihin liittyvä käsitteistö on lisäksi hyvin heterogeenista.

Toiminta-analyttisessä tutkimuksessa päämääränä on ymmärryksen lisääminen tutkimuksen kohteena olevasta ilmiöstä tai asiasta. Siinä pyritään selittämään ilmiötä tai asiaa viittaamalla sen tavoitteisiin, tarkoitusperään tai päämäärään. (Neilimo & Näsi 1980, 35; Kasanen ym. 1993, 256.) Toiminta-analyttinen tutkimusote valikoituu tämän tutkielman tutkimusotteeksi, koska tutkielman tarkoituksena on tuoda lisää tietoa ja ymmärrystä työeläkevakuutusyhtiöiden vastuullisen sijoittamisen tulkinnasta hedgerahastosijoittamisessa. Toiminta-analyttisen tutkimusotteen vahvuus on siinä, että se on perusluonteeltaan syvällistä subjektiivista tutkimista (Lukka 1991, 167–177). Sen valintaa tähän tutkielmaan tukee myös se, että se tehdään yleensä tutkittavien näkökulmasta. Näkökulma antaa mahdollisuuden tarkastella sitä, miten vastuullisen hedgerahastosijoittamisen parissa työskentelevät henkilöt tulkitsevat ilmiön luonteen ja merkityksen (Pihlanto 1993, 183). Toiminta-analyttisen tutkimusotteen avulla on mahdollista tutkia syvällisesti työeläkevakuutusyhtiöiden vastuullisuuden merkityksen tulkintaa yleisesti sekä hedgerahastojen kontekstissa.

Toiminta-analyttinen tutkimus sisältää usein myös käsiteanalyysin, joka toimii apuvälineenä empiirisen aineiston analysoinnissa ja tulkinnassa (Neilimo & Näsi 1980, 35). Tyypillisesti käsiteanalyysin tavoitteena on käsitteiden yhdenmukainen määrittely tai ymmärryksen löytäminen, joka mahdollistaa eri tutkijoiden kommunikoinnin ilmiöstä täsmällisesti ja yhdenmukaisesti. Käsiteanalyysi auttaa lukijaa ymmärtämään, mitä tutkija eri käsitteillä tarkoittaa sekä antaa mahdollisuuden arvioida sitä, mistä lähtökohdista tutkimus on tehty. (Puusa 2008, 36–38.) Kakkuri-Knuutila (1998) toteaa, että käsiteanalyysi on relevanttia etenkin silloin kun eri tutkijoiden tulkinnat saman käsitteen merkityksestä poikkeavat jo lähtökohdiltaan. Käsiteanalyysia hyödynnetään tässä tutkielmassa heterogeenisiin käsitteisiin liittyvien merkitysten ymmärtämiseen sekä käsitteiden suhteen

selkeyttämiseen muihin lähikäsitteisiin. Käsiteanalyysillä pyritään välttämään väärinymmärryksiä ja edistämään käsitteiden oikeaa käyttöä. Tämän lisäksi pyritään tunnistamaan käsitteisiin liittyviä kriittisiä ominaispiirteitä ja ymmärtämään käsitteiden kuvaamaa tutkittavaa kohdeilmiötä. (Puusa 2008, 36.) Näitä heterogeenisiä käsitteitä ovat muun muassa yhteiskuntavastuu, vastuullinen sijoittaminen ja hedgerahasto.

Tutkielman empiirinen aineisto kerättiin haastattelemalla neljän eri työeläkevakuutusyhtiön hedgerahastosijoituksista vastaavaa sijoitusjohtajaa sekä yhtä vastuullisen sijoittamisen asiantuntijaa, joka työskentelee yhdessä näistä yhtiöistä. Haastateltavat yhtiöt valittiin ensisijaisesti sen perusteella sijoittavatko ne hedgerahastoihin vai eivät. Haastattelupyynnöt lähetettiin yhteensä kuuteen työeläkevakuutusyhtiöön, joista neljä suostui haastatteluun. Toisella tutkielman ulkopuolelle jääneistä yhtiöistä ei ollut tutkielman tekohetkellä lainkaan hedgerahastosijoituksia. Toinen yhtiö puolestaan vetosi ajanpuutteen ja kieltäytyi haastattelusta. Kieltäytyneellä yhtiöllä oli tutkielman tekohetkellä hedgerahastosijoituksia, mutta niiden osuus kaikista työeläkevakuutusyhtiöiden hedgerahastosijoituksista oli vain noin prosentti markkina-arvoilla mitattuna.

Haastattelut järjestyivät erään työeläkevakuutusyhtiön sijoitusjohtajan avustuksella. Sijoitusjohtaja lähetti tutkielman tekijästä esittelysähköpostin eläkeyhtiöille, jonka jälkeen tutkielman tekijä otti itse yhteyttä niihin. Haastatteluun suostuneet henkilöt korostivat sitä, että heidän nimiään eikä yhtiöitä tulisi mainita tutkielmassa. Tästä syystä yhtiöt on nimetty tutkielman empiirisessä osuudessa kirjaimin A, B, C ja D. Taulukossa 1 on listattu haastatteluajankohdat, haastattelujen kestot, haastateltavat ja niiden edustamat yhtiöt sekä haastattelun tallennustapa.

Taulukko 1 Haastatteluiden tiedot

Haastattelu	Ajankohta ja kesto	Haastateltava	Työeläkevakuutusyhtiö	Tallennustapa
Haastattelu 1	3.3.2015 1 h 20 min	Sijoitusjohtaja	A	Muistiinpanot
Haastattelu 2	12.3.2015 1 h 10 min	Sijoitusjohtaja	B	Muistiinpanot
Haastattelu 3	17.3.2015 1 h 5 min	Sijoitusjohtaja	C	Nauhoitus
Haastattelu 4	27.3.2015 52 min	Sijoitusjohtaja	D	Nauhoitus
Haastattelu 5	23.4.2015 27 min	Vastuullisen sijoittamisen asiantuntija	D	Nauhoitus

Haastattelut tehtiin 3.3.2015 ja 23.4.2015 välisenä aikana. Niiden kestot vaihtelivat noin 30 minuutista reiluun tuntiin. Vastuullisen sijoittamisen asiantuntijaa haastateltiin yleisistä vastuullisuuskysymyksistä yhtiön D sijoitusjohtajan toiveesta. Sijoitusjohtaja vastasi itse ainoastaan hedgerahastosijoittamista koskeviin kysymyksiin. Kaksi yhtiötä salli ja kaksi puolestaan kielsi haastattelun nauhoittamisen. Nauhoittamisen kieltäneiden yhtiöiden osalta haastattelut tallennettiin kirjoittamalla muistiinpanot pääkohdista.

Haastattelut olivat yksilöhaastatteluita ja ne toteutettiin teemahaastatteluina. Teemahaastattelu on menetelmä, joka mahdollistaa haastateltavien vapaan ja luontevan reagoimisen. Se edesauttaa saamaan aikaan syvällisiä ja vapaamuotoisia keskusteluja asioista, joista voisi olla vaikeaa saada tietoa muilla tavoilla. (Hirsjärvi & Hurme 1982, 8.) Teemahaastattelun katsotaan olevan yksi puolistrukturoidun haastattelun muodoista. Siinä aihepiirit ovat ennalta määrättyjä ja ne käydään kaikkien haastateltavien kanssa läpi. Niiden laajuus ja järjestys saattavat kuitenkin vaihdella. Teemahaastattelun luonteeseen kuuluu, että se antaa tutkijalle mahdollisuuden ohjalla haastattelua haluamaansa suuntaan sekä esittää tarkentavia kysymyksiä. (Hirsjärvi & Hurme 1982, 35–38.) Teemahaastattelu on metodina työläs, mutta sen avulla saatava tieto on usein syvällistä (Hirsjärvi & Hurme 1982, 38). Teemahaastattelun valintaa tutkimusmetodin puoltaa syvällisen tiedon saaminen työeläkevakuutusyhtiöiden vastuullisen sijoittamisen merkityksen tulkinnaasta, vastuullisuuden edistämisestä ja sen haasteista hedgerahastosijoittamisessa, joista on vaikea saada tietoa julkisesta materiaalista.

Triangulaation varmistamiseksi tutkimusaineistoa on kerätty myös työeläkevakuutusyhtiöiden julkisista materiaaleista kuten nettisivuilta. Tämän tarkoituksena on saada entistä kattavampi ja luotettavampi kuva tutkimuskohteista. (Lukka 1999, 135.) Julkinen materiaali toimii haastatteluista saadun materiaalin tukena.

Tutkielman metodologia- ja metodivalinnat eivät ole ongelmattomia. Toiminta-analyttisten case-tutkimusten tieteellistä arvoa on kyseenalaistettu niiden tulosten yleistettävyyteen liittyvän puutteen takia. Yleistettävyyden ongelma liittyy siihen, että tutkimus ei perustu tilastolliseen otokseen. Lukka ja Kasanen (1995, 72–83) esittävät, että toiminta-analyttisten case-tutkimusten tulokset ovat yleistettävissä luultua laajemmin. Heidän mukaansa yleistyksiä voidaan tehdä tiettyyn rajaan saakka. He esittelevät kontekstuaalisen yleistämisen. Se tarkoittaa sitä, että tietystä ympäristöstä saatavat tutkimustulokset voidaan yhdistää johonkin yleisempään todellisen maailman ilmiöön. Yksittäisen tapauksen havainnoista voidaan puolestaan johtaa yleisempiä suhteita asioiden välillä, jotka saattavat päteä myös muissa konteksteissa.

Perti Alasuutari (1999, 149) kiinnittää kirjassaan huomiota teemahaastatteluiden metodiseen ongelmaan eli tulkinnallisuuteen. Haastateltavat pyrkivät saamaan käsityksen ennen kysymyksiin vastaamista muun muassa siitä, mihin kysymyksillä pyritään, mitä tutkimus käsittelee ja mitkä asiat ovat kysymyksien takana olevan tutkimusaiheen kan-

nalta relevantteja. Tämän kaltaiset tulkinnat suuntaavat haastateltavaa etenkin teemahaastatteluissa, joissa haastateltavat päättävät, mitä kertovat ja mitä jättävät kertomatta. Tämän takia on syytä varmistua siitä, että haastateltavat ymmärtävät tutkittavan aiheen. Tästä syystä jokainen haastattelu aloitettiin sillä, että tutkielman tekijä esitteli tutkimuksensa tarkoituksen ja teemat, joihin hän halusi enemmän huomiota. Tämän lisäksi tutkija kertoi aiheestaan sähköpostiviestien välityksellä ja lähetti kysymykset noin viikkoa ennen haastattelua.

Laadullisessa tutkimuksessa on lisäksi tärkeää ottaa huomioon se, että tutkimuksen tulos riippuu tutkijan ja haastateltavan yhteistoiminnasta. Vaikka tutkimuksessa pyritään paljastamaan tutkittavien käsityksiä ja toimintatapoja, on syytä huomioida se, että kyse on aina tutkijan omista tulkinnoista. Laadullisessa tutkimuksessa tutkijan on tärkeää selvittää se, miten hän on päätenyt kuvaamaan tutkittavien maailmaa juuri kyseisellä tavalla. Tutkijan pitää kyetä siten perustelemaan valitut menettelytavat uskottavasti. Tärkeintä on, että tutkimusmateriaali on analysoitu luotettavasti ja tuloksena on tietoa, joka heijastaa haastateltavien todellista ajatusmaailmaa. (Hirsijärvi & Hurme 2010, 189–190.)

1.4 Tutkielman kulku

Tutkielma on jaettu viiteen lukuun. Toinen ja kolmas luku muodostavat tutkielman teoreettisen osuuden. Neljäs luku on tutkielman empiirinen osuus ja viides luku sisältää tutkielman johtopäätökset ja yhteenvedon. Johdanto luvun jälkeen toisessa luvussa tarkastellaan yhteiskuntavastuuta ja vastuullista sijoittamista sekä teorian että käytännön näkökulmista. Luvussa käsitellään ensin yhteiskuntavastuuta, jonka yhdeksi osaksi vastuullisen sijoittaminen nähdään kirjallisuudessa. Yhteiskuntavastuuta lähestytään ensin tarkastelemalla vastuun käsitettä. Tämän jälkeen perehdytään yhteiskuntavastuuajattelun ideologisiin pääsuuntauksiin, joissa vastuunoton laajuus nähdään erilaisena. Yhteiskuntavastuuta tarkastellaan myös sen sisällöllisten määritysten kautta, jakamalla sisältö tasoihin ja osa-alueisiin. Tämän lisäksi luodaan katsaus yhteiskuntavastuun ja vastuullisen sijoittamisen yhteyteen eli siihen, kuinka ne liittyvät toisiinsa. Yhteiskuntavastuun tarkastelemisen tarkoituksena on auttaa ymmärtämään ja kuvaamaan myöhemmin empiirisessä tutkimuksessa työeläkevakuutusyhtiöiden ja hedgerahastojen vastuullisuudelle rakentamia merkityksiä sekä niiden tulkintoja. Yhteiskuntavastuun tarkastelemisen jälkeen luvussa perehdytään vastuullisen sijoittamisen kenttään ja siihen liittyvään heterogeeniseen käsitteistöön. Tämän tarkoituksena on auttaa ymmärtämään työeläkevakuutusyhtiöiden vastuullista sijoittamista. Kolmas toisessa luvussa käsiteltävistä asioista on vastuullinen sijoittamisen käytänteet. Siinä esitellään erilaisia vastuullisen sijoittamisen lähestymistapoja, jotka liittyvät vastuullisuusanalyysiin ja vastuulliseen omistajuuteen. Luvun lopussa esitellään merkityksen rakentamisen teoria, joka on tämän tutkimuksen kannalta

keskeisin teoria. Merkityksen rakentamista tarkastellaan kolmen siihen liittyvän prosessin kautta, joita ovat tulkinta, kaksoisvuorovaikutus ja jatkuva muutos. Teorian tueksi pyritään liittämään myös aikaisempaa yhteiskuntavastuuta ja vastuullista sijoittamista käsittelevää kirjallisuutta.

Tutkielman kolmannessa luvussa perehdytään suomalaisten työeläkevakuutusyhtiöiden tehtävään erityisesti sijoitustoiminnan osalta ja niiden lakisääteisiin vastuisiin. Luvussa perehdytään myös hedgerahastoihin tarkastelemalla niiden yhtiömuotoa, sääntelyä, riskejä sekä vastuullisuutta. Tämän tarkoituksena on auttaa ymmärtämään hedgerahastojen käyttäytymistä ja toimintaa sekä niihin vastuullisuusnäkökohtia.

Tutkielman neljännessä luvussa analysoidaan tutkielman empiiristä aineistoa peilamalla sitä teoriaan ja aikaisempaan kirjallisuuteen. Luku on jaettu kahteen osaan. Luvussa 4.1 tarkastellaan sitä, millaisen merkityksen työeläkevakuutusyhtiöt ovat rakentaneet yhteiskuntavastuulle ja vastuulliselle sijoittamiselle. Toisin sanoen luodaan katsaus siihen, mitä yhteiskuntavastuu ja vastuullinen sijoittaminen tarkoittavat työeläkevakuutusyhtiöille. Luvussa 4.2 tarkastellaan sitä, miten vastuullinen sijoittaminen ilmenee hedgerahastosijoittamisessa ja tarkemmin sijoitusprosessin eri vaiheissa. Tämän lisäksi siinä perehdytään hedgerahastojen vastuullisuuden edistämiseen, eli miten työeläkevakuutusyhtiöt vaikuttavat niiden tapaan tulkita vastuullisuutta. Kirjallisuudessa todetaan vaikuttamisen olevan haasteellista, koska hedgerahastot ovat sijoittajille välillisiä sijoituksia. Tästä syystä haasteita ja niiden ratkaisumahdollisuuksia pyritään tuomaan myös esille. Tutkielman viidennessä luvussa tehdään tutkielman yhteenveto ja johtopäätökset.

2 YHTEISKUNTAVASTUU JA VASTUULLINEN SIJOITTAMINEN

2.1 Yhteiskuntavastuu

Yhteiskuntavastuusta on tullut viimeisten vuosikymmenten aikana tärkeä keskustelun aihe akateemisessa kirjallisuudessa ja käytännön toiminta-alue yritysmaailmassa (Lee 2008, 53). Maailmanlaajuiset ympäristöongelmat, lapsityövoiman käyttö ja monet kirjanpitoskandaalit ovat vain muutamia esimerkkejä laajasti keskustelua herättäneistä yritysten yhteiskuntavastuuta koskevista aiheista. Yhteiskuntavastuu ei ole yksiselitteinen käsite. Ensinnäkin siihen liittyvän käsitteistön käyttö on hyvin heterogeenistä niin akateemisessa kirjallisuudessa kuin yritysmaailmassakin. Yritysten yhteiskuntavastuu (Corporate Social Responsibility, CSR), yritysvastuu (Corporate Responsibility, CR), vastuullinen liiketoiminta ja yrityskansalaisuus ovat vain muutamia käsitteitä niiden lukuisten käsitteiden joukossa, joita esiintyy kirjallisuudessa ja yritysmaailmassa. (Rohweder 2004, 77.) Tässä tutkielmassa käytetään käsitettä yhteiskuntavastuu tarkoittaen sillä yritysten yhteiskuntavastuuta (CSR), koska se on vakiintunut akateemiseen kirjallisuuteen.

Yhteiskuntavastuun käsitteessä esiintyy sanat *yhteiskunta* ja *vastuu*. *Yhteiskunnalla* tarkoitetaan yhteiskuntavastuuajattelussa yleensä paikallisia, alueellisia ja globaaleja toimijoita sekä luonnonympäristöä. (Koivuporras 2008, 28.) *Vastuulla* tarkoitetaan puolestaan yleisesti velvollisuutta pitää huolta jostakin asiasta, teosta, henkilöstä tai toiminnasta (Koivuporras 2008, 28). Sandbu (2012, 99) toteaa tutkimuksessaan, että vastuulla tarkoitetaan velvollisuuksia, joilla pyritään estämään erilaisia vahinkoja, onnettomuuksia tai tappioita. Hänen mukaansa velvollisuuksien rikkomista pidetään moitittavana ja siitä voidaan joissain tapauksissa jopa rangaista. Anttiroiko (2004, 22) kirjoittaa, että vastuu on normatiivinen sosiaalinen konstruktio, jonka käsitteellistäminen vaatii kontekstuaalisia ja relationaalisia määrittelyjä. Tällä hän tarkoittaa sitä, että vastuu on jonkin toimijan määrätynlaisista vastuuta jollekin toiselle toimijalle tai taholle esimerkiksi tietyn asian suhteen.

Anttiroikon (2004, 22) mukaan yhteiskuntavastuussa on kyse yleisesti yhteiskunnalliseksi määriteltävissä olevasta vastuusta, jonka perusta koostuu yhteiskunnallisesta tai globaalista viitetaustasta sekä yhteisöelämän perimmäisistä arvoista ja käytännöistä. Hän lisää vielä, että yhteiskuntavastuu on jonkin tahon sellaista vastuuta yhteisölle tai muulle taholle, jolla katsotaan olevan yhteiskunnallista merkitystä. Anttiroikon (2004, 22) mukaan rajan vetäminen yhteiskuntavastuun ja muiden vastuiden väliin on kuitenkin vaikeaa. Yhteiskuntavastuun rajaamiselle hän tarjoaa kaksi perusvaihtoehtoa, jotka ovat laadullinen ja sisällöllinen määrittely. Laadullisessa määrittelyssä yhteiskuntavastuun piiriin luetaan kaikki vastuun ulottuvuudet, joilla on yhteiskunnallinen luonne, konkreettisuus ja sitovuusasteesta huolimatta. Tällöin yhteiskuntavastuiksi määrittävät sellaiset vastuut,

joiden määrittelyssä ja argumentaatiossa yhteiskunnallisella ulottuvuudella on olennainen merkitys. Yhteiskuntavastuu voidaan määritellä myös sisällön kautta esimerkiksi jakamalla sisältö erilaisiin vastuun ulottuvuuksiin. Tämän kaltaisia sisällöllisiä määrittelyksiä on tehty historian saatossa useita erilaisia, joista tunnetuimmat ovat kenties Archie B. Carrollin (1991) neliosainen yhteiskuntavastuumalli ja John Elkingtonin (1997) kolmois-tilinpäätös (Zarbafi 2011, 50-53). Näihin tutustutaan tarkemmin luvuissa 2.1.2 ja 2.1.3.

2.1.1 Yhteiskuntavastuuajattelun ideologiset pääsuuntaukset

Yhteiskuntavastuuajattelun taustalta voidaan tunnistaa muutamia ideologisia pääsuuntauksia, joissa vastuunoton laajuus nähdään erilaisena. Anttiroiko (2004, 26) tunnistaa tutkimuksessaan kolme pääsuuntausta, joista ensimmäinen perustuu Friedmanin (2002) ajatukseen siitä, että yrityksillä ei voi olla vastuuta yhteiskunnasta, koska sellainen ei kuulu vapaaseen markkinatalouteen. Friedmanin mukaan yritysten yhteiskuntavastuuta on kaikkien resurssien asettaminen voittojen kasvattamiseen ja tehokkaaseen taloudelliseen toimintaan avoimessa ja vapaassa kilpailussa. Friedman tosin toteaa, että yritystoimintaan ei kuulu vilpin tai petoksen harjoittaminen. Toisin sanottuna hänen näkemyksessään korostuu ajatus siitä, että lainsäädännön ylittävä tai vapaaehtoinen toiminta ei kuulu yrityksille, vaan niiden ainoa tehtävä on tuottojen maksimointi omistajille lainsäädännön puitteissa. Friedmanin määritelmää pidetään *ultraliberalistisena minimimäärittelynä* yritysten yhteiskuntavastuulle. (Friedman 2002, 133; Anttiroiko 2004, 27; Koivuporras 2008, 49.)

Tänä päivänä yritysten ajatellaan kuitenkin olevan taloudellisia, oikeudellisia, sosiaalisia ja poliittisia instituutioita, joten niiden vastuuta tulisi tarkastella muistakin kuin taloudellisista ja oikeudellisista lähtökodista käsin. Vastuukäsitys on laajentunut koskemaan myös sellaista toimintaa ja käyttäytymistä, joka ylittää selkeästi rationaalisen ja itseintressin motivoiman normien noudattamisen. Tällöin yritystoiminnan yhteiskunnalliset vaikutukset ja niiden moraalinen arviointi muodostuvat tärkeiksi asioiksi. Nämä laajennetut näkökulmat perustuvat kahteen päätyyppiin, joita ovat moderni systeemiajattelu ja radikaalit yhteiskuntavastuukonseptit. (Anttiroiko 2004, 27.)

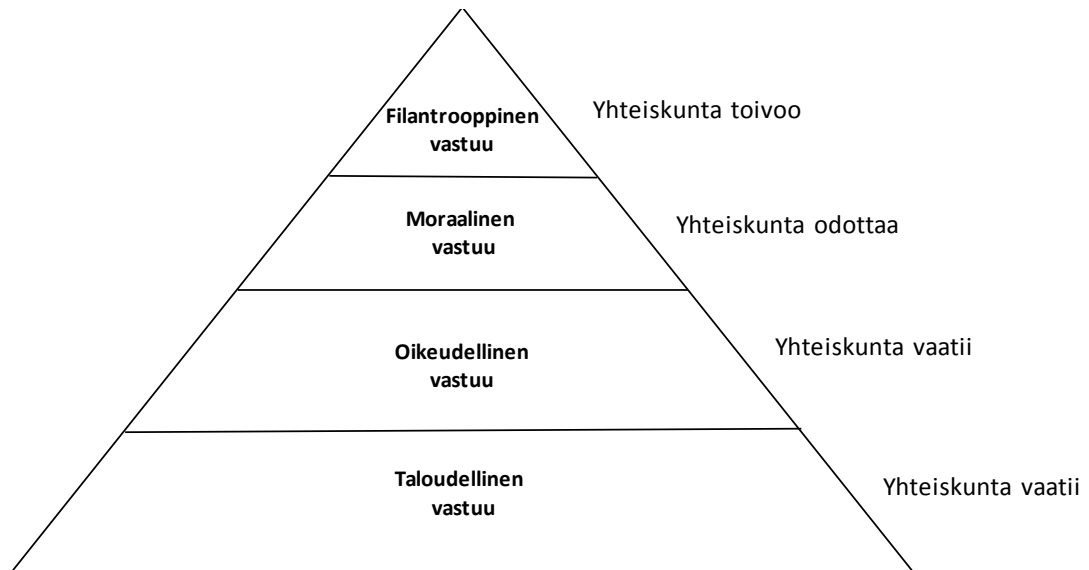
Moderniin systeemiajattelussa yritykset nähdään elimellisenä osana yhteiskuntaa ja kokonaisjärjestelmän sanelemien ehtojen mukaan toimivina osajärjestelminä. Siten niiden vastuuta ei voida määritellä ainoastaan voittojen maksimoimisen pohjalta. Tähän liittyy keskeisenä osana yritystoiminnan legitimointi, joka tarkoittaa hyväksynnän hankkimista liiketoiminnalle. (Anttiroiko 2004, 28.) Koivuporras (2008, 38) toteaa väitöskirjassaan, että legitimizeetti voidaan saavuttaa, jos yrityksen ja ympäröivän yhteiskunnan arvot ovat yhdenmukaiset. Hän toteaa lisäksi, että sidosryhmien odotusten ja liike-elämän käy-

täntöjen välillä on usein niin sanottu legitimizeerikuilu, joka voi laajetessaan johtaa legitimizeerimiseen ja uhata siten koko liiketoimintaa. Modernissa järjestelmäajattelussa yritysten yhteiskuntavastuu määrittyy siis sellaiseksi toiminnaksi, joka ei tähtää välittömään voiton tavoitteluun, vaan jossa huomioidaan myös eri sidosryhmien ja yhteiskunnan kokonaisuudet ja hyvinvointi (Anttiroiko 2004, 28).

Kolmas ideologisista pääsuuntauksista on radikaalit yhteiskuntavastuukonseptit, jotka perustuvat eettiseen imperatiiviin eli ajatukseen siitä, että moraalitieteellinen on yrityksen toiminnan ja olemassaolon luontainen sekä perustavaa laatua oleva osatekijä. Tähän liittyy ajatus siitä, että moraaliset periaatteet ohjaavat yrityksen toimintaa. Radikaalit yhteiskuntavastuukonseptit voidaan jakaa moraalisen valvetuneisuuden tason mukaan vielä kahteen suuntaukseen. Lievempään moraalisen valvetuneisuuden suuntaukseen liittyvää yhteiskuntavastuukäsitettä voidaan luonnehtia *sosiaaliliberalistiseksi*, jonka lähtökohtana ovat institutionalisoitunut solidaarisuus, markkinatalousjärjestelmä sekä demokraattisesti toimivan yhteiskuntaan sovitettujen yritystoiminnan periaatteet ja käytännöt. Radikaaliin moraalisen valvetuneisuuden suuntaukseen liittyvää yhteiskuntavastuukäsitettä voidaan puolestaan luonnehtia *kommunitaristiseksi*. Siinä yhteiskuntavastuun idea ulottuu paikallisuuden, osallisuuden ja kollektiivisuuden vahvistamiseen. Toisin sanottuna siinä korostuu yhteisöllisyysajattelu, jossa organisaatioille asetetaan päätehtävän lisäksi selkeitä sosiaalisia tehtäviä. (Anttiroiko 2004, 28.)

2.1.2 Yhteiskuntavastuun tasot

Akateemisessa kirjallisuudessa yritysten yhteiskuntavastuuta osana niiden toimintaa tarkastellaan usein yhteiskuntavastuun tasojen avulla. Yhteiskuntavastuun tasoja voidaan hahmotella niiden moraalisen kypsyyden pohjalta. Kenties tunnetuin tasojen jäsentely on Archie B. Carrollin (1991) käsialaa. Hän jäsentelee yritystoiminnan vastuun neljään tasoon, joita ovat *taloudellinen*, *oikeudellinen*, *moraalinen* ja *filantrooppinen* vastuu. Tämä jäsentely esitetään usein pyramidimallissa, jonka pohjana on minimitasoinen taloudellinen vastuu ja huippuna filantrooppinen moraalisesti motivoitu vastuu. Malli voidaan nähdä ikään kuin moraalisen kypsyyden funktiona. (Anttiroiko 2004, 35; Koivuporras 2008, 59.) Carroll ja Buchholtz (2006, 35) toteavat, että täydellinen yhteiskuntavastuu edellyttää kaikkien neljän perättäisen tason odotusten täyttämistä. Alla oleva kuvio havainnollistaa näitä neljää tasoa ja yhteiskunnan odotuksia.



Kuvio 1 Carrollin yhteiskuntavastuun pyramidimalli (Zarbafi 2011, 51)

Taloudellinen vastuu muodostaa Carrollin pyramidimallin perustan ja se tarkoittaa yrityksen vastuuta kannattavasta taloudellisesta toiminnasta ja esimerkiksi sijoittajien palkitsemisesta (Zarbafi 2011, 51). Carroll ja Buchholtz (2003, 36) toteavat, että taloudellinen vastuu on olennainen osa yrityksen yhteiskuntavastuuta, koska yritystoiminta on lähtökohtaisesti taloudellista toimintaa. Yhteiskunta myös vaatii sitä yritykseltä. Tämän lisäksi yrityksen taloudellinen vastuu mahdollistaa muiden vastualueiden toteuttamisen.

Oikeudellinen vastuu tarkoittaa yrityksen vastuuta yhteiskunnan pelisääntöjen noudattamisesta, jotka pohjautuvat lakeihin ja asetuksiin (Zarbafi 2011, 51). Carroll ja Buchholtz (2003, 36) toteavat, että lakien mukaan toimiminen on äärimmäisen tärkeää ja sitä vaaditaan yrityksiltä. Heidän mukaansa lakien mukaan toimiminen ei vielä riitä, koska yritykset joutuvat kohtaamaan aiheita tai toimimaan alueille, joita lait eivät vielä kosketa. Heidän mukaansa maailma muuttuu ja kehittyy vauhdilla, mutta lainsäädäntö ei välttämättä pysy perässä.

Moraalinen vastuu tarkoittaa lainsäädännön ylittävää vapaaehtoista toimintaa, jota yhteiskunta ei vaadi yritykseltä, mutta odottaa sitä (Carroll 1991, 42). Moraalinen vastuu on yrityksen vastuuta yhteiskunnallisten arvojen ja moraalisääntöjen noudattamisesta sekä oikeudenmukaisesti toimimisesta (Anttiroiko 2004, 36). *Filantrooppinen vastuu* perustuu puolestaan yhteiskunnan toiveisiin, mutta sitä ei välttämättä odoteta yritykseltä. Anttiroiko (2004, 36) toteaa, että filantrooppinen vastuu on yrityksen vastuuta hyvinvoinnin ja ihmiselämän laadun aktiivisesta edistämisestä, joka konkretisoituu yleensä hyväntekeväisyyden muodossa. Yritystä ei kuitenkaan pidetä vastuuttomana, mikäli se laiminlyö filantrooppista vastuutaan.

2.1.3 Yhteiskuntavastuun osa-alueet

Yritysten yhteiskuntavastuun sisältöä voidaan hahmotella myös eri osa-alueiden kautta. Kenties vakiintunein tapa on jaotella se *taloudelliseen, sosiaaliseen ja ympäristövastuuseen*. Tämä jaottelu perustuu John Elkingtonin (1997) esittelemään tunnettuun kolmois-tilinpäätöksen käsitteeseen, joka on käänös englanninkielisestä sanasta *triple-bottom-line* eli *TBL*. Hänen jaottelunsa perustuu ajatukseen siitä, että taloudellinen tulos ei ole ainoa tavoiteltava asia liiketoiminnassa, vaan yrityksillä on myös tavoitteita, jotka liittyvät sosiaaliseen ja ekologiseen vastuuseen. Zarbafi (2011, 53) mukaan TBL-lähestymistavassa pyritään yhdistämään osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi kaikkien sidosryhmäsuhteiden hallintaan, joilla on vaikutusta yritykseen. Rohweder (2004, 96) toteaa, että yrityksen *taloudellinen, sosiaalinen ja ekologinen* vastuu voidaan jakaa lisäksi välittömään ja välilliseen vastuuseen.

Taloudellisella vastuulla viitataan yleensä yrityksen kannattavuuteen, kilpailukykyyn, tehokkuuteen, riskienhallintaan ja hallintokäytäntöihin (Rohweder 2004, 97; Loikkanen, Hyytinen ja Koivusalo 2007, 17; Hyske ym. 2012, 25). Välittömään taloudelliseen vastuuseen liittyy muun muassa palkkojen maksaminen työntekijöille, osinkojen maksaminen omistajille ja verojen maksaminen yhteiskunnalle eli toisin sanoen suoria rahavirtoja koskevat vaikutukset. Välilliseen taloudelliseen vastuuseen luetaan puolestaan yrityksen toiminnan kansantaloudellinen merkittävyys ja sijoituspäätösten alueelliset vaikutukset. (Rohweder 2004, 97.) Taloudellista vastuuta pidetään usein muita osa-alueita tärkeämpänä, koska se nähdään mahdollistavan muiden vastuualueiden toteuttamisen. Esimerkiksi yrityksen kannattavuus mahdollistaa työntekijöiden elintason nostamisen, korkeamat verotulot yhteiskunnalle, työpaikkojen lisäämisen ja uusien investointien tekemisen (Aaltonen & Tuominen 2003, 45). Koivuporras (2008, 42) kirjoittaa, että taloudelliseen vastuuseen kuuluu myös rajojen asettaminen voitontavoittelulle. Hänen mukaansa pelkkää taloudellista vastuuta ei voida pitää yhteiskuntavastuullisena, vaan se vaatii myös sosiaalisten ja ympäristönäkökulmien huomioimista.

Yrityksen *sosiaalinen vastuu* voidaan jakaa myös välittömään ja välilliseen sosiaaliseen vastuuseen. Välittömään sosiaaliseen vastuuseen luetaan yrityksen vastuu henkilöstön hyvinvoinnista ja osaamisesta sekä arvojen ja kulttuurien kunnioittamisesta. Työntekijöiden huomioimisen lisäksi yrityksen sosiaaliseen vastuuseen luetaan myös vastuu tuotteista ja palveluista. Tällaisia vastuita ovat esimerkiksi vastuu tuotteiden turvallisuudesta, haitallisten aineiden välttämisestä sekä markkinoinnin ja mainonnan todenmukaisuudesta. Välilliseen sosiaaliseen vastuuseen kuuluu puolestaan toimintaympäristön huomioiminen, joka vaihtelee yrityksen luonteen mukaan globaalista vastuusta paikalliseen vastuuseen. Paikallinen vastuu tarkoittaa yrityksen vastuuta asukkaiden, yhteisöjen, poliittisten päättäjien ja viranomaisten kanssa käytävästä vuoropuhelusta. Globaali vastuu puolestaan tarkoittaa yrityksen vastuuta sen globaaleista sosiaalisista vaikutuksista, jotka

konkretisoituvat esimerkiksi sijoituspäätöksistä. (Rohweder 2004, 103–104.) Tiivistetyksi voidaan todeta, että sosiaalisessa vastuussa korostuvat yrityksen sidosryhmät, jotka ovat sellaisia tahoja, joihin yrityksen toiminta vaikuttaa tai tahoja, joilla on mahdollisuus vaikuttaa yrityksen toimintaan. Nykypäivänä sidosryhmien huomioimista pidetään usein elinehtona yrityksen toiminnalle. (Koivuporras 2008, 43–44.)

Ympäristövastuu liitetään usein niihin toimiin ja pyrkimyksiin, joilla pyritään estämään ympäristöön kohdistuvia haittoja ja edistämään ympäristön suojelua (Siltaoja 2004, 299; Koivuporras 2008, 46). Yrityksen ympäristövastuu voidaan jakaa muiden yhteiskuntavastuun osa-alueiden tapaan myös välittömään ja välilliseen vastuuseen. Välittömällä ympäristövastuulla tarkoitetaan yrityksen vastuuta ympäristöongelmien ja ympäristöriskien hallinnasta sekä luonnonvarojen kestävästä käytöstä. Vastuun pitäisi kattaa koko toimintaketju aina raaka-aineiden hankinnasta jätehuoltoon. Välillinen ympäristövastuu liitetään usein yritysten toimintojen ulkoistamiseen. Tällöin yrityksen tulisi määrittellä, millaisia ympäristönäkökohtiin liittyviä toimia ne edellyttävät yhteistyökumppaneiltaan. (Rohweder 2004, 99.) Koivuporras (2008, 46) toteaa, että ympäristövastuullisena voidaan pitää sellaista toimijaa, joka pyrkii toimimaan ympäristön kannalta parhaalla mahdollisella tavalla omien kykyjensä puitteissa.

Rohwederin (2004, 77) mukaan on olennaista ymmärtää, että taloudellinen, sosiaalinen ja ekologinen vastuu ovat vuorovaikutuksessa keskenään. Hänen mukaansa taloudellinen vastuu ja kannattavuus toimivat pohjana sosiaaliselle ja ekologiselle vastuulle. Sosiaalisella ja ekologisella vastuulla on puolestaan vaikutusta yrityksen taloudelliseen toimintaan.

2.1.4 Yhteiskuntavastuun ja vastuullisen sijoittamisen yhteys

Sparkes (2002, 65) toteaa kirjassaan, että yhteiskuntavastuu ja vastuullinen sijoittaminen ovat saman kolikon kaksi puolta. Kummassakin käsitteessä on hänen mukaansa kyse taloudellisen ja sosiaalisen hyvinvoinnin luomisesta määrätyssä viitekehityksessä. Yhteiskuntavastuussa asiaa katsotaan yritysten näkökulmasta ja vastuullisessa sijoittamisessa puolestaan sijoittajan näkökulmasta. Sijoittajat voivat olla yrityksiä, jolloin vastuullinen sijoittaminen voidaan nähdä osana niiden yhteiskuntavastuuta. Zarbafi (2011, 53) kuvaa tutkimuksessaan vastuullisen sijoittamisen ja yhteiskuntavastuun välistä suhdetta kahdella tavalla. Ensinnäkin vastuullinen sijoittaminen voidaan nähdä yrityksen yhteiskuntavastuun ajurina. Toisin sanoen sijoittaja pyrkii vastuullisen sijoittamisen avulla edistämään sijoituskohteen yhteiskuntavastuuta. Toiseksi vastuullinen sijoittaminen voidaan nähdä korostavan myös sijoittajan omaa yhteiskuntavastuuta.

Mackenzie ja Lewis (1999) toteavat, että sijoittajat pyrkivät muuttamaan yrityksiä ja painostamaan niitä kohti parempaa suorituskykyä taloudellisissa, sosiaalisissa ja ekologisissa asioissa. Tähän voi sisältyä esimerkiksi kasvihuonekaasujen vähentämistä, globaalien eettisten standardien noudattamista tai hallintorakenteen parantamista. Edistämällä yhteiskuntavastuullista käyttäytymistä, sijoittajat kykenevät yhdessä helpottamaan muutosta. Tämä voidaan tehdä joko epäsuorasti sisällyttämällä taloudelliset, sosiaaliset ja ekologiset faktorit sijoituspäätöksiin tai suoraan käyttämällä osakkeenomistajan oikeuksia, ja siten vaikuttamalla yrityksen tapaan toteuttaa yhteiskuntavastuuta. Zarbafin (2011, 53) mukaan aikaisemmasta kirjallisuudesta on tunnistettavissa kaksi mahdollista tapaa, joiden kautta vastuullisen sijoittamisen vaikutus tulee näkyviin yrityksen yhteiskuntavastuun muutoksessa. Ensimmäisessä tavassa sijoituspäätösten vaikutukset yrityksen pääomakustannusrakenteeseen tunnistetaan mekanismiksi, joka pakottaa yrityksen johdon tekemään liiketoimintaa sijoittajien vaatimusten mukaisesti. Toisin sanoen sijoittajat eivät välttämättä sijoita yritykseen, mikäli se ei toimi yhteiskuntavastuullisesti. Tällöin yrityksen on ryhdyttävä toimimaan yhteiskuntavastuullisesti saadakseen rahoitusta. Toisessa tavassa on kyse siitä, että muutos yrityksen käyttäytymisessä on todennäköistä silloin, jos osakkeenomistajat käyttävät oikeuksiaan vaikuttamiskanavana.

Vastuullinen sijoittaminen ei ainoastaan pyri kasvattamaan yritysten yhteiskuntavastuuta, vaan se korostaa myös sijoittajan omaa yhteiskuntavastuuta. Se heijastaa tietoisempaa ja perusteellisempaa tapaa suhtautua sijoituspäätöksiin, ja siten se lisää sijoittajan vastuullisuutta. Esimerkiksi YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet, UN Global Compact -aloite ja UNEP FI -ympäristöaloite lanseerattiin vuonna 2006 tarjoamaan institutionaalisille sijoittajille mahdollisia keinoja integroida talouteen, yhteiskuntaan ja ympäristöön liittyviä näkökohtia päätöksenteko- ja omistajakäytäntöihin. Nämä periaatteet ja aloitteet pyrkivät parantamaan sijoitusprosessia tarjoamalla sijoittajille ohjeistusta siitä, miten tulla vastuullisemmaksi. (Zarbafin 2011, 54.)

2.2 Vastuullisen sijoittamisen kenttä

Vastuullinen sijoittaminen voidaan nähdä laajana käsitteenä, joka kattaa useita erilaisia sijoitustapoja, sekä omana sijoitustapanaan. Vastuullisen sijoittamisen käsitettä leimaa heterogeenisyys, eli samasta tai lähestulkoon samasta asiasta puhutaan eri käsitteillä (ks. esim. Sandberg ym. 2009; Woods & Urwin 2010; Lehtonen 2012). Akateemisessa vastuullista sijoittamista käsittelevässä kirjallisuudessa on tunnistettavissa muutamia rinnakkain käytettäviä käsitteitä vastuulliselle sijoittamiselle. Käytetyin käsite on kenties *yhteiskuntavastuullinen sijoittaminen* (socially responsible investing) eli SRI. Muita yleisesti käytettyjä vastuullista sijoittamista kuvaavia käsitteitä ovat *eettinen sijoittaminen* (ethical investing) ja *vastuullinen sijoittaminen* (responsible investing). (Sandberg ym. 2009, 523;

Sievänen 2012, 30; Lehtonen 2012, 17.) Vaikka näillä eri käsitteillä tarkoitetaan usein samaa asiaa, eli muiden kuin taloudellisten tekijöiden huomioimista sijoitusprosessissa, niihin liittyy heterogeenisyyttä määritelmällisellä, strategisella ja käytännön tasolla. Tämä johtuu osaksi siitä, että käsitteet on lanseerattu eri aikoina, eri maissa ja eri toimijoiden toimesta. (Woods & Urwin 2010, 3; Sandberg ym. 2009, 524.) Tässä tutkielmassa vastuullisen sijoittamisen määritelmää lähestytään perehtymällä eri vastuullista sijoittamista kuvaavien käsitteiden ontologiseen perustaan ja konnotaatioihin, sekä tarkastelemalla niiden yhtäläisyyksiä ja eroja.

2.2.1 Eettinen sijoittaminen

Vastuullisen sijoittamisen alkujuuret ovat eettisessä sijoittamisessa, joka pohjautuu tuhansia vuosia vanhoista eri uskontokuntien perinteistä. Kuvailtaessa jotain asiaa eettiseksi, ilmaisee se tiettyjä periaatteita altruismista, itsensä uhraamisesta sekä normatiivisista ja järjestelmällisistä menettelyohjeista. Kuvailtaessa käyttäytymistä eettiseksi, se antaa ymmärtää, että käyttäytymisellä halutaan auttaa pyyteettömästi muita, vaikka siitä koituisi kustannuksia itselle. Se antaa lisäksi ymmärtää, että on olemassa joukko johdonmukaisia ja yleisiä periaatteita, jotka ohjaavat käyttäytymistä. (Sparkes 2001, 198.)

Eettisellä sijoittamisella tarkoitetaan sijoitustoimintaa, jossa sijoittajan omat eettiset arvot ohjaavat voimakkaasti sijoitusvalintoja. Sitä voidaan myös kuvata sijoitusfilosofiaksi, jossa pyritään tasapainottamaan sijoituskohteen moraalinen toiminta ja tuotto. Eettinen sijoittaja on tyypillisesti valmis hyväksymään hieman alhaisempia tuottoja, jotta omat arvot toteutuisivat sijoitustoiminnassa. Eettinen sijoittaminen ei ole kuitenkaan hyväntekeväisyyttä, vaan toimintaa, jossa haetaan tuottoja. Siinä perinteisesti poissuljetaan sellaisia toimialoja ja yrityksiä sijoitussalkusta, jotka ovat jollain tavalla ristiriidassa sijoittajan omien arvojen ja moraalikäsitteiden kanssa. Näitä ovat tyypillisesti ase-, tupakka-, alkoholi-, aikuisviihde- ja uhkapeliteollisuus. (Hyrskke ym. 2012, 17–19.)

Nykypäivänä eettisen sijoittamisen käsitettä ei näy käytettävän kovinkaan yleisesti. Sen sijaan käytetään mieluummin yhteiskuntavastuullista sijoittamista tai vastuullista sijoittamista (Hyrskke ym. 2012, 18; Sandberg ym. 2009, 524). Tämä johtuu osaksi siitä, että monet pitävät sanaa eettinen liian subjektiivisena käsitteenä. Eettiseen sijoittamiseen liittyy uskonnollisia ja moraalisia sävyjä, jonka takia osa ei halua käyttää sitä. Osa puolestaan vastustaa sanan eettinen käyttöä, koska se näyttää vihjaavan, että valtavirran lähestymistavat sijoittamiseen ovat epäeettisiä. (Sparkes & Cowton 2004, 46.) Eettisen sijoittamisen väistymiseen on vaikuttanut myös sijoittajien vähäinen kyky noudattaa eettisiin arvoihin perustuvaa voimakasta yritysten ja toimialojen poissulkemisen strategiaa. Voimakas toimialojen poissulkeminen saattaa johtaa akateemisten tutkimusten mukaan alhaisempiin sijoitustuottoihin pitkällä aikavälillä, koska sijoitusuniversumi pienenee ja

siten portfolioteorian keskiössä oleva sijoitusten hajautus kärsii. (ks. esim. Markowitz 1952; Hyske ym. 2012, 19). Toisaalta joidenkin tutkimusten mukaan eettisesti sijoittavat rahastot tuottavat yhtä hyvin kuin tavanomaisesti sijoittavat rahastot (ks. esim. Bauer, Koedijk & Otten 2007). Eettisten rajojen rakentaminen on lisäksi vaikeaa esimerkiksi työeläkevakuutusyhtiöille, koska niiden asiakaskunnassa on monia erilaisia moraalikäsitteitä ja siten kaikkia asiakkaita tyydyttäviä ratkaisuja on vaikea löytää. (Hyske ym. 2012, 11, 19.)

2.2.2 *Yhteiskuntavastuullinen sijoittaminen*

Yhteiskuntavastuullisen sijoittamisen juuret ovat eettisessä sijoittamisessa ja käsitteenä se nousi pinnalle ensimmäisen kerran 1960-luvun loppupuolella Yhdysvalloissa (Ransome & Sampford 2011, 43). Siihen liittyvä sanasto ja huolenaiheet ovat saaneet vaikutteita oikeudenmukaisuuden ja tasapuolisuuden kysymyksistä, jotka olivat monien yritysten käytäntöjä ja hallituksen politiikkaa koskevien protestien keskiössä. Lukuisat yhteiskunnalliset kampanjat, kuten sodan ja rasmin vastaiset liikkeet sekä protestit naisten ja vähemmistöjen kohtelusta työpaikoilla, tekivät sijoittajat tietoisiksi heidän sijoitustensa yhteiskunnallisista vaikutuksista. (Renneboog ym. 2008, 1725.)

Yhteiskuntavastuullinen sijoittaminen on kenties käytetyin vastuullista sijoittamista kuvaava käsite koko maailman mittakaavassa (Sandberg ym. 2009, 523). Yhteiskuntavastuullisesta sijoittamisesta on tullut vuosien saatossa eräänlainen sateenvarjokäsite erilaisille sijoituskäytännöille, joissa huomioidaan niin sanottuja non-financial -kriteereitä, eli muita kuin taloudellisia kriteereitä, perinteisen rahoitusteorian tukena sijoituspäätöksenteossa. Yleisimmissä yhteiskuntavastuullisen sijoittamisen määritelmässä muiksi kuin taloudellisiksi kriteereiksi mainitaan eettiset, yhteiskunnalliset, ympäristölliset ja hallintotapaan liittyvät asiat. Tutkimuksissa on tosin todettu, että eettisille asioille annetaan nykypäivänä vähemmän painoarvoa, kun taas hallintotapaan liittyvät asiat saavat enemmän painoarvoa suhteessa muihin. Yhteiskuntavastuulliselle sijoittamiselle voidaan katsoa olevan myös eettisesti ja taloudellisesti motivoitu määritelmä, joista jälkimmäisessä eettisyyden painoarvo on pienentynyt tai se on jopa kadonnut. (Sandberg ym. 2009, 521–522.) Tyypillisesti kriteerejä integroidaan sijoituspäätöksentekoon hyödyntämällä sijoituskohteiden välttämistä ja suosimista (negative & positive screening) sekä osakkeenomistaja-aktivismia (shareholder activism) eli pyrkimystä vaikuttaa sijoituskohteen toimintaan vastuullisena yhteiskunnan ja maailmantalouden osapuolena (ks. esim. Sandberg ym. 2009; Woods & Urwin 2010; Lehtonen 2012; Berry & Junkus 2013).

Yhteiskuntavastuullista sijoittamista ja eettistä sijoittamista käytetään joissain asiayhteyksissä synonyymeina, vaikka niillä on erilainen ontologinen perusta. Renneboog ym. (2008, 1725) toteavat tutkimuksessaan, että eettinen sijoittaminen perustuu uskonnollisiin

perinteisiin, kun taas yhteiskuntavastuullinen sijoittaminen perustuu enemmän yhteiskunnallisiin vakaumuksiin. Sparkes (2004, 199) kirjoittaa puolestaan, että eettisen sijoittamisen käsitettä voi käyttää oikeutetusti lähinnä arvoihin perustuvat organisaatiot, kuten kirjat ja hyväntekeväisyysjärjestöt, koska ne pystyvät täyttämään eettiset kriteerit sijoitus-toiminnassaan. Hänen mukaansa sijoittamista voi kutsua oikeutetusti eettiseksi sijoittamiseksi, jos se on pyyteetöntä, sijoittajalla on johdonmukaiset osoitettavissa olevat eettiset säännöt ja periaatteet, sekä selkeät eettiset päätöksentekolimet ongelmatilanteisiin puuttumiseen ja toiminta on yleisesti läpinäkyvää mukaan lukien tiedottaminen eettisistä keskusteluista ja niissä tehdyistä päätöksistä. Jos nämä kriteerit eivät täyty, sijoittamisesta tulisi käyttää muuta käsitettä kuin eettinen sijoittaminen.

2.2.3 UN PRI:n vastuullinen sijoittaminen

Laajasti ymmärrettynä vastuullisen sijoittamiseen sisältyy eettinen ja yhteiskuntavastuullinen sijoittaminen, mutta se voidaan nähdä myös omana sijoitustapanaan. Vastuullinen sijoittaminen on esiintynyt kirjallisuudessa aikaisemminkin, mutta varsinaisesti siitä ryhdyttiin puhumaan vasta vuonna 2006, jolloin YK:n alainen organisaatio PRI (United Nation's Principles of Responsible Investment, UN PRI) julkisti kuusi vastuullisen sijoittamisen periaatetta rohkaisemaan institutionaalisia sijoittajia ottamaan ympäristöön, yhteiskuntaan ja hallintotapaan liittyviä asioita huomioon sijoituspäätöksenteossa ja omistajakäytännöissä. (Louche & Lydenberg 2011, 20.)

PRI määrittelee vastuullisen sijoittamisen lähestymistavaksi, jossa tunnistetaan ympäristöasioiden (environmental), yhteiskunnalliseen vastuuseen liittyvien tekijöiden (social) ja hallintotapa-asioiden (governance) eli ESG-tekijöiden sekä markkinoiden pitkän aikavälin vakauden merkitys sijoitusprosessissa. Vastuullisen sijoittamisen ajatusmaailmassa pitkän aikavälin kestävien tuottojen luominen on riippuvainen vakaasta, hyvin toimivasta ja hyvin hallinnoituista yhteiskunnan, ympäristön ja talouden järjestelmästä. Siinä tunnistetaan lisäksi, että tehokas ESG-tekijöiden tutkiminen, analysointi ja arvioiminen ovat keskeinen osa sijoituksen arvon ja suoriutumisen määrittämistä keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Vastuullinen sijoittaminen edellyttää sijoittajia ja yrityksiä ottamaan laajemman näkökulman riskeistä ja mahdollisuuksista, joita ne kohtaavat allokoidessaan varallisuutta tavalla, joka on linjassa niiden asiakkaiden ja edunsaajien lyhyen ja pitkän aikavälin etujen kanssa. (ks. esim. Sandberg ym. 2009; Sievänen 2012; Hyske ym. 2012.)

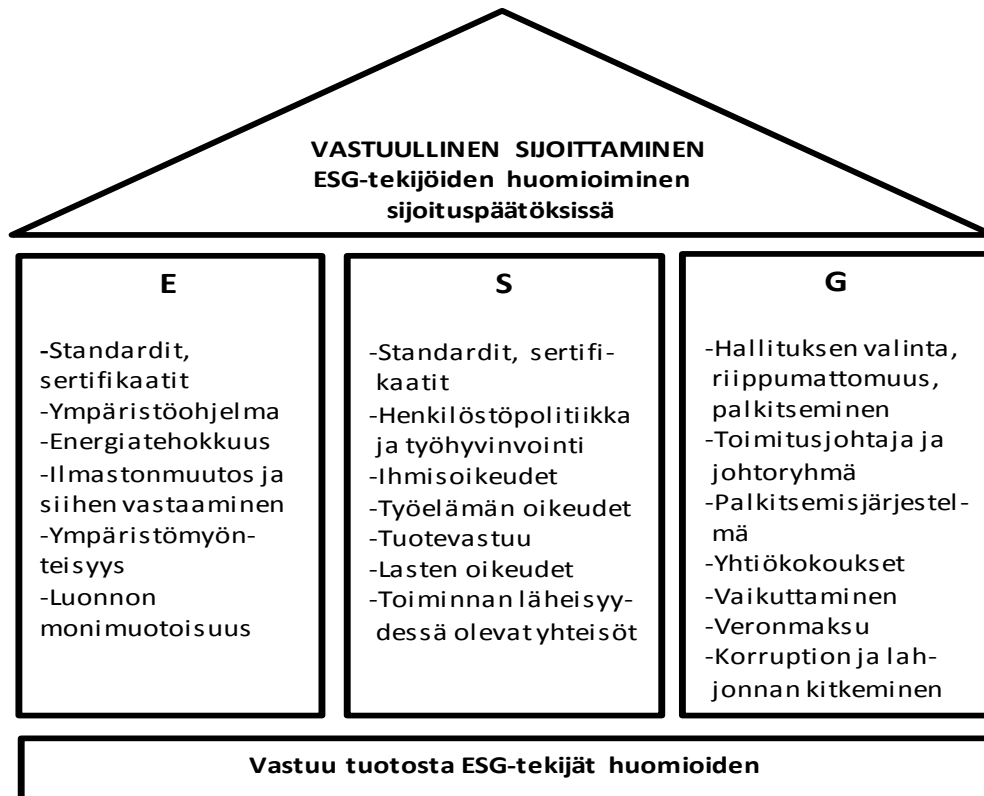
Vastuullisen sijoittamiseen kuuluu olennaisesti PRI:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet, jotka ovat kenties tunnetuin vastuullisen sijoittamisen normisto maailmassa. PRI:n (UN PRI about the PRI initiative 2015) nettisivujen mukaan, periaatteiden allekirjoittajia on tällä hetkellä lähes 1400, joiden yhteenlaskettu sijoitusvarallisuus on noin 45

biljoonaa dollaria. Periaatteiden tarkoituksena on tukea institutionaalisia sijoittajia, kun ne yrittävät maksimoida sekä rahallisen tuloksen että yleisen hyvän -tavoitteet. (Sanberg ym. 2009, 522; Lehtonen 2012, 21.) PRI:n vastuullisen sijoittamisen periaatteiden allekirjoittaja sitoutuu fidusiaarisen velvoitteensa puitteissa (UN PRI the six principles 2015):

1. Liittämään ESG-asiat osaksi sijoitusprosesseja
2. Toimimaan aktiivisena omistajana ja soveltamaan ESG-asioita omistajakäytäntöihinsä
3. Edistämään sijoituskohteidensa asianmukaista ESG-raportointia
4. Edistämään vastuullisen sijoittamisen periaatteiden käyttöönottoa sijoitustodistuksilla
5. Tekemään yhteistyötä muiden sijoittajien kanssa edistääkseen vastuullista sijoittamista
6. Raportoimaan toimistaan ja vastuullisen sijoittamisen edistymisestä

Ensimmäiset kolme periaatetta ilmaisevat sijoittajien sitoutumista siihen, että ne kiinnittävät huomiota ESG-tekijöihin sijoituspäätöksenteossa ja omistajakäytännöissä. Kolme viimeistä periaatetta puolestaan ilmaisevat sijoittajien sitoutumista siihen, että ne edistävät ja tukevat periaatteiden yleistymistä. PRI:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet on laadittu hyvin löyhiksi, jotta mahdollisimman moni sijoittaja pystyisi niihin sitoutumaan, eivätkä ne rajoittaisi liikaa niiden toimintaa (Sandberg ym. 2009, 522).

Vastuullisen sijoittamisen periaatteiden keskiössä ovat ESG-tekijät. Niitä voidaan kuvata kuviossa 2 esitetyn kolmipilarimallin avulla. Kolmipilarimallin tarkoituksena ei ole antaa kokonaisvaltaista kuvaa kaikista mahdollisista osatekijöistä, vaan siihen on koottu esimerkkejä ekologisista, sosiaalisista ja hallintotapaan liittyvistä asioista.



Kuvio 2 Vastuullisen sijoittamisen kolmipilarimalli (Hyrskke ym. 2012, 24)

Kolmipilarimallista voidaan havaita, että kaiken pohjana sijoitustoiminnassa on taloudellinen vastuu. Se on olennainen osa vastuullista sijoittamista ja siten se muodostaa mallin perustan. ESG-tekijät toimivat ikään kuin rakennelman kantavina seininä. Vastuullisen sijoittamisen osalta on todettu, että ei ole olemassa vain yhtä oikeaa tapaa sijoittaa vastuullisesti. ESG-tekijät näkyvät siten eri sijoittajilla eri tavoilla ja painotuksilla. (Hyrskke ym. 2012, 21.) Sandberg ym. (2008, 522) toteavat tutkimuksessaan, että vaikka vastuullisen sijoittamisen periaatteiden allekirjoittajat väittävät usein painottavansa ESG-tekijöitä tasapuolisesti, hallintotapa-asioihin keskitetään kuitenkin eniten huomiota. Mahdollinen selitys hallintotapa-asioiden painottamiselle on heidän mukaansa se, että niitä pidetään muita merkittävämpinä taloudellisista syistä. Esimerkiksi lukuisat yritysskandaalit ovat osoittaneet, että sijoituskohteena olevan yrityksen johtamisen laatu ja läpinäkyvyys voivat vaikuttaa merkittävästi omistaja-arvoon ja sijoitustuottoihin.

Vastuullinen sijoittaminen on eettiseen ja yhteiskuntavastuulliseen sijoittamiseen verrattuna lähimpänä tuottoon huomioita kiinnittävää sijoittamista (Sievänen 2012, 30). Se eroaa ontologiselta perustaltaan selkeimmin eettisen sijoittamisen kanssa. Vastuullinen sijoittaminen ei pohjaudu uskonnollisista perinteistä kuten eettinen sijoittaminen. Käsitteillä on myös konnotaatioero, koska vastuulliseen sijoittamiseen ei liitetä toimialojen ehdotonta tai täydellistä poissulkemista kuten eettisessä sijoittamisessa. Sen sijaan siihen

liitetään rahallisen tuloksen ja samalla yleisen hyvän -tavoitteiden maksimointi suosi-
malla sijoituskohteita, joiden katsotaan toimivan vastuullisten periaatteiden mukaisesti ja
lisäksi hyötyvän siitä myös taloudellisesti. (Woods & Urwin 2010, 4; Lehtonen 2012, 21.)

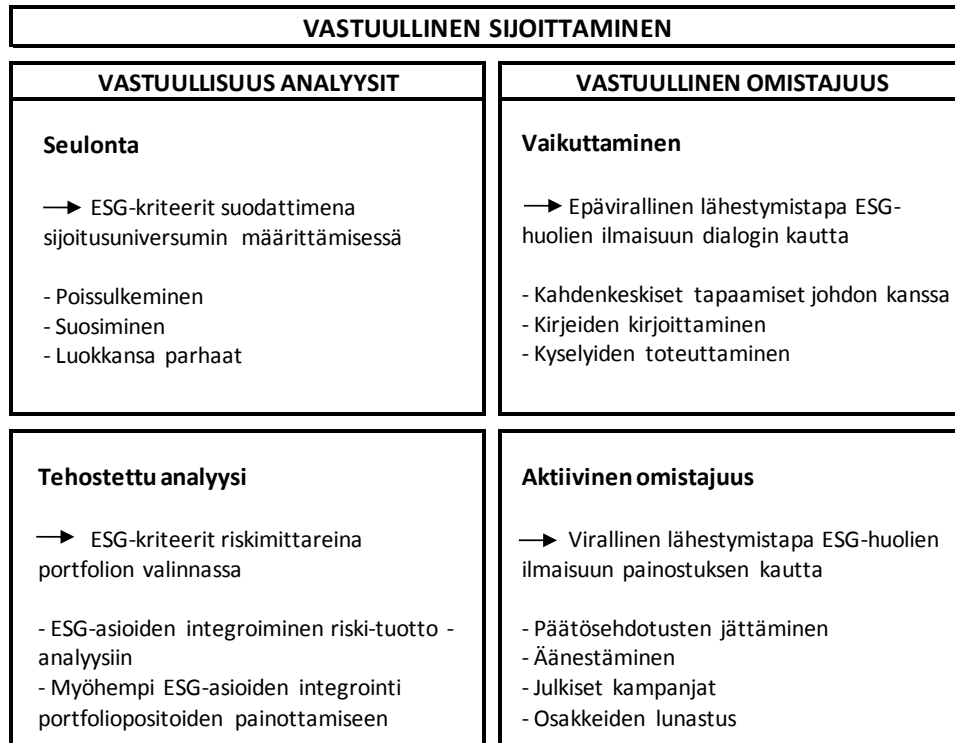
Vastuullista sijoittamista ja yhteiskuntavastuullista sijoittamista käytetään melko usein
synonyymeinä. Vastuullinen sijoittaminen eroaa kuitenkin yhteiskuntavastuullisesta si-
joittamisesta siten, että sen formaalissa määritelmässä ei mainita eettisyyttä ja se on kä-
sitteenä huomattavasti uudempi. Toisaalta taloudellisesti motivoituun yhteiskuntavas-
tuulliseen sijoittamiseenkaan ei liitetä eettisyyttä, joka on omalta osaltaan lähentänyt näitä
käsitteitä. (Sandberg ym. 2009, 522.) Käsitteiden konnotaatioero voidaan nähdä liittyvän
siihen, että yhteiskuntavastuullista sijoittamista pidetään eräänlaisena aktivistityökaluna,
kun taas vastuullinen sijoittaminen nähdään riskienhallinnan työkaluna. Yhtäläisyydet
näissä käsitteissä liittyvät ESG-tekijöiden huomioimiseen sijoituspäätöksenteossa ja osin
myös tuottohakuisuuteen sijoitustoiminnassa, riippuen siitä tarkasteleeko taloudellisesti
vai eettisesti motivoitua yhteiskuntavastuullista sijoittamista. Taulukossa 2 esitetään ti-
ivistetyt eri vastuullisen sijoittamisen käsitteiden keskeiset yhtäläisyydet ja erot.

Taulukko 2 Vastuullisen sijoittamisen käsitteiden yhtäläisyydet ja erot

Vastuullisen sijoittamisen käsitteet	Tuottotavoitteiden yhdistäminen		Lähestymistavat		Keskeiset käsitteisiin liitettävät pyrkimykset
	ESG-tekijöihin	Eettisiin tekijöihin	Poissulkeminen	Suosiminen	
Eettinen sijoittaminen		x	x	x	Omien eettisten arvojen esille tuominen
Yhteiskuntavastuullinen sijoittaminen	x	(x)	x	x	Yhteiskunnallinen vaikuttaminen
UN PRI:n vastuullinen sijoittaminen	x			x	Riskienhallinnan tehostaminen ja tuottohakuisuus

2.3 Vastuullisen sijoittamisen käytänteet

Aikaisemmasta kirjallisuudesta voidaan tunnistaa muutamia yleisesti käytettyjä vastuul-
lisen sijoittamisen lähestymistapoja. Vastuulliseen sijoittamiseen liitetään ESG-tekijöi-
den huomiointi sijoituspäätöksenteossa sekä omistajuuden aikana (Zarbafi 2011, 36).
Tässä alaluvussa käydään läpi neljä erilaista lähestymistapaa, joita ovat *seulonta* (screen-
ing), *tehostettu analyysi* (enhanced analysis), *vaikuttaminen* (engagement) ja *aktiivinen
omistajuus* (activism). Kuvio 3 havainnollistaa neljää vastuullisen sijoittamisen lähesty-
mistapaa ja niihin liittyviä käytännön toteuttamistapoja.



Kuvio 3 Neljä lähestymistapaa vastuulliseen sijoittamiseen (Zarbafi 2011, 48)

Seulonta ja tehostettu analyysi vaikuttavat sijoituspäätöksentekoon, ja siten ne liittyvät sijoitusanalyysiin sekä portfolion valintaprosessiin. Näitä kahta tarkastellaan alaluvussa 2.3.1. Vaikuttaminen ja aktiivinen omistajuus puolestaan sisältävät omistajakäytäntöjä ja siten ne liittyvät lojaalisuuspäätöksiin. Näitä kahta tarkastellaan alaluvussa 2.3.2. Zarbafi (2011, 37, 48) toteaa, että institutionaaliset sijoittajat saattavat käyttää näitä lähestymistapoja yksinään tai yhdistelmänä tehostaakseen kohdeyritysten suorituskykyä ESG-asioiden osissa. Hänen mukaansa erityisesti suuret eläkerahastot hyödyntävät sekä seulontaa että jatkuvaa dialogia yrityksen johdon kanssa.

2.3.1 Vastuullisuusanalyysit sijoituspäätöksenteossa

Seulonnan perimmäinen tavoite on tiedon kerääminen ja prosessointi tulevien sijoitusmahdollisuuksien tunnistamiseksi (Scholtens 2006, 21). Seulonnan lopputuloksena yrityksiä tai toimialoja joko sisällytetään tai rajataan pois. ESG-kriteereitä käytetään siten ikään kuin suodattimena määrittämään ja rajaamaan sijoitusuniversumia. Aikaisemmasta kirjallisuudesta voidaan tunnistaa kolme erilaista seulontametodia, joita ovat *poissulkeminen* (negative screening), *suosiminen* (positive screening) ja *luokkansa parhaat* (best-in-class screening). (Hyrskke ym. 2012, 67–74; Zarbafi 2011, 37.)

Poissulkeminen on kenties tunnetuin vastuullisen sijoittamisen lähestymistapa. Se tarkoittaa ESG-näkökohtiin perustuvaa kategorista yritysten tai toimialojen poissulkemista sijoitusuniversumista. Perinteisesti poissulkemista ovat toteuttaneet kirkot ja uskonnolliset ryhmät. Ne ovat perinteisesti vältäneet sijoittamista yrityksiin, joiden katsotaan olevan epäeettisiä. Poissulkeminen liitetään siten lähestymistavaksi etenkin eettiseen sijoittamiseen. Tänä päivänä etenkin Yhdysvalloissa on monia sijoitusrahastoja, jotka hyödynävät välttämisen strategiaa ja poissulkevat kokonaisia toimialoja portfolioistaan. Näitä ovat tyypillisesti ase, tupakka, uhkapeli, pornografia, alkoholi ja ydinvoimateollisuus. Tekemällä näin, sijoittajat voivat asettaa tietyt arvot ja uskomukset linjaan sijoitusportfolionsa kanssa. Tästä lähestymistavasta käytetään myös nimitystä arvoihin perustuva (value-based) sijoittaminen. Nämä arvot voivat perustua esimerkiksi joko institutionaalisen sijoittajan henkilökohtaisiin uskomuksiin tai ne voivat heijastaa yleisesti kuluttajien etuja. Sijoittajat voivat hyötyä tämän seurauksena vain yrityksistä, jotka eivät heidän näkökulmastaan aiheuta haittaa muille. Nykypäivän moniarvoisessa ja globalisoituneessa yhteiskunnassa, absoluuttisen poissulkemisen lähestymistapa on saanut osakseen kritiikkiä. (Zarbafi 2011, 38.) Kritiikki on kohdistunut muun muassa siihen, että nollatoleranssin soveltaminen poissuljettavaksi määritellyyn toimintaan on vaikeaa. Monet yritykset esimerkiksi tuottavat tuotteita ja palveluita, joista vain pieni osa saatetaan luokitella poissuljettavaksi. Siten esimerkiksi eräät isot liikennelentokoneiden valmistajat saavat päätyä poissuljettavaksi aseellisuutta epäeettisenä pitävän sijoittajan portfolioista, koska ne valmistavat myös aseita. (Hyrskke ym. 2012, 70.)

Suosiminen tarkoittaa ESG-alueilla hyvin suoriutuvien yritysten etsimistä ja niiden tarkoituksellista sisällyttämistä sijoitusportfolioon (Zarbafi 2011, 38). Schueth (2003, 190) toteaa, että suosiminen ei rankaise sosiaalisesti ja ekologisesti vastuuttomia yrityksiä, vaan palkitsee yrityksiä, jotka suoriutuvat hyvin esimerkiksi henkilöstöasioissa tai kasvihuonekaasupäästöjen vähentämisessä. Suosimisessa sisällytetään yrityksiä portfolioon esimerkiksi niiden yhteiskuntaa ja ympäristöä koskevien positiivisten näkökohtien tai läpinäkyvän hallinnon takia. Puhdas suosiminen ei Schethin mukaan ole kuitenkaan kovin laajasti käytetty käytäntö etenkin vastuullisesti sijoittavien sijoitusrahastojen keskuudessa. Ensinnäkin siitä johtuva rajoitettu portfolion hajautus positiivisesti seulottuihin kohteisiin saattaa sisältää korkean sijoitusriskin. Toiseksi ”hyvien” yritysten arvioinnin on todistettu olevan hankalampaa kuin ”huonojen” yritysten erottamisen moraalisten normien ja standardien perusteella. Sparkes ja Cowton (2004, 48) toteavat, että yrityksen yhteiskuntavastuun sosiaalista ulottuvuutta on erityisen hankala mitata ja siten sen on vaikea toimia ainoana perusteena portfolion rakentamisessa.

Luokkansa parhaat -seulonassa sijoitusuniversumin sijoituskohteet määritellään luokkiin siten, että niiden yhteiskuntavastuuasioita voidaan vertailla (Hyrskke ym. 2012, 72). Sen tavoitteena on luoda vertailukelpoisten kriteerien avulla sijoitusuniversumi, joka

koostuu ESG-suorituskyvyn perusteella jokaisen toimialan johtavista yrityksistä. Toimialansa parhaat -seulonnassa ei verrata eri toimialoja tai poissuljeta kokonaisia sektoreita kuten suosimisessa ja poissulkemisen lähestymistavassa. Siten esimerkiksi salkunhoitaja, jonka täytyy sijoittaa autoteollisuuden osakkeisiin voi valita autoja valmistavan yhtiön, jolla on paras taloudellinen suorituskyky ja tehokkain hiilidioksidipäästöohjelma. Etuna tässä lähestymistavassa on se, että se mahdollistaa sijoittajalle hajautetun portfolion pitämisen sekä mahdollisuuden sisällyttää ESG-näkökohdat päätöksentekoprosessiin. Esimerkiksi ekotehokkaat rahastot hyödyntävät toimialansa parhaat seulontaa. Tällaiset rahastot eivät välttämättä sisällytä portfolioihinsa ainoastaan ympäristöystävällisiä tuotteita tuottavia yrityksiä, vaan ne valitsevat yrityksiä kaikilta toimialoilta, jotka on arvioitu toimialansa parhaiksi ekotehokkuudessa. (Zarbafi 2011, 39.)

Tehostettu analyysi on seulonnan ohella toinen ESG-tekijöiden integrointitapa sijoituspäätöksentekoon. Se voidaan määritellä prosessiksi, jossa ESG-data muutetaan talous- ja maineriskimittareiksi. Nämä mittarit sisällytetään sijoitusanalyysiin ja portfolion valintametologiaan, jotta voidaan tehdä vastuullisia valintapäätöksiä. Tehostetussa analyysissä tunnistetaan, että yrityksen pitkän aikavälin suorituskykyyn vaikuttaa taloudellisten tekijöiden lisäksi myös suoriutuminen ESG-asioissa. Siten mittarit laaditaan sellaisiksi, jotka kuvaavat pitkää aikaväliä. (Zarbafi 2011, 40–41.)

Tehostettu analyysi edustaa holistisempaa lähestymistapaa sijoittamiseen kuin puhdas seulonta. Se perustuu uskomuksiin siitä, että ESG-asioiden integrointi varmistaa tehokkaamman pääoman allokoimisen ja siten parantaa markkinatuottoja. Tämä tietysti voidaan tulkita siten, että taustalla on uskomus siitä, että sijoittajalla jolla on parempaa tietoa ESG-asioista kuin muilla, kykenee käyttämään tätä tietoa hyväksi ja näin saamaan etua itselleen. (Zarbafi 2011, 40–41.) Juravle ja Lewis (2008, 292) toteavat, että suurimpien institutionaalisten sijoittajien sitoutuminen vastuulliseen sijoittamiseen on muuttunut. Aikaisemmin vastuullista sijoittamista ajoivat eettiset asiat, mutta nykyään se nähdään pragmaattisena riskienhallintana. Heidän mukaansa institutionaaliset sijoittajat lähestyvät vastuullista sijoittamista nykyään fidusiaarisella sijoitusagendalla, jossa ESG-tekijät huomioidaan siltä osin, millainen vaikutus niillä on sijoituskohteiden riskiin ja tuottoon.

2.3.2 *Vastuullinen omistajuus*

Vastuulliseen omistajuuteen liittyvät lähestymistavat voidaan jakaa Zarbafin (2011, 42) mukaan *vaikuttamiseen* ja *aktiiviseen omistajuuteen*. Hän toteaa, että vaikka näitä kahta käsitettä käytetään joskus synonyymeinä keskenään, niiden välille voidaan kuitenkin tehdä ero. Vaikuttaminen on käytännössä epävirallinen lähestymistapa vastuulliseen si-

joittamiseen ja siihen liittyy esimerkiksi kahdenkeskeiset neuvottelut suljettujen ovien takana. Aktivismi on puolestaan virallinen lähestymistapa ja liittyy esimerkiksi äänioikeuden käyttämiseen yrityksen johtoa vastaan.

Vaikuttamisessa on kyse siitä, että sijoittaja pyrkii vaikuttamaan yrityksen käyttäytymiseen dialogin kautta. Dialogissa sijoittaja esittää esimerkiksi huolensa yrityksen vastuuttomasta toimintatavoista ja pyytää selitystä näihin asioihin yrityksen johdolta. (Zarbafo 2011, 43.) Lewis ja Mackenzie (2000, 217) toteavat, että tyypilliset vaikuttamistoimet sisältävät kahdenkeskisiä tapaamisia johdon kanssa, kirjeiden kirjoittamista sekä kyselyjen laatimista ja niiden tuloksista keskustelemista. Vandekerckhove, Leys ja Braeckel (2007, 404) kirjoittavat, että ratkaisevan tärkeä elementti vaikuttamisessa on kommunikaatioprosessi sijoittajan ja yrityksen johdon välillä, sekä johdon halukkuus keskustella ESG-asioista sijoittajien kanssa. Vaikuttamisen yleinen motivaatio on informaatioetu, jonka sijoittaja voi mahdollisesti saada suljettujen ovien takana käytävässä dialogissa. Toisin sanottuna sijoittaja voi saada enemmän tietoa asioista, kuin muuten olisi mahdollista saada esimerkiksi julkisista päätöslauselmista. (Zarbafo 2011, 43–44.)

Aktiivinen omistajuus voidaan kapeasti määritellä virallisten omistajaoikeuksien käyttämiseksi. Siihen kuuluu esimerkiksi päätösehdotusten jättäminen vuosikokouksissa, äänestäminen yrityksen johtoa vastaan ja yrityksen osakkeista luopuminen eli divestointi. Näiden käytäntöjen tarkoituksena on vaikuttaa tapaan, jolla yritys toteuttaa liiketoimintaansa. Laajemmin tarkasteltuna aktiiviseen omistajuuteen sisältyy myös julkinen kampanjointi mediassa, jonka tarkoituksena on lisätä paineita yrityksen johdolle. Aktiivista omistajuutta hyödyntävät sijoittajat keskittyvät yritysten painostamiseen, jotta ne ryhtyisivät toimimaan osakkeenomistajien etujen mukaisesti. (Zarbafo 2011, 44–45.)

2.4 Vastuullinen sijoittaminen merkityksen rakentamisen näkökulmasta

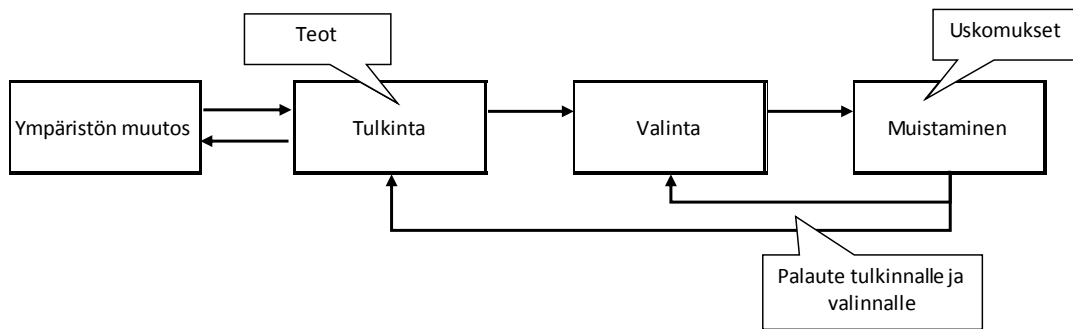
Amerikkalaisen organisaatiotutkijan Karl E. Weickin ja hänen kollegoidensa *sensemaking*-tutkimukset tarjoavat teoreettisen pohjan vastuullisen sijoittamisen tutkimiselle. *Sensemaking* voidaan suomentaa merkityksen rakentamiseksi. Merkityksen rakentaminen on prosessi, jonka avulla ihmiset rakentavat merkityksen asioista ja tapahtumista. Weick (1979, 44) käsitteellistää organisaatiot prosesseiksi, joiden olemassaolo toteutuu vain merkityksen rakentamisen myötä. Toisin sanoen organisaatioita ei ole olemassa ilman merkityksen rakentamista. Weickin mukaan yhteiskuntavastuu ja vastuullinen sijoittaminen ovat organisatorisia realiteetteja, joita tulkitaan yritysten ja sijoittajaorganisaatioiden jäsenten sosiaalisten vuorovaikutusprosessien kautta. Zarbafo (2011, 104) mukaan yhteiskuntavastuu ja vastuullinen sijoittaminen ovat lopputuotteita siitä, miten organisaatio rakentaa merkityksen vastuullisuudelle. Weick, Sutcliff ja Obstfeld (2005,

409–419) esittelevät tutkimuksessaan kolme merkityksen rakentamiseen sisältyvää prosessia, jotka muokkaavat organisatorisia realiteetteja. Nämä prosessit ovat tulkinta (enactment), kaksoisvuorovaikutus (double interact) ja jatkuva muutos (continuous change). Tämän luvun alaluvuissa tarkastellaan näitä prosesseja yhdistämällä niihin aikaisempaa yhteiskuntavastuuta ja vastuullista sijoittamista käsittelevää kirjallisuutta.

2.4.1 Vastuullisuuden tulkinta

Merkityksen rakentamisella tarkoitetaan niitä keinoja, joiden avulla ihmiset kehittävät tulkinnan jollekin asialle. Siten merkityksen rakentaminen tapahtuu ennen tulkintaa. Weickin (1979, 206) mukaan merkityksen rakentaminen on jatkuva organisointiprosessi, jonka kautta merkitys rakennetaan, tallennetaan muistiin ja käsitellään uudelleen. Weick (2009, 195) kutsuu tulkintaa liimaksi, joka liittää organisoinnin merkityksen rakentamiseen. Ihmiset organisoivat rakentaessaan merkitystä epämääräiselle informaatiolle ja tulkitsevat tätä merkitystä tehdäkseen ympäröivästä maailmasta järjestelmällisemmän. Toisin sanoen merkityksen rakentamisessa on kyse siitä, että ihmiset tekevät selkoa ympäröivästä maailmasta. Epämääräinen informaatio voi olla esimerkiksi sitä, mitä vastuullisuus on. Organisointiprosessissa vastuullisuudelle pyritään rakentamaan merkitys, jota sitten tulkitaan vastuullisen sijoittamisen ja yhteiskuntavastuun muodossa. Vastuullinen sijoittaminen ja yhteiskuntavastuu ovat siten organisatoristen merkityksenrakentamisprosessien lopputuloksia.

Organisointiprosessi koostuu neljästä elementistä, joita ovat ympäristön muutos, tulkinta, valinta ja muistaminen (Weick ym. 2005, 414). Weick (1979, 135) kirjoittaa, että teot ja uskomukset muokkaavat organisointiprosessia ja ne ovat merkityksen rakentamisen ajureita. Hän käyttää niistä nimitystä minimaaliset merkitykselliset rakenteet, joihin ihmiset turvautuvat muodostaessaan rooleja ja tulkitessaan ympäristöään. Uskomukset ovat tyypillisesti upotettu erilaisiin ideologioihin, jotka auttavat ihmisiä rakentamaan merkityksen maailmastaan. Ihmisten teot luovat olosuhteet merkityksen rakentamiselle, koska ne tuottavat raakamateriaalia, jonka ihmiset näkevät ja mille ne yrittävät rakentaa merkityksen. Weickin mukaan on tärkeä ymmärtää, että teot vaikuttavat uskomuksiin ja uskomukset vaikuttavat tekoihin. Alla oleva kuvio havainnollistaa organisointiprosessia ja sen neljää elementtiä sekä tekojen ja uskomusten liittymistä siihen.



Kuvio 4 Weickin organisointiprosessi (Weick 1979, 132)

Weickin (1979, 135) mukaan ympäristön muutokset ovat asioita, tapahtumia tai tilanteita, jotka haittaavat ihmisten ymmärrystä ympäristöstään ja luovat epävarmuutta siihen, kuinka pitäisi toimia. Ympäristön muutokset käynnistävät organisointiprosessin. Organisointiprosessi ei kuitenkaan käynnisty, mikäli odotukset ja todellisuus eivät eroa riittävästi tai ympäristön muutos ei ole tarpeeksi tärkeä tai merkittävä. Tulkinta ohjaa merkityksen rakentamista tuottamalla raakamateriaalia, mille pyritään rakentamaan merkitys. Se perustuu epämääräisen informaation havainnoimiseen ja sen karkeaan luokitteluun.

Valinnassa on puolestaan kyse epämääräisyyden vähentämisestä luokittelemalla tulkintoja. Tulkintoja kutsutaan myös kausaaliseksi kartoiksi, koska ne auttavat rakentamaan merkityksen epämääräisille asioille, tapahtumille tai tilanteille. Valintavaiheen tarkoituksena on luoda eräänlainen vakuuttava tarina epämääräiselle informaatiolle. Siinä vähennetään epämääräisyyttä valitsemalla ne osat epämääräisestä informaatiosta, mitkä käsitellään ja mitkä puolestaan hylätään. Luotu tarina varastoidaan muistamisvaiheessa ja sitä saatetaan soveltaa myöhemmin. Muistamisessa on kyse siitä, mitä joku luulee tietävänsä ja siten se edustaa uskomuksia. Muistaminen ohjaa merkityksen rakentamista, koska muistiin tallennetut kausaaliset kartat tarjoavat opastusta vakuuttavien tarinoiden valintaan tulevaisuudessa. Myöhempi soveltaminen tarkoittaa palautteen antamista tulkinnalle ja valinnalle. Toisin sanoen epämääräisyyttä vähennetään aikaisempien kokemusten perusteella tulkintavaiheessa ja valintavaiheessa muistiin tallennettujen kausaalisten karttojen avulla. Merkityksen rakentamiseen kuuluva rekursiivisuus korostaa sitä, että muistaminen rajoittaa tulkintaa, koska muistiin tallennettu organisointiprosessin lopputulos eli luotu merkitys suodattaa sen, mitä huomataan ja luokitellaan jatkossa. (Weick 1979, 130–131.)

Merkitys rakennetaan organisaatioissa joko *uskomus-* tai *toimintavetoisten* prosessien kautta. Tämä korostaa sitä, että teot ja uskomukset ovat merkityksen rakentamisen ajureita. Uskomusvetoisissa prosesseissa merkityksen rakentaminen tapahtuu joko väittelemisen tai olettamisen kautta. Weickin (1995, 133) mukaan ihmiset vaihtelevat suuresti uskomuksiltaan ja arvoiltaan, kuten myös organisaatiot, missä ihmiset työskentelevät.

Tästä syystä ihmiset eivät kykene rakentamaan merkitystä ympäristöstään ilman osallistumista väittelyyn. Väittelemisen voidaan ymmärtää yritykseksi vähentää vastakkaisten uskomusten määrää, jotta merkityksen rakentaminen tulisi helpommaksi. Oletukset helpottavat myös merkityksen rakentamista, koska ne ohjaavat ihmisten toimintaa tavalla, joka on jo etukäteen määritelty. Toimintavetoiset merkityksenrakentamisprosessit alkavat toiminnalla, jonka jälkeen sille pyritään rakentamaan merkitys. Toimintavetoisessa prosesseissa merkityksen rakentaminen voi tapahtua esimerkiksi sitoutumisen kautta.

USKOMUSVETOINEN MERKITYKSEN RAKENTAMINEN

Uskomukset ovat upotettuja muun muassa ideologioihin, jotka voivat olla esimerkiksi ammatillisia, toimialakohtaisia tai kulttuurisia. Ideologiat ovat tunneperäisiä uskomuksia, arvoja ja normeja, jotka yhdistävät ihmisiä ja auttavat heitä rakentamaan merkityksen maailmastaan. Ne ohjaavat sitä, mitä asioita ihmiset havainnoivat. Organisaatioidentiteetti muodostuu sosiaalisissa vuorovaikutusprosesseissa, joihin vaikuttavat keskeisesti organisaatioiden asiakaskunta ja toimintaympäristö. (Weick 1995, 112.) Basun ja Pallazon (2008, 125) mukaan organisaation identiteetillä on merkittävä vaikutus siihen, miten se rakentaa merkityksen vastuullisuudelle. Tämä korostaa merkityksen rakentamiseen liittyvää keskeistä ajatusta siitä, että uskomukset vaikuttavat tekoihin. Brickson (2007, 864–888) esittelee tutkimuksessaan individualistisen, relationaalisen ja kollektiivisen identiteettityyppisuuntauksen. Jokainen näistä suuntauksista perustuu organisaatioiden uskomuksiin perustuviin oletuksiin siitä, mitä vastuullinen liiketoiminta on. Ne vaikuttavat siten siihen, millä tavalla ne suhtautuvat vastuullisuuteen liiketoiminnassaan.

Individualistisessa yrityksessä korostuu itsekkyyks ja se sitoutuu yhteiskuntavastuuseen kilpailullisella tavalla pyrkimällä olemaan paras. Se ei kuitenkaan kiinnitä niinkään huomiota sosiaalisten normien ja arvojen todelliseen sisältöön, sekä se näkee itsensä omana kokonaisuutenaan erossa muista. Se saattaa sitoutua yhteiskuntavastuuseen paremmin, mikäli sitä palkitaan jollain tavalla siitä. Relationaalinen yritys puolestaan suuntaa yhteiskuntavastuutoimensa vahvojen sidosryhmäsuhteiden rakentamiseen. Se suosii enemmän sitoutumista dialogiin ja vahvojen siteiden luomiseen sijoittajien kanssa. Kollektiivinen yritys näkee itsensä osana isoa ryhmää ja pyrkii yleiseen hyvään kuten köyhyyden vähentämiseen. Tämän kaltaiset organisaatiot sitoutuvat vahvasti yhteiskuntavastuuasioihin, joten sijoittajan on helppo rakentaa niiden kanssa kollektiivinen merkitys vastuullisuudelle. (Brickson 2007, 865; Basu & Palazzo 2008, 126.)

Zarbafin (2011, 110–111) mukaan nämä kolme identiteettityyppisuuntausta sopivat myös institutionaalisten sijoittajien kuvaamiseen. Hän toteaa, että tapa jolla institutionaalinen sijoittaja näkee itsensä, määrittelee sen vastuullisen sijoittamisen käytännöt. Individualistisen sijoittajan toimintaa ohjaa itsekkyyks ja tarve suoriutua taloudellisesti parem-

min kuin kilpakumppanit. Siten sen pääasiallinen tavoite on saavuttaa erinomaisia taloudellisia tuottoja vastuullisista sijoituksistaan. Individualistisella sijoittajalla on tyypillisesti melko lyhytkatseinen sijoitushorisontti ja se pyrkii jatkuvasti peittomaan tuotoillaan kilpailijat tai vertailuindeksit. Tällöin syvällistä sitoutumista sidosryhmiin ei välttämättä synny. Relationaalinen sijoittaja pyrkii puolestaan rakentamaan läheisiä suhteita asiakkaidensa ja portfolioyhtiöiden kanssa. Sen rakentamaan vastuullisuuden merkitykseen kuuluu uskomus kumppanuudesta, luottamuksesta ja yhteistyöstä. Relationaalinen sijoittaja tavoittelee omistajafilosofiaa, johon kuuluu keskinäinen ymmärtäväinen vuoropuhelu portfolioyhtiöiden kanssa. Portfolioyhtiöt eivät voi tyydyttää heidän tarpeitaan ainoastaan erinomaisilla taloudellisilla tuotoilla. Relationaalisilla sijoittajilla on myös tarve edistää yhtiöiden muutosta kohti kestävämpää liiketoimintaa, joka tarjoaa tasaisia tuottoja pitkällä aikavälillä. Kollektiivinen sijoittaja on puolestaan tyyppiesimerkki eettisestä sijoittajasta kuten kirkosta tai eettisestä rahastosta. Tämän kaltaisella sijoittajalla on tyypillisesti laajempia vastuullisuustavoitteita kuten esimerkiksi köyhyyden vähentäminen. (Brickson 2007, 865; Zarbafi 2011, 110–111)

Jos sijoittaja kyseenalaistaa portfolioyhtiönsä vastuullisuusidentiteetin, saattaa yhtiö pyrkiä puolustamaan sitä. Näitä identiteetin puolustusmekanismeja ovat muun muassa kiistäminen ja rationalisointi. Kiistäminen tarkoittaa jonkin asian kieltämisen prosessia. Mahdollisten uhkien kiistäminen on organisaatiolle itseluottamuksen kasvattamisen muoto, jossa ongelmia ja uhkia aliarvioidaan. (Laughlin 1970, 56.) Vandekerckhove ym. (2007, 403) ovat havainneet tutkimuksessaan, että organisaatioiden tietoisuus ESG-asioihin liittyvistä riskeistä on varsin heikkoa. Tähän liittyen Zarbafi (2011, 114–115) toteaa, että yritykset näkevät usein ESG-asioiden olevan ennemminkin merkittävä uhka itsetunnonle kuin sen suoritusta parantava tekijä. Tämä puolestaan saattaa johtaa siihen, että yritykset turvautuvat kiistämiseen, jos niiden vastuullisuusidentiteettiä kyseenalaistetaan. Toisin sanoen, jos tietoisuus ESG-asioihin liittyvistä riskeistä on heikkoa, niiden huomiointi saatetaan kokea turhaksi ja toimintaa rasittavaksi ylimääräiseksi työksi, joka ei paranna suoritusta.

Rationalisointi on toinen tapa puolustaa identiteettiä ja se tarkoittaa pyrkimystä kehystää merkitys uudelleen, jotta muut hyväksyisivät sen oikeutetuksi. Organisoitiprosessissa rationalisointi vaikuttaa valintavaiheeseen, jossa luokitellusta materiaalista tehdään merkittävää hyödyntämällä kokemuksia ja odotuksia. Tyypillinen esimerkki rationalisoinnista liittyy sijoitushorisonttien pituuteen ja vastuullisuusasioiden materialisoitumisen aikajänteeseen. Yleinen uskomus on se, että vastuullisuusasioiden huomioinnin hyödyt sijoitusprosessissa materialisoituvat vasta pitkällä aikavälillä. Esimerkiksi monilla sijoitusrahastoilla on usein lyhyt sijoitushorisontti johtuen korkeista likviditeettivaatimuksista. Niiden on todettu rationalisoivan vastuullisuusasioiden huomioita jättämistä sillä, että siitä ei ole hyötyä heille lyhyellä aikavälillä. (Zarbafi 2011, 118.)

Toinen uskomusvetoisista prosesseista on merkityksen rakentaminen olettamalla. Oletuksiin upotetut uskomukset ovat Weickin (1995, 145) mukaan merkityksen rakentamisen avainresurssi. Oletukset ohjaavat toimijan huomiota tiettyihin suuntiin ja tietyn tyyppiseen informaatioon, joka on yhdenmukainen oletusten kanssa. Oletukset sisältävät alueita, joihin kuuluvat muun muassa yleinen yksimielisyys normeista, työrooleista ja sosiaalisista suhteista. Oletukset rooleista vaikuttavat muun muassa organisaation sitoutumiseen asiakkaisiin. Ne saattavat olla avoimesti esitettyjä tai piilossa pidettyjä uskomusten ja normien muodossa. Niiden on sanottu myös rajoittavan ihmisten toimintaa ja joustavuutta rakentaa uusia merkityksiä. (Weick 1995, 145.)

Ryan ja Schneider (2003, 403) väittävät, että yritysten johtajat kyseenalaistavat usein osakkeenomistajien moraalisen kannan suhteessa yritykseen. He näkevät tämän liittyvän päämies-agentti -teoriaan, jossa oletetaan, että sijoittajat päämiehinä keskittyvät ainoastaan sijoitustensa tuottojen maksimointiin, eikä niinkään laajempiin sosiaalisiin tavoitteisiin. Tästä syystä yritykset eivät välttämättä huomio sijoittajan muita tarpeita, koska ne olettavat sen roolin olevan tuoton maksimoija. Zarbafi (2011, 126) puhuu tutkimuksessaan myös negatiivisista roolioletuksista, joka on seurausta sijoittajien ja yrityksen johdon välillä vallitsevasta epäluottamuksesta. Yrityksen johto saattaa tähän liittyen olettaa virheellisesti sijoittajien pyrkivän ohjaamaan ja valvomaan heitä, eikä osallistuvan ystävälliseen vuoropuheluun. Zarbafin mukaan aktiivisesta omistajuudesta on tullut tästä syystä negatiivissävytteinen termi, jonka yrityksen johto näkee päätösvallan rajoittamisena. Tästä syystä johtajat eivät välttämättä halua kuunnella sijoittajia, vaikka niiden pyrkimykset olisivat hyviä ja yhteiskuntavastuuta edistäviä. Zarbafin mukaan tapa jolla sijoittajat ja yritykset ovat vuorovaikutuksessa vastuullisuusasioiden osalta, riippuu pitkälti siitä, kuinka he tulkitsevat oletuksiaan vastapuolen roolista.

TOIMINTAVETOINEN MERKITYKSEN RAKENTAMINEN

Sitoutumisen avulla voidaan kuvata toimintavetoista merkityksen rakentamista. Se kuvaa sitä, miten organisaatiot sitoutuvat käyttäytymään tietyllä tavalla tulkitessaan vastuullisuutta ja kuinka ne oikeuttavat toimintansa. Weickin (1995, 157) mukaan sitoutuminen keskittää merkityksen rakentamisen velvoittaviin toimiin. Käyttäytymisvelvoite tarkoittaa niitä toimia, joista organisaatiot ovat vastuussa tai sidosryhmät pitävät niitä vastuussa. Weick mainitsee tutkimuksessaan kaksi muuttujaa, jotka sitovat organisaatiot toimimaan tietyllä tavalla ja kasvattavat niiden vastuuta. Näitä ovat julkisuus ja vapaa tahto.

Julkinen toiminta sisältää kaikki ne toimet, jotka ilmaistaan julkisesti organisaation nettisivuilla, raporteissa, lehdistötiedotteissa tai sertifikaateissa. Toiminta joka kasvattaa yrityksen sosiaalista ja ekologista vastuuta, voi olla esimerkiksi avoin julkinen visio, missä se kertoo edistävänsä kestäväää kehitystä. Institutionaaliset sijoittajat hyödyntävät

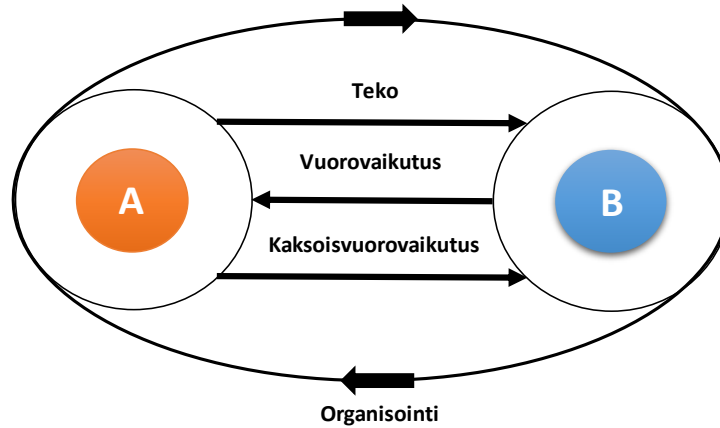
usein omia nettisivujaan uskomustensa ja arvojensa esiin tuomiseksi. Tämä näkyy esimerkiksi siinä, että institutionaaliset sijoittajat ilmoittavat olevansa UN PRI:n vastuullisen sijoittamisen periaatteiden allekirjoittajia. PRI velvoittaa allekirjoittajia muun muassa työstämään ja julkaisemaan vuosikertomuksen siitä, kuinka he ovat edistyneet ESG-asioiden integroinnista sijoitusanalyysiin ja omistajakäytäntöihin. Raporttien julkisuuden ja eksplisiittisyyden nähdään lisäävän sijoittajan sitoutumisen tasoa ESG-asioihin ainakin muodollisesti. Vapaa tahto näkyy esimerkiksi siinä, että organisaatiot ryhtyvät noudattamaan vapaaehtoisesti kansainvälisiä vastuullisuusperiaatteita kuten YK:n Global Compact -aloitetta. Tämän kaltaisten kansainvälisten vastuullisuusaloitteiden on todettu lisäävän organisaation sitoutumista vastuullisuusasioihin, vaikka niissä ei ole mitään pakottavaa mekanismeja kuten sanktioita niiden noudattamatta jättämisestä. (Zarbafi 2011, 139.)

Sitoutumista voidaan tarkastella myös siltä kannalta, miten organisaatiot oikeuttavat toimensa. Oikeutukset paljastavat organisaatioiden vallitsevan logiikan siitä, mitä ne ajattelevat olevan vakuuttavia ja sosiaalisesti hyväksyttäviä selityksiä toiminnalleen. Toisin sanottuna ne kertovat siitä, mikä motivoi organisaatiota toimimaan tietyllä tavalla. (Basu & Palazzo 2008, 127.) Zarbafi (2011, 143) erottelee neljä erityyppistä oikeutuksen muotoa, joita ovat laillinen, tieteellinen, taloudellinen ja eettinen oikeutus. Laillisessa oikeutuksessa on kyse siitä, että organisaatiot vetoavat oikeuksiinsa, sääntöjen noudattamiseen tai menettelyohjeisiinsa. Esimerkiksi useiden maiden lainsäädäntö ei velvoita organisaatioita sijoittamaan vastuullisesti, joten organisaatiot voivat oikeuttaa toimintaansa vedoten lakien mukaan toimimiseen. Tieteellinen oikeutus nojaa tyyppillisesti asiantuntijatiemiseen. Organisaatiot saattavat perustella sitoutumattomuuttaan vastuulliseen sijoittamiseen, esimerkiksi vedoten akateemisiin tutkimuksiin siitä, että sosiaalisen ja taloudellisen suoriutumisen välillä on negatiivinen korrelaatio lyhyellä tähtäimellä. Tämä liittyy tutkimuksiin, joissa todetaan vastuullisuusasioiden huomioimisen hyötyjen materialisoituvan vasta pitkällä aikavälillä. (Zarbafi 2011, 144.) Taloudellinen oikeutus tarkoittaa aistittavissa olevien hyötyjen korostamista sidosryhmille toimintansa puolustamiseksi. Näitä voivat olla esimerkiksi työpaikkojen luominen, verojen maksaminen tai paremmat tuotot. (Zarbafi 2011, 145.) Eettinen oikeutus ei ole suunnattu ainoastaan sidosryhmien odotusten tyydyttämiseen, vaan yleisen hyvinvoinnin universaaliin saavuttamiseen. Tähän turvautuvat organisaatiot perustelevat toimintaansa usein uskonnollisilla juurillaan ja motivaatiollaan yleistä hyvää kohtaan. (Basu & Palazzo 2008, 127.)

2.4.2 Kollektiivinen merkityksen rakentaminen vastuullisuudelle

Kollektiivista merkityksen rakentamista voidaan tarkastella *kaksoisvuorovaikutuksen* avulla. Siinä vähintään kaksi toimijaa pyrkii rakentamaan kollektiivisen merkityksen jol-

lekin asialle kuten esimerkiksi vastuullisuudelle. Toisin sanoen se kuvaa toimijoiden välistä vuorovaikutusta, jossa pyritään rakentamaan yhteinen merkitys asialle kommunikoinnin avulla. (Zarbafo 2011, 86.) Alla oleva kuvio 5 havainnollistaa kaksoisvuorovaikutusta.



Kuvio 5 Kaksoisvuorovaikutus (Zarbafo 2011, 86)

Kuviossa 5 oleva teko tapahtuu, kun A esimerkiksi sanoo tai ehdottaa jotain B:lle. Vuorovaikutus tapahtuu silloin kun B vastaa A:lle. Kaksoisvuorovaikutus tapahtuu puolestaan silloin, kun A vastaa B:lle takaisin. Organisointia tapahtuu jatkuvasti toimijoiden pyrkiessä rakentamaan merkityksen toistensa sanomisille, jota kuvaa nuolilla varustettu ovaali. Organisointi ja merkityksen rakentaminen ovat kollektiivisiä ilmiöitä, jotka muodostuvat lukuisista toisiinsa liittyneistä toimintasykleistä. Weick (1979, 89) toteaa, että mitä suurempi epämääräisyyden aste on, sitä suurempi määrä syklejä tarvitaan epämääräisen informaation muuttamiseksi kollektiiviseksi merkitykseksi. Syklit päättyvät siihen, kun kollektiivinen merkityksen rakentaminen onnistuu. Tämä voi tapahtua esimerkiksi siten, että yritys B hyväksyy sijoittajan A ehdotuksen vastuullisten periaatteiden integroimisesta liiketoimintaan. (Weick 1979, 89.)

Zarbafo (2011, 88) esittelee tutkimuksessaan assosioimisen (*relating*) käsitteen. Hän määrittelee sen avainsuhteiden kehittämiseksi organisaation sisällä ja organisaatioiden välillä. Assosioimisen prosessi keskittyy kolmen alueen ympärille, joita ovat tiedustelu (*inquiry*), oman kannan puolustaminen (*advocacy*) ja ymmärtäminen (*connecting*). Merkityksen rakentamisessa tiedustelu tarkoittaa yritystä ymmärtää, kuinka toinen henkilö on muuttanut epämääräisen informaation merkitykselliseksi informaatioksi. Toisin sanoen se tarkoittaa sitä, kuinka henkilö on organisoinut epämääräisyyden. Oman kannan puolustamisessa on kyse siitä, että henkilö kertoo toiselle, mitä pitää tehdä. Se on siten tyyppillistä yksisuuntaista kommunikaatioita. Ymmärtämisellä tarkoitetaan puolestaan kykyä luoda yhteistyösuhteita tiedustelun ja oman kannan puolustamisen avulla. Nämä kolme assosioimisen aluetta voidaan tiivistää vastavuoroisen tiedustelun (*reciprocal inquiry*) käsitteen alle. Sengen (2006, 183–187) mukaan organisaatioissa olevat ihmiset oppivat

ymmärtämään toisiaan tasapainottamalla oman kannan puolustamista ja tiedustelua. Tasapaino mahdollistaa kaksisuuntaisen kommunikaation ja sitä kautta kollektiivisen merkityksen rakentamisen. Tämä pätee hänen mukaansa myös organisaatioiden väliseen vaikuttamiseen. Zarbafi (2011, 89) kirjoittaa, että jos ideat kommunikoidaan selkeästi ja ideoista väittelemiselle on tarpeeksi tilaa, voivat organisaatiot vaikuttaa toistensa merkityksenrakentamisprosessiin.

Zarbafin (2011, 162) mukaan yhteiskuntavastuu on organisatorinen merkityksenrakentamisprosessi, jota ohjaavat organisaation uskomukset ja teot. Uskomukset ja teot ovat kuitenkin organisaatiokohtaisia, joten yhteiskuntavastuun merkitys ei ole välttämättä samanlainen kaikilla organisaatioilla. Jos esimerkiksi yritys toimii sijoittajan näkökulmasta vastuuttomasti yhteiskuntavastuuasioissa, sijoittajalla saattaa olla tarve vaikuttaa yrityksen yhteiskuntavastuuseen, jotta se ryhtyisi toimimaan vastuullisemmin. Zarbafin mukaan, jos sijoittaja haluaa vaikuttaa yrityksen yhteiskuntavastuuseen, tulee sen vaikuttaa yrityksen merkityksenrakentamisprosessiin. Weick (1995) toteaa, että sijoittaja voi osallistua ja vaikuttaa yrityksen merkityksenrakentamisprossiin ainoastaan sellaisten toimien kautta, jotka yhdistävät kummatkin osapuolet. Hän lisää vielä, että mitä parempi yhteys osapuolten välillä on, sitä parempi vaikutus voidaan saavuttaa. Aikaisemmassa kirjallisuudessa tosin on todettu, että institutionaalisen sijoittajan vaikutusmahdollisuudet yrityksen käyttäytymiseen riippuvat pitkälti sijoituksen koosta yritykseen. Toisin sanoen mitä suurempi osuus sijoittajalla on yrityksestä sitä paremmat mahdollisuudet sillä on vaikuttaa yrityksen käyttäytymiseen. (Zarbafi 2011, 164.)

Kollektiivinen merkitys rakennetaan vastavuoroisen tiedustelun kautta tasapainottamalla oman kannan puolustamista ja tiedustelua. Zarbafi (2011, 165) esittelee tutkimuksessaan neljä prosessia, jotka sisältyvät kollektiiviseen merkityksen rakentamiseen. Näitä ovat *havainnointi*, *kysyminen*, *kertominen* ja *luominen*. *Havainnointi* kuvaa prosessia, missä omien näkemysten puolustaminen ja tiedustelu ovat alhaisella tasolla. Tämä voi tapahtua esimerkiksi siten, että institutionaalisen sijoittajan palveluksessa oleva analyttikko kerää ja analysoi relevanttia tietoa potentiaalisen yrityksen ESG-asioista julkisesti saatavilla olevasta materiaalista. Mahdollisuus rakentaa merkitys vastuullisuudesta havainnoinnin kautta riippuu muun muassa siitä laajuudesta, jolla yritys paljastaa tietoa ESG-asioista ja mitä kanavaa se käyttää asioiden paljastamiseen. Toisaalta se riippuu myös siitä, kuinka analyttikko on luokitellut ja suodattanut tietoa sijoituksista vastaavalle johdolle. Seulonta on tyypillinen vastuullisen sijoittamisen lähestymistapa, joka perustuu havainnointiin. Siinä ESG-kriteereitä käytetään suodattimena potentiaalisten sijoitusmahdollisuuksien tunnistamisessa. (Zarbafi 2011, 167–173.)

Kollektiivinen merkityksen rakentaminen havainnoimalla tuottaa lähinnä nimellisiä merkityksiä siitä, mistä vastuullinen liiketoiminta koostuu. Tämä johtuu siitä, että sijoittaja ei ota kantaa, eikä selitä omaa näkemystään vastuullisuudesta yrityksen johdolle. Si-

joittaja ei myöskään rohkaise yritystä paljastamaan perusteluita ESG-luvuille. Havainnollisella yrityksen ESG-lukuja julkisista materiaaleista, sijoittaja ei välttämättä saa rakennettua syvällistä merkitystä yrityksen vastuullisuudesta. Siten sijoittaja saattaa päätyä poissulkemaan yrityksen portfolioista, vaikka yrityksellä tosiasiallisesti olisi pyrkimyksiä edistää toimintansa vastuullisuutta tulevaisuudessa, koska ne eivät näy välttämättä yrityksen ESG-luvuissa tarkasteluhetkellä. (Zarbafi 2011, 167–173.)

Kysyminen kuvaa prosessia, missä omien näkemysten puolustaminen on vähäistä ja tiedustelu puolestaan runsasta. Kysymistä tapahtuu esimerkiksi siten, että analyytikko lähettää kyselyitä yritykseen koskien sen suoriutumista ESG-asioissa. ESG-asioden heikon läpinäkyvyyden ja vertailtavuuden puutteen takia, sijoittajat ottavat usein yhteyttä yritys­siin ja kysyvät heiltä lisää sellaista tietoa niiden menettelytavoista ja käytännöistä, joista ei löydy tietoa julkisista materiaaleista. Sijoittajat hyödyntävät kyselyistä saatavaa tietoa epämääräisen informaation muuttamiseen merkitykselliseksi informaatioksi. On myös mahdollista, että sijoittajien kysymät kysymykset kannustavat yritystä uudelleen miettimään heidän tulkintaansa vastuullisuudesta. Kyselyihin liittyy kuitenkin ongelma. Jos sijoittajat eivät kerro kyselyssä omaa kantaansa siihen, mitä he kyselyllä tavoittelevat ja miksi tietyt asiat kyselyssä ovat tärkeitä heille, yritykset jäävät ikään kuin yksin tulkitsemaan sijoittajan kysymyksiä vastuullisuudesta. Tällöin yritykset saattavat tarttua muistiin tallennettuihin kausaalisiin karttoihin rakentaessaan merkitystä sijoittajan kysymyksille eli toisin sanoen, pitäytyä vanhassa tulkinnassaan vastuullisuudesta. Tämän takia sijoittajan tulisi liittää kyselyyn perustelut siitä, miksi he tulkitsevat vastuullisuutta tietyllä tavalla. (Zarbafi 2011, 173–179.)

Kertominen on prosessi, jossa organisaation jäsenet puolustavat vahvasti näkemystään, mutta eivät juurikaan tiedustele vastapuolensa näkemyksiä. Kertominen voi ilmetä esimerkiksi siten, että sijoittajat ilmaisevat huolensa liittyen yrityksen johdon tapaan pyörittää yritystä. Kertominen ilmenee monissa eri muodoissa vastuullisessa omistajuudessa. Sijoittaja voi esimerkiksi äänestää vuosikokouksessa yrityksen johtoa vastaa. Toisaalta sijoittaja voi divestoida sijoituksensa ilmaistakseen kantansa yrityksen toiminnasta. Tätä kertomisen muotoa voidaan tosin pitää toimimattomana kollektiivisessä merkityksenrakentamisprosessissa. Ensinnäkin divestointi katkaisee mahdollisuuden tulevilta merkityksenrakentamisprosesseilta ja toiseksi se perustuu uhkaukseen ja rangaistukseen, jolloin yrityksen johto pyrkii enneminkin puolustamaan toimintaansa kuin uudelleen ajattelemaan sitä. Divestointi ei siten välttämättä rohkaise yritystä toimimaan tavalla, joka perustuu sijoittajien antamiin ohjeisiin. (Zarbafi 2011, 179–182.)

Yleisesti saatetaan väittää, että puhdas kertominen omistaja-aktivismi- ja vaikuttamisstrategioissa edustaa enemmän yksisuuntaista kommunikointia sijoittajan ja yrityksen välillä. Tosiasiassa sijoittajat pyrkivät vaikuttamaan yrityksen merkityksenrakentamisprosessiin kertomalla yritykselle siitä, kuinka sen menettelytapoja ja käytäntöjä voitaisiin

parantaa. Sijoittajat tarjoavat yrityksille vaihtoehtoisia näkökulmia siihen, kuinka rakentaa merkitys ympäröivästä maailmasta. Kollektiivisen merkityksen rakentaminen sisältää tosin rajoituksia. Sellaisessa maailmassa, jossa ei ole vastustusta, yritykset hyväksyisivät sijoittajien muutosehdotukset täysin, vaikka siitä olisi haittaa heille. Jos sijoittajat painostavat liian voimakkaasti yrityksen johtoa kohti etukäteen määriteltä näkemystä vastuullisesta liiketoiminnasta, yrityksen johto ei välttämättä kyseenalaista sitä toimintaympäristönsä kontekstissa. Mahdollinen lopputulema tästä saattaa olla yrityksen kertaluontoinen toimi vastauksena sijoittajan huolille. Tämä tuskin jäisi pysyväksi, koska se kaatuisi muiden sidosryhmien esittämien huolien takia. Toisin sanoen eri sidosryhmillä on erilaisia vaatimuksia, mitkä saattavat kumota toisensa, mikäli yritys hyväksyisi kaikki ehdotukset. Toinen rajoite liittyy oletukseen siitä, että yritys ei hyväksy passiivisesti sitä, mitä sijoittaja sille kertoo. Tämä saattaa johtaa siihen, että sijoittajien luoma paine yritykselle aiheuttaa voimakasta egon puolustamista siitä, mikä on oikea tapa rakentaa merkitys vastuullisuudesta. Tällöin yritys ei ole välttämättä halukas oppimaan sijoittajalta ja se saattaa sivuuttaa muutosehdotukset. (Zarbafi 2011, 182–187.)

Luominen on prosessi, jossa organisaation jäsenet puolustavat vahvasti näkemyksiään, mutta tasapainottavat niitä tiedustelemalla myös vastapuolen näkemyksiä. Luominen edustaa vastavuoroisia kommunikaatiopyrkimyksiä, jotka tähtäävät merkityksestä vallitsevien tulkintojen jatkuvaan hiomiseen, tasapainottamalla omien näkemysten puolustamista ja tiedustelua. Luominen sisältää kaikki ne prosessit, joissa sijoittaja osallistuu keskinäiseen vuorovaikutukseen yrityksen kanssa, ilmaistakseen huolensa tavasta, jolla yrityksen johto pyörittää yritystä, sekä kuunnellakseen yrityksen johdon näkemyksiä. (Zarbafi 2011, 187–188.)

Vastuullisessa sijoittamisessa luominen ilmenee esimerkiksi siten, että sijoittaja ja yritys päättävät yhdessä osallistua jatkuvaan kommunikointiin vastuullisuuskysymyksistä. Luomista tapahtuu siten todennäköisimmin vastuullisen sijoittamiseen liittyvissä vaikutamisstrategioissa kuten kahden keskisissä tapaamisissa tai muissa vuoropuhelun muodoissa. Verrattuna aktivismistrategioihin, vuoropuheluun perustuvat vaikuttamisstrategiat antavat sijoittajalle mahdollisuuden tavata yrityksen johtoa, keskustella ESG-asioista kasvotusten ja löytää ratkaisu, joka sopii sekä sijoittajan että yrityksen työympäristöön. Tyypillisesti tällaiset keskustelut tapahtuvat suljettujen ovien takana ja siten estävät yritystä tulemasta julkisesti syytetyksi tai nolatuksi. (Zarbafi 2011, 189–191.)

Zarbafin (2011, 191–193) mukaan tärkeä etu oman kannan puolustamisen ja tiedustelun yhdistämisessä on se, että se synnyttää jatkuvaa vuorovaikutusta ja tarjoa välttämättömän perustan luottamuksen rakentamiseen osapuolten välille. Luominen edustaa vuorovaikutteista kaksisuuntaista osallistumisprosessia vuoropuheluun, joka edistää kollektiivista merkityksen rakentamista. Sen avulla kehitetyt yhteiset tulkinnat siitä, kuinka ra-

kentaa merkitys vastuullisuudelle, saavat sijoittajan ja yrityksen toimimaan todennäköisemmin näiden tulkintojen mukaisesti, kuin puhtaassa oman kannan puolustamisen lähestymistavassa.

2.4.3 Vastuullisuuden merkityksen muuttaminen

Weickin mukaan (1979, 206) *jatkuva muutos* on prosessi, joka perustuu oletukselle siitä, että merkityksen rakentaminen on jatkuvaa toimintaa. Jatkuvuus ja dynaaminen muutos ovat ominaisia organisaatioille, mutta vakaus puolestaan ei ole. Jatkuvan muutoksen ajurina toimii organisaatioiden kyvyttömyys pysyä vakaana. Organisaatoriset realiteetit kuten esimerkiksi vastuullinen sijoittaminen ja yhteiskuntavastuu tulee nähdä Weickin mukaan jatkuvina muutosprosesseina. Hänen mukaansa organisaatoriset realiteetit ovat hauraita ja väliaikaisia tiloja, joita ihmiset jatkuvasti määrittelevät toimiensa ja kokemustensa kautta. Siten esimerkiksi yhteiskuntavastuu on hauras ja väliaikainen tila, joka jatkuvasti määrittelee yrityksen roolit ja suhteet suhteessa ympäristöön sekä yhteiskuntaan. (Weick & Quinn 1999, 379.)

Weick ja Quinn (1999, 379) tarkastelevat tutkimuksessaan jatkuvaa muutosta kehittämänsä interventioteorian (*intervention theory*) avulla. Sen avulla voidaan tarkastella esimerkiksi sitä, kuinka sijoittaja voi edetä kollektiivisen merkityksenrakentamispyrkimyksen aikana, jos se haluaa muuttaa yrityksen uskomuksia ja toimia yhteiskuntavastuun ympärillä. Weick ja Quinn esittelevät muutoksen koostuvan kolmesta peräkkäisestä vaiheesta, joita ovat jäädyttäminen (*freeze*), uudelleen tasapainottaminen (*rebalance*) ja sulattaminen (*unfreeze*). Jäädyttämisessä keskeytetään käynnissä oleva merkityksen rakentamisprosessi ja tehdään itsestään selvistä uskomuksista näkyviä, paljastetaan kausaaliset kartat eli tulkinnat sekä selvitetään luodut tarinat. Seuraavassa vaiheessa eli uudelleen tasapainottamisessa kyseenalaistetaan ideologiat tai toiminnan teoriat ja etsitään vaihtoehtoja. Siinä käytännössä kehystetään asiat mahdollisuuksiksi. Viimeisessä vaiheessa eli sulattamisessa on puolestaan kyse jatkuvan muutoksen prosessin jatkamisesta. Siinä ikään kuin käynnistetään toiminta muutetun asian osalta.

Muutosagentilla on tärkeä osa interventioteoriasa. Ne eivät luo, vaan uudelleen suuntaavat muutosta, joka on jo käynnissä, rakentamalla merkityksen muutoksen dynamiikasta. Niiden tehtävänä on jäädyttää ja uudelleen tasapainottaa ideologiat, jotka määrittelevät sen, kuinka organisaation jäsenet tulkitsevat maailmaansa. Keskeinen vaikutusmekanismi tässä prosessissa on kommunikointi. Tiivistetysti voidaan todeta, että jos organisaatio yrittää muuttaa toista organisaatiota, sen täytyy uudelleen suunnata olemassa olevia prosesseja, jotka muokkaavat organisaatorisia realiteetteja. Uudelleen suunnatakseen näitä prosesseja, muutosagenttien tulee luokitella se osa, jota halutaan muuttaa. Tämän

jälkeen agenttien täytyy tehdä ohjailevat uskomukset ja toimet näkyviksi, uudelleen tasapainottaa ne ja lopulta palata jatkuvaan muutokseen. (Weick & Quinn 1999, 362–381.)

Jäädäyttämisen tarkoituksena on saada selville, miten vastapuoli rakentaa merkityksen esimerkiksi vastuullisuudelle. Vastuullisen sijoittamisen kontekstissa jäädäyttäminen tarkoittaa sijoittajan pyrkimystä paljastaa esimerkiksi yrityksen identiteetin suuntaus tai sen rooliodotukset sidosryhmiä kohtaan. Merkityksenrakentamistavat on mahdollista saada selville tarkastelemalla niitä perusteluita, joita organisaatio tarjoaa puolustaessaan sitoutumistaan yhteiskuntavastuuasioihin. Operatiivisesta näkökulmasta katsottuna jäädäyttäminen ilmenee esimerkiksi asian esille tuomisen muodossa kuten kirjeen kirjoittamisena yritykselle tai kokouksen järjestämisenä jostain asiasta. Sijoittajan kirje yritykselle ILO:n työelämän konventioiden rikkomisesta on esimerkki tällaisesta. Kirjeitä pitäisi kuitenkin seurata produktiiviset tapaamiset, jotka on todettu helpottavan kollektiivista merkityksen rakentamista. Tapaamiset antavat kummallekin osapuolelle mahdollisuuden saada selville vastapuolen vallitsevan merkityksenrakentamisprosessin. (Zarbafi 2011, 201–204.)

Uudelleen tasapainottaminen käsittää olemassa olevien merkityksenrakentamistapojen kyseenalaistamisen. Uudelleen tasapainottaminen on tapojen tulkintaa, lokeroimista ja järjestämistä, asioiden uudelleenkehystämiseksi mahdollisuuksien muotoon. (Weick & Quinn 1999, 380.) Zarbafi (2011, 205) väittää tutkimuksessaan, että sijoittajat voivat edistää yrityksen yhteiskuntavastuuta tarjoamalla yritysten johdolle vaihtoehtoisia selityksiä siitä, kuinka rakentaa merkitys vastuullisuudelle. Dutton ja Ashford (1993) väittävät asian myymistä yrityksen johdolle käsittelevässä tutkimuksessaan, että asiaa tukevat faktat ja empiiriset todisteet ovat tärkeitä asian myymisen onnistumisessa. Zarbafi (2011, 199) esittelee tutkimuksessaan asian myymisen (*issueselling*) mekanismin, jonka avulla voidaan uudelleen suunnata muutosta. Asian myyminen tarkoittaa prosessia, jolla yksilöt vaikuttavat toistensa huomioihin ja ymmärrykseen tapahtumista, kehityksestä ja trendeistä. Vastuullisen sijoittamisen kontekstissa tämä tarkoittaa sitä, että sijoittajilla on parempi mahdollisuus myydä ESG:hen liittyviä asioita yrityksen johdolle, jos he tarjoavat tarpeeksi asiaa tukevia faktoja ja todisteita siitä, että ne edistävät yrityksen kokonaisvaltaista suoriutumista. Zarbafi (2011, 207) ehdottaa, että sijoittajan kannattaa esittää yritykselle esimerkiksi case-tutkimuksia siitä, kuinka Global Compact -aloite on avustanut muita yrityksiä edistämään omaa toimintaansa. Global Compact -aloite sisältää kymmenen periaatetta koskien ihmisoikeuksia, työntekijöiden oikeuksia, ympäristön suojelua ja korruption vastaisuutta.

Asian kehystäminen vähittäiseksi on toinen taktiikka yrityksen johdon huomion saamiseksi. Weick ja Quinn (1999) peräänkuuluttavat tutkimuksessaan vahvempaa keskittymistä organisoimisen pieniin mikroprosesseihin organisatorisen muutoksen lähteenä. Zarbafin (2011, 207) mukaan kaksi näkökulmaa voivat selittää vähittäiseksi kehystetyn asian myymisen onnistumista. Ensinnäkin asiat, jotka viittaavat pieniin organisatorisiin muutoksiin, näyttävät helpompina toteuttaa, paremmin ymmärrettävinä sekä

myös helpommin ratkaistavina kuin asiat, jotka viittaavat laajoihin organisaation laajui-
siin muutoksiin. Toiseksi asiat, jotka viittaavat pieniin organisatorisiin muutoksiin, käsi-
tetään vähemmän uhkaaviksi.

Zarbafin (1011, 209) mukaan pääasiallinen ongelma vastuullisen sijoittamisen edistä-
misessä on se, että yrityksen johto näkee osakkeenomistajat usein puhtaasti talousorien-
toituneiksi. Tästä syystä sijoittajia ei oteta mukaan yhteiskuntavastuuta koskevaan pää-
töksentekoon. Zarbafin mukaan sijoittajien pitäisi tarjota yrityksen johdolle tällaisessa
tilanteessa vaihtoehtoinen näkemys, joka korostaa heidän rooliaan yhteiskuntavastuuseen
liittyvässä päätöksenteossa.

Zarbafi (2011, 211) kirjoittaa, että liittoutuman muodostaminen asian myymiseksi, on
positiivisesti yhteydessä myyjän menestykseen. Esimerkki tällaisesta liittoutumasta on
YK:n alainen organisaatio PRI. Se tarjoaa sijoittajille kohtaamispaikan missä he voivat
keskustella esimerkiksi mahdollisista vaikuttamisstrategioista muiden sijoittajien kanssa
ja siten rikastaa myytävää asiaansa muillakin näkökulmilla. Sijoittajat voivat hioa yh-
dessä vastuullisuusasioihin liittyvien hyötyjen perusteluita ja siten vaikuttaa yrityksen
johdon tapaan nähdä osakkeenomistajat. Yritysten johto saattaa pitää sijoittajia vakuutta-
vampina, jos ne ovat mukana isoissa liittoutumissa.

Sulattaminen on jatkuvan muutoksen prosessin jatkamista kuten improvisointia, so-
veltamista ja oppimista, joka mahdollistaa tietoisemmän ja joustavamman tavan rakentaa
merkitys. Se käsittää prosessin, jossa sijoittajat rohkaisevat yritystä toimimaan esimer-
kiksi vastuullisuuden suhteen. Se on myös prosessi, jossa sijoittaja sallii huolenaiheensa
kehittyä organisaation paikallisessa kontekstissa. Sulattamisprosessin tunnusomaisena
piirteenä on toimeenpanon tasapainottaminen koordinoinnin ja vapaan toimeenpanon vä-
lillä. (Zarbafi 2011, 213–215.) Zarbafi (2011, 216) väittää tutkimuksessaan, että mitä
enemmän sijoittaja tasapainottaa koordinointia ja vapaata toimeenpanoa myydessään
asiaa yrityksen johdolle sitä paremmat mahdollisuudet sillä on onnistua muuttamaan yri-
tyksen käyttäytymistä. Toisin sanoen kyse on siitä, että sijoittajan tulisi antaa yritykselle
tilaa toteuttaa muutos niiden omalla tavalla.

Zarbafi (2011, 216) painottaa tutkimuksessaan, että nämä kolme interventioprosessin
vaihetta ovat rekursiivisia. Tällä hän tarkoittaa sitä, että mitä tahansa sulatetaankin, on se
tarvittaessa altis tulemaan jatkossa jäädytetyksi, uudelleen tasapainotetuksi ja sulatetuksi.
Sijoittajien tulee hänen mukaansa ymmärtää, että muutoksen vaatiminen yritykseltä on
jatkuva prosessi ilman varsinaista alkua ja loppua. Sijoittajien tulisi lähestyä yrityksen
johtoa vähäisillä muutoksilla ennemmin kuin suurilla, jotta se olisi helpompi ymmärtää
ja hyväksyä.

3 TYÖELÄKEVAKUUTUSYHTIÖDEN TOIMINTA JA HEDGERAHASTOT NIIDEN SIOITUSKOHTEINA

3.1 Työeläkevakuutusyhtiöiden toiminta

Suomen työeläkejärjestelmä on ainutlaatuinen maailmassa ja se on kansallisessa päätösvallassa. Euroopan Unioni ei esimerkiksi pysty käyttämään päätösvaltaa Suomen työeläkejärjestelmään liittyvissä asioissa. Suomessa eläketurva ja lakisääteinen työeläkevakuutus ovat osa sosiaaliturvaa ja se kuuluu kaikille työntekijöille sekä yrittäjille. Sen tavoitteena on varmistaa, että ihmisillä on tietty perusturva kaikissa eri elämän tilanteissa. Eläketurva koostuu Kelan hoitamasta takuueläkkeestä ja kansaneläkkeestä sekä eri työeläkelaitosten hoitamasta työeläkkeestä. Takuueläke ja kansaneläke kattavat koko Suomen väestön, kun taas työeläke kattaa koko työvoiman. Takuueläkkeen ja kansaneläkkeen tarkoituksena on varmistaa kaikille eläkeläisille perustoimeentulo. Työeläkkeen tarkoituksena on puolestaan turvata työntekijänä tai yrittäjänä toimineen henkilön kulutustason säilyminen kohtuullisena eläkkeelle siirtymisen jälkeen. Lakisääteisen järjestelmän ohella on olemassa erilaisia vapaaehtoisia ja täydentäviä eläkevakuutus- ja säästötuotteita, joita pankit ja vakuutusyhtiöt myyvät. Näiden lisäksi on olemassa erilaisia työnantajan kustantamia lisäeläkejärjestelmiä ja ryhmäeläkevakuutuksia. (ETK eläke osana sosiaaliturvaa 2015; TELA työeläkejärjestelmän perusteet.)

Suomen työeläkejärjestelmä on hallinnoltaan hajautettu usealle eri työeläkelaitokselle. Yksityisellä puolella työeläkkeitä hallinnoidaan useissa työeläkevakuutusyhtiöissä, erityiseläkelaitoksissa, eläkekassoissa ja eläkesäätiöissä, jotka kilpailevat keskenään. Siten työeläkejärjestelmä on hajautettu. Tämä mahdollistaa riskien hajauttamisen ja luo kilpailua yhtiöiden välillä. Kilpailun toivotaan johtavan hallinnollisten toimintojen tehostamiseen sekä tuottokilpailuun eläkevarojen sijoittamisessa. Tässä tutkielmassa keskitytään työeläkevakuutusyhtiöihin, joita tämän tutkielman tekohetkellä on olemassa kuusi. Näitä ovat keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Elo, keskinäinen eläkevakuutusyhtiö Etera, keskinäinen eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen, vakuutusosakeyhtiö Pension Alandia, keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma ja eläkevakuutusosakeyhtiö Veritas. Nämä työeläkevakuutusyhtiöt hoitavat noin 2,8 miljoonan suomalaisen eläkeasiat. Tutkielman ulkopuolelle jäävät yksityiseltä puolelta erityiseläkelaitokset, eläkekassat ja eläkesäätiöt. Näiden lisäksi julkisen puolen eli kuntien, valtion ja kirkon työntekijöiden eläketurvaa hoitavat Keva, Valtion eläkerahasto (VER) ja Kirkon keskusrahaston eläkerahasto jäävät myös tutkielman ulkopuolelle. (ETK työeläkevakuutusyhtiöt 2015; TELA erilaiset työeläkevakuuttajat 2015.) Tutkielman ulkopuolelle jäävät työeläkelaitokset eivät ole juridisesti samanlaisia työeläkevakuutusyhtiöiden kanssa.

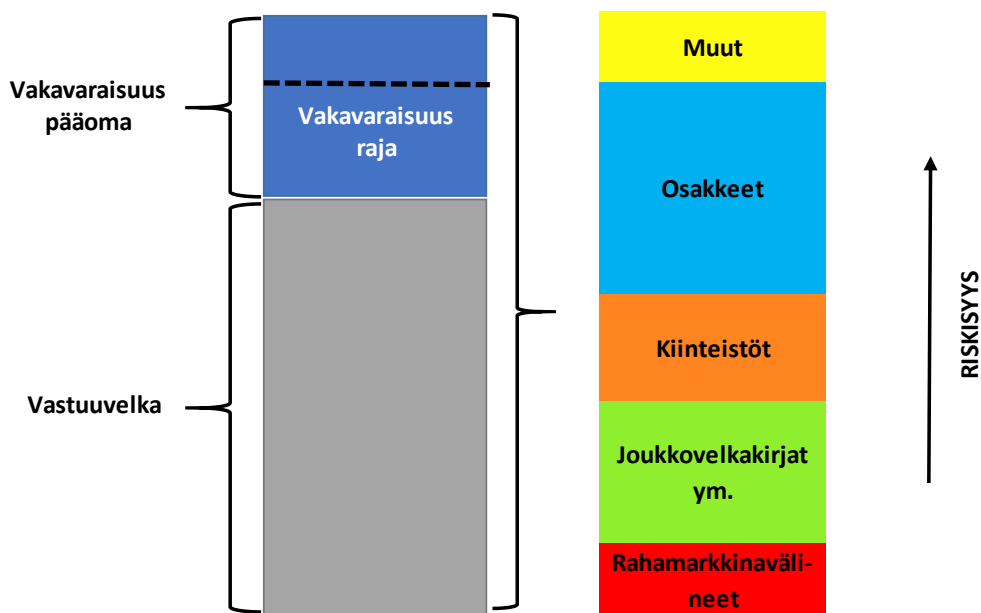
Yksityisen puolen työeläkeyhtiöiden toimintaa säätelee laki työeläkevakuutusyhtiöistä (TVYL). Työeläkevakuutusyhtiöihin sovelletaan tietyin poikkeuksin myös vakuutusyhtiölakia ja osakeyhtiölakia. Ne ovat juridiselta muodoltaan joko keskinäisiä vakuutusyhtiöitä tai vakuutusosakeyhtiöitä. Niiden omistajina ovat vakuutustenottajat eli työnantajat ja vakuutetut työntekijät sekä mahdolliset takuuosuuden omistajat. Työeläkevakuutusyhtiöt harjoittavat lakisääteistä eläkevakuutusliikettä, jonka toiminnasta on säädetty työntekijän eläkelaisissa (TyEL) ja yrittäjän eläkelaisissa (YEL). Niiden lakisääteinen tehtävä on hoitaa sosiaaliturvaan kuuluvaa työeläketurvan toimeenpanoa. Työeläkemaksuista kertyvät eläkevarat on lain mukaan tarkoitettu eläketurvan toimeenpanoon ja niitä pitää hoitaa tavalla, joka turvaa eläke-etuudet. Työeläkevakuutusyhtiöiden tavoitteena ei ole tavoitella voittoa omistajilleen, vaan turvata työeläkkeet. Tämä erottaa ne muista osakeyhtiöstä ja vakuutusyhtiöistä. (TELA alan toimijoita koskeva lainsäädäntö 2015.)

3.1.1 Työeläkkeiden rahoitus ja sijoitustoiminnan lakisääteiset vastuut

Työeläkkeet rahoitetaan palkansaajilta, yrittäjiltä ja työnantajilta kerättävillä työeläkemaksuilla ja niiden osittaisesta sijoittamisesta saaduilla sijoitustuotoilla. Suomen työeläkejärjestelmä on osittain rahastoiva eli osa kerätystä työeläkemaksuista rahastoidaan. Toisin sanoen jokainen yksittäinen eläke jakautuu rahastoimattomaan ja rahastoituu osaan. Tutkielman tekohetkellä yksityisellä puolella kerätystä työeläkemaksuista viisi euroa kuudesta käytetään vuosittain eläkkeiden maksuun (rahastoimaton osa) ja loput (rahastoitu osa) sijoitetaan rahoitusmarkkinoille ympäri maailmaa. Rahastoitujen eläkevarojen tarkoituksena on tasata työeläkemaksujen nousupaineita ja turvata myöhempien eläkkeiden maksaminen. Työeläkemaksujen kehitys riippuu rahastoivassa työeläkejärjestelmässä työllisyyden, talouden ja väestön kehityksen lisäksi rahastoitujen eläkevarojen sijoitustuotoista. Suomessa esimerkiksi väestön ikääntyminen luo nousupaineita tuleviin eläkkeisiin. Tätä painetta pyritään vähentämään rahastoiduista eläkevaroista saaduilla sijoitustuotoilla ja siten pitämään eläkemaksujen taso vakaana tulevaisuudessa. Eli toisin sanoen halutaan, että työntekijöiltä perittävät työeläkemaksut eivät nousisi kohtuuttoman korkeiksi. Sijoitustuottojen yhteyttä työeläkemaksuihin on kuvattu siten, että sijoitustuottojen yhden prosenttiyksikön nousu pitkän aikavälin keskituotossa alentaa työeläkemaksuja noin 2–3 prosenttiyksikköä. (ETK eläkkeiden rahoitus 2015; TELA työeläkkeiden rahoitus 2015.)

Työeläkkeiden rahastointi asettaa tiettyjä velvoitteita työeläkevakuutusyhtiöille ja niiden tulee varmistaa, että niillä on riittävästi varallisuutta selviytyä näistä velvoitteista. Eläkkeiden rahastoitu osa on työeläkevakuutusyhtiöiden vastuulla. Tästä vastuusta muodostuu vastuuvelka eläkkeensaajille, joka tarkoittaa maksettavista ja tulevista eläkkeistä

koituvaa veloitteiden määrää. Työeläkevakuutusyhtiöt kattavat vastuuvelan sijoitusvarallisuudellaan. (TELA vastuulaskenta 2015.) Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaan liittyy aina epävarmuutta, joten niiden tulee olla vakavaraisia markkinoiden heilahdeluja varten. Vakavaraisuutta mitataan vastuuvelan ylittävällä sijoitusvarallisuuden määrällä, josta käytetään nimitystä vakavaraisuuspääoma. Hyvinä sijoitusvuosina vakavaraisuuspääoma tyypillisesti kasvaa ja huonoina puolestaan vähenee. Käytännössä vakavaraisuuden tarkoitus on varmistaa, että työeläkevakuutusyhtiöt selviytyvät vakuutus- ja sijoitustoimintaan liittyvistä riskeistä kaikissa eri tilanteissa. (ETK eläkemaksujen yhteys eläkevaroihin ja sijoitustoimintaan 2015.) Alla oleva kuvio havainnollistaa vastuuvelan, vakavaraisuuden ja sijoitusvarallisuuden yhteyttä toisiinsa.



Kuvio 6 Vastuuvelan, vakavaraisuuden ja sijoitusvarallisuuden yhteys

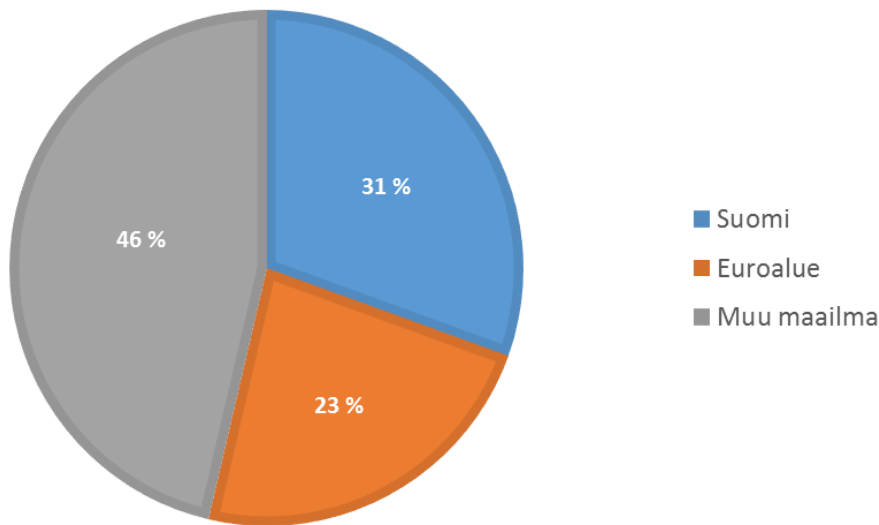
Kuviossa oleva vakavaraisuusraja on määritelty vakavaraisuusvalvonnassa työeläkevakuutusyhtiön vakavaraisuudelle. Se on pääomavaade, joka vastaa yhden vuoden vakavaraisuuspääoman tarvetta. Sen ylittäminen mahdollistaa tietyin perustein vakuutusmaksujen alentamisen, joka on selkeä etu asiakaskilpailussa. Sen alittaminen puolestaan johtaa erilaisiin valvonnallisiin toimenpiteisiin. Vakavaraisuusrajan määrittelyssä huomioidaan työeläkevakuutusyhtiön riskit ja sijoitusten jakautuminen kuvioissa esiintyviin eri sijoitusluokkiin, jotka jakautuvat vielä alaryhmiin. Erisuuruiset sijoitusluokat kuvaavat keskimääräistä allokaatioita kyseisiin luokkiin. Sijoitusluokat sisältävät eri määrän riskiä, jota havainnollistetaan kuvioissa 6 siten, että riskisyys kasvaa rahamarkkinavälineistä ylöspäin. Markkinoiden yleissääntö on se, että mitä suurempi riski sitä suurempi tuotto-

odotus. Hyvän vakavaraisuuden omaava työeläkevakuutusyhtiö voi ottaa suurempia riskejä sijoitustoiminnassaan eli allokoida varoja enemmän riskiä sisältäviin sijoitusluokkiin kuten osakkeisiin tai muihin sijoituksiin kuuluviin hedgerahastoihin ja siten tavoitella suurempia tuottoja. (TELA vakavaraisuuslaskenta 2015.)

Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan järjestämisestä on säädetty laissa. Lain (1997/354) 26 §:n mukaan työeläkevakuutusyhtiöiden on sijoitettava rahastoidut varat tuottavasti ja turvaavasti. Tuottavuus ja turvaavuus tarkoittavat käytännössä sitä, että työeläkevakuutusyhtiöiden on tähdättävä korkeaan, pitkäaikaiseen ja vakaaseen tuottoon. Tämä tarkoittaa lisäksi myös sitä, että niiden on tasapainoiltava tuoton ja riskin kanssa. Vakavaraisuuden laskemisesta ja vastuuvelan kattamisesta säädetyn lain (1114/2006) 3 §:n mukaan työeläkevakuutusyhtiöiden on huolehdittava sijoitustoiminnassaan sijoitusten tarkoituksenmukaisesta hajauttamisesta sekä 4 §:n mukaan sijoitukset on luokiteltava tosiasiallisen riskin mukaisesti. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että sijoitukset on hajautettava alueellisesti eri markkinoille ja toimialoille erilaisiin sijoituskohteisiin ja -instrumentteihin. Tämän lisäksi huomioon on otettava sijoitusten varmuus, tuotto, likviditeetti ja monipuolisuus. Lakien perimmäisenä tarkoituksena on siis varmistaa työeläkevakuutusyhtiöiden kyky selviytyä asetetuista velvoitteistaan, koska niillä on vastuu eläkkeiden maksamisesta ja rahoittamisesta. (Telkki 2014, 13–15.)

3.1.2 Sijoituskohteet ja niiden kohdentuminen

Eläkevaroja on rahastoitu järjestelmän alkuvaiheista eli vuodesta 1962 lähtien, joka näkyy tänä päivänä työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitusvarallisuudessa. Työeläkevakuutusyhtiöt hallitsevat tällä hetkellä noin 110 miljardin euron suuruista sijoitusvarallisuutta, jonka odotetaan vielä kasvavan tulevina vuosina. Siten ne ovat merkittäviä institutionaalisia sijoittajia ja rahoitusmarkkinoiden toimijoita. Kuten laki velvoittaa, työeläkevakuutusyhtiöt hajauttavat sijoituksiaan eri markkinoille ja toimialoille erilaisiin sijoituskohteisiin ja -instrumentteihin. Alla oleva kuvio havainnollistaa työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitusten tämän hetkistä maantieteellistä kohdentumista.



Kuvio 7 Sijoitusten maantieteellinen kohdentuminen (TELA sijoitusvarojen yhteenveto 2014)

Tällä hetkellä suurin osa eli noin 46 % työeläkevakuutusyhtiöiden sijoituksista kohdistuu euroalueen ulkopuolelle. Euroalueen ulkopuolelle kohdentuneet sijoitukset ovat kasvattaneet osuuttaan viimeisen kuuden vuoden aikana merkittävästi. Vastaavasti Suomeen kohdentuneiden sijoitusten osuus on laskenut. Vielä vuonna 2011 Suomen osuus kaikista työeläkevakuutusyhtiöiden sijoituksista oli noin 42 %, kun taas euroalueen ulkopuolisten sijoitusten osuus oli vain noin 33 %. (TELA sijoitusvarojen yhteenveto 2014.) Yhtenä syynä tähän trendiin pidetään Suomen tämän hetken heikkoa talouskehitystä ja kasvunäkymiä, jotka eivät tue tuottavaa ja turvaavaa sijoittamista. Euroalueen ulkopuolella on maita, joiden talous kasvaa nopeammin ja siten tarjoaa työeläkevakuutusyhtiöille mahdollisuuden hankkia parempia tuottoja. Toisaalta syyt siihen, miksi työeläkevakuutusyhtiöt ylipäättään sijoittavat Suomeen eivät liity ainoastaan parhaan mahdollisen tuoton tavoitteluun. Työeläkevakuutusyhtiöt haluavat tukea suomalaisia yrityksiä esimerkiksi imagosyistä, jotta ne saavat pidettyä tärkeitä asiakkaita itsellään. Tämän lisäksi kotimaiset sijoitukset tukevat Suomen taloutta ja työllisyyttä. Toiseksi työeläkevakuutusyhtiöiden hallituksissa istuu suomalaisten työnantajien, työntekijöiden ja yhtiöiden edustajia, jotka ovat vaikuttamassa sijoitussalkkujen maantieteelliseen suuntaukseen ja siten syyt Suomen suosimisessa voivat olla myös poliittisia. (Pietiläinen 2015.)

Työeläkevakuutusyhtiöillä on valittavanaan suuri määrä erilaisia sijoituskohteita, joiden avulla hajauttaa sijoitussalkkuaan. Hajautus eri sijoituskohteisiin on tärkeää, koska ne käyttäytyvät eri tavalla eri markkinatilanteissa. Sijoituskohteet vaihtelevat riskin suuruuden, riskityypin, likviditeetin ja tuotto-odotusten suhteen. Työeläkevakuutusyhtiöiden

sijoitustoimintaa koskeva laki asettaa raamit sille, kuinka paljon ja millaisiin sijoituskohteisiin voidaan allokoita varoja. Niiden tulee saada sallittuun riskiin nähden mahdollisimman hyvä ja vakaa pitkän aikavälin tuotto. Sijoituskohteet voidaan jakaa karkeasti suoriin ja välillisiin sijoituksiin. Suorat sijoitukset ovat käytännössä sellaisia, jotka työeläkevakuutusyhtiö tekee itse ja hallinnoi niitä. Tällaisia ovat esimerkiksi suorat sijoitukset osakeisiin, kiinteistöihin ja joukkolainoihin. Työeläkevakuutusyhtiöt sijoittavat kuitenkin myös sellaisiin sijoituskohteisiin hajauttaessaan portfolioitaan, jotka vaativat erityistä osaamista ja kokemusta tai muita resursseja. Tällaisissa tilanteissa ne usein delegoivat sijoitusten hoitamisen ulkopuolisille rahastoyhtiöille, jotka tekevät lopulliset sijoituspäätökset ja hallinnoivat sijoituksia. Tästä käytetään nimitystä välillinen sijoittaminen. Lähtökohtaisesti suora omistajuus tuo mukanaan paremmat vaikutusmahdollisuudet sijoituskohteeseen, kun taas välillisissä sijoituksissa vaikutusmahdollisuudet ovat pienemmät ja niissä saattaa olla haasteena läpinäkyvyyden puute. Läpinäkyvyyden puute vaikeuttaa muun muassa sijoituskohteen riskien arviointia ja siten myös tässä tutkielmassa käsiteltävää vastuullista sijoittamista. (TELA työeläkevarojen hajautetut sijoitukset auttavat riskinhallinnassa 2012.)

Työeläkevakuutusyhtiöt eroavat toisistaan siinä, mihin sijoituskohteisiin ne kohdentavat varojaan. Alla oleva taulukko havainnollistaa viiden suurimman työeläkevakuutusyhtiön sijoitusten kohdentumista markkina-arvoin mitattuna eri sijoituskohteisiin vuoden 2015 ensimmäisellä neljänneksellä.

Taulukko 3 Viiden suurimman työeläkevakuutusyhtiön sijoitusten kohdentuminen 31.3.2015 (TELA työeläkevakuuttajakohtaiset osavuositiedot 2015)

	Elo	Etera	Ilmarinen	Varma	Veritas	Yhtiöt keskimäärin ja yht.
Korkosijoitukset	41,9	42,6	46,9	33,4	42,6	40,3
Lainasaamiset	2,8	5,9	4,0	3,5	1,2	3,6
Joukkovelkakirjalainat	31,7	32,6	38,3	27,4	37,7	32,5
<i>Julkisyhteisöjen joukkovelkakirjat</i>	18,1	4,6	14,5	12,1	10,1	13,6
<i>Muiden yhteisöjen joukkovelkakirjat</i>	13,6	28,0	23,8	15,3	27,6	18,9
Muut rahoitusmarkkinavälineet ja talletukset	7,4	4,1	4,5	2,4	3,7	4,2
Osakesijoitukset	33,9	30,7	37,6	39,8	35,3	37,3
Noteeratut osakkeet	28,6	20,8	29,5	31,0	29,6	29,4
Pääomasijoitukset	4,0	9,1	4,9	6,3	3,7	5,5
Noteeraamattomat osakkeet	1,3	0,8	3,3	2,5	2,0	2,4
Kiinteistöinvestiitit	12,9	15,8	9,8	9,2	15,2	10,7
Suorat kiinteistöinvestiitit	10,3	10,9	8,5	7,9	13,3	8,9
Kiinteistöinvestiititrahastot ja yhteissijoitukset	2,6	5,0	1,3	1,3	1,9	1,8
Muut sijoitukset	11,3	10,8	5,6	17,6	6,9	11,7
Hedge-rahastosijoitukset	11,3	4,3	1,8	17,7	5,1	10,0
Hyödykesijoitukset	0,0	0,2	0,0	0,0		-0,0
Muut sijoitukset	0,0	6,4	3,9	0,0	1,8	1,7
Sijoitukset käyvin arvoin yhteensä, %	100	100	100	100	100	100
Sijoitukset käyvin arvoin yhteensä, milj. euroa	20 935	5 976	36 996	42 556	2 780	109 243

Taulukko 2 ei erottele suoria ja välillisiä sijoituksia kovin selkeästi. Luonnollisesti kaikki rahastosijoitukset ovat välillisiä sijoituksia, mutta esimerkiksi taulukossa olevat pääomasijoitukset sisältävät sekä suoria pääomasijoituksia että välillisiä pääomarahastosijoituksia. Näiden lisäksi osakesijoituksiin ja korkosijoituksiin kuuluu niihin liittyviä rahastosijoituksia. Suurimmat erot työeläkevakuutusyhtiöiden välillä ovat tällä hetkellä joukkovelkakirjalainoissa ja hedgerahastosijoituksissa. Esimerkiksi Varmalla on joukkovelkakirjalainoja 27,4 %, kun taas Ilmarisella niitä on 38,3 %. Toisaalta Varmalla on hedgerahastosijoituksia 17,7 %, kun taas Ilmarisella niitä on vain 1,8 %. Varojen kohdentuminen eri sijoituskohteisiin riippuu muun muassa työeläkevakuutusyhtiön sijoitusstrategiasta, vakavaraisuudesta ja sijoituskohteiden tuottonäkymistä.

3.2 Hedgerahastojen liiketoimintapuitteet

Ensimmäisenä hedgerahaston perustajana pidetään yhdysvaltalaisesta Alfred Winslow Jonesia. Työskennellessään Fortune lehdessä vuonna 1949, Jones ryhtyi tutkimaan muotivirtauksia osakemarkkinoiden ennustamisessa. Hän tajusi pian, että on mahdollista neutraloida markkinariski ostamalla alihinnoiteltuja arvopapereita ja myymällä lyhyeksi ylihinnoiteltuja arvopapereita. Samana vuonna Jones perusti osakesijoitusrahaston, jonka sijoitusstrategiassa hyödynnettiin ensimmäistä kertaa suojausta (hedge) mahdollisten tappioiden eliminoimiseksi, neutraloimalla epäsuotuisat markkinaliikkeet. Rahasto hyödynsi suojauksen lisäksi myös voimakasta velkavipua tuottojen kasvattamiseksi. Suojauselementin takia strategiasta muotoutui pikku hiljaa käsite hedge fund eli hedgerahasto. (Derbyshire & Hampton 2012, 2.)

Jonesin ajoista hedgerahastotoimiala on kasvanut valtavasti. Hedgerahastojen hallinnoitavien varojen määrä oli vuoden 2014 lopussa noin 2,5 biljoonaa dollaria (Barclay Hedge 2014). Sijoittajien luottamus toimialaa kohtaan on vaihdellut vuosien varrella. Etenkin vuonna 2008 alkanut globaali luottokriisi oli vaikea toimialalle, kun luottomarkkina käytännössä jäättyi. Hedgerahastoilla oli suuria vaikeuksia saada tarpeeksi pääomaa kasaan vastatakseen sijoittajien lunastusvaatimuksiin. Siten monet hedgerahastot ajautuivat konkurssiin tai suuriin vaikeuksiin. Tämä vaikutti negatiivisesti sijoittajien luottamukseen hedgerahastotoimialaa kohtaan. Vuonna 2009 hedgerahastotoimiala alkoi kuitenkin elpyä ja sijoittajien luottamus hedgerahastoihin palasi. Tänä päivänä hedgerahastot ovat suosittuja sijoituskohteita etenkin institutionaalisten sijoittajien keskuudessa.

3.2.1 Keskeiset ominaispiirteet

Hedgerahastot ovat perinteisiä sijoitusrahastoja löyhemmin säänneltyjä yksityisiä sijoitusvälineitä, jotka ovat auki lähinnä institutionaalisille sijoittajille ja hyvin varakkaille yksityishenkilöille. Monesti hedgerahastot ottavat sijoittajikseen ainoastaan niin sanottuja sofistikoituneita sijoittajia, jotka ymmärtävät hedgerahastosijoittamisesta ja pystyvät jakamaan tietämystään hedgerahaston managerin kanssa. Hedgerahastojen poikkeuksellisesta sääntelystä johtuen, managereilla on täysi vapaus hyödyntää luovia sijoitusstrategioita ja erilaisia sijoitusinstrumentteja, kuten osakkeita, joukkovelkalainakirjoja, valuuttoja ja johdannaisia. Managerit voivat hyödyntää lisäksi erilaisia erikoissijoitustekniikoita, kuten lyhyeksi myyntiä ja velkavipua, jotka eivät ole tyypillisesti sallittuja perinteisille sijoitusrahastoille. Hedgerahastot voiva siten erota sijoitusstrategioiden, sijoitusinstrumenttien ja erikoissijoitustekniikoiden osalta. On myös sanottu, että jokainen hedgerahasto on jollain tapaa uniikki. Tämän takia on äärimmäisen vaikeaa määritellä sitä, mikä hedgerahasto itseasiassa on. Hedgerahastoille ei ole siten olemassa täysin yksiselitteistä määritelmää. (Derbyshire & Hampton 2012, 3.)

Ammattilaispiireissä hedgerahastona pidetään yleisesti sellaista rahastoa, mikä hyödyntää mitä tahansa absoluuttisen tuoton strategiaa sijoittaessaan rahoitusmarkkinoille ja soveltaa ei-perinteisiä sijoitustekniikoita kuten lyhyeksi myyntiä ja velkavipua sijoitus toiminnassaan. Absoluuttisella tuotolla tarkoitetaan aktiivisesti hallinnoitun rahaston kykyä luoda positiivisia tuottoja markkinaolosuhteista huolimatta. (Derbyshire & Hampton 2012, 3.) Perinteiset sijoitusrahastot pyrkivät puolestaan suhteelliseen tuottoon, joka tarkoittaa sitä, että niiden suoriutumista verrataan johonkin markkinoita kuvaavaan vertailuindeksiin, kuten esimerkiksi S&P 500. Toisin sanottuna jos S&P 500 vuosituotto on 3 % negatiivinen ja jos perinteisen sijoitusrahaston tuotto on sama, niin sen suoritusta pidetään yleisesti hyvänä. Hedgerahastoilta odotetaan puolestaan aina positiivisia tuottoja huolimatta markkinatilanteesta, koska niillä on mahdollisuus suojautua markkinaliikkeiltä. (Mirabile 2013, 12–13.)

Tyypillisesti hedgerahastoon sijoittavalta sijoittajilta vaaditaan minimisijoitusta, jonka suuruus vaihtelee useimmiten 250 000 ja 500 000 dollarin välissä. Monet tunnustetut hedgerahastot saattavat tosin vaatia jopa 10 miljoonan dollarin minimisijoitusta. Managereilla on tyypillisesti myös omaa henkilökohtaista varallisuutta sijoitettuna rahastoon, joka toimii kannustimena luoda tasaisesti keskimääräistä korkeampia tuottoja sijoittajille sekä itselle. Monesti sijoittajat vaativat manageria sijoittamaan omaa henkilökohtaista varallisuutta rahastoon vähentääkseen agentti-ongelmasta johtuvia konfliktiristiriitoja. Tämän kaltaista vaatimusta ei ole perinteisissä sijoitusrahastoissa. (Derbyshire & Hampton 2012, 3.)

Minimisijoitusvaatimuksen lisäksi hedgerahastot laskuttavat sijoittajilta tyypillisesti kahdenlaisia palkkioita, jotka ovat hallinnointipalkkio (management fee) ja tuottosidonnainen palkkio (performance fee). Näitä palkkioita ei käytetä pelkästään hallinnoimisesta koituviin ja juokseviin kustannuksiin, vaan niillä myös palkitaan hedgerahaston työntekijöitä ja managereita keskimääräistä korkeampien tuottojen tarjoamisesta sijoittajalle. Perinteiset sijoitusrahastot eivät saa puolestaan veloittaa taloudelliseen suoriutumiseen perustuvaa palkkiota. Tyypillisesti hedgerahaston palkkiorakenne noudattaa niin sanottua ”2 plus 20 -rakennetta”, joka kuvastaa sitä, että sijoittajalta veloitetaan 2 %:n hallinnointipalkkio perustuen sijoittajakohtaiseen hallinnoitavien varojen määrään ja 20 %:n tuottosidonnainen palkkio, eli niin sanottu kannustinpalkkio. Tuottosidonnainen palkkio, joka on toiselta nimeltään *carried interest*, on prosentti vuosituotoista ja sillä palkitaan manageri, mikäli rahasto on onnistunut tekemään tuottoja yli ennalta sovitun tuotto-%:n.

Tuottosidonnaiseen palkkioon liittyy myös joidenkin hedgerahastojen käyttämä niin sanottu *high water mark*. Se tarkoittaa käytännössä sitä, että manageri voi saada tuottosidonnaisen palkkion vain, jos pääoman arvo on suurempi kuin aikaisempi suurin arvo. Toisin sanottuna jos sijoituksen arvo tippuu, managerin täytyy palauttaa sijoituksen arvo aikaisemman suurimman arvon tasolle, ennen kuin voi saada uudestaan tuottosidonnaista palkkiota. Tällä estetään se, että samasta arvonnoususta ei peritä tuottosidonnaista palkkiota useampaan kertaan. Tuottosidonnaiseen palkkioon liittyy myös niin sanottu *hurdle rate*, joka tarkoittaa managerilta vaadittavaa minimituottoa ennen kuin se voi veloittaa tuottosidonnaisen palkkion. Tämä on yleensä sidottu johonkin markkinavertailukohtaan, joka tyypillisesti on LIBOR (London Interbank Offered Rate) eli viitekorko, jolla pankit lainaavat vakuudettomia varoja toisilta pankeilta Lontoon pankkienvälisillä rahamarkkinoilla. (Derbyshire & Hampton 2012, 3–4.) Näiden palkkioiden lisäksi hedgerahastot saattavat laskuttaa sijoittajalta myös muita kuluja. Näiden kulujen olemassaolo ja laajuus vaihtelevat eri rahastoissa. Ne voivat olla merkittäviä ja hedgerahastot eivät välttämättä tarkasti paljasta niiden todellista suuruutta, joka voi vaikeuttaa niiden vaikutusten arviointia tuottoihin. (McCrary 2004, 13.)

Hedgerahastot tyypillisesti rajoittavat sijoittajien lunastuksia rahastosta johtuen osaksi siitä, että niillä saattaa olla vaikeuksia likvidoida sijoituspositioitaan käteiseksi. Ne saattavat määrätä niin sanotun *lock-up -periodin*, jonka aikana sijoittaja ei pysty lunastamaan sijoitustaan pois rahastosta. Jotkut hedgerahastot saattavat antaa sijoittajille mahdollisuuden lunastaa sijoituksen kesken lock-up -periodin, mutta veloittavat siitä rangaistusmaksun, joka voi olla joissain tapauksissa jopa 10 % lunastettavasta summasta. Osa hedgerahastoista saattaa antaa sijoittajille mahdollisuuden lunastaa toteutuneet voitot, mutta vaativat sijoittajaa kuitenkin pitämään alkuperäisen pääoman rahastossa lock-up -periodin ajan. Tyypillisesti lock-up -periodi on yhdestä kolmeen vuotta sijoitushetkestä laskettuna. Uusien sijoitusten ja lunastusten tekeminen on tyypillisesti rajoitettu vain muutama kertaan per vuosi. (McCrary 2004, 15–16; Mirabile 2013, 262.)

Lunastusten osalta puhutaan lunastusperiodista (redemption period), joka kertoo kuinka monta kertaa vuodessa lunastus on mahdollista tehdä. Hedgerahastot vaativat yleensä sijoittajaa ilmoittamaan managerille etukäteen, mikäli aikomuksena on lunastaa sijoitus osittain tai kokonaan. Tästä käytetään nimitystä ennakoilmoitusaika (notice period). Ennakoilmoitusaika tarkoittaa käytännössä sitä, kuinka monta päivää ennen mahdollista lunastuspäivää sijoittajan on viimeistään ilmoitettava managerille lunastusaikeistaan. Tyypillisesti ennakoilmoitusaika vaihtelee 10 ja 90 päivän välillä. (McCrary 2004, 15–16; Mirabile 2013, 262.) Perinteiset sijoitusrahastot ovat puolestaan hyvin likvidejä ja niissä lunastus voi onnistua jopa samana tai seuraavana päivänä lunastusvaatimuksesta (McCrary 2004, 5).

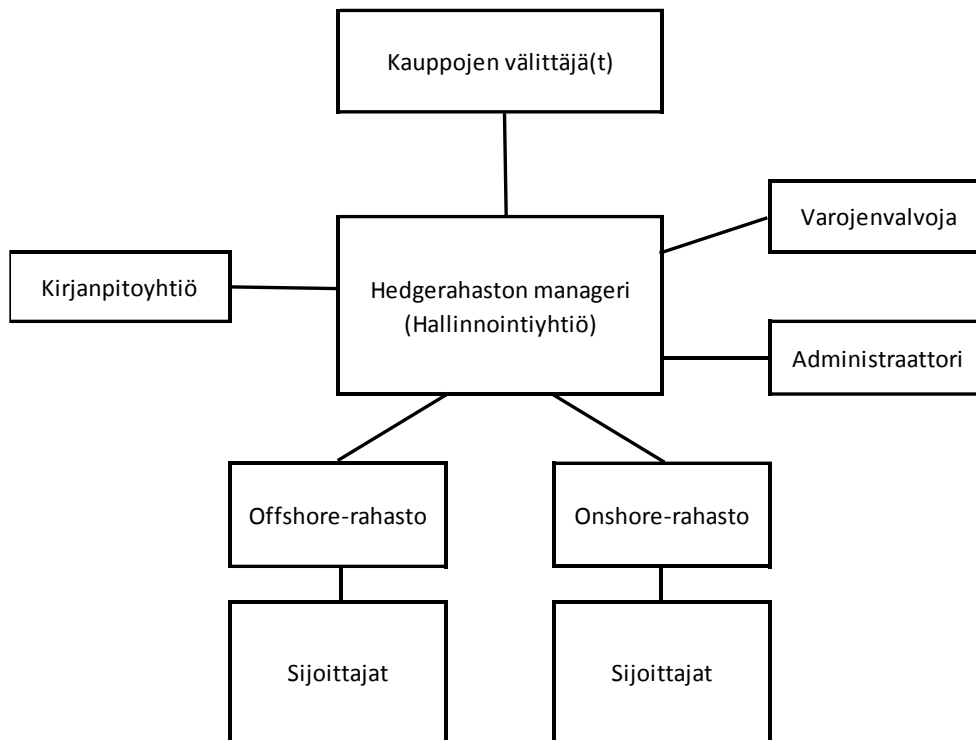
Hedgerahastojen erityispiirteistä on mahdollista saada parempi kuva vertailemalla niitä yleisesti paremmin tunnettuihin perinteisiin sijoitusrahastoihin. Alla olevassa taulukossa on havainnollistettu merkittävimpiä eroja hedgerahastojen ja perinteisten sijoitusrahastojen välillä, joita on myös käyty tässä luvussa.

Taulukko 4 Hedgerahastojen ja perinteisten sijoitusrahastojen keskeisimmät erot (McCrary 2004, 4–5; Mirabile 2013, 11–14)

	HEDGERAHASTO	PERINTEINEN SIJOITUSRAHASTO
Suorituksen mittaus	Absoluuttinen tuotto	Suhteellinen tuotto
Sääntely	Kevyt sääntely	Tiukka sääntely
Hallinnointipalkkio	1–2 %	1–2 %
Tuottosidonnainen palkkio	Korkeat tuottosidonnaiset palkkiot esim. 20 %	Ei tuottosidonnaista palkkiota
Velkavipu	Voivat käyttää suurtakin velkavipua	Ei sallittua
Lyhyeksi myynti	Sallittua	Harvoissa tapauksissa sallittua tiukoin rajoituksin
Johdannaisten käyttö	Sallittua	Tyypillisesti ei sallittua
Korrelaatio osake- ja korkomarkkinoihin	Voi olla negatiivinen, positiivinen tai neutraali	Korreloi osake- tai korkomarkkinoiden kanssa
Likviditeetti	Heikko likviditeetti. Lunastuksia tyypillisesti rajoitetaan	Hyvä likviditeetti. Lunastusmahdollisuus jopa päivittäin
Rahastomanagerin oma sijoituspanos	Vaadittu	Ei vaadittu

3.2.2 Rakenne ja sääntely

Hedgerahasto koostuu periaatteessa kolmesta perusentiteetistä, joita ovat rahasto itse, hedgerahaston manageri ja sijoittajat. Todellisuudessa rakenne on yleensä varsin monimutkainen, koska se sisältää näiden kolmen perusentiteetin lisäksi myös muita osapuolia ja mahdollisesti useita rahastokerroksia, jolloin raha kiertää useamman rahaston kautta. (Mirable 2013, 7–8.) Alla oleva kuvio havainnollistaa hedgerahaston rakennetta.



Kuvio 8 Havainnekuva hedgerahaston rakenteesta

Hedgerahastot ovat joko onshore- tai offshore-rahastoja. Onshore-rahastot eivät ole rekisteröityjä verotehokkaiisiin maihin ja ne on tarkoitettu lähinnä kyseisen maan kansalaisille. Monet onshore-rahastot ovat rekisteröityjä Delawaren osavaltioon Yhdysvaltoihin. Suurin osa maailman hedgerahastoista on kuitenkin offshore-rahastoja. Ne ovat yhtiömuodoltaan joko kommandiittiyhtiöitä tai erillisiä portfolioyhtiöitä (segregated portfolio company, SPC), joista jälkimmäinen on yleisempi. Tässä luvussa perehdytään offshore-rahastojen toimintaan, koska suomalaiset työeläkevakuutusyhtiöt eivät pysty tavallisesti sijoittamaan ulkomaisiin onshore-rahastoihin. Offshore-rahastot on rekisteröity verotehokkaiisiin maihin kuten esimerkiksi Caymansaarille, Bermudalle tai Neitsytsaarille. Verotehokkuus tarkoittaa sitä, että kyseiset maat eivät verota rahastojen tuloja. Ve-

rotehokkaat maat tarjoavat veroetujen lisäksi myös joustavan ympäristön hedgerahastoille toteuttaa sellaisia sijoitusstrategioita, jotka eivät ole mahdollisia suuremman sääntelyn onshore-rahastoissa. Hallintönäkökulmasta katsottuna keskeisin ero onshore- ja offshore-rahaston välillä on kenties siinä, että offshore-rahastojen yhtiömuoto on usein erillinen portfolioyhtiö ja siten niillä on hallitus, joka on velvollinen hallinnoimaan rahastoa. Jos offshore-rahasto on kommandiittiyhtiö, tällöin sekä rahastoa että portfolioa hallinnoi manageri. (Mirable 2013, 7–8.)

Hedgerahaston manageri on hallinnointiyhtiö, jonka kuvioissa 8 olevat rahastot ovat valtuuttaneet hallitsemaan sijoituksiaan. Mikäli hedgerahasto on kommandiittiyhtiö, on manageri vastuussa myös niiden oikeudellisista velvoitteista ja veloista, joka on yksi syy siihen, miksi monet offshore-rahastoista on erillisiä portfolioyhtiötä. SPC-yhtiömuotoisen hedgerahaston tapauksessa, managerilta yleensä vaaditaan suhteellisen merkittävää omaa sijoituspanosta rahastoon, jotta mahdolliset intressikonfliktit sen ja rahaston välillä voitaisiin välttää. On olennaista ymmärtää, että itse hedgerahastolla ei ole varsinaisia työntekijöitä, vaan sitä hallinnoi manageri, joka työllistää sijoitusammattilaisia. Manageri voi olla rekisteröity esimerkiksi New Yorkiin tai Lontooseen, vaikka rahasto itse olisi rekisteröity Caymansaarille. Managerin tehtävänä on käytännössä pyörittää rahastojen päivittäistä operatiivista toimintaa eli se vastaa muun muassa sijoitusten toteuttamisesta, sijoitusstrategioiden suunnittelusta, riskienhallinnasta ja rahastojen markkinoinnista sijoittajille. (Shadab 2009, 240–297.)

SPC-yhtiömuotoisen hedgerahaston hallituksen jäsenillä on periaatteessa samanlaisia velvoitteita kuin tavallisten julkisten yhtiöiden vastaavilla. Niillä on velvollisuus muun muassa toimia rahaston parhaaksi, valvoa managerin sijoitustoimintaa ja sijoittajien kohtelua sekä lakien ja säännösten noudattamista. Käytännössä hedgerahaston hallituksen jäsenten tarkkailurooli ei ole niin merkittävä. Ensinnäkin manageri nimittää rahaston hallituksen jäsenet eli sijoittaja ei pysty vaikuttamaan jäsenten valintaan. Tämä johtuu siitä, että sijoittajalla ei tyypillisesti ole äänioikeutta käytettävissään. Managerin palkkaamat hallituksen jäsenet istuvat usein monien eri rahastojen hallituksessa, eikä niillä ole välttämättä aikaa valvoa rahastoa sekä niiltä saattaa puuttua tehtävään vaadittua osaamista. (Shadab 2009, 240–297.) Erään tutkimuksen mukaan Caymansaarille rekisteröityjen rahastojen hallituksissa istuu hallituksen jäseniä, jotka saattavat istua parhaimmillaan jopa 500 rahaston hallituksissa. Tästä syystä hallituksen jäsenten mahdollisuus valvoa ja turvata rahastossa olevien sijoittajien edut on kyseenalaistettu. (UNPRI 2012.) On myös mahdollista, että hallituksen jäsenet eivät ole riippumattomia hedgerahaston managerista. Tämä tarkoittaa sitä, että niiden valvonta ei perustu riippumattomuuteen, jota pidetään yleisesti erittäin tärkeänä hallinnollisena asiana. Näiden seikkojen vuoksi hedgerahaston hallitus ei kykene välttämättä valvomaan tai reagoimaan asioihin samalla tavalla kuin julkisten yhtiöiden hallitukset. (Shadab 2009, 240–297.)

Hedgerahaston administraattori on tyypillisesti ulkopuolinen rahastosta riippumaton taho, joka hoitaa monia rahaston operatiivisia tehtäviä. Tunnetuimpia administraattoreita ovat muun muassa CITCO, HSBC ja Citigroup. Administraattorin keskeisimpiin tehtäviin kuuluu muun muassa markkina-arvon laskeminen ja tilinpäätösten laatiminen. Eri-tyisesti offshore-rahastot hyödyntävät rekisteröintimaansa administraattoreita vero, laki ja sääntelyasioissa, koska ne vaativat usein erityisosaamista. Hedgerahastotoimialan sääntelyn tiukentumisen ja läpinäkyvyyden lisääntymisen takia, institutionaaliset sijoittajat sijoittavat tänä päivänä vain sellaisiin hedgerahastoihin, joiden managerit pystyvät osoittamaan, että niillä on tunnustettu riippumaton administraattori kumppaninaan. Hedgerahasto joka laskee esimerkiksi markkina-arvonsa itse, on hyvin kyseenalainen sijoituskohde sijoittajalle. (Derbyshire & Hampton 2012, 5.)

Kauppojenvälittäjä (prime broker) on ulkopuolinen taho, joka tarjoaa kattavia palveluita ja resursseja hedgerahastolle kuten velkarahoitusta, välityspalveluita ja arvopaperien lainaamista. Tyypillisesti vain suurimmat rahoitusinstituutiot kykenevät toimimaan hedgerahaston kauppojenvälittäjänä, koska se vaatii mittavia resursseja. Suurimpia hedgerahastojen kauppojenvälittäjiä ovat muun muassa Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley ja UBS. Kauppojenvälittäjien markkinat ovat suhteellisen pienet ja jokaisella kauppojenvälittäjällä on tapana palvella useita eri hedgerahastoja. Siten ne ottavat erittäin suuren riskin. Suuren rahoitusinstituution kaatumisella voi olla kohtalokkaat seuraukset hedgerahastoille ja sitä kautta sijoittajille. Lieventääkseen sijoittajien huolia suurten rahoitusinstituutioiden romahtamisesta, hedgerahastot käyttävät tyypillisesti useita kaupanvälittäjiä samanaikaisesti. (Derbyshire & Hampton 2012, 5–6.)

Kuviossa 8 oleva varojenvalvoja on tyypillisesti pankki, joka säilyttää hedgerahaston varoja. Se tarjoaa tyypillisesti palveluita liittyen varojen turvaamiseen ja käteissiirtoihin. Sijoittajille on tärkeää, että hedgerahaston tilinpäätöksen tarkistaa ulkopuolinen rahastosta riippumaton kirjanpito-yhtiö. Tällöin riski tuloksen vääristelyyn pienenee. (Derbyshire & Hampton 2012, 6.)

Hedgerahastojen toimintaa säännellään, vaikka se on kevyempää kuin perinteisillä sijoitusrahastoilla. Hedgerahastoja ei ole muun muassa vapautettu sääntelystä, jonka tarkoituksena on valvoa ja turvata se, että markkinoilla toimitaan rehellisesti. Niiden toimintaa säännellään joissain asioissa varsin tiukastikin, mutta se sisältää tiettyjä poikkeuksia perinteisiin sijoitusrahastoihin verrattuna. Näiden poikkeuksien oikeutusta on selitetty siten, että perinteiset sijoitusrahastot on suunnattu myös tavallisille kuluttajille, joten niiden sääntelyn oltava tiukempaa kuluttajien suojelemiseksi. Hedgerahastot eivät ole tarkoitettu tavallisille kuluttajille, vaan sofistikoituneille sijoittajille, jotka ymmärtävät hedgerahastosijoittamiseen liittyvät riskit. Tämän takia hedgerahastosijoittajia ei suojella samalla tavalla lainsäädännössä kuin tavallisia kuluttajia. Joustavuus, osittainen läpinäkymättömyys sekä korkeat kannustinpalkkiot ovat perusta hedgerahastojen sijoitusstrategioille. Nämä asiat eivät olisi mahdollisia, mikäli hedgerahastoja säädeltäisiin samalla tavalla

kuin perinteisiä sijoitusrahastoja. Hedgerahastojen sääntelyn taso riippuu siitä, mihin rahasto on rekisteröity. (Fung & Shieh 1999, 4.)

3.3 Hedgerahastot sijoituskohteena

3.3.1 Edut

Akateeminen kirjallisuus esittää monia erilaisia syitä sille, miksi sijoittajat allokoivat varojaan hedgerahastoihin. Periaatteessa nämä syyt voidaan tiivistää kolmeen osittain päällekkäiseen pääsyhyyn; portfolion tuoton kasvattaminen, riskin vähentäminen ja hajautuksen lisääminen. Hedgerahastoja on olemassa tuhansia erilaisia, joten on vaikea tehdä yleistyksiä niiden odotetuista tuotoista. Ne voivat tuottaa yksinkertaisesti enemmän, vähemmän tai saman verran kuin perinteiset omaisuuslajit kuten osakkeet ja joukkovelkakirjalainat. Tosin hedgerahastoihin sijoittamalla sijoittaja voi saavuttaa tuottoja sellaisissa markkinaolosuhteissa ja arvopapereissa, joita ei voisi muuten hyödyntää. Hedgerahastot voivat esimerkiksi kasvattaa sijoittajan portfolion tuottoja sellaisissa talouden ympäristöissä, missä perinteiset osake- ja joukkovelkakirjalainasijoitukset tarjoavat vain rajoitettuja sijoitusmahdollisuuksia ja downside-suojausta eli suojaa arvon laskua vastaan. Sijoittaja voi kasvattaa portfolionsa tuottoa hedgerahastojen avulla periaatteessa kahdella tavalla. Ensimmäinen tapa on valita sellaisia hedgerahastoja salkkuun, joiden riskitaso vastaa esimerkiksi joukkovelkakirjalainoita, mutta niiden tuotto on korkeampi ja tasaisempi. Toinen tapa on valita sellaisia hedgerahastoja sijoitussalkkuun, jotka ottavat paljon riskiä sijoitustoiminnassaan ja siten niillä on myös potentiaalisesti korkea tuotto. (Mirabile 2013, 37–41; McCrary 2004, 11–13.)

Vaikka hedgerahastosijoittamiseen liittyy monia erilaisia riskejä, sijoittajalla on kuitenkin potentiaalinen mahdollisuus vähentää portfolionsa riskiä sijoittamalla niihin. Hedgerahastot jotka tarjoavat tasaisia tuottoja tasaisesti, lisäävät portfolion vakautta silloin, kun perinteiset sijoitukset kuten osakkeet ja joukkovelkakirjalainat tuottavat huonosti tai niiden tuotot ovat heikosti ennustettavissa. Monet hedgerahastojen strategiat mahdollistavat houkuttelevien tuottojen luomisen kiinteätuottoisten arvopapereiden volatiliteetilla. Ero hedgerahastojen ja kiinteätuottoisten arvopapereiden välillä on kuitenkin se, että alhaisen korkotason aikana kiinteätuottoiset arvopaperit saattavat tarjota tasaisia tuottoja, mutta ne ovat tyypillisesti hyvin alhaisia, eivätkä ne välttämättä kata edes inflaatiota. Hedgerahastot pystyvät hyödyntämään kuitenkin sellaisia sijoitustekniikoita, jotka mahdollistavat kiinteätuottoisten arvopapereiden volatiliteetilla niitä korkeampien tuottojen luomisen, jotka päihittävät inflaation. Sijoittajalla voi valita esimerkiksi sellaisia hedge-

rahastoja portfolioonsa, joiden riskitaso vastaa kiinteätuottoisia arvopapereita, mutta tuototaso on korkeampi ja vakaampi erilaisissa markkinaolosuhteissa. Suurin osa hedgerahastojen strategioista on kuitenkin sellaisia, joiden volatilitteetti on alhaisempi kuin osakkeilla, mutta korkeampi kuin joukkovelkakirjalainoilla. Toisin sanoen niiden riskitaso volatilitteetilla mitattuna asettuu joukkovelkakirjalainojen ja osakkeiden välimaastoon. (Mirabile 2013, 37–41; McCrary 2004, 11–13.)

Kirjallisuudessa todetaan, että hedgerahastojen tarjoamat hajautushyödyt ovat kenties keskeisin syy hedgerahastosijoittamiseen. Hajauttaminen tarkoittaa sijoitusten jakamista erityyppisiin kohteisiin ja sen tavoitteena on pienentää riskiä yksittäisen sijoituskohteen huonon menestyksen varalta. Käytännössä sijoittaja tyypillisesti hajauttaa sijoituksiaan muun muassa maantieteellisesti, eri omaisuusluokkiin ja toimialoille. Hedgerahastojen tarjoamissa hajautushyödyissä on pitkälti kyse siitä, että niiden tuotot eivät välttämättä korreloi esimerkiksi osake- tai joukkovelkakirjalainamarkkinoiden kanssa ja ne tekevät potentiaalisesti tasaisia positiivisia tuottoja markkinatilanteesta riippumatta. Esimerkiksi tilanteessa jossa osakemarkkinoilla on menossa laskuvuosi, hedgerahastot voivat hyödyntää sitä lyhyeksi myymällä osakkeita ja siten saavuttaa positiivisia tuottoja. Hedgerahastoista saatavat tuotot voivat siten kumota sijoittajan osakesijoituksista aiheutuneet tappiot. (Mirabile 2013, 37–41; McCrary 2004, 11–13.)

On olennaista ymmärtää, että sijoittaminen vain yhteen hedgerahastoon ei ole optimaalista, koska hedgerahaston manageri voi yksinkertaisesti olla huono eli tuottaa isojaikin tappioita, jolloin potentiaaliset hyödyt katoavat. Toisin sanoen sijoittajan tulisi rakentaa hedgerahastoista ikään kuin oma portfolionsa kokonaisportfolion sisään. Todellisuudessa hedgerahastojen yhdistäminen optimaaliseen portfolioon on varsin haasteellista ja se vaatii siten erityisosaamista. Sijoittaja joutuu pohtimaan muun muassa sitä, miten hedgerahastot esimerkiksi käyttäytyvät suhteessa portfolion muihin arvopapereihin. (Lhabitant & De Piantè Vicin 2004, 4.) Kahra (2011, 9) toteaa, että optimointia ei ole mahdollista tehdä tavanomaisella Markowitzin ratkaisulla, johtuen muun muassa hedgerahastojen tilastollisista ominaisuuksista. Sen sijaan portfolion optimoinnissa käytetään erilaisia hedgerahastojen sijoitusstrategioita kuvaavia indeksejä, jotka voivat antaa sijoittajalle osviittaa hedgerahaston käyttäytymisestä ja siten soveltuvuudesta kokonaisportfolioon.

3.3.2 *Ongelmat ja riskit*

Hedgerahastot ovat parhaimmillaan tuottavia ja turvallisia sijoituskohteita sijoittajalle, mutta niihin liittyy silti myös monia erilaisia ongelmia ja riskejä. Riskit voivat tosin vaihdella hedgerahastojen kesken runsaastikin. Yksi keskeinen hedgerahastojen ominaispiirre on niiden läpinäkymättömyys. Hedgerahastot eivät ole velvollisia paljastamaan sijoitta-

jilleen tai julkisuuteen tietoja esimerkiksi niiden taloudellisesta suoriutumisesta, sijoitusstrategiasta, sijoituskohteista, yleisestä toiminnasta ja riskeistä. Toisin sanoen näiden tietojen paljastaminen on hedgerahastoille täysin vapaaehtoista. Hedgerahastoilla on intressi olla paljastamatta näitä tietoja, koska siitä saattaa koitua tappioita managerille sekä nykyisille sijoittajille. Tietojen paljastaminen esimerkiksi sijoitusstrategiasta, tuotoista ja sijoituskohteista voi kasvattaa kilpailijoiden mahdollisuuksia matkia rahaston strategiaa tai käydä kauppaa sitä vastaan. Tyypillisesti etenkin rahaston sijoitusstrategian yksityiskohdat ja ansaintalogiikka ovat usein tarkoin varjeltuja salaisuuksia, koska ne ovat monesti uniikkeja keksintöjä. Sijoittajille on kuitenkin tärkeää saada tietoa näistä asioista, jotta ne voivat arvioida hedgerahastoon liittyviä hyötyjä ja riskejä ennen sijoittamista sekä sijoituksen aikana. Koska hedgerahasto ei välttämättä paljasta näitä tietoja, managerin ja sijoittajan välillä vallitsee siten epäsymmetrinen informaatio. Tällöin kasvaa riski siitä, että hedgerahasto toimii tavalla, joka ei ole sijoittajan tavoitteiden mukaista, koska sijoittaja ei kykene valvomaan sen toimintaa. (Cassar, Gerakos, Green, Hand & Neal 2015, 2.)

Hedgerahastoihin liittyy läpinäkyvyysongelman lisäksi myös muita riskejä, joista tyypillisimpiä ovat markkinariski, operationaalinen riski, järjestelmäriski ja maineriski. Markkinariski liittyy hedgerahastojen hyödyntämiin sijoitusstrategioihin ja niiden sisältämään riskiin. Se tarkoittaa periaatteessa riskiä tappiosta, joka aiheutuu odottamattomista ja haitallisista hintojen liikkeistä tai volatiliteetin muutoksista markkinoilla tai yksittäisillä sektoreilla. Eri sijoitusstrategiat altistuvat eri tavalla markkinariskille. Hedgerahastot saattavat hyödyntää markkinaneutraaleita strategioita, joissa altistuma markkinariskille on todella pieni. Toisaalta on olemassa spekulatiivisia strategioita, joissa tietoisesti altistutaan vahvasti markkinariskille. Hedgerahastoilla on mahdollisuus hyödyntää sijoitusstrategioitaan hyvinkin joustavasti, joten niiden niin sanotut riskilataukset voivat vaihdella voimakkaasti lyhyen aikavälin sisällä. Siten markkinariskin mittaaminen voi olla sijoittajalle hankalaa, mikäli hedgerahasto antaa pitkällä viiveellä tietoa sen tuotoista ja omistuksista. (Kahra 2011, 95.)

Hedgerahastojen operationaalinen riski tarkoittaa sellaisia potentiaalisia ongelmia, jotka johtuvat hedgerahaston puutteellisesta hallintotavasta (governance). Näitä ongelmia ovat muun muassa kirjanpitoon, operatiiviseen toimintaan, määräysten noudattamiseen, sijoitusten arvonmäärittämiseen, raportointiin ja henkilöstön sekä prosessien valvontaan liittyvät asiat. Operationaalisen riskin on havaittu olevan keskeisin hedgerahastojen konkurssija selittävä tekijä ja sitä pidetään yleisesti hyvänä indikaattorina rahaston tulevaisuuden ennustamisessa. Esimerkiksi jos hedgerahaston operatiivisessa toiminnassa ja määräysten noudattamisessa on suuria puutteita, ajautuu se suurella todennäköisyydellä vaikeuksiin. Tämän takia sijoittajalle on elintärkeää tunnistaa mahdolliset operationaaliset riskit. Operationaalista riskiä arvioidaan yleensä haastatteleamalla hedgerahastojen managerien avainhenkilöitä. (Kahra 2011, 96.)

Hedgerahastojen järjestelmäriski tarkoittaa sellaista riskiä, joka realisoituessaan heikentää luotonantajien mahdollisuutta rahoittaa rahastojen toimintaa. Usein järjestelmäriskin realisoitumisen vaikutukset näkyvät yleisesti reaalityalouden selkeänä heikkenemisenä ja mahdollisesti myös lamana. Järjestelmäriskissä on pääasiassa kyse siitä, että hedgerahastot ovat hyvin riippuvaisia isoista investointipankeista, jotka lainoittavat niiden sijoitustoimintaa. Tilanteet joissa rahoitusjärjestelmä ajautuu suuriin vaikeuksiin, aiheuttaa ongelmia myös hedgerahastojen toimintaan. Etenkin hedgerahastot joiden sijoitustoiminta on riippuvainen investointipankkien lainoituksesta eli rahastot jotka käyttävät suurta velkavipua, ajautuvat investointipankkien lainoitusongelmien takia vaikeuksiin. Tällaisissa tilanteissa hedgerahastot saattavat joutua myös myymään omistuksiaan alhaiseen hintaan, jolloin suurimmat ongelmat ovat rahastoilla, joilla on epälikvidejä sijoituskohteita hallussaan. Järjestelmäriski voi realisoitua myös hedgerahastojen puolelta, jolloin suuren ja äärimmäisen velkavivutetun hedgerahaston kaatuminen saattaa aiheuttaa merkittäviä negatiivisia ulkoisvaikutuksia koko rahoitusjärjestelmälle. Tämä saattaa johtaa ketjureaktioon, jolloin vaikutukset ulottuvat myös muihin hedgerahastoihin. (Kahra 2011, 97–98.)

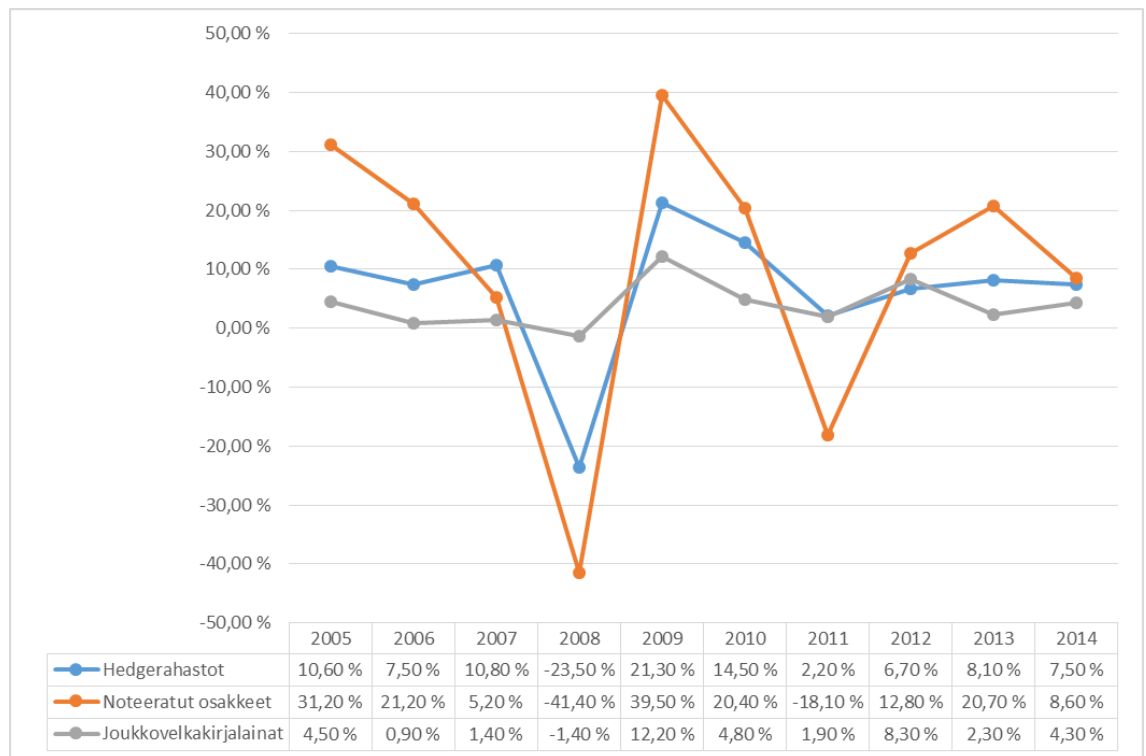
Maineriski tarkoittaa käytännössä hedgerahaston mahdollisesta vahingoittuneesta maineesta koituvaa tappioriskiä, joka ilmenee yrityksen arvon laskuna. Se voi olla seurausta haitallisesta tai mahdollisesti jopa rikollisesta tapahtumasta tai toiminnasta. Yleisesti maineriski nähdään kuitenkin olevan seurausta johtamisprosessista ennemmin kuin erillisistä tapahtumista. Toisin sanoen johtamisprosessien ongelmien nähdään olevan erillisten tapahtumien taustalla. Maineeseen liittyvät tappiot heijastuvat tyypillisesti odotettujen tuottojen vähenemisenä sekä kasvavina rahoitus- ja sopimuskustannuksina. Maineriski liittyy muun muassa hedgerahaston toiminnan pyörittämiseen, intressikonfliktien hyväksikäyttämiseen, lakien noudattamiseen, palkkiojärjestelmiin, johtajuuteen ja vallitsevaan yrityskulttuuriin. Sijoittajan kannalta hedgerahastoon liittyvä maineriski on kaksijakoinen. Ensinnäkin sen realisoituessa sijoittajalle voi koitua taloudellisia menetyksiä ja toisaalta se voi vaikuttaa sijoittajan omaan maineeseen, joka aiheuttaa sille lisäongelmia. Tällöin saatetaan katsoa, että sijoittaja tukee kyseenalaista toimintaa, jolloin sen oma maine saattaa vahingoittua. (Walter 2007, 41–42.)

3.3.3 *Hedgerahastot työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitussalkuissa*

Kaikilla viidellä suurimmalla työeläkevakuutusyhtiöllä on sijoituksia hedgerahastoissa, mutta allokaatiot vaihtelevat merkittävästi yhtiöiden kesken. Tänä päivänä hedgerahastoihin allokoitujen varojen osuus työeläkevakuutusyhtiöiden yhteenlasketusta sijoitusvarallisuudesta on noin 10 %. Vuonna 2005 vastaava osuus oli vain 2,5 %, joten hedgerahastot ovat kasvattaneet selkeästi osuuttaan työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitussalkuissa

viimeisen kymmenen vuoden aikana. Tätä kehitystä on selitetty viime aikoina sijoitusympäristöön liittyvillä tekijöillä kuten korkosijoituksista saatavilla huonoilla tuotoilla. Tämän lisäksi työeläkevakuutusyhtiöt etsivät parempaa hajautusta salkulleen ja alhaisempaa riippuvuutta noteerattujen osakkeiden kehitykseen. (TELA sijoitusvarojen yhteenveto 2015.)

Työeläkevakuutusyhtiötä koskeva lainsäädäntö velvoittaa niitä sijoittamaan eläkevarat tuottavasti ja turvaavasti, eli niiden on tähdättävä korkeaan, pitkäaikaiseen ja tasaiseen tuottoon. Hedgerahastot sopivat ainakin teoreettisesti näihin velvoitteisiin, koska niiden avulla voidaan nostaa portfolion tuottoa, ne ovat pitkäaikaisia sijoituksia ja ne voivat tehdä tasaista tuottoa vaikeissakin markkinaolosuhteissa. Toisaalta hedgerahastot sisältävät myös useita erilaisia riskejä, jotka työeläkevakuutusyhtiöiden tulee ottaa huomioon. Alla oleva kuvio havainnollistaa työeläkevakuutusyhtiöiden keskimääräisiä tuottoja hedgerahastoihin, noteerattuihin osakkeisiin ja joukkovelkakirjalainoihin sitoutuneelle pääomalle viimeisen kymmenen vuoden ajanjaksolla.



Kuvio 9 Keskimääräiset tuotot sitoutuneelle pääomalle eri omaisuusluokissa (TELA työeläkevakuuttajakohtaiset osavuositiedot 2015)

Kuvio tukee melko selkeästi sitä oletusta, että hedgerahastojen keskimääräinen riskitaso on joukkovelkakirjalaina- ja osakesijoitusten välimaastossa (Mirabile 2013, 37–41; McCrary 2004, 11–13). Tämä tarkoittaa silloin myös sitä, että hedgerahastojen tuottotason voidaan olettaa olevan korkeampi kuin joukkovelkakirjalainoilla, mutta alhaisempi

kuin noteeratuilla osakkeilla. Vuosina 2008 ja 2012 hedgerahastosijoitusten keskimääräiset tuotot olivat alhaisempia kuin joukkovelkakirjalainoilla. Vuosi 2008 osoittaa lisäksi sen, että hedgerahastot eivät välttämättä kykene tekemään tasaista tuottoa markkinaolosuhteista riippumatta. Toisaalta vuosina 2007 ja 2008 hedgerahastot tuottivat noteerattuja osakkeita enemmän. Muina vuosina hedgerahastojen tuotot ovat olleet perusoletuksen mukaisia eli näiden kahden muun omaisuusluokan välissä.

Työeläkevakuutusyhtiötä koskevan lain (1114/2006) 4 §:n mukaan sijoitukset on luokiteltava tosiasiallisen riskin mukaisesti. Sijoituskohteiden riskisyys vaikuttaa muun muassa siihen, kuinka paljon työeläkevakuutusyhtiö voi allokoida varoja hedgerahastoihin. Laki velvoittaa siten työeläkevakuutusyhtiötä määrittämään ne riskit, jotka liittyvät näihin rahastoihin. Hedgerahastojen riskien määrittäminen voi ainakin teoreettisesti olla haasteellista, koska ne eivät ole velvollisia kertomaan tietoja esimerkiksi sijoitusstrategiastaan ja sijoituskohteistaan. Nämä ovat kuitenkin oleellisia tekijöitä riskien määrittämisessä. Tunnistamattomien riskien realisoituminen voi vaarantaa pahimmassa tapauksessa eläkkeiden turvaamisen.

3.4 Hedgerahastojen sijoitustoiminnan vastuullisuus

YK:n alainen organisaatio PRI julkaisi vuonna 2012 hedgerahastojen vastuullisuutta käsittelevän keskustelupaperin, jossa se toi esiin hedgerahastojen sijoitustekniikoihin ja sijoitusstrategioihin liittyviä mahdollisia negatiivisia ulkoisvaikutuksia. Sen tarkoituksena on ollut herättää keskustelua hedgerahastojen sijoitustoiminnan vastuullisuudesta niin institutionaalisten sijoittajien kuin rahastojen keskuudessa. Keskustelupaperissa todetaan, että vastuullisuuden integrointi hedgerahastojen sijoituskäytäntöihin on vasta nouseva ilmiö ja monet hedgerahastojen managereista eivät ole välttämättä aikaisemmin edes harkinneet ESG-tekijöiden huomioon ottamista. Tämän todetaan johtuvan osaksi selkeän näkemyksen puutteesta siitä, millä tavalla ESG-asiat ovat relevantteja yksittäisissä sijoitusstrategioissa ja sijoitustekniikoissa. (PRI 2012, 12.)

3.4.1 Vastuullisuus sijoitustekniikoissa

PRI:n (2012) mukaan lyhyeksi myynti, leveraation hyödyntäminen ja ultranopea kaupankäynti (ultra high frequency trading) ovat sijoitustekniikoita, jotka sisältävät mahdollisia negatiivisia ulkoisvaikutuksia. *Lyhyeksi myynnissä* on kyse siitä, että hedgerahasto esimerkiksi lainaa kauppajenvälittäjältä osakkeita ja myy ne välittömästi eteenpäin. Lainaajan päättyessä hedgerahasto ostaa osakkeet takaisin ja palauttaa ne kauppajenvälittäjälle.

Lyhyeksi myynti on tuottavaa silloin, kun myyntihinta on korkeampi kuin takaisinostohinta lainaamisesta aiheutuneet korot huomioiden. Etuna lyhyeksi myynnissä on se, että oikein ja tehokkaasti hyödynnettynä se tarjoaa sijoittajalle mahdollisuuden rakentaa portfolion, joka koostuu pitkistä ja lyhyistä positioista. Tämä mahdollistaa portfolion suojaamisen negatiivisilta hintojen liikkeiltä ja vähentää sen altistumista kokonaismarkkinoiden heilahteluille. (Derbyshire & Hampton 2012, 12–14.) Lyhyeksi myynnistä ja sen vaikutuksista on käyty runsaasti keskustelua akateemikkojen ja sääntelyviranomaisten toimesta. Sen puolestapuhujat väittävät, että lyhyeksi myynti nopeuttaa hintojen korjautumista ylihinnitelluissa arvopapereissa ja lisää markkinoiden likviditeettiä. Kriitikot puolestaan toteavat sen haittaavan markkinaluottamusta, pahentavan laskusuhdanteita ja voimistavan hintojen volatiliteettiä. (PRI 2012, 10.)

Leveraation eli velkavivun hyödyntäminen tarkoittaa sitä, että hedgerahasto käyttää kauppojenvälittäjältä saatua velkarahaa sijoitusten tekemiseen. Hedgerahastot saattavat hyödyntää sitä hyvinkin aggressiivisesti, joka voi olla jopa yhdeksänkertainen sijoitettuun varallisuuteen nähden. Leveraation hyödyntämisen edut liittyvät siihen, että sillä voidaan kasvattaa odotettuja tuottoja. Se on tavallaan myös riskienhallinnan tekniikka, joka mahdollistaa portfolion riski-tuotto -profiilin säätämisen sijoittajien riskinottohalukkuuden mukaiseksi. (Derbyshire & Hampton 2012, 14–15.) Leveraation käyttöön liittyy myös suuria riskejä ja mahdollisia negatiivisia ulkoisvaikutuksia. Jos sen käyttö on kohtuutonta tai sitä ei hallita kunnolla, se saattaa johtaa liialliseen riskinottamiseen ja siten horjuttaa sijoituksia. Erityisesti kireissä markkinatilanteissa tai likviditeetin puuttuessa, managerien kohtuuton leveraation hyödyntäminen saattaa olla haitallista koko rahoitusjärjestelmälle. Esimerkiksi suuren ja kohtuuttomasti leveroidun hedgerahaston konkurssi voi aiheuttaa velkarahan myöntäneille rahoitusinstituutioille suuria vaikeuksia, joka saattaa heijastua koko talouteen negatiivisina ulkoisvaikutuksina. Joissain yhteyksissä hedgerahastojen kohtuutonta leveraation käyttöä on jopa syytetty viimeisimmän finanssikriisin voimistamisesta. Toisin sanoen hedgerahastojen kohtuutonta ja hallitsematonta leveraation käyttöä pidetään vastuuttomana toimintana. (PRI 2012, 10–11.)

Ultranopea kaupankäynti tarkoittaa erittäin aktiivista ja nopeaa kaupankäyntiä, jolla pyritään hyötymään erittäin lyhytaikaisista hintapoikkeamista markkinoilla. Käytännössä ultranopea kaupankäynti on algoritmipohjaista automatisoitua kaupankäyntiä tietokoneilla, jossa hyödynnetään sekunnin murto-osan kestäviä hintapoikkeamia. Sen etuina ovat tuottojen tekeminen lyhytaikaisten hintapoikkeamien avulla ja lisäksi sen on sanottu tuovan likviditeettiä markkinoille. Kriitikot puolestaan väittävät, että ultranopea kaupankäynti on epäreilua pitkän aikavälin sijoittajia kohtaan. Sitä on syytetty markkinoiden horjuttamisesta, volatiliteetin kasvattamisesta ja niin sanottujen harhakuvien luomisesta tai markkinoiden manipuloinnista. Ultranopean kaupankäynnin avulla voidaan luoda laittomia hämäystrendejä, joiden tarkoituksena on hämätä muita sijoittajia ja hyötyä talou-

dellisesti niiden kustannuksella. Osa hedgerahastoista hyödyntää ultranopeaa kaupankäyntiä, mutta niiden osuus HFT-markkinoilla on varsin pieni ja se ei ole tyypillisesti niiden pääasiallinen sijoitustekniikka. (PRI 2012, 12.)

3.4.2 Vastuullisuus sijoitusstrategioissa

Hedgerahastojen hyödyntämiä sijoitusstrategioita on olemassa lukuisia erilaisia ja niiden homogeeninen luokittelu on erittäin vaikea, ellei jopa mahdoton tehtävä. Tyypillisesti hedgerahastot luokitellaan ensin päästrategialuokkiin ja sen jälkeen päästrategialuokan sisällä sijoitustyyliin mukaan omiksi strategioiksi. (McCrary 2004, 19.) Alla oleva taulukko havainnollistaa tarkastelun kohteena olevia strategioita ja niiden sijoittumista neljään päästrategialuokkaan.

Taulukko 5 Sijoitusstrategioiden luokittelu (Hedge fund research HFR 2015)

Päästrategialuokka	Strategia
Equity Hedge	Equity long/short
Relative Value	Arbitrage
Event Driven	Distressed
Macro	Commodity

Hedgerahastojen strategioille ei ole olemassa varsinaisia suomenkielisiä vastineita, jonka takia ne on listattu taulukkoon englanninkielellä. Equity hedge -strategioissa haetaan tuottoja osakkeiden ja osakejohdannaisten hintojen liikkeistä. Yksi sen alastrategioista on equity long/short, joka on yksi yleisimmistä hedgerahastojen hyödyntämistä strategioista. Siinä hedgerahaston managerilla on pitkiä ja lyhyitä positioita erilaisissa osakkeissa eri maissa ja sektoreilla. Se toimii käytännössä siten, että manageri ostaa alihinnoiteltuja osakkeita ja myy lyhyenä ylihinnoiteltuja osakkeita. Tätä strategiaa noudattavat rahastot voivat olla joko markkinaneutraaleita tai vaihtoehtoisesti hakea näkemystä markkinoilla pitkillä tai lyhyillä positioilla. (Derbyshire & Hampton 2012, 14–15.) Keskeiset vastuullisuuskysymykset tässä strategiassa liittyvät muun muassa äänestämiseen lainatuilla osakkeilla ja sijoitusten kohdentumiseen kehittyville markkinoille. Äänestämisen lainatuilla osakkeilla katsotaan olevan yleisesti hyvin kyseenalaista hyvän hallintotavan näkökulmasta, koska osakkeen varsinaisella omistajalla ja lainaajalla on eroavat intressit. Lainaaajan intressi on se, että osakkeen arvo tippuu, kun taas osakkeiden varsinaisen omistajan intressi on osakkeen arvon nousu. Siten on mahdollista, että lainaaja äänestää ikään kuin omistajaa vastaan yhtiötä koskevissa asioissa. Kehittyville markkinoille suuntautu-

vat sijoitukset saattavat sisältää monia vastuullisuuden kannalta haastavia asioita. Kehittyvissä maissa on tyypillisesti vähemmän kehittyneet lakijärjestelmät sekä ESG-asioihin liittyvä sääntely. Näissä maissa saatetaan esimerkiksi käyttää lapsityövoimaa yrityksissä tai niiden rahoitusjärjestelmän läpinäkymättömyys estää sijoitettujen varojen kohdentumisen valvonnan. (PRI 2012, 13.) Johdannossa mainittu Och-Ziff nimisen hedgerahaston skandaali liittyi juuri kehittyville markkinoille tehtyihin sijoituksiin, joissa rahat olivat kanavoituneet rikollisiin käyttötarkoituksiin.

Relative value -strategioissa pyritään hyötymään suhteellisista arvoeroista arvopaperimarkkinoilla, hyödyntämällä monimutkaisia kvantitatiivisiin analyyseihin perustuvia tekniikoita. Näissä strategioissa hyödynnetään erilaisia arvopapereita kuten osakkeita ja korkopapereita sekä niihin liittyviä johdannaisia. Arbitrage-strategiassa hedgerahaston manageri pyrkii hyötymään esimerkiksi korkomarkkinoiden hintavääristymistä, jolloin siitä käytetään nimitystä fixed income arbitrage -strategia. Tyypillisesti arbitrage-strategioita hyödyntävät rahastot ovat erittäin velkavivutettuja, koska ne hyödyntävät hyvin pieniä hintavääristymiä, joten ne tarvitsevat ison sijoitusmassan tehdäkseen tuottoja. (Mirabile 2013, 165–169.) Keskeiset vastuullisuuskysymykset relative value- strategioissa liittyvät muun muassa siihen, että sijoituskohteita ei analysoida kvalitatiivisesti, vaan kauppooja tehdään kvantitatiivisiin analyyseihin perustuen. Siten vastuullisuusasiat saattavat jäädä täysin huomioitta. (PRI 2012 13–14.)

Event-driven -strategioissa pyritään hyötymään yritysjärjestelyistä kuten yritysten fuusioista, maksukyvyttömyystilanteista ja konkurseista. Distressed-strategiassa haetaan tuottoja tilanteista, joissa yritys on mahdollisesti joutumassa tai on jo joutunut talousvaikeuksiin, sijoittamalla suoraan tai johdannaisten kautta sen osakkeisiin ja/tai velkakirjoihin. Strategia toimii käytännössä siten, että hedgerahasto esimerkiksi ostaa talousvaikeuksissa olevan yrityksen osakkeiden enemmistön ja pyrkii ratkaisemaan yrityksen talousvaikeudet tekemällä radikaaleja uudelleenjärjestelyjä. Kun osakkeen arvo lähtee mahdollisesti nousuun uudelleenjärjestelyn tuloksena, hedgerahasto myy osakkeet takaisin markkinoille ja pyrkii hyötymään osto- ja myyntihinnan erotuksesta. (Derbyshire & Hampton 2012 42–45.) Keskeiset vastuullisuuskysymykset distressed-strategioissa liittyvät siihen, millä tavalla hedgerahastot hoitavat uudelleenjärjestelyn. Tällaiset tilanteet koskettavat usein yrityksen työntekijöitä ja muita sidosryhmiä, mutta hedgerahastot saattavat olla kiinnostuneita ainoastaan sijoituksensa tuotosta, jolloin sosiaaliset ja hallintotapaan liittyvät asiat jäävät huomioimatta. (PRI 2012, 14.)

Macro-strategioissa pyritään tekemään korkeita tuottoja perustuen osake, valuutta, korko- ja hyödykemarkkinoiden hintaliikkeisiin sekä runsaan leveraation hyödyntämiseen. Näitä strategioita hyödyntävien hedgerahastojen managerit tekevät makrotaloudellisia analyysejä tunnistaakseen hintatehottomuuksia erilaisissa omaisuusluokissa ja eri markkinoilla ympäri maailmaa. (McCrary 2004, 29.) Commodity-strategiassa pyritään

tekemään tuottoja hyödykkeiden kuten maataloustuotteiden, energian ja metallien hintojen muutoksilla. Tyypillisesti tässä strategiassa hyödynnetään johdannaisia, joissa hedgerahasto toimii toisena vastapuolena. Se saattaa olla johdannaisen ostavana osapuolena esimerkiksi tilanteessa, jossa maissinviljelijä haluaa turvata seuraavan vuoden sadosta saatavia tuloja myymällä osan siitä etukäteen. Hedgerahasto ottaa tällöin riskin uuden sadon myymisestä eli se toivoo, että maissin hinta nousisi seuraavana vuonna. Toisin sanoen hedgerahastot toimivat hyödykemarkkinoilla ikään kuin hintaspekuloijana, jotka tarjoavat likviditeettiä epäsuotuisilta hyödykkeiden hintojenmuutoksilta suojaa haluaville markkinatoimijoille. (Mirabile 2013, 91–95.) Keskeiset vastuullisuuskysymykset commodity-strategiassa liittyvät muun muassa siihen, että aggressiivisella hyödykkeiden hintojen spekuloinnilla saattaa olla negatiivisia taloudellisia ja sosiaalisia vaikutuksia eri maihin. Spekuloinnin vaikutukset voivat ilmetä esimerkiksi ruoan hinnan nousuna, jolloin huonoimmassa taloudellisessa asemassa olevat loppukuluttajat kärsivät. Tosin tällaiset tilanteet ovat melko harvinaisia, koska yksittäisellä hedgerahastolla on harvoin vaikutusta koko markkinaan. (PRI 2012, 15.)

4 EMPIIRINEN TUTKIMUS

4.1 Työeläkevakuutusyhtiöiden vastuullisuudelle rakentama merkitys

4.1.1 Yhteiskuntavastuu

Työeläkevakuutusyhtiöt kokevat olevansa vastuussa ensisijaisesti tuleville eläkkeensaa- jille. Niiden lakisääteinen tehtävä on hoitaa sosiaaliturvaan kuuluvaa työeläketurvan toi- meenpanoa. Työeläkevakuutusyhtiöiden tehtävä on myös julkishallinnollinen, koska elä- keturvan hoitaminen on osa suomalaista sosiaaliturvaa. Työeläkkeiden rahastointi asettaa tiettyjä velvoitteita työeläkevakuutusyhtiöille. Niiden tulee varmistaa, että niillä on riittä- västi varallisuutta selviytyä näistä velvoitteista. Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoi- mintaan liittyy aina epävarmuutta, joten niiden tulee olla vakavaraisia markkinoiden hei- lahteluja varten. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.) Työeläkevakuutusyhtiöillä on laissa säädettyjä vastuita, joista yksi keskeisimpiä on eläkkeiden turvaaminen. Lain (1997/354) 26 §:n mukaan yhtiöiden on hoidettava eläkevaroja edunsaajien edut turvaten eli sijoittaa rahastoidut eläkevarat tuottavasti ja turvaavasti.

Haastateltavat toteavat, että lakien mukaan toimiminen ei riitä, vaan yhteiskunta odot- taa työeläkevakuutusyhtiöiltä enemmän (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D). Työelä- kevakuutusyhtiön C sijoitusjohtajan mukaan vastuullisuuteen kuuluu myös omistajien, edunsaajien ja suomalaisen yhteiskunnan arvojen huomioiminen. Hän korostaa myös työ- eläkevakuutusyhtiöiden merkittävää roolia yhteiskunnassa.

”Pelkästään lakien mukaan toimiminen ei riitä, vaan meiltä vaaditaan enemmän. Meidän vastuullisuus tulee osittain yhtiön arvoista, joiden voi- daan katsoa peilaavan meidän omistajien, edunsaajien ja suomalaisen yh- teiskunnan arvoja yleisesti. Se on tavallaan suomalaiseen kulttuuriin liit- tyvää, mitä yleisesti ajatellaan vastuullisuudesta. Työeläkeyhtiöt on erit- täin sidoksissa tähän yhteiskuntaan ja ne on iso osa tän yhteiskunnan so- siaaliturvaa. Yhteiskunnan tahtotila heijastuu siten meidän hallinnossa, johon vaikuttaa meidän omistajat ja rahoittajat.” (Työeläkevakuutusyhtiö C)

Haastateltavat viittaavat moraalisen vastuun kantamiseen. Se tarkoittaa sitä, että yhtiöt toimivat vapaaehtoisesti sellaisissa asioissa, jota lainsäädäntö ei heiltä vaadi, mutta yh-

teiskunta odottaa (Carroll 1991). Yhtiön D esimerkki tällaisesta vapaaehtoisesta toiminnasta on vastuullinen sijoittaminen, jota lainsäädäntö ei edellytä, mutta sidosryhmät odottavat heiltä sitä. Anttiroikon (2004, 36) mukaan moraalinen vastuu on yrityksen vastuuta yhteiskunnallisten arvojen ja moraalisääntöjen noudattamisesta sekä oikeudenmukaisesti toimimisesta. Moraalisääntöjen ja yhteiskunnallisten arvojen voidaan nähdä tulevan vastuullisuusaloitteista, joissa työeläkevakuutusyhtiöt ovat mukana. Tällainen on muun muassa YK:n Global Compact -aloitte, joka sisältää kymmenen periaatetta koskien ihmisoikeuksia, työntekijöiden oikeuksia, ympäristön suojelua ja korruption vastaisuutta.

Työeläkevakuutusyhtiöt tiedostavat, että ne ovat merkittävä osa suomalaista yhteiskuntaa. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.) Työeläkevakuutusyhtiöiden yhteiskuntavastuuajattelun voidaan tulkita edustavan Anttiroikon (2004, 28) esittelemää modernin systeemiajattelun ideologista suuntausta. Yritykset nähdään siinä elimellisenä osana yhteiskuntaa ja kokonaisjärjestelmän sanelemien ehtojen mukaan toimivina osajärjestelminä. Modernissa systeemiajattelussa yritysten yhteiskuntavastuu on toimintaa, joka ei tähtää välittömään voiton tavoitteluun, vaan jossa huomioidaan myös eri sidosryhmien ja yhteiskunnan kokonaisuhyödyt ja hyvinvointi. Yhteiskunnan kokonaisuhyötyjen ja hyvinvoinnin huomioiminen näkyy esimerkiksi siinä, että työeläkevakuutusyhtiöt kantavat vastuunsa työhyvinvointiohjelmista ja kuntoutuksista, joilla pyritään pidentämään työuria. Yhtiöt näkevät, että näillä on positiivinen vaikutus koko yhteiskuntaan. Ne huomioivat toiminnassaan lisäksi taloudellisen, ekologisen ja sosiaalisen vastuun. Sosiaalinen vastuu näkyy esimerkiksi eläkkeiden rahoittajien työnhyvinvoinnin edistämisessä ja ekologinen vastuu puolestaan kiinteistöjen ympäristöasioista huolehtimisena. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.)

Moderniin systeemiajatteluun liittyy myös se, että työeläkevakuutusyhtiöt hakevat toiminnalleen jatkuvasti legitimitettä eli hyväksyttävyyttä (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D). Koivuportaan (2008, 38) mukaan legitimitetti voidaan saavuttaa vain, jos yrityksen ja ympäröivän yhteiskunnan arvot ovat yhdenmukaiset. Työeläkevakuutusyhtiön C sijoitusjohtaja korostaa tätä toteamalla, että yhtiön arvojen tulisi peilata suomalaisen yhteiskunnan arvoja. Legitimiteetin saavuttamiseen viittaa myös yhtiön D vastuullisen sijoittamisen asiantuntija toteamalla, että he pyrkivät olemaan yhteiskunnallisesti hyväksytyjä. Koivuporras (2008, 38) kirjoittaa, että jos sidosryhmien odotusten ja liikelämän käytäntöjen välissä on liian suuri legitimitettilu, voi se johtaa legitimitetin menettämiseen ja uhata koko liiketoimintaa. Tähän viitaten yhtiön C sijoitusjohtaja peräänkuuluttaa sitä, että sidosryhmien odotuksia vastuullisuusasioiden huomioimisesta ei kannata aliarvioida.

”Ei sitä kannata varmaan aliarvioida, että jos rahoittajat haluaa, että näitä vastuullisuusasioita huomioidaan. Se todennäköisesti antaa työrauhaa, kun ne hoidetaan kondikseen. Kun ne on kunnossa, niin sä voit keskittyä siihen oikeeseen

sijoitustoimintaan. Muuten sun aika ei riitä, sä et ehi keskittymään sijoitustoimintaan, vaan sä keskityt siihen hallinnolliseen jumppaan, kenties hallituksen tai muiden sidosryhmien kanssa.” (Työeläkevakuutusyhtiö C)

Työeläkevakuutusyhtiöiden vastauksissa korostuu se, että ne pyrkivät suuntamaan yhteiskuntavastuu toimensa vahvojen sidosryhmäsuhteiden rakentamiseen. Tämä näkyy esimerkiksi siinä, että yhtiöt kuuntelevat sidosryhmien odotuksia vastuullisesta liiketoiminnasta ja pyrkivät toimimaan näiden odotusten mukaisesti. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.) Tämä viittaa siihen, että työeläkevakuutusyhtiöt edustavat Bricksonin (2007, 864–888) esittelemää relationaalista identiteettityyppisuuntausta. Voidaan todeta, että työeläkevakuutusyhtiöiden sidosryhmät vaikuttavat selkeästi tapaan, jolla yhtiöt suhtautuvat vastuullisuuteen liiketoiminnassaan.

4.1.2 Vastuullinen sijoittaminen

Työeläkevakuutusyhtiöt määrittelevät vastuullisen sijoittamisen lähes täysin samalla tavalla, vaikka yhtiöt sanovat sijoittavansa vastuullisesti omalla tavallaan ilman, että muut yhtiöt vaikuttaisivat siihen. Toisin sanoen vastuullisen sijoittamisen määritelmän sisältö on muovautunut samanlaiseksi, vaikka työeläkevakuutusyhtiöt eivät ole suoraan yhteydessä toisiinsa vastuullisen sijoittamisen tiimoilta. Kaikki haastateltavien vastauksissa mainittiin UN PRI:n vastuullisen sijoittamisen periaatteiden noudattaminen, aktiivinen ja vastuullinen omistajuus sekä kansainvälisten vastuullisuusnormistojen ja kriteeristöjen noudattaminen. Lakien mukaan sijoittaminen nähtiin sijoitustoiminnan lähtökohtana. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.)

”Meillä vastuullinen sijoittaminen on sitä, että integroidaan vastuullisuus sijoituspäätöksiin, toimitaan aktiivisina omistajina ja edellytetään vähimmäisvaatimuksena kansainvälisten normien noudattamista.” (Työeläkevakuutusyhtiö D)

”Meidän vastuullisen sijoittamisen politiikka määrittelee ne käytännöt, joita me sovelletaan ja jotka on meidän näkökulmasta vastuullista sijoittamista. Siihen kuuluu ESG-asioiden huomioiminen sijoitusanalyysissä ja vastuullinen omistajapolitiikka sekä vastuullisen sijoittamisen UN PRI:n periaatteiden ja muiden kansainvälisten ohjeistojen noudattaminen. Tietysti lakien mukaan sijoittaminen eli perus normisto kuuluu myös siihen.” (Työeläkevakuutusyhtiö C)

Kaikki yhtiöt käyttävät vastuullisesta sijoittamisesta käsitettä vastuullinen sijoittaminen, vaikka se tarkoittaa valtaosalle haastatelluista muutakin kuin UN PRI:n vastuullista sijoittamista. Yhtiö A tosin sanoo käyttävänä vastuullisen sijoittamisen käsitettä sen takia, koska UN PRI:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet muodostavat keskeisen viitekehyyksen heidän toiminnalleen. Yhtiöt pitävät PRI:n periaatteita yleisesti hyvinä ja ne koetaan olevan sellaisia, jotka on mahdollista integroida kaikkeen sijoitustoimintaan. Sandberg ym. (2009, 522) mukaan PRI:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet on laadittu tarkoituksella löyhiksi, jotta mahdollisimman moni sijoittaja pystyisi niihin sitoutumaan, eivätkä ne rajoittaisi liikaa niiden toimintaa. Työeläkevakuutusyhtiöiden vastuullinen sijoittamisen taustalla ei ole ainoastaan PRI:n periaatteita, vaan yhtiöt ottavat huomioon lisäksi yleisesti tunnustettuja kansainvälisiä vastuullisuusaloitteita sijoitustoiminnassaan. Näitä ovat muun muassa YK:n Global Compact aloitteen periaatteet ja ILO:n työelämän konventiot, jotka myös Suomen valtio on allekirjoittanut. Haastateltavat toteavat, että kansainvälisten vastuullisuusaloitteiden noudattamista edellytetään sijoituskohteilta. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.)

Kaikki haastateltavat ovat yhtä mieltä siitä, että eettisyys ei kuulu vastuulliseen sijoittamiseen sen subjektiivisuuden takia. Yhtiöiden mukaan vastuullisen sijoittamisen taustalla ei ole niin sanottua eettisfilosofista ajattelumaailmaa. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.) Yhtiöt C ja D kuitenkin poissulkevat tiettyjä toimialoja suorista sijoituksista. Woodsin & Urwinin (2010, 4) mukaan poissulkeminen liitetään kuitenkin yleisesti eettiseen sijoittamiseen. Yhtiön D mukaan heidän poissulkeminen perustuu kansainvälisiin normeihin eikä uskonnon etiikkaan. Yhtiön C osalta voidaan tehdä samansuuntainen tulkinta, vaikka sijoitusjohtaja puhuu eettisestä painotuksesta.

”Meillä on kansainväliset normit taustalla sen sijaan, että meil ois tietyn uskonnon etiikka. Jos miettii poissulkemista, nii onhan se tavallaan samalla keskustelun akselilla, mut meillä ei oo sellasta, et kristillisen etiikan mukaan kiellettäis vaikka alkoholi sijoituksista. Poissulkeminen pätee meillä vain suoriin sijoituksiin.” (Työeläkevakuutusyhtiö D)

”Mä sanoisin että taustalla ei ole tällaista eettisfilosofista ajattelumaailmaa. Mehän ollaan tietysti tehty se eettinen painotus, et ydinaseita ja tupakkaa ei sijoituksissa suosita tai ei niihin sijoiteta. Mut meidän ajatus-tapa ei ole tällainen eettinen poissulkeminen. Meidän perusfilosofia on enemmänkin tällainen vastuullinen pitkäjänteinen sijoittaminen.” (Työeläkevakuutusyhtiö C)

Yhtiön B mielestä kohteiden eettisin perustein tapahtuva poissulkeminen sijoitussalkusta on vastuun pakoilua, koska silloin vaikuttamiselementti häviää. Tällöin sijoittaja

sulkee heidän mukaansa silmät joltain toiminnalta, eikä pyri vaikuttamaan sijoituskohteisiin. Hän toteaa, että he pyrkivät aktiivisesti vaikuttamaan sijoituskohteisiin aina parhaalla mahdollisella tavalla. Yhtiön B sijoitusjohtaja näkee eettisyyden liittyvän lähinnä uskonnollisiin sijoituksiin. Yhtiön A sijoitusjohtajan mukaan eettisten rajojen rakentaminen on vaikeaa, koska eettisyys on käsitteenä hyvin subjektiivinen ja viittaa uskontoon. Hänen mukaansa eettinen sijoittaminen ei sovi tämän takia työeläkevakuutusyhtiöille.

Kaikki työeläkevakuutusyhtiöt näkevät vastuullisen sijoittamisen ensisijaisesti tuottohakisena sijoittamisena ja kiinteänä osana riskienhallintaa. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D). Yhtiöt C ja D korostavat vastuullisen sijoittamisen merkitystä talous- ja maineriskien tunnistamisessa.

”Kyl se on periaatteessa kohtuullisen simppeli eli jos sä teet parempaa analyysiä sijoituskohteista ottamalla huomioon tämmösiä ESG-faktoreita, niin todennäköisesti sä teet pitkässä juoksussa paremalla infolla tehtyjä sijoituksia, jotka sit näkyy parempana tuottoriskisuhteena. Kyl ne sit jonkin verran auttaa hallinnoimaan näistä sijoituksista tai sijoituksiin liittyvistä asioista kumpuaviin maineriskeihin, joita voi koitua.” (Työeläkevakuutusyhtiö C)

”Se liittyy maine- ja talousriskeihin. Pitää tietää ne vastuullisuusriskit ja ainakin ne suurimmat riskit tunnistaa sieltä mieluummin etukäteen kuin jälkikäteen.” (Työeläkevakuutusyhtiö D)

Työeläkevakuutusyhtiöt olivat pääasiassa samaa mieltä siitä, että vastuulliset sijoitukset eivät tuota vähemmän kuin tavanomaiset sijoitukset ainakaan pitkällä aikavälillä. Yhtiöt perustelevat sitä sillä, että sen avulla voidaan tunnistaa paremmin riskejä, joilla voi olla vaikutusta sijoituksesta saataviin tuottoihin. Tästä syystä sen avulla voidaan tehdä parempia sijoituspäätöksiä. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.) Yhtiö B tosin uskoo siihen, että sijoittamalla vastuullisesti voidaan saavuttaa parempia tuottoja pitkällä aikavälillä. Yhtiön C sijoitusjohtaja korostaa vastuullisen sijoittamisen parantavan ennemminkin riskienhallintaa kuin tuottoja.

”Kyl mun oma uskomus on, että tämmönen pragmaattinen lähestymistapa mikä meillä on, tuottaa saman verran ku muut, mut paremmalla riskienhallinnalla. Kyllähän akateemiset tutkimukset on pyrkiny osottamaan, et se parantaa myös tuottoa. Ehkä se on enemmän se riskienhallinta siinä, mitä se voi tehostaa eli otetaan huomioon sellaisia riskejä, joita voi tulla näistä ESG-faktoreista sijoituspäätöksiä tehdessä.” (Työeläkevakuutusyhtiö C)

Työeläkevakuutusyhtiöt perustelevat vastuullista sijoittamista sillä, että se sopii hyvin yhteen pitkän sijoitushorisontin kanssa sekä sidosryhmät odottavat moraalisääntöjen ja arvojen huomioimista sijoitustoiminnassa (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D). Yhtiöiden voidaan nähdä puolustavan organisaatiodentiteettiään rationalisoinnin keinoin, kysyttäessä heiltä sitä, miksi he sijoittavat vastuullisesti. Rationalisointi vaikuttaa organisoituprosessin valintavaiheeseen, jossa luokitellusta materiaalista tehdään merkittävää hyödyntämällä kokemuksia ja odotuksia. Rationalisoimalla työeläkevakuutusyhtiöiden edustajat pyrkivät kehystämään vastuullisen sijoittamisen merkityksen uudelleen, jotta haastattelija hyväksyisi sen oikeutetuksi. (Zarbafi 2011, 118.)

”Vastuullinen sijoittaminen on varmaan kyllä aika selkee lähtökohta pitkäaikaiselle eläkerahalle. Jos ajatellaan sitä, ketkä näitä eläkkeitä rahoittaa eli työnantajat ja työntekijät, niin kyl selkeesti eläkejärjestelmän rahoittajien arvomaailmassa on sellaisia piirteitä, jotka heijastelee sitä, että vastuullinen sijoittaminen on tärkeitä. Plus ku tää on pitkäjänteistä toimintaa, niin vastuullinen sijoittaminen sopii hirveen hyvin sen kanssa yhteen.” (Työeläkevakuutusyhtiö C)

Kaikilla haastateltavilla on uskomus siitä, että vastuullisuusasioiden huomioimisen hyödyt materialisoituvat pitkällä aikavälillä. Työeläkevakuutusyhtiöt rationalisoivat vastuullista sijoittamista vetoamalla lisäksi eläkkeiden rahoittajien vaatimuksiin, riskienhallinnan tehostumiseen ja yleisesti vastuullisuusasioiden positiivisiin taloudellisiin vaikutuksiin (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D).

Työeläkevakuutusyhtiöiden vastuullisen sijoittamisen taustalta voidaan tunnistaa myös toimintavetoiseen merkityksen rakentamiseen liittyvä sitoutumisprosessi. Se selittää työeläkevakuutusyhtiöiden sitoutumista tietynlaiseen käyttäytymiseen tulkitessaan vastuullisuutta. Sitoutumiseen liittyy käyttäytymisvelvoite, joka tarkoittaa niitä toimia, joista organisaatio on vastuussa tai sidosryhmät pitävät niitä vastuussa. Weickin (1995, 157) mukaan julkisuus ja vapaa tahto ovat kaksi muuttujaa, jotka sitovat työeläkevakuutusyhtiöt toimimaan vastuullisuuden eteen ja siten lisäävät niiden vastuuta. Julkisuus vastuullisuusasioissa ilmenee työeläkevakuutusyhtiöiden kontekstissa esimerkiksi siten, että ne kertovat avoimesti nettisivuillaan olevansa vastuullisia sijoittajia ja noudattavansa kansainvälisesti tunnustettuja normeja sijoitustoiminnassaan (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D). Esimerkiksi PRI:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet, joita kaikki työeläkevakuutusyhtiöt noudattavat, lisäävät Weickin (1995, 157) mukaan niiden sitoutumista vastuullisuusasioihin. Tämä johtuu siitä, että yhtiöt joutuvat julkisesti raportoimaan vastuullisesta sijoitustoiminnastaan allekirjoittaessaan periaatteet. Tällöin voidaan olettaa,

että kynnys periaatteiden rikkomiseen kasvaa. Työeläkevakuutusyhtiön D sijoitusjohtajan mukaan vastuullisuusperiaatteiden rikkominen on huono asia.

”Me ollaan sitouduttu tiettyihin vastuullisen sijoittamisen periaatteisiin, niin se on aika huono asia, jos paljastuu, että joku meidän sijoitus rikkoo eksplisiittisesti näitä periaatteita.” (Työeläkevakuutusyhtiö D)

Vapaa tahto näkyy työeläkevakuutusyhtiöiden allekirjoittamissa kansainvälisissä vastuullisuusnormeissa ja periaatteissa, joiden noudattaminen on vapaaehtoista. Zarbafin (2011, 139) mukaan kansainvälisten vastuullisuusaloitteiden allekirjoittamisen on todettu lisäävän organisaation sitoutumista vastuullisuusasioihin, vaikka niissä ei ole mitään pakottavaa mekanismia kuten sanktioita niiden noudattamatta jättämisestä. Tähän viittaa myös työeläkevakuutusyhtiön D vastuullisen sijoittamisen asiantuntija. Hän näkee vastuullisuusaloitteet pehmeänä lakina, joka velvoittaa heitä toimimaan tietyllä tavalla.

”(...) Meil on YK:n ja muiden kansainvälisten organisaatioiden minivaatimus toiminnalle ja se on vähän tämmöstä pehmeätä lakia.” (Työeläkevakuutusyhtiö D)

”UN PRI ja sit on näitä OECD:n veroaloitteita ja ILO:n työelämän konventiot, joiden taakse ollaan asetettu. Noi nähdään yleisesti sellasina kannatettavina. Ne edistävät yhteiskuntien hyvää, kestäväää ja järkevää kehitystä. Ne myös varmaan vähentää riskitekijöitä kuten maineriskitekijöitä ja muita tämmösiä, kun näihin sit kiinnitetään huomiota kohdevalintoja tehdessä.” (Työeläkevakuutusyhtiö C)

Työeläkevakuutusyhtiön C lisäksi myös muut tutkimuksen yhtiöt toteavat, että vastuullisuutta koskevien normien ja periaatteiden huomioiminen on keino maineriskien vähentämiseen. Ne sitovat työeläkevakuutusyhtiöt toimimaan vastuullisesti, koska niiden rikkominen voi johtaa maineriskien realisoitumiseen. Siten ne lisäävät niiden vastuuta vastuullisuusasioissa. Yhtiöt C ja D toteavat, että sidosryhmät odottavat heiltä näiden kansainvälisten normien ja periaatteiden noudattamista. Maineriskit voivat realisoitua, mikäli heidän toimintansa rikkoo vakavasti ja eksplisiittisesti näitä.

Vastuullisen sijoittamisen merkitys on rakentunut tutkimuksen työeläkevakuutusyhtiöissä lähes samanlaiseksi. Kaikkien yhtiöiden vastuullisen sijoittamisen määritelmässä mainitaan lakien mukaan sijoittaminen, UN PRI:n vastuullisen sijoittamisen periaatteiden noudattaminen, aktiivinen ja vastuullinen omistajuus sekä kansainvälisten vastuullisuusnormistojen ja kriteeristöjen noudattaminen. Yhtiöt ovat mukana samoissa vastuullisuusaloitteissa, jotka nähdään yleisesti kannatettavina. Vastuullisuusnormistot ja kriteeristöt

velvoittavat yhtiöitä toimimaan tietyllä tavalla, koska niiden eksplisiittinen rikkominen voi aiheuttaa taloudellisia riskejä ja maineriskejä. Vastuullinen sijoittaminen on yhtiöiden mukaan tuottohakuista sijoittamista ja kiinteä osa riskienhallintaa. Kaikki työeläkevakuutusyhtiöt ovat yhtä mieltä siitä, että vastuullinen sijoittaminen ei ole eettistä sijoittamista. Yhtiöiden väliset erot vastuullisessa sijoittamisessa liittyvät poissulkemiseen, joka liittyy vastuullisuuden käytännön tulkintaan. Yhtiöt C ja D poissulkevat suorista sijoituksista tiettyjä toimialoja perustuen kansainvälisiin normeihin. Tämä tosin ei yhtiöiden mukaan koske välillisiä sijoituksia. Yhtiö B ei poissulje lähtökohtaisesti mitään sijoituskohteita, vaan he pyrkivät ensisijaisesti vaikuttamaan niihin. Yhtiö A puolestaan edellyttää, että sijoituskohde toimii lakien mukaisesti.

4.2 Vastuullisen sijoittamisen merkityksen tulkinta hedgerahastosi- joittamisessa

Hedgerahastot kuten muutkin sijoitusrahastot ovat sijoittajille välillisiä sijoituksia, joissa ne antavat sijoitusten hoitamisen ulkopuolisille rahastoyhtiöille. Työeläkevakuutusyhtiöt ovat yhtä mieltä siitä, että vastuu ei katoa, vaikka joku muu taho hoitaa heidän rahojaan. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.) Työeläkevakuutusyhtiö B korostaa tätä toteamalla, että heidän mielestään on vastuutonta ajatella vastuun loppumista siihen, kun rahat uskotaan muiden sijoitettavaksi.

Työeläkevakuutusyhtiöt kuvaavat hedgerahastosijoittamista prosessiksi, joka voidaan jakaa valinta- ja omistajuusvaiheisiin. Valintavaihetta voidaan kuvata prosessiksi, joka sisältää seuraavat vaiheet:

1. Seulonta
2. ESG-kysely (vain työeläkevakuutusyhtiö C)
3. Managerin tapaaminen
4. Analyysit rahastodokumentaatiosta
5. Due Dilligence -prosessi
6. Sijoitusesitys ja sijoituspäätös

Valintavaihe noudattelee pääasiassa samaa kaavaa kaikissa työeläkevakuutusyhtiöissä, vaikka vastuulliseen sijoittamiseen liittyvät käytännöt eivät ole täysin identtiset yhtiöiden kesken. Yhtiöt pyrkivät selvittämään valintavaiheen aikana hedgerahastoon liittyvät riskit ja sen tavan tulkita vastuullisuutta. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.)

Omistajuusvaiheeseen kuuluu puolestaan seuranta ja vaikuttaminen hedgerahaston vastuullisuuteen. Työeläkevakuutusyhtiöt kutsuvat tätä vastuullisen omistajuuden vaiheeksi. Yhtiöt pyrkivät rakentamaan kollektiivista merkitystä vastuullisuudelle hedgerahaston kanssa omistajuusvaiheen aikana. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.)

Omistajuusvaiheen aikana saattaa tulla tarve sijoituksen divestointiin, jos hedgerahaston toiminta rikkoo esimerkiksi työeläkevakuutusyhtiön vastuullisia periaatteita vakavasti ja eksplisiittisesti. Divestointiin voidaan toisaalta päätyä myös taloudellisista syistä, jos hedgerahaston tuotot eivät ole riittäviä. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.)

4.2.1 Valintavaihe

Tyypillisesti sijoitusprosessi hedgerahastoon alkaa työeläkevakuutusyhtiöissä siten, että sijoitusjohtajat ja salkunhoitajat analysoivat seminaareista, tietokannoista ja tapaamisista saatavia tietoja. Tätä vaihetta kutsutaan yhtiöissä ”skriinausvaiheeksi”, jossa tarkoituksena on identifioida sijoitusuniversumista houkuttelevia hedgerahastoja esimerkiksi, jonkin tietyn strategian alta. Skriinausvaiheesta käytetään kirjallisuudessa käsitettä seulonta Zarbafi (2011, 39). Seulonnassa pyritään käytännössä identifioimaan muutamia potentiaalisia sijoituskohteita ennalta määriteltyjen kriteerien perusteella. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.) Yhtiön D sijoitusjohtaja kuvaa tätä vaihetta sellaiseksi, mikä voi kestää jopa vuosia.

”Ehkä tavallaan se ensimmäinen vaihe on se skriinausvaihe, jossa voi olla, et ei oo vielä edes tietoo siitä, että haluuks sijoittaa johonki tiettyyn strategiaan. Mut ylipäätään siinä on kyse managereihin tutustumisesta. Tyypillisesti ollaan saatettu tavata manageri jo useita vuosia aikasemmin ja seurata heidän toimintaansa jo monta vuotta ennen kun se tavallaan se edes idea siitä, että haluaa sijoittaa siihen on syntynyt. Et se skriinausvaihe on potentiaalisesti vuosia kestävä.” (Työeläkevakuutusyhtiö D)

Seulonta perustuu työeläkevakuutusyhtiöissä pääasiassa taloudellisten kriteerien perusteella tehtävään hedgerahastojen identifointiin. Yhtiöt mainitsevat hyödyntävänsä luokkansa parhaat -seulontametodia, josta myös Zarbafi (2011, 39) puhuu tutkimuksessaan. Tämä ei kuitenkaan vastaa kirjallisuudessa mainittua vastuullisen sijoittamisen lähestymistapaa, koska työeläkevakuutusyhtiöt seulovat tietyn strategialuokan parhaita rahastoja ainoastaan taloudellisten tuottojen perusteella. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.)

”Skriinien osalta se on tuottoperusteista. Et kyl me paljon verrataan tuottoja, et kuka tuottaa mitäkin ja muu on enemmän kvalitatiivista päätöksentekoa, eli täytyykö muut kriteerit, jos on muuten hyvä tuottonen rahasto.” (Työeläkevakuutusyhtiö C)

ESG-tekijät eivät ole seulontakriteereinä vielä tässä vaiheessa. Yksi mahdollinen syy tähän on hedgerahastojen toiminnan läpinäkyvyys. Se on usein heikko, ennen kuin prospektisijoittaja on allekirjoittanut salassapitosopimuksen luottamuksellisten tietojen luovuttamisesta. Tästä syystä vastuullisuusasioiden arviointi voi olla hyvin vaikeaa tässä vaiheessa. (Cassar ym. 2015, 2.)

Jos työeläkevakuutusyhtiö onnistuu identifioimaan seulonnassa taloudelliselta suoritukseltaan mielenkiintoisia rahastoja, ryhtyy se tutkimaan niitä tarkemmin. Seulonnan jälkeiseen vaiheeseen kuuluu muun muassa managerin avainhenkilöiden tapaaminen. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.) Yhtiöllä C on poikkeuksellinen käytäntö, koska se lähettää ainoana yhtiönä ennen tapaamista oman vastuullisuuspolitiikkansa ja siihen liittyvän ESG-kyselyn managerille. Yhtiön ESG-kysely sisältää manageria, rahastoa ja sijoitustekniikoita koskevia vastuullisuuskysymyksiä.

”No siis se esimerkiksi lähtee siitä, että mä tapaan kaks sellasta rahastoa ens viikolla, jotka on mun mielestä tosi mielenkiintoisia. Mä oon jo lähettänyt etukäteen ton politiikan ja (ESG) questionnairen niille ja sanonu et kattokaa noi läpi ja voitte kommentoida mulle, jos niissä on jotain erityisen problemaattista teidän kannalta. (...) Se on osa tätä meidän valintaprosessia.” (Työeläkevakuutusyhtiö C)

ESG-kyselyn lähettämisessä on kyse kysymisprosessista. Se on yksi neljästä Zarbafin (2011, 165) esittelemästä prosessista, jotka sisältyvät kollektiiviseen merkityksen rakentamiseen. Siinä työeläkevakuutusyhtiö kysyy hedgerahastolta sellaisia vastuullisuuteen liittyviä kysymyksiä, joista tiedon saaminen muuten ei ole mahdollista. Kyselyn avulla yhtiö C pyrkii muuttamaan epämääräisen informaation merkitykselliseksi siitä, miten hedgerahasto tulkitsee vastuullisuutta. Zarbafin (2011, 178–179) mukaan kyselyyn liittyy ongelma, jos sijoittaja ei kerro kyselyssä omaa kantaansa vastuullisuuden tulkintaa koskeviin kysymyksiin. Tällöin yritykset jäävät yksin tulkitsemaan sijoittajan kysymyksiä vastuullisuudesta. Tämä saattaa johtaa siihen, että ne eivät välttämättä ymmärrä sitä, mitä sijoittaja kyselyllä tavoittelee ja miksi se pitää tiettyjä asioita tärkeinä. Yhtiö C on ratkaissut tämän tavalla, joka on linjassa Zarbafin näkemyksen kanssa. Yhtiö lähettää ESG-kyselyn mukana oman vastuullisuuspolitiikkansa ja selittää siinä oman kantansa kysymyksiin. Tarkoituksena on se, että hedgerahasto kykenee ymmärtämään sen, miksi yhtiö C tulkitsee vastuullisuutta kyseisellä tavalla. Zarbafin mukaan on myös mahdollista, että kysymykset voivat kannustaa yritystä uudelleen miettimään heidän tulkintaansa vastuullisuudesta. Se saattaa siten potentiaalisesti muuttaa hedgerahaston tapaa tulkita vastuullisuutta ja johtaa kollektiivisen merkityksen syntymiseen. Tämä viittaa siihen, että ESG-kyselyn avulla on mahdollista myös edistää hedgerahaston vastuullisuutta.

Jos kiinnostus hedgerahastoa kohtaan säilyy vielä tapaamisten jälkeen, aloittavat työeläkevakuutusyhtiöt niin kutsutun analyysivaiheen, jossa tehdään kvantitatiivisia ja kvalitatiivisia analyysieja rahastosta. Käytännössä yhtiöt tilaavat hedgerahastolta dokumentaation, jossa eritellään muun muassa rahaston riskejä, tavoitteita, sijoitusehtoja ja politiikkaa. Nämä tiedot edellyttävät yleensä salassapitosopimuksen allekirjoittamista. Mikäli hedgerahasto vaikuttaa edelleen kiinnostavalta rahastodokumentaatioon perustuvien analyysien jälkeen, aloittavat työeläkevakuutusyhtiöt Due Diligence -prosessin (DD-prosessi). Siinä tehdään hyvin yksityiskohtainen läpileikkaus hedgerahaston liiketoiminnasta ja riskeistä. Kaikki yhtiöt hyödyntävät DD-prosessissa DD-kyselyitä. Niissä hedgerahastolta kysytään sijoituksen toteuttamisen kannalta olennaisia ja tärkeitä asioita, joista osa liittyy haastateltavien mukaan vastuullisuuteen. Työeläkevakuutusyhtiöt yrittävät selvittää DD-prosessin avulla muun muassa sitä, miten hedgerahastot ovat rakentaneet merkityksen vastuullisuudelle (Zarbafi 2011, 165). DD-vaiheessa sijoitusprosessiin tulee mukaan usein lakitoimistoja ja konsulttiyrityksiä, joilta työeläkevakuutusyhtiöt ostavat palveluita. Tämä johtuu siitä, että työeläkevakuutusyhtiöillä ei ole itsellään resursseja tehdä saman mittakaavan tutkimustyötä kuin ulkopuolisilla yhtiöillä. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.)

DD-prosessissa työeläkevakuutusyhtiöt kiinnittävät erityistä huomiota hedgerahaston hallintatapa-asioihin (*governance*). Haastateltavat korostavat sitä, että hallintotapa-asioiden on oltava kunnossa, jotta sijoitus hedgerahastoon voidaan ylipäätään tehdä. Tämä selittää sitä, miksi sille annetaan suurin painoarvo sijoitusta tehdessä. Aikaisemmassa kirjallisuudessa on havaittu myös, että hallintotapa-asioille annetaan suurin painoarvo kaikista ESG-tekijöistä. Kahra (2011, 96) puhuu tutkimuksessaan operationaalisista riskeistä, jotka tulevat hedgerahastojen huonosta hallintotavasta. Hänen mukaansa on elintärkeää tunnistaa operationaaliset riskit, koska niiden on havaittu olevan keskeisin hedgerahastojen konkurssesja selittävä tekijä. Sandberg ym. (2009, 521–522) havaitsivat tutkimuksessaan, että ESG-faktoreista hallintotapa-asioille annetaan nykypäivänä suurin painoarvo taloudellisista syistä. Työeläkevakuutusyhtiöiden mukaan hallintotapa-asioiden huomioiminen on puhtaasti riskienhallintaan liittyvä asia. Yhtiön D sijoitusjohtajan mukaan hallintotapa-asiat on otettava huomioon, vaikka ei olisikaan vastuullinen sijoittaja. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D).

”Governance painotus liittyy suoraan riskienhallintaan. Se on kyl niin suoraan, että jos sul on heikko governance managerilla tai rahastolla, niin niihin ei voi sijoittaa, koska riski on ihan liian iso.” (Työeläkevakuutusyhtiö C)

”Jos ajatellaan tämmöstä hedgerahaston yhteiskuntavastuuta, niin helpposti se vastuullisuusnäkökulma suppenee siihen governance ulottuvuuteen, eli siihen rakenteeseen. Se onkin helppo näkökulma ottaa se governance, koska se on tavallaan se näkökulma kuitenkin, mikä kiinnostaa hedge fundeihin sijoittajaa jo lähtökohtaisesti. (...) Eli jos hallintotapa on surkeessa jamassa, niin silloin ei voida yksinkertaisesti sijoittaa siihen. Eli käytännössä se on iha riskienhallinnallinen juttu.” (Työeläkevakuutusyhtiö D)

Työeläkevakuutusyhtiöiden vastuullisen sijoittamisen tulkintaa ja hallintotapa-asioiden painotusta kuvaa hyvin Juravlen ja Lewisin (2008, 292) havainto siitä, että suurimmat institutionaaliset sijoittajat näkevät vastuullisen sijoittamisen nykyään pragmaattisena riskienhallinnan asiana. Ne lähestyvät vastuullista sijoittamista fidusiaarisella sijoitusagendalla, jossa ESG-tekijät integroidaan siltä osin, millainen vaikutus niillä on yritysten riskiin ja tuottoon. Fidusiaarisella sijoitusagendalla he viittaavat varainhoidollisen velvoitukseen, joka tarkoittaa työeläkevakuutusyhtiöiden kontekstissa tuottavaa ja turvaavaa sijoittamista eläkkeiden turvaamiseksi.

Haastateltavien mukaan hedgerahastoihin liittyy paljon hallintotapanäkökohtia. Ne nousevat esiin hedgerahastojen oikeudellisesta rakenteesta eli offshore-rakenteesta ja siihen liittyvästä lainsäädännöstä. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.)

”Kyl varmaan toi offshore ja siihen liittyvä rahastorakenne ja verotusasiat. Se rahaston rakenne on noin niin ku tämmösenä legal entiteettinä kovasti erilainen normi rahastoihin verrattuna ja vaikuttaa siihen, että sieltä tulee näitä governance näkökohtia tosi paljon.” (Työeläkevakuutusyhtiö C)

Keskeinen hallintotapa-asia, jota työeläkevakuutusyhtiöt edellyttävät hedgerahaston managerilta, on sen oma henkilökohtainen sijoituspanos rahastoon. Se liittyy ensisijaisesti taloudellisten riskien hallintaan. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.) Tämä viittaa Derbyshiren & Hamptonin (2012, 3) havaintoon siitä, että sijoittajat haluavat välttää agentti-ongelmasta koituvia konfliktiristiriitoja vaatimalla managerilta omaa sijoituspanosta. Toisin sanoen yhtiöt pyrkivät yhdenmukaistamaan omat ja managerin tavoitteet, jotta managerilla olisi intressi toimia sijoittajien etujen mukaisesti. Työeläkevakuutusyhtiön C sijoitusjohtaja toteaa, että riskinottajalla eli managerilla pitää olla samanlainen sijoitusriski kuin heillä. Jos rahastolle tulee tappiota, niin manageri häviää omaa rahaa, eikä pelkästään palkkiotuottoja. Hänen mukaansa henkilökohtaisen sijoituspanoksen tarkoituksena on estää manageria ottamasta liian suuria riskejä toiminnassaan.

Hedgerahaston johdon ja hallituksen riippuvuussuhteet liittyvät myös hallintotapa-asioidiin. Haastateltavat peräänkuuluttavat sitä, että hedgerahastolla tulee olla riippumaton hallitus. Hallituksen tehtävänä on valvoa hedgerahaston toimintaa ja sijoittajien kohtelua. Mikäli hallituksen jäsenet ovat jollain tapaa riippuvuussuhteessa manageriin esimerkiksi toimimalla kyseisen managerin toisen rahaston johdossa, kyseenalaistuu niiden kyky valvoa ja turvata rahastossa olevien sijoittajien edut riippumattomasti. Tämä voi heikentää sijoittajan asemaa rahastossa, koska hallituksen intresseissä voi olla tällöin managerin etujen ajaminen (Shadab 2009, 240–297). Yhtiöt mainitsevat lisäksi, että hedgerahaston hallituksen jäsenten tulee olla myös ammattitaitoisia, jotka aidosti tuntevat toimialan. Tällä pyritään varmistamaan se, että hallituksen jäsenet kykenevät valvomaan rahaston toimintaa luotettavasti. Näiden asioiden nähdään liittyvän taloudellisten riskien hallintaan. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.)

Hedgerahaston arvonmäärittäjätaho on keskeinen hallintotapa-asia, mikä liittyy suoraan taloudellisten riskien hallintaan. Kaikkien työeläkevakuutusyhtiöiden mielestä sijoitusta on mahdotonta tehdä hedgerahastoon, mikäli se toimii itsensä arvonmäärittäjänä. Tästä syystä yhtiöt vaativat, että hedgerahastolla on ulkopuolinen administraattori, joka määrittää arvon sille. Tällä pyritään välttämään niin sanotut petostapaukset, jossa hedgerahasto tarkoituksenmukaisesti vääristelisi arvoaan parempien palkkioiden toivossa. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.)

Managerin verosuunnittelu liittyy myös hallintotapaan ja pääosa työeläkevakuutusyhtiöistä kiinnittää siihen huomiota maineriskisyydestä. Managerin aggressiivista verosuunnittelua tai veronkiertoa pidetään pääasiassa vastuuttomana toimintana. Yksi yhtiöistä ei ole tehnyt vielä virallista linjausta tähän asiaan liittyen, mutta sijoitusjohtajan mukaan asiasta keskustellaan tällä hetkellä yhtiössä. Kyseinen yhtiö lähestyy verotusasioita tällä hetkellä siitä näkökulmasta, että heille ei syntyisi haitallisia verovaikutuksia. Muut tutkimuksen yhtiöistä haluavat, että manageri kantaa verovelvoitteensa eli maksaa verot toiminnastaan. Nämä yhtiöt toteavat, että hedgerahaston toiminnan itsetarkoitus ei saa olla aggressiivinen verosuunnittelu tai verojen kiertäminen. Tämä edellyttää sitä, että hedgerahaston manageri on rekisteröity johonkin onshore-rahoituskeskukseen kuten New Yorkiin ja rahasto puolestaan verotehokkaaseen offshore-maahan kuten Caymansaarille. Yhtiön C sijoitusjohtaja toteaa, että verojen maksamisen lisäksi rahastojen tulisi olla rekisteröityjä sellaisiin maihin, jotka osallistuvat tai tulevat osallistumaan verotransparensiin eli verotietojen vaihtoon eri maiden välillä. Tämä tarkoittaa sitä, että hedgerahastot joutuvat avaamaan toimintaansa valvoville viranomaisille, jotta ne eivät voi piilottaa varoja verotajalta.

Kolmas verotukseen liittyvä asia, jonka kaikki haastateltavat tuovat esiin on tuplaverorasituksen välttäminen. Tämä tarkoittaa sitä, että tuotot tai rahasto-osuuden myyntivoitto verotettaisiin kahteen kertaan. Tuplaverorasitusta pidetään yhtiöissä yleisesti vastuuttomana ja se halutaan välttää. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.) Syy tähän liittyy

siihen, että sen nähdään syövä pohjan sijoittamisen idealta, eikä se siten edistä eläkkeiden turvaamista. Sijoittaminen verotehokkaihin maihin rekisteröityihin hedgerahastoihin on siten optimaalista eläkevarojen turvaamisen kannalta, koska rahasto ei ole velvollinen maksamaan veroja tuotoistaan. Työeläkevakuutusyhtiöt maksavat verot näistä Suomessa. Toisaalta eläkeyhtiöt eivät tosiasiaassa maksa veroja Suomessa, koska ne saavat vähentää eläkevastuut verotuksessa. Työeläkevakuutusyhtiöiden mielestä rahastojen rekisteröinti verotehokkaihin maihin on vastuullista, mikäli kyseiset maat ovat mukana verotransparensissa, jotta niitä ei voitaisi hyödyntää varojen piilottelussa. On mielenkiintoista havaita, että mediassa työeläkevakuutusyhtiöiden verotehokkaihin maihin suuntautuneista sijoituksista uutisoidaan negatiiviseen sävyyn (ks. esim. Taloussanomat 15.3.2008).

Työeläkevakuutusyhtiöt huomioivat hedgerahastojen osalta myös muut ESG-näkökohdat eli ympäristö ja sosiaaliset asiat. Ne eivät ole yhtiöiden mukaan sijoituksen tekemisen kannalta yhtä kriittisiä kuin hallintotapa-asiat. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.)

”Tällä hetkellä ympäristövastuu tarkoittaa managerin osalta sitä, et tekekö ne hommia energiatehokkaassa talossa, kierrättääkö ne, mut nää ei oo kovinkaan oleellisia asioita maailman mittakaavassa.” (Työeläkevakuutusyhtiö D)

”Managerin osalta huomioidaan ympäristöasiat ja kysytään et miten ne kontribuoi environmental protectionin ja sustainabilityn kanssa. Kysytään et onks niillä ylipäätään corporate responsibility policya ja onks näitä asioita käsitelty siinä. Sit yhteiskunnallista vastuuta siel oli ne työolot, joista kysytään.” (Työeläkevakuutusyhtiö C)

Hedgerahastojen vastuullisuuspolitiikka on asia, jota työeläkevakuutusyhtiöt toivoisivat niiltä tulevaisuudessa. Lähes kaikkien yhtiöiden sijoitusjohtajien mielestä rahastoilla olisi hyvä olla oma vastuullisuuspolitiikka ja omistajakäytännöt, jos ne ovat pitkäaikaisia sijoittajia. Haastateltavien mukaan valtaosalla hedgerahastoista ei vielä tällä hetkellä ole virallista vastuullisuuspolitiikkaa ja omistajakäytäntöjä (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D).

”Ois tietysti optimaalista jos rahasto hoitais sijoituspolitiikkansa ja sijoituksensa niin, että se olis määriteltyt itse itselleen ESG-politiikan, jossa se pyrkis ottamaan ESG-faktoreita huomioon sijoituksissa, ja jos se oli pitkäaikainen sijoittaja, sil ois myös jonkun näkönen omistajapolitiikka ja se raportois näistä asioista sitten si-

joittajilleen. On sanottu et ne meidän politiikka-asiat on enemmänkin prinssiipejä, joita me promotaan tai jotka on suosituksia lyhyellä aikavälillä ja toki on sanottu, että pidemmällä aikavälillä niille annetaan entistä isompi paino.” (Työeläkevakuutusyhtiö C)

”Mitä ei vielä näy, mut vois olla optimaalista vastuullisuuden näkökulmasta, on se, että rahastolla ois joku vastuullisuuspolitiikka. Mä en koe, että se merkittävästi rajoittais kuitenkaan suurinta osaa sijoituksista, jos nää selkeet tämmöset mustalista henkiset sijoitustapaukset rajattais pois politiikassa.” (Työeläkevakuutusyhtiö D)

Työeläkevakuutusyhtiöt eivät jätä sijoitusta tekemättä, vaikka hedgerahastolla ei olisi omaa vastuullisuuspolitiikkaa ja omistajakäytäntöjä. Ne nähdään yhtiöissä asioina, joita voidaan edistää tai ”promota” pitkällä aikavälillä.

DD-prosessissa työeläkevakuutusyhtiöt analysoivat myös hedgerahastojen sijoitustekniikkoja ja strategioita. Yhtiöiden mukaan niihin liittyvät vastuullisuuskysymykset ovat kuitenkin hyvin suhteellisia. Pääosin yhtiöt eivät näe hedgerahastojen sijoitustekniikoissa ja strategioissa mitään suurempia ongelmia vastuullisuuden kannalta. Haastateltavien mukaan ei ole olemassa selkeitä todisteita siitä, että ne aiheuttaisivat mittavia negatiivisia ulkoisvaikutuksia. Yhtiöt tosin korostavat, että näitä tarkastellaan rahastokohtaisesti, koska hedgerahastoja hyvin paljon erilaisia. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.) Yhtiö C on koostanut kuitenkin listan sellaisista hedgerahastojen sijoitustekniikoista ja strategioista, jotka saattavat sisältää potentiaalisia ongelmia vastuullisuuden kannalta. Sijoitustekniikoista ongelmallisia vastuullisuuden kannalta ovat yhtiön C mukaan ultra nopea kaupankäynti (HFT), kaupankäynti hyödykejohdannaisilla isossa mittakaavassa sekä äänestäminen lainatuilla osakkeilla. Sijoitusstrategioista yhtiö pitää kehittyville markkinoille suuntautuvaa sijoitustoimintaa ongelmallisena. Heidän listansa sisältää samoja asioita kuin hedgerahastojen vastuullisuutta käsittelevä YK:n keskustelupaperi (UN PRI 2012).

”No me ollaan listattu ne tietyt strategiat ja tekniikat, mitkä ei oo meidän mielestä hyviä. Esimerkiks se ultra high frequency trading tai sellaset rahastot, jotka noilla ruokajohdannaisilla veivais ja ne ois kuitenkin massiivisia ja liikuttelis markkinaa niin ei varmaankaan sijoitettais. Strategioista se EM (emerging market) on hankala, se on vaikee. EM on tyypillisesti tämmönen RI topic.” (Työeläkevakuutusyhtiö C)

Yhtiön C sijoitusjohtajan mukaan suuren mittakaavan HFT- ja ruokajohdannaiskauppa on ongelmallinen asia vastuullisuuden kannalta, joka voi estää sijoituksen tekemisen. Suuressa mittakaavassa edellä mainitut asiat voivat mahdollistaa markkinamanipulaation eli tarkoituksenmukaisen markkinahintojen heiluttelun, josta on haittaa markkinoiden muille toimijoille tai ruoan loppukuluttajille. Myös muut yhtiöt ovat samoilla linjoilla siitä, että markkinamanipulaatio ei ole hyväksyttävää missään olosuhteissa (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D).

(...) Maatalouteen liittyvillä johdannaisilla ei saisi olla vaikutusta loppukuluttajan ruoan hinnan muodostumiseen. Se on mielestäni erittäin kyseenalaista. Markkinamanipulaatio on jotain sellaista, mitä ei pidetä missään tapauksessa eettisenä toimintana. Aika harvoin siihen on kuitenkin yksittäisillä managereilla mahdollisuuksia. (Työeläkevakuutusyhtiö D)

Yhtiöt näkevät asian lähinnä teoreettisena mahdollisuutena, että hedgerahasto tekisi suuren mittakaavan HFT-kauppaa tai kävisi kauppaa ruokajohdannaisilla isolla volyyminilla (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D). Yhtiön C sijoitusjohtaja pitää kehittyville markkinoille (Emerging Market, EM) suuntautuvaa sijoitusstrategiaa ongelmallisena vastuullisuuden kannalta, vaikka se ei estä sijoituksen tekemistä kyseistä strategiaa toteuttavaan hedgerahastoon. Yhtiö lähinnä tunnistaa, että siinä saattaa olla joissain tapauksissa vastuullisuusongelmia. Yhtiön A sijoitusjohtaja toteaa myös EM-strategian olevan hieinan ongelmallinen sen takia, koska kehittyvien maiden oikeusjärjestelmät eivät välttämättä toimi ja esimerkiksi lahjukset saattavat olla isossa roolissa. Muut tutkimuksen yhtiöistä eivät näe EM-strategiaa ongelmallisena.

DD-prosessin ja siihen kuuluvien syvällisten haastatteluiden jälkeen on edessä valinta siitä, sijoitetaanko hedgerahastoon vai ei. Työeläkevakuutusyhtiöiden hedgerahastoista vastaavat sijoitustiimit eivät itse tee sijoituspäätöstä, vaan ne tekevät sijoitusesityksen yhtiöiden sisäisille sijoitustoimikunnille. Sijoitustoimikunnat antavat käytännössä valtuutuksen sijoituksen toteuttamiseen, mikäli hedgerahastossa ei ilmene eri vaiheiden jälkeen mitään vakavia ongelmia tai riskejä. Pääasiassa työeläkevakuutusyhtiöillä ei ole selkeitä vastuullisuuteen liittyviä valintakriteereitä hedgerahastoille, vaan jokaista rahastoa tarkastellaan omana tapauksenaan (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D). Yhtiön C sijoitusjohtaja nostaa kuitenkin esiin neljä heille merkityksellistä kriteeriä. Ne edustavat eräänlaisia löyhiä valintakriteereitä, jotka liittyvät hedgerahaston hallintotapaan. Yhtiön C sijoitusjohtaja toteaa, että jos rahasto näyttää huonolta kaikkien neljän kriteerin osalta, sijoitus saattaa jäädä tekemättä, vaikka rahasto olisi muuten loistava. Kriteerien arviointi tehdään yhtiössä rahastokohtaisesti. Hän lisää vielä, että jos haastatteluissa on käynyt ilmi, että rahaston käytännöt olisivat liikkumassa vastuullisempaan suuntaan, sijoitus ei jäisi tekemättä.

”Meillä on politiikassa liputettu neljä asiaa. On sanottu, et ne meidän politiikka-asiat on enemmänkin prinsipejä, joita me promotaan tai jotka on suosituksia lyhyellä aikavälillä. Toki on sanottu myös, että pidemmällä aikavälillä niille annetaan entistä isompi paino. Lyhyellä aikavälillä kaikista merkityksellisimpiä meille on ne, et manageri hoitaa verovelvoitteensa vastuullisesti, meille ei kerry tuplaverotusrasitusta, nää fundit on sellaisissa maissa, jotka osallistuu tähän verotransparensiin tai tulevat osallistumaan siihen ja sitten et hallituksen jäsenet on independenttejä ja kompetentteja. Jos rahasto näyttää jotenki erityisen huonolta kaikkien neljän kriteerin suhteen nii voi olla, että ei muuten tehtäis sijoitusta, vaikka olis muuten iha loistava rahasto. Mut et jos tällä rahastolla on joku asia, jossa se nyt näyttää mejän silmissä ehkä jossain määrin puutteellisilta käytännöiltään, mut meillä keskustelussa on ollu kuiteksi sen näkönen käsitys, että se saattaa olla liikkumassa oikeeseen suuntaan, nii en usko et se estäis meitä tekemästä sijoitusta.” (Työeläkevakuutusyhtiö C)

Yhtiön C sijoitusjohtajan kanssa samoilla linjoilla ovat myös muiden yhtiön sijoitusjohtajat. Yhtiön D sijoitusjohtajaa toteaa, että monien vastuullisuusasioiden pitää olla ristiriidassa heidän vastuullisuusperiaatteiden kanssa, jos sijoitus päätetään jättää tekemättä.

”Ei se (vastuullisuusasioiden) painoarvo kovinkaan suuri ole tällä hetkellä. Enemminkin se on sellanen ”deal killer -näkökulma”, jos monet asiat eivät ole linjassa meidän vastuullisten periaatteiden kanssa, nii sitte ei sijoiteta.” (Työeläkevakuutusyhtiö D)

Työeläkevakuutusyhtiöt ottavat vastuullisuusasiat huomioon, mikäli ne nähdään kriittisiksi riskienhallinnan kannalta. Hedgerahastojen ei tarvitse toimia kaikkien yhtiöiden kirjaamien vastuullisuusperiaatteiden mukaisesti. Yhtiöt pyrkivät vaikuttamaan näihin asioihin sijoituksen aikana. Yksi tällaisista asioista on yhtiöiden mukaan virallinen vastuullisuuspolitiikka, mitä ei vielä tänä päivänä suurella osalla hedgerahastoista ole. Toisaalta on myös mahdollista, että hedgerahaston vastuullisuusasiat ovat todella pahasti ristiriidassa sen kanssa, mitä työeläkevakuutusyhtiöt pitävät vastuullisena toimintana. Äärimmäisissä tapauksissa sijoituksen tekemisestä saatetaan luopua, vaikka hedgerahasto olisi taloudellisilta ominaisuuksiltaan loistava. Tämä tosin edellyttää sitä, että hedgerahaston vastuullisuusasiat eivät tulevaisuudessa liikkumassa työeläkevakuutusyhtiöiden toivomaan vastuullisempaan suuntaan ja yhtiöt kokevat olevansa kyvyttömiä vaikuttamaan rahaston vastuullisuuteen. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.)

4.2.2 Omistajuusvaihe

Sijoituksen toteuttamista seuraa vastuullisen omistajuuden vaihe, jossa työeläkevakuutusyhtiöt seuraavat ja pyrkivät edistämään hedgerahastojen toiminnan vastuullisuutta. Seuranta tapahtuu pääasiassa kuukausittain tai neljännesvuosittain lähetettyjen rahastoreporttien ja tapaamisten kautta. Työeläkevakuutusyhtiöt edellyttävät hedgerahastoilta vähintään sellaista läpinäkyvyyttä, että sijoitusriskejä voidaan arvioida. Portfoliotason tieto on yhtiöiden mukaan vähimmäisvaatimus läpinäkyvyydelle. Yhtiöt kokevat, että hedgerahastojen läpinäkyvyys on pääasiassa hyvä, eivätkä näe siinä ongelmaa. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.) Yhtiön C sijoitusjohtaja haluaa, että rahasto antaisi tietoa myös yksittäisistä sijoituskohteista, jos se on konsentroitunut, eli sen sijoitukset ovat keskittyneet vain muutamaani sijoituskohteisiin.

”Ollaan haluttu hedgerahastoilta normaaliraportointia, joka tuo riittävästi informaatiota eri riskifaktoreista ja merkittävimmistä positioista. Sit jos on kovin konsentroitunut rahasto, niin sit tahdotaan niin ku name by name informaatioita alla olevista sijoituksista. (Työeläkevakuutusyhtiö C)

Yhtiön C sijoitusjohtaja viittaa siihen, että rahaston alla olevia sijoituksia kyettävä arvioimaan, jos niitä on vain muutamia. Tämä voidaan tulkita liittyvän ainakin taloudellisten riskien hallintaan. Isojen omistusten arvon muutokset voivat heiluttaa koko hedgerahaston portfoliota ja siten sijoittajan rahasto-osuuden markkina-arvoa. Yhtiön D sijoitusjohtajan mukaan hedgerahastot eivät normaalisti ota suuria yksittäisiä omistuksia. Hän toteaa vielä, että vastuullisuusanalyysien tekeminen alla olevista sijoituksista on usein mahdotonta tai jopa järjetöntä, koska hedgerahastojen salkut saattavat kiertyä erittäin nopeasti. Tällä hän viittaa siihen, että useat hedgerahastot eivät ole pitkäaikaisia omistajia, vaan käyvät arvopapereilla hyvin aktiivisesti kauppaa, jolloin sijoituskohteet vaihtuvat salkussa nopeasti. Aikaa vievien vastuullisuusanalyysien tekeminen ei ole välttämättä mahdollista, jos hedgerahasto hyödyntää esimerkiksi arvopapereiden lyhytaikaisia hintapoikkeamia. Tämä johtuu siitä, että niihin on reagoitava nopeasti. Yhtiöiden C ja D sijoitusjohtajat toteavat, että jos hedgerahaston salkun kiertonopeus on hidas ja se toimisi pitkäaikaisena omistajana, tulisi sen tehdä vastuullisuusanalyysit sijoituskohteista. Tällä he viittaavat uskomukseensa siitä, että vastuullisuusasioiden huomioimisen hyödyt materialisoituvat pitkällä aikavälillä.

Työeläkevakuutusyhtiö C hyödyntää ESG-kyselyään myös seurannassa. Yhtiön sijoitusjohtaja toteaa seurannan kohdistuvan etenkin niihin asioihin, joissa on ollut jotain kyseenalaista sijoitusta tehtäessä. Hän toivoo myös sitä, että manageri ryhtyisi raportoimaan

heille ESG-asioista. ESG-raportoinnin edistäminen on myös yksi UN PRI:n vastuullisen sijoittamisen periaatteista.

”Se seurantahan on sijoituksen tekemisen jälkeen sitten jatkuvaa. Se on osa sitä dialogia varsinkin niiden asioiden osalta, jossa on ehkä ollu jotakin meidän mielestä kyseenalaista, kyseenalaisia käytäntöjä tai jotakin muita puutteellisia käytäntöjä. Oon ajatellu se follow up -kysely olis joka toinen vuosi tai jopa vuosittain, mistä me saadaan tietoa. Plus me toivotaan, et me saadaan sovittua ESG-raportointi managereitten kanssa. Et se on myös yks formaali tietolähde, mistä me voidaan seurata asioita.” (Työeläkevakuutusyhtiö C)

Yhtiö C osallistuu ESG-kyselyn kautta dialogiin hedgerahaston kanssa. Kommunikointi vastuullisuuskysymyksistä on jatkuvaa, koska kyselyjä lähetetään vuosittain tai joka toinen vuosi. Kyselyiden vastauksista ja vastuullisuusasioiden edistymisestä yhtiön edustajat keskustelevat tavatessaan manageria. Yhtiön C sijoitusjohtaja ajattelee ESG-kyselyt ja tapaamiset voivat myös edistää hedgerahaston vastuullisuutta. Hänen mukaansa jatkuva vastuullisuusasioiden esille tuominen hedgerahaston kanssa käytävässä vuoropuhelussa voi edistää vastuullisuutta, koska manageri joutuu jatkuvasti pohtimaan vastuullisuusasioita. Myös muut työeläkevakuutusyhtiöt jakavat tämä näkemyksen. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B & D).

”Meillä on politiikka, joka on lähetetty hedgerahastoille, ja ne on joutunut siihen tutustumaan, kun ne vastaa meille questionnairella. Ne tietää mitä me ajatellaan, dialogi sen jälkeen, vuosittainen raportointi pyyntö ja follow-up questionnaire. Kyl siinä pitäis tulla semmonen prosessi ja jatkumo, et ne joutuu jatkuvasti jonkun verran meidän kans tekemisiin ja meidän odotusten kanssa. Kommunikaatioita tulee olemaan kohtuullisen paljon.” (Työeläkevakuutusyhtiö C)

Työeläkevakuutusyhtiöt ajattelevat, että hedgerahaston manageri alkaa pitämään yhtiöiden esille tuomia vastuullisuusasioita tärkeinä ja lopulta hyväksyy ne. Hyväksyminen tarkoittaa kollektiivisen merkityksen rakentamisen onnistumista, eli esimerkiksi hedgerahasto hyväksyy työeläkevakuutusyhtiöiden ehdotuksen ESG-tekijöiden integroimisesta sijoituspäätöksentekoon. (Weick 1979, 89.)

Työeläkevakuutusyhtiöiden vastuulliseen sijoittamiseen tulkintaan kuuluu hedgerahastojen vastuullisuuden edistäminen. Tällaiseksi edistettäväksi asiaksi lähes jokainen haastateltava mainitsee hedgerahaston virallisen vastuullisuuspolitiikan, joka koskisi sen yh-

teiskuntavastuuta ja vastuullista sijoittamista. Se on yhtiöiden mukaan asia, mitä valtaosalla hedgerahastoista ei vielä tänä päivänä ole. Osa yhtiöistä tosin mainitsee tutkineensa vastuullisesti sijoittavia hedgerahastoja, joilla on viralliset vastuullisuuspolitiikat. Ne eivät kuitenkaan ole olleet yhtiöiden mielestä tuottonäkymiltään houkuttelevia sijoituskohteita. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.)

Hedgerahastojen vastuullisuuden edistämiseksi työeläkevakuutusyhtiöt ilmoittavat hyödyntävänsä vaikuttamista. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.) Se edustaa Zarbafin (2011, 43) mukaan epävirallista lähestymistapaa vaikuttaa yrityksen käyttäytymiseen dialogin kautta. Vaikuttaminen liittyy luomisprosessiin, jossa pyritään rakentamaan kollektiivinen merkitys asialle. Se tähtää merkityksestä vallitsevien tulkintojen jatkuvaan hioamiseen, tasapainottamalla omien näkemysten puolustamista ja tiedustelua. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että työeläkevakuutusyhtiö ja hedgerahaston manageri keskustelevat vastuullisuusasioista tuomalla esiin omia näkökantoja ja kuuntelemalla toistensa näkemyksiä. (Zarbafi 2011, 187–188.)

Vaikuttamista voidaan tarkastella Weickin ja Quinnin (1999, 379) esittelemän interventioprosessin avulla. Siinä on käytännössä kyse prosessista, missä työeläkevakuutusyhtiö pyrkii muuttamaan hedgerahaston käyttäytymistä eli tässä tapauksessa vastuullisuuden merkityksen tulkintaa, jotta se laatisi virallisen vastuullisuuspolitiikan. Weick & Quinn (1999, 362–381) toteavat, että jos organisaatio yrittää muuttaa toista organisaatiota, sen täytyy uudelleen suunnata olemassa olevia prosesseja, jotka muokkaavat organisatorisia realiteetteja. Uudelleen suunnatakseen näitä prosesseja, muutosagenttien eli työeläkevakuutusyhtiöiden tulee ensin luokitella se osa, jota halutaan muuttaa. Tästä on kyse interventioprosessin ensimmäisessä vaiheessa eli jäädyttämisessä. Siinä on tarkoituksena paljastaa hedgerahastojen uskomukset ja tulkinnat vastuullisuusasioille. Tämä auttaa teorian mukaan työeläkevakuutusyhtiöitä havaitsemaan ne kohdat, joita tarvitsee mahdollisesti muuttaa. (Zarbafi 2011, 201–204.) Jäädyttäminen näkyy käytännössä siten, että työeläkevakuutusyhtiöt tuovat esiin vastuullisuusepäkohtia ja tarkastelevat hedgerahastojen perusteluita niiden tulkinnasta. Jäädyttämisen lopputuloksena yhtiöt ovat havainneet muun muassa sen, että hedgerahastoilla ei ole virallista vastuullisuuspolitiikkaa sijoituksilleen. Jäädyttäminen voidaan kohdistaa ajallisesti jo hedgerahastojen valintavaiheeseen, missä työeläkevakuutusyhtiöt pyrkivät selvittämään rahastojen tavan tulkita vastuullisuutta. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.)

Interventioprosessin toisessa vaiheessa eli uudelleen tasapainottamisessa pyritään kyseenalaistamaan hedgerahaston tapa rakentaa merkitys yhteiskuntavastuulle ja vastuulliselle sijoittamiselle. Siihen kuuluu muutettavan asian uudelleen kehystäminen mahdollisuuksien muotoon. (Weick & Quinn 1999, 380.) Zarbafi (2011, 205) väittää tutkimuksessaan, että sijoittajat voivat edistää yrityksen yhteiskuntavastuuta tarjoamalla sen johdolle vaihtoehtoisia selityksiä siitä, kuinka rakentaa merkitys vastuullisuudelle. Tämä koetaan työeläkevakuutusyhtiöissä kuitenkin haasteelliseksi monesta syystä. Ensimmäinen liittyy

hedgerahastossa oleviin muihin sijoittajiin. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.) Hedgerahaston managerit eivät voi ottaa ainoastaan yksittäisten suomalaisten työeläkevakuutusyhtiöiden kaikkia vastuullisuuteen liittyviä intressejä huomioon, vaan ne joutuvat myös huomioimaan muiden sijoittajien intressit parhaalla mahdollisella tavalla. Rahastossa voi olla mahdollisesti sellaisia sijoittajia, jotka eivät ole vastuullisia ja joiden intresseissä on ainoastaan tuottojen maksimointi.

”No tietysti, me ollaan comingled investor. Hedgerahastoilla on varainhoidollisia velvollisuuksia ja niillä on paljon muita asiakkaita, jolloin ne ei pysty pelkästään meidän intressejä ottamaan huomioon. Ne joutuu ottamaan kaikkien intressit parhaalla mahdollisella tavalla huomioon varainhoidollisten velvoitteidensa puitteissa.” (Työeläkevakuutusyhtiöt C)

Toinen haaste liittyy sijoitussitoumuksien kokoon. Tämä kuitenkin jakaa haastateltavia sen suhteen, vaikuttaako sijoitussitoumuksen koko vastuullisuusasioiden edistämiseen. Yhtiön A sijoitusjohtajan mukaan heidän sijoitussitoumuksien koot ovat niin pieniä, että managerit eivät välttämättä kuuntele heitä vastuullisuusasioissa. Myös yhtiön D sijoitusjohtaja olettaa samaa, vaikka se on hänen mukaansa vaikea todentaa. Yhtiö B ei ole puolestaan havainnut, että sijoitussitoumuksen koolla olisi vaikutusta vastuullisuusasioiden edistämiseen. Yhtiön C sijoitusjohtaja toteaa myös, että he eivät ole tätä asiaa todentaneet vastuullisuusasioissa. Yleisellä tasolla hän näkee, että sijoitussitoumuksen koolla on vaikutusta siihen, kuunteleeko manageri sijoittajaa vai ei.

”Meidän tikettikoot on pysyny loppujen lopuks aika samana tässä monta vuotta, joten sitä on objektiivisesti hyvin vaikea arvioida, mut tää on meidän oletus, et näin varmasti on.” (Työeläkevakuutusyhtiö D)

”Varmasti sillä on vaikutusta, et jos sul on ikään kuin jotain vaateita tai toiveita niin helpommin sua kuunnellaan. Mut et meillä ei oo kokemusta siitä, et jos me ruvettais jotain vastuullisuustekijää erityisesti stressaamaan siinä vaiheessa. Meille on tärkeätä, et nää tietyt asiat ois hyvä olla kondiksessa, joku niistä voi olla vastuullisen sijoittamisen asia tai joku muu asia.” (Työeläkevakuutusyhtiö C)

Työeläkevakuutusyhtiöt pitävät vaikuttamista hedgerahastojen sijoitustapaan ja alla oleviin sijoituksiin erityisen haastavana. Yhtiöiden mukaan muutoksen niissä pitäisi lähteä hedgerahastojen taholta. Haastateltavien mukaan vaihtoehtoisten selitysten tarjoaminen hedgerahastoille siitä, miten pyörittää sijoitustoimintaa vastuullisesti on vaikeaa.

Työeläkevakuutusyhtiöt ymmärtävät, että pitkäaikaista sijoittamista ja omistamista koskevat vastuullisuuskriteerit kuten UN PRI:n periaatteet, eivät välttämättä sovi hedgerahastoille, joiden salkut kiertävät nopeasti tai joiden sijoitukset tehdään johdannaisten kautta. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.)

”Se vastuullisuusnäkökulma ei ehkä luontevasti tuu sitä kautta, et strategiat saattaa olla aika nopeita, nopeesti toteutettavia, voi olla et sijoitukset tehdään johdannaisten kautta, jolloin se vastuullisuus on hyvin kaukasta siitä toiminnasta.” (Työeläkevakuutusyhtiö D)

Yhtiön C sijoitusjohtajan mukaan hedgerahastot näkevät vastuullisuuskriteerien usein haittaavan toimintaa ja vähentävän palkkiotuottoja. Tästä syystä ne suhtautuvat vastuulliseen sijoittamiseen melko negatiivisesti. Muidenkin yhtiöiden vastauksista käy ilmi, että osalla hedgerahastoista on melko kielteinen kanta vastuullisen sijoittamisen kriteerejä ja normistoja kohtaan. Hedgerahastojen kielteinen suhtautuminen vastuullisuusasioihin nähdään työeläkevakuutusyhtiöissä agenttiongelmanä. Tällä he viittaavat siihen, että hedgerahasto eli agentti ei toimi työeläkevakuutusyhtiön eli päämiehen etujen mukaisesti. Työeläkevakuutusyhtiöt halusivat, että hedgerahastot huomioisivat vastuullisuuskriteerit toiminnassaan. Ongelma liittyy siihen, hedgerahastot saattavat ajaa enemmän omia etujaan kuin työeläkevakuutusyhtiön etuja tavoitellessaan palkkiotuottoja. (Työeläkevakuutusyhtiö A & D).

”Yleisesti vois sanoa, et jos sä esittelet jonkun näkösen kriteeristön tai normiston tai tämmöset vastuullisen sijoittamisen periaatteet jollekin hedge fundille, niin se usein sanoo, et ”huit hait”, me tehdään tätä, jos teitä ei kiinnosta, nii ei tarvii sijoittaa. Sit on varmastikin niin, että hedgerahastot noin ylipäänsä haluaa aika vapaat kädet, et ne ei halua rajata itseltään pois niitä joustomahiksia suorittaa sijoituspolitiikkaansa. Ne näkee suoraan, et vastuullisuuskriteeristöt ja normistot voi heikentää niitten tuottoja ja sitä kautta niitten palkkioita. Näiden takii manageri ei sit halua ruveta hirveesti huomioimaan ESG faktoreita osana niitten sijoitusanalyysiä ja alla olevia sijoituksia.” (Työeläkevakuutusyhtiö C)

Zarafi (2011, 114–115) on tehnyt vastaavanlaisen huomion tutkimuksessaan. Hän on havainnut, että jos yritys uskoo ESG-asioiden olevan organisaation suoritusta haittaava tekijä, saattaa se suhtautua siihen kielteisesti ja puolustaa omaa identiteettiään. Yhtiön D sijoitusjohtaja puolestaan pohtii kielteisen kannan johtuvan siitä, että hedgerahastojen toiminta on lähtökohtaisesti ahnetta tuottojen maksimointia. Tällä hän viittaa vallitsevaan agenttiongelman hedgerahaston ja työeläkevakuutusyhtiön välillä.

”Sehän on puhtaasti hyvin ahnetta toimintaa, et se näkökulma on siinä sijoitustuotossa kuitenkin pääasiallisesti, joka saattaa potentiaalisesti olla erittäin suuressa ristiriidassa vastuullisuuden kanssa.” (Työeläkevakuutusyhtiö D)

Työeläkevakuutusyhtiön D sijoitusjohtaja korostaa, että vastuullisuuden toteutumisen varmentaminen monipolvisessa ketjussa on vaikeaa. Tällä hän viittaa siihen, että hedgerahastot ovat välillisiä sijoituksia eli niiden managerit tekevät sijoituspäätökset. Tämä tukee myös aikaisempaa kirjallisuutta. Hän mainitsee esimerkkinä agenttiongelmasta tämän tutkielman johdannossa esitellyn Och Ziff nimisen hedgerahaston tapauksen.

”Esimerkiksi tää Och Ziffin tapaus on kyllä kertakaikkisen kamala loppulema. Se korostaa kans paljon sitä, et tää agenttiongelmia on kuitenkin iso. Hyvin vaikee loppujen lopuks on varmentaa monipolvisessa ketjussa, et se vastuullisuus toteutuu.” (Työeläkevakuutusyhtiö D)

Haastateltavat korostavat, että hedgerahastosijoittaminen on liiketoimintaa, jossa sijoittajan ja managerin välinen luottamus on tärkeää. Sijoittajan pitää voida luottaa manageriin, että se toimii vastuullisesti ja sijoittajan etujen mukaisesti. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.)

Aikaisemmassa kirjallisuudessa tunnistetaan kolme ratkaisua vastuullisuuden edistämisen haasteisiin. Weick ja Quinn (1999) peräänkuuluttavat vahvempaa keskittymistä organisoinnin pieniin mikroprosesseihin organisatorisen muutoksen lähteenä. Tämä voidaan tulkita Zarbafin (2011, 216) näkemystä mukailleen siten, että työeläkevakuutusyhtiöiden tulisi edistää hedgerahastojen vastuullisuutta pienin muutoksin, eikä edellyttää niitä ottamaan kerralla huomioon kokonaisia vastuullisen sijoittamisen kriteeristöjä ja normistoja. Dutton ja Ashford (1993) esittävät toisen mahdollisen ratkaisun. He väittävät tutkimuksessaan, että asiaa tukevat faktat ja empiiriset todisteet ovat tärkeitä asian myymisen onnistumisessa. Tämä voidaan tulkita siten, että työeläkevakuutusyhtiöiden tulisi tarjota hedgerahastolle empiirisiä todisteita vastuullisen sijoittamisen hyödyistä. Haastateltavat eivät tuoneet esille näitä keinoja hedgerahastojen vastuullisuuden edistämiseksi.

Kolmas mahdollinen ratkaisu vastuullisuuden edistämiseksi on Zarbafin (2011, 211) mukaan liittoutuman muodostaminen. Sen on todettu olevan positiivisesti yhteydessä asian myyjän menestykseen. Hänen mukaansa mitä enemmän institutionaaliset sijoittajat tekevät yhteistyötä muiden kanssa asian myymisen eteen, sitä vakuuttavampaa se on ja sitä paremmin se saa yrityksen johdon huomion. Yhtiön D sijoitusjohtajan näkee asian samalla tavalla.

”Suomihan on tällä hetkellä varmaan managerien top kaksi kohde Euroopassa, eli sillä on tavallaan aika paljon merkitystä sitte siihen lopputulokseen, mihin me ryhmänä täällä Suomessa päädytään ton vastuullisen sijoittamisen suhteen. Me ollaan jo niin iso pooli ammattitaitosta sijoituspääomaa, et sillä on kokonaisuuteen erittäin paljon vaikutusta.” (Työeläkevakuutusyhtiö D)

Työeläkevakuutusyhtiön D sijoitusjohtajan vastaus viittaa siihen, että jos suomalaiset eläkesijoittajat ovat mukana esimerkiksi samoissa vastuullisuusaloitteissa ja tulkitsevat vastuullista sijoittamista samalla tavalla, pystyvät ne vaikuttamaan ryhmänä vastuullisuusasioihin paremmin. Jos hedgerahastot haluavat rahaa suomalaisilta työeläkevakuutusyhtiöiltä, niiden on toimittava tiettyjen vastuullisuusperiaatteiden mukaisesti. Kaikki yhtiöt ovat mukana lisäksi PRI:ssa ja suomalaisessa vastuullista sijoittamista edistävässä organisaatiossa Finsifissä (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D). Niiden on aikaisemmassa kirjallisuudessa todettu tarjoavan sijoittajille hyvän kohtaamispaikan, missä ne voivat keskustella esimerkiksi mahdollisista vaikuttamisstrategioista muiden sijoittajien kanssa, rikastaa myytävää asiaansa muilla näkökulmilla ja siten vaikuttaa yrityksen johdon tapaan nähdä osakkeenomistajat (Zarbafi 2011, 211).

Haastatteluissa ei ilmennyt ovatko työeläkevakuutusyhtiöt onnistuneet vaikuttamaan hedgerahastojen yhteiskuntavastuuseen ja vastuulliseen sijoittamiseen. Tästä johtuen ei ole täysin selvää, että ovatko yhtiöt päässeet interventioprosessin viimeiseen vaiheeseen eli sulattamiseen. Haastateltavien vastaukset viittaavat siihen, että muutoksen edistäminen on vielä kesken. Yhtiön C sijoitusjohtajan mukaan vastuullinen sijoittaminen on uusi asia hedgerahastoille, joten muutokset siinä kohti vastuullisempaa suuntaa tulevat ottamaan aikaa. Myös muut yhtiöt jakavat tämän näkemyksen. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.) Yhtiön D sijoitusjohtajan toteaa muutoksen olevan vielä keskusteluvaiheessa. Hän korostaa lisäksi hedgerahaston managerin vastuuta muutoksessa.

”Kyl mä näkisin, et vastuullisuus käytännössä pitäis edetä sitä kautta, että manageri tekee semmosen vastuullisuuspolitiikan omille sijoituksilleen, johon meidän täytyy sitten voida luottaa. Nyt just tällä hetkellä ollaan siinä vaiheessa, että keskustellaan spesifeistä asioista liittyen hedgerahastojen vastuullisuuteen. Ollaan näissä vastuullisuusasioissa sellasella nousevalla käyrällä, et se näkökulma on nouseva. Ja varmasti vielä lähivuosina päästään tiukempaan vastuullisuuden toteuttamiseen. Se riippuu tietysti yleisesti ympäristöstä, et miten maailmassa asiat menee.” (Työeläkevakuutusyhtiö D)

Zarbafi (2011, 216) toteaa tutkimuksessaan, että interventioprosessin kolme vaihetta ovat rekursiivisia. Tällä hän tarkoittaa sitä, että mitä tahansa sulatetaankin, on se tarvittaessa altis tulemaan jatkossa jäädytetyksi, uudelleen tasapainotetuksi ja sulatetuksi. Sijoittajien tulee hänen mukaansa siten ymmärtää, että muutoksen edistäminen on jatkuva prosessi ilman varsinaista alkua ja loppua. Yhtiön D sijoitusjohtajan näkemys vastuullisen sijoittamisen kehitysprosessin jatkuvuudesta tukee Zarbafin ajatusta interventioprosessin vaiheiden rekursiivisuudesta.

”Kyl mä uskon et se vastuullisen sijoittamisen kehitysprosessi ei ikinä pääty, koska se väittely siitä, mitkä on tarkkaan ottaen oikeita vastuksia, nii ei varmaan lopu.” (Työeläkevakuutusyhtiö D)

Vastuullinen omistajuus tarkoittaa työeläkevakuutusyhtiöille hedgerahastojen seuranta ja vastuullisuuden edistämistä. Seuranta tapahtuu pääasiassa kuukausittaisten rahastoraporttien ja tapaamisten kautta. Ainoastaan yhtiö C hyödyntää seurannassa vuosittain lähetettävää ESG-kyselyä, jonka avulla yhtiö seuraa hedgerahaston vastuullisuusasioiden kehittymistä. Yhtiö C pyrkii myös sopimaan hedgerahaston kanssa erillisestä ESG-raportoinnista, jota he pystyvät hyödyntämään myös seurannassa. Kaikki tutkimuksen työeläkevakuutusyhtiöt pyrkivät aktiivisesti edistämään hedgerahastojen vastuullisuutta vaikuttamisen avulla. Keskeiseksi edistettäväksi asiaksi yhtiöt näkevät hedgerahaston vastuullisuuspolitiikan, jota ei ole vielä suurella osalla hedgerahastoista tänä päivänä. Vaikuttamisen tarkoittaa yhtiöiden mukaan aktiivista dialogia hedgerahastojen managerien kanssa, jossa yhtiöt tuovat esille vastuullisuusasioita. Yhtiöt uskovat, että aktiivisella vastuullisuusasioiden esille tuomisella voidaan vaikuttaa hedgerahastojen käyttäytymiseen. Yhtiö C hyödyntää ESG-kyselyään myös hedgerahastojen vastuullisuuden edistämisessä. Muut yhtiöt puolestaan tuovat vastuullisuusasioita esille lähinnä tavatessaan hedgerahastojen managereita. Työeläkevakuutusyhtiöt pitävät vaikuttamista hedgerahastojen sijoitustapaan ja alla oleviin sijoituksiin haastavana. Yhtiöiden mukaan hedgerahastot usein ajattelevat vastuullisuuskriteeristöjen ja normistojen heikentävän niiden tuottoja ja sitä kautta palkkiota. Tämän lisäksi hedgerahastot eivät halua rajoitteita sijoitustoimintaansa. Työeläkevakuutusyhtiöt näkevät näiden syiden vaikuttavan siihen, että hedgerahastot suhtautuvat vastuulliseen sijoittamiseen usein melko negatiivisesti. Hedgerahaston haluttomuus ottaa huomioon vastuullisuusperiaatteita sijoitustoiminnassa nähdään työeläkevakuutusyhtiöissä agenttiongelman, koska rahasto ei toimi tällöin yhtiön etujen mukaisesti.

Yhtiöiden sijoitusjohtajat ymmärtävät kuitenkin hedgerahastoja siinä, että pitkän tähtäimen sijoittamista ja omistamista koskevat vastuullisuusperiaatteet eivät välttämättä sovi sellaisille hedgerahastoille, joiden salkut kiertävät nopeasti. Yhtiöt ymmärtävät lisäksi sen, että hedgerahasto ei voi ottaa yksittäisen työeläkevakuutusyhtiön kaikkia intressejä huomioon, koska rahastossa on paljon muita sijoittajia, joiden intressit rahasto

joutuu myös huomioimaan parhaalla mahdollisella tavalla. Yhteisen kannan muodostaminen muiden eläkeyhtiöiden kanssa vastuullisesta sijoittamisesta nähdään yhtenä ratkaisuna hedgerahastojen vastuullisuuden edistämiseksi. Tämä perustuu siihen, että eläkeyhtiöt voivat ryhmänä vaikuttaa paremmin asioihin. Aikaisempi kirjallisuus tunnistaa tämän ratkaisun yhdeksi keinoksi vastuullisuuden edistämisen haasteisiin. Haastateltavien mukaan vastuullinen sijoittaminen on vielä uusi asia hedgerahastoille, joten muutokset siinä vastuullisempaan suuntaan tulevat ottamaan aikaa. Hedgerahastojen managereilla nähdään olevan keskeinen rooli siinä, että rahastojen sijoitustoiminta saataisiin muuttumaan vastuullisempaan suuntaan. Haastateltavien mukaan hedgerahastosijoittaminen on liiketoimintaa, jossa managerin ja sijoittajan välinen luottamus on tärkeää. Sijoittajan on kyettävä luottamaan siihen, että manageri toimii vastuullisesti ja sijoittajien etujen mukaisesti.

4.2.3 *Divestointi*

Hedgerahastosijoitukset ovat työeläkevakuutusyhtiöille pitkäaikaisia sijoituksia. Hedgerahastot ovat tyypillisesti rahastoja, joiden toimikausi on rajoittamaton. Tämä tarkoittaa sitä, että hedgerahastoilla ei ole ennalta määrättyä elinikää. Pääomasijoitusrahastoilla toimikausi on puolestaan rajoitettu tyypillisesti 10–12 vuoteen, jonka jälkeen rahasto puretaan. Omistajuuden aikana työeläkevakuutusyhtiöt saattavat joutua divestomaan eli lunastamaan rahasto-osuutensa hedgerahastosta. Syitä divestoinnin tekemiseen voi olla useita. Esimerkiksi hedgerahaston nettotuotot eivät välttämättä tyydytä työeläkevakuutusyhtiön sijoitusjohtoa, jolloin lunastus saattaa tulla aiheelliseksi. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.) Divestointi nähdään kirjallisuudessa sekä tutkimuksen työeläkevakuutusyhtiöissä vastuullisen omistajuuden keinona (Zarbafi 2011, 44). Kaikki haastateltavat toteavat, että divestointiin saatetaan päätyä, mikäli hedgerahaston toiminta rikkoo vakavasti ja eksplisiittisesti työeläkevakuutusyhtiön vastuullisuusperiaatteita. Tämä johtuu siitä, että yhtiöille voi koitua siitä taloudellisia riskejä sekä maineriskejä. Toisaalta harkinta divestoinnin tekemisestä on yhtiöissä aina tapauskohtainen ja usein viimeinen keino. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.) Yhtiön D sijoitusjohtaja toteaa, että lunastus on aiheellinen silloin, jos katsotaan, että hedgerahaston toiminta saattaa rikkoa yhtiön vastuullisuusperiaatteita myös tulevaisuudessa.

”Meillä on iha politiikassa kerrottu, et se on case by case consideration. Se on se meidän ohjeistus.” (Työeläkevakuutusyhtiö C)

”Se on periaatteessa case by case, mut kyl se noudattaa sitten yksinkertaisia perusperiaatteita; vaaditaan lisää tietoa, tutustutaan

siihen caseen ja selvitetään, että onko mahdollista, että tämä asia toistuu uudestaan. Sitten siitä tehdään johtopäätös, että jos tää on mahdollista, että se asia toistuu ja managerin prosessi ei oo muuttunut, niin sitten se lunastus on aiheellinen.” (Työeläkevakuutusyhtiö D)

Divestointia pidetään kirjallisuudessa toimimattomana keinona vaikuttaa yrityksen vastuullisuuteen. Ensinnäkin divestointi katkaisee mahdollisuuden tulevilta merkityksenrakentamisprosesseilta ja toiseksi se perustuu uhkaukseen sekä rangaistukseen, jolloin yrityksen johto pyrkii enneminkin puolustamaan toimintaansa kuin uudelleenajattelemaan sitä. Se ei siten välttämättä rohkaise yritystä toimimaan tavalla, joka perustuu sijoittajien antamiin ohjeisiin. (Zarbafi 2011, 179–182.) Työeläkevakuutusyhtiöt pyrkivät ensisijaisesti vaikuttamaan dialogin kautta hedgerahaston toimintaan, jotta vastaavanlaisia vastuullisuusperiaatteiden rikkomuksia ei pääsisi tapahtumaan uudestaan. Jos vaikuttaminen ei onnistu ja hedgerahasto jatkaa vastuutonta toimintaa, lunastuksen tekeminen katsotaan yhtiöissä aiheelliseksi. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.)

Hedgerahastot tyypillisesti rajoittavat sijoittajien lunastuksia rahastosta johtuen muun muassa siitä, että niillä saattaa olla vaikeuksia muuttaa sijoituspositioitaan käteiseksi. Yleensä hedgerahastot määräävät yhdestä kolmeen vuotta kestävänsä lock-up -periodin sijoituskatkokohdeksi, jonka aikana sijoittaja ei pysty lunastamaan sijoitustaan pois rahastosta. Lock-up -periodit voivat olla myös sellaisia, että lunastus voidaan tehdä sen aikana, mutta sijoittaja joutuu maksamaan lunastettavasta summasta rangaistusmaksun, joka voi olla jopa 10 % siitä. (McCrary 2004, 15–16; Mirabile 2013, 262.) Tämä voi olla yksi syy siihen, miksi työeläkevakuutusyhtiöt eivät välttämättä päädy heti divestomaan rahasto-osuuttaan hedgerahastosta, vaikka se rikkoisi yhtiön vastuullisuusperiaatteita. Rahasto-osuuden divestointi voi aiheuttaa työeläkevakuutusyhtiöille ison tappion, jos yhtiö joutuu maksamaan rangaistusmaksun. Toisaalta divestointi voi olla myös mahdoton toteuttaa johtuen lock-up -periodista. Yhtiön C sijoitusjohtajan mukaan täyslunastuksen tekeminen voi kestää jopa puolitoista vuotta, koska hedgerahastot rajoittavat tyypillisesti myös kerralla tehtävän lunastuksen määrää. Tämä voi mahdollisesti näyttää ulospäin siltä, että työeläkevakuutusyhtiö jatkaa sijoittamistaan hedgerahastoon, joka toimii vastuuttomasti, vaikka tosiasiaassa yhtiö olisi tehnyt täyslunastuksen.

Kaikki haastateltavat peräänkuuluttavat huolellista DD-prosessia ja rahastovalintaa, jotta tällaisia tilanteita ei pääsisi syntymään, missä joudutaan tekemään täyslunastus vastuuttoman toiminnan takia. He eivät mainitse kuitenkaan sitä, ovatko heidän edustamansa yhtiöt joutuneet tekemään lunastuksia hedgerahaston vastuuttoman toiminnan takia. (Työeläkevakuutusyhtiö A, B, C & D.) Yhtiön C sijoitusjohtajan vastaus viittaa siihen, että heillä ei ole ollut ongelmia näiden asioiden kanssa.

”Maineriski on hyvin tommonen selkee. Siis kyllähän me voidaan menettää huomattavasti rahaa huonon governancin takia, jos on tehty joku petos tai jotakin muuta. Et tämmösiä ihan sijoitusriskejä tai tappioriskejä tule sieltä ja sit maineriskejä mun mielestä. Miten näiltä pyritään sitten suojautumaan, no periaatteessa kaikilta niiltä pyritään suojautumaan tekeväällä huolellinen DD ja mahdollisimman huolellinen rahastovalinta. Toistaseksi on mennyt kohtuullisen hyvin täällä meidän päässä se, et meille ei ihan hirveesti oo tullu ongelmia tässä.” (Työeläkevakuutusyhtiö C)

Divestointi on yksi työeläkevakuutusyhtiöiden vastuullisen omistajuuden keinoista. Kaikki yhtiöt ovat valmiita lunastamaan rahasto-osuutensa, mikäli hedgerahaston toiminta rikkoo yhtiön vastuullisuusperiaatteita vakavasti ja eksplisiittisesti. Tällaisesta tapauksesta saattaa koitua työeläkevakuutusyhtiöille talousriskejä ja maineriskejä. Lunastuksen tekeminen on yhtiöiden mukaan kuitenkin viimeinen keino ja päätös siitä tehdään aina tapauskohtaisesti. Päätös lunastuksen tekemisestä noudattaa samaa kaavaa kaikissa tutkimuksen yhtiöissä. Yhtiöt perehtyvät rikkomustapauksiin aina huolellisesti. Mikäli ilmenee, että tapaus voi mahdollisesti toistua uudestaan tulevaisuudessa, lunastuksen katsotaan yhtiöissä olevan aiheellinen. Ensisijaisesti yhtiöt pyrkivät kuitenkin vaikuttamaan hedgerahaston prosesseihin, jotta vastaavanlaisia tapauksia ei pääsisi syntymään uudestaan. Kaikki haastateltavat peräänkuuluttavat huolellista DD-prosessia ja rahastovalintaa, jotta tällaisia tapauksia ei pääsisi syntymään.

5 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tämän tutkielman tavoitteena oli kuvata ja tutkia suomalaisten työeläkevakuutusyhtiöiden vastuulliselle sijoittamiselle rakentamaa merkitystä sekä sen tulkintaa hedgerahastosijoittamisessa. Tavoitteena oli myös tutkia sitä, miten työeläkevakuutusyhtiöt edistävät hedgerahastojen vastuullisuutta. Tutkielmassa oletettiin hedgerahastojen vastuullisuuden edistämisen olevan haasteellista, joten tavoitteena oli myös tutkia näitä haasteita ja niihin liittyviä ratkaisukeinoja. Tutkielma toteutettiin toiminta-analyyttisena tutkimuksena.

Tutkielman teoriaosuudessa esiteltiin yhteiskuntavastuuta ja vastuullista sijoittamista koskevaa akateemista kirjallisuutta, sekä perehdyttiin merkityksen rakentamiseen kolmen prosessin avulla, joita ovat tulkinta, kaksoisvuorovaikutus ja jatkuva muutos. Nämä prosessit kytkettiin aikaisempaan yhteiskuntavastuusta ja vastuullista sijoittamista käsittelevään kirjallisuuteen. Tämän perusteella pyrittiin muodostamaan kattava käsitys siitä, miten organisaatiot rakentavat merkityksen vastuullisuudelle ja miten ne voivat vaikuttaa toistensa tapaan tulkita vastuullisuutta. Tämän lisäksi teoreettisessa osuudessa esiteltiin tutkielman kaksi pääosapuolta eli työeläkevakuutusyhtiöt ja hedgerahastot. Työeläkevakuutusyhtiöiden osalta pyrittiin kuvaamaan niiden sijoitustoiminnan päämääriä ja lakisääteisiä vastuita. Hedgerahastoja pyrittiin kuvaamaan kattavasti esittelemällä niiden ominaispiirteitä, riskejä sekä sijoitustekniikkoihin ja strategioihin liittyviä vastuullisuusnäkökohtia. Tutkielman empiirisessä osuudessa haastateltiin neljän eri suomalaisen työeläkevakuutusyhtiön hedgerahastosijoituksista vastaavaa sijoitusjohtajaa sekä yhtä vastuullisen sijoittamisen asiantuntijaa, joka työskenteli yhdessä näistä yhtiöistä. Haastatte luissa työeläkevakuutusyhtiöiden edustajat toivat esille yhtiöidensä näkökantoja koskien vastuullista sijoittamista sekä sen tulkintaa hedgerahastosijoittamisessa.

Kirjallisuudessa vastuulla tarkoitetaan velvollisuutta pitää huolta jostakin asiasta, teosta, henkilöstä tai toiminnasta. Vastuu voidaan nähdä myös jonkin toimijan määrätynlaisena vastuuna jollekin toiselle toimijalle tai taholle tietyn asian suhteen. Yhteiskuntavastuun osalta kirjallisuudessa todetaan, että siinä on kyse yleisesti yhteiskunnalliseksi määriteltävissä olevasta vastuusta, jonka perusta koostuu yhteiskunnallisesta tai globaalista viitetaustasta sekä yhteisöelämän perimmäisistä arvoista ja käytännöistä. Yhteiskuntavastuu nähdään jonkin tahon sellaiseksi vastuuksi yhteisölle tai muulle taholle, jolla katsotaan olevan yhteiskunnallista merkitystä.

Työeläkevakuutusyhtiöt kokevat olevansa vastuussa ensisijaisesti tuleville eläkkeensaajille. Niiden lakisääteinen tehtävä on hoitaa sosiaaliturvaan kuuluvaa työeläketurvan toimeenpanoa. Työeläkkeiden rahastointi asettaa velvoitteita työeläkevakuutusyhtiöille ja niiden tulee varmistaa, että niillä on riittävästi varallisuutta selviytyä näistä velvoitteista. Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaan liittyy aina epävarmuutta, joten niiden tulee olla vakavaraisia markkinoiden heilahteluja varten. Haastateltavien vastauksista voi-

daan tulkita, että yhtiöillä on ensisijaisesti taloudellinen ja oikeudellinen vastuu toiminnastaan. Tällä he tarkoittavat sitä, että niiden tulee sijoittaa rahastoitu osa eläkevaroista tuottavasti ja turvaavasti sekä toimia lakien mukaan. Niiden taloudellisen vastuun voidaan nähdä tulevan lainsäädännöstä. Taloudellisen ja oikeudellisen vastuun kantaminen viittaa Friedmanin (2002) esittämään ultraliberalistiseen minimimäärittelyyn yritysten yhteiskuntavastuulle.

Haastatteluissa kävi toisaalta myös ilmi, että lakien mukaan toimiminen ei riitä, vaan yhteiskunta odottaa työeläkevakuutusyhtiöiltä enemmän. Tämän voidaan tulkita viittavan siihen, että yhtiöiden odotetaan kantavan myös moraalisen vastuun toiminnastaan (ks. esim. Carroll 1991). Yhtiöiltä odotetaan, että ne huomioivat toiminnassaan edunsaajien sekä suomalaisen yhteiskunnan ja kulttuurin arvoja. Haastatteluissa ilmeni, että odotuksia moraalisen vastuun kantamisesta ei pidä aliarvioida. Haastateltavat totesivat, että yhtiöiden pitää toimia yhteiskunnallisesti hyväksyttävällä tavalla. Moraalisen vastuun kantamisen voidaan tulkita näkyvän kansainvälisten yleisesti hyväksytyjen vastuullisuusaloitteiden noudattamisena. Ne ovat sellaisia, jotka myös Suomen valtio on allekirjoittanut. Kaikki yhtiöt ovat mukana muun muassa YK:n Global Compact -aloitteessa, joka sisältää kymmenen periaatetta koskien ihmisoikeuksia, työntekijöiden oikeuksia, ympäristön suojelua ja korruption vastaisuutta. Tämän lisäksi yhtiöt noudattavat myös useita muita aloitteita, joiden nähdään kuvastavan suomalaisen yhteiskunnan arvoja. Näiden aloitteiden noudattamisen kautta työeläkevakuutusyhtiöiden voidaan tulkita hakevan legitimitettiin toiminnalleen. Legitimitetti toiminnalle saavutetaan kirjallisuuden mukaan siten, että työeläkevakuutusyhtiöiden ja ympäröivän yhteiskunnan arvot ovat yhdenmukaiset.

Kirjallisuuden mukaan vastuullinen sijoittaminen on heterogeeninen käsite niin määritelmällisellä, strategisella kuin käytännön tasolla. Se voi saada siten useita erilaisia muotoja. Vastuullinen sijoittaminen tarkoittaa eri toimijoille eri asioita. Joillekin se voi merkitä puhtaasti riskienhallintaa ja toisille taas omien arvojen esilletuomista tai molempia. On havaittu, että institutionaaliset sijoittajat kuten eläkeyhtiöt näkevät vastuullisen sijoittamisen nykyään pragmaattisena riskienhallinnan asiana. Ne lähestyvät vastuullista sijoittamista varainhoidollisten velvoitteiden kautta, jossa ESG-tekijät huomioidaan siltä osin, millainen vaikutus niillä on yritysten riskiin ja tuottoon.

Työeläkevakuutusyhtiöt määrittelevät vastuullisen sijoittamisen olevan käytännössä lakien mukaan sijoittamista, ESG-asioiden huomioimista sijoitusanalyysissä, vastuullista omistajuutta sekä vastuullisen sijoittamisen UN PRI:n periaatteiden ja muiden kansainvälisten vastuullisuusohjeistojen noudattamista. Vastuullisen sijoittamisen määritelmän sisältö on samanlainen kaikilla tutkimuksen työeläkevakuutusyhtiöillä, vaikka ne sanovat sijoittavansa vastuullisesti omalla tavallaan ilman, että ne ovat suoraan toistensa kanssa yhteydessä vastuullisen sijoittamisen tiimoilta. Tämän voidaan tulkita johtuvan siitä, että yhtiöt noudattavat samoja yleisesti hyväksytyjä kansainvälisiä vastuullisuusperiaatteita ja ohjeistoja, jotka edellyttävät yhtiöitä toimimaan tietyllä tavalla. Yhtiöiden tehtävä on

lisäksi sama ja ne toimivat samassa toimintaympäristössä. Näiden voidaan myös tulkita selittävän sitä, että vastuullinen sijoittaminen on määritelmällisesti samanlainen työeläkevakuutusyhtiöissä.

Vastuullinen sijoittamisen voidaan tulkita merkitsevän yhtiöille tuottavaa, turvaavaa ja lakien mukaan sijoittamista sekä sijoittamista edunsaajien ja suomalaisen yhteiskunnan arvojen mukaisesti. Toisin sanoen taustalta voidaan tunnistaa taloudellinen, oikeudellinen ja moraalinen vastuu. Yhtiöt pitävät vastuullista sijoittamista ensisijaisesti tuottohakuisena sijoittamisena ja kiinteänä osana riskienhallintaa. Riskienhallinta ei haastateltavien mukaan ole ainoastaan taloudellisten riskien hallintaa, vaan siihen sisältyy myös maineriskien hallinta. Maineriskit voivat realisoitua esimerkiksi siten, että yhtiöiden sijoitustoiminta rikkoo yleisiä moraalisääntöjä tai suomalaisen yhteiskunnan arvoja. Työeläkevakuutusyhtiöiden toiminnan legitimitetin voidaan tulkita kärsivän maineriskien realisoinnista, joten yhtiöt pyrkivät hallitsemaan niitä. Yhtiöt edellyttävät tästä syystä sijoituskohteiltaan kansainvälisten ohjeistojen noudattamista, jotka sisältävät yleisesti hyväksytyjä moraalisääntöjä ja arvoja. Tutkielman tulosten perusteella voidaan tiivistetysti todeta, että työeläkevakuutusyhtiöiden vastuulliselle sijoittamiselle rakentamat merkitykset ovat samanlaisia. Tämä viittaa siihen, että yhtiöiden uskomukset ja arvot vastuullisuuden suhteen ovat samanlaisia.

Työeläkevakuutusyhtiöiden voidaan tulkita edustavan sijoittajana relationaalista identiteettityyppisuuntausta (ks. Zarbafi 2011, 110). Sille on ominaista läheisten suhteiden rakentaminen asiakkaiden ja portfolioyhtiöiden kanssa sekä uskomus kumppanuudesta, luottamuksesta ja yhteistyöstä. Relationaalinen sijoittaja tavoittelee sellaista omistajafilosofiaa, johon kuuluu keskinäinen ymmärtäväinen vuoropuhelu portfolioyhtiöiden kanssa. Portfolioyhtiöt eivät voi tyydyttää sen tarpeita ainoastaan erinomaisilla taloudellisilla tuotoilla, vaan sijoittajalla on tarve edistää yhtiön muutosta kohti kestävämpää liiketoimintaa, joka tarjoaa tasaisia tuottoja pitkällä aikavälillä. Kaikki haastateltavat korostivat vastuussaan aktiivista ja vastuullista omistajuutta sekä vaikuttamista, jotka viittaavat portfolioyhtiöiden kanssa käytävään vuoropuheluun ja vastuullisuuden edistämiseen. Toisaalta vastuullinen sijoittaminen nähdään yhtiöissä myös sidosryhmien odotusten täyttämisenä ja legitimitetin hakemisenä. Tämä puolestaan viittaa läheisten suhteiden rakentamiseen sidosryhmien kanssa.

ESG-tekijöiden huomioimista pidettiin sijoitusanalyseissa tärkeänä, koska niillä on vaikutusta taloudellisiin asioihin. Tämä on linjassa myös aikaisemman kirjallisuuden kanssa (ks. esim. Rohweder 2004, 77). Yhtiöiden mukaan niiden huomioiminen auttaa tekemään parempia sijoituspäätöksiä, joka näkyy parempana tuottoriskisuhteena. Haastateltavat totesivat, että vastuullisuusasioiden huomioimisen hyödyt sijoituspäätöksenteossa materialisoituvat pitkällä aikavälillä. Aikaisempi kirjallisuus tukee myös tätä näkemystä (ks. esim. Zarbafi 2011, 118). Haastateltavien mukaan vastuullinen sijoittaminen

sopii hyvin työeläkevakuutusyhtiöille, koska niillä on pitkäaikaiset eläkevastuut. Kaikkien tutkimuksen työeläkevakuutusyhtiöiden voidaan tulkita suhtautuvan vastuulliseen sijoittamiseen myönteisesti.

Työeläkevakuutusyhtiöiden vastuulliseen sijoittamiseen kuuluu myös vastuullinen omistajuus ja siihen liittyvä sijoituskohteiden vastuullisuuden edistäminen. Vastuullisuuden edistäminen kuuluu myös UN PRI:n vastuullisen sijoittamisen periaatteisiin, joita kaikki työeläkevakuutusyhtiöt totesivat noudattavansa. Haasteltavat korostivat sitä, että sijoituskohteisiin pyritään ensisijaisesti vaikuttamaan dialogin avulla, mikäli sijoituskohte ei toimi kaikkien vastuullisuusperiaatteiden mukaisesti sijoitusta tehtäessä. Kaksi yhtiötä tosin ilmoittivat poissulkevansa tiettyjä toimialoja suorista sijoituksista. Haasteltavat korostivat kuitenkin sitä, että poissulkeminen ei perustu eettisiin kristillisiin arvoihin, vaan kansainvälisiin ohjeistoihin ja niiden sisältämiin arvoihin sekä moraalisiin arvoihin. Eettisyys ei kuulu työeläkevakuutusyhtiöiden vastuulliseen sijoittamiseen. Eettisyyden koettiin liittyvän enemmän uskonnollisiin arvoihin ja ”hardcore” vastuulliseen sijoittamiseen, joka perustuu voimakkaaseen yritysten ja toimialojen poissulkemiseen. Poissulkemista toteuttavat työeläkevakuutusyhtiöt totesivat, että ne eivät ole ehdottomia siinä. Tämä näkyy esimerkiksi siten, että poissulkeminen ei koske niiden välillisiä sijoituksia. Yksi yhtiö piti poissulkemista puolestaan vastuuttomana toimintana, koska silloin he eivät kykene vaikuttamaan vastuuttomasti toimiviin sijoituskohteisiin. Erilainen suhtautuminen poissulkemiseen voidaan nähdä eräänlaisena vastuullisen sijoittamisen merkityksen tulkinnan erona yhtiöiden välillä.

Hedgerahastot ovat työeläkevakuutusyhtiöille välillisiä sijoituksia, joissa ne antavat sijoitusten hoitamisen ulkopuolisille rahastoyhtiöille. Haastateltavat olivat yhtä mieltä siitä, että vastuu ei katoa, vaikka joku muu tahoo hoitaa heidän rahojaan ja tekee sijoituspäätökset. Tämän voidaan nähdä johtuvan siitä, että talous- ja maineriskit realisoituvat niille, vaikka sijoitus olisi välillinen. Hedgerahastosijoitusten sijoituskelpoisuus varmistetaan työeläkevakuutusyhtiöissä haastateltavien mukaan huolellisella DD-prosessilla ja rahastovalinnalla sekä seurannan ja vaikuttamisen avulla. Yhtiöt huomioivat vastuullisuusasiat sekä valinta- että omistajuusvaiheessa. Aikaisemmassa kirjallisuudessa hedgerahastojen heikkoa läpinäkyvyyttä on pidetty ongelmallisena, koska sijoittajat eivät kykene arvioimaan rahastoihin liittyviä riskejä kunnolla. Haastateltavien mukaan hedgerahastojen läpinäkyvyys ei ole kuitenkaan ongelma.

Valintavaiheessa työeläkevakuutusyhtiöt pyrkivät käytännössä selvittämään sen, onko hedgerahasto sijoituskelpoinen ja toisaalta tulkitseeko se vastuullisuutta tietyissä asioissa samalla tavalla kuin yhtiöt. Työeläkevakuutusyhtiöillä ei ole selkeitä yleisiä valintakriteereitä hedgerahastoille. Haastateltavien mukaan sijoituskelpoisuus kuitenkin edellyttää sitä, että hedgerahaston tuotot ovat erinomaisia, se toimii lakien mukaisesti ja ESG-tekijöistä sen hallintotapa-asiat ovat kunnossa niin managerin kuin rahaston osalta. Muiden

ESG-tekijöiden ei todettu olevan yhtä kriittisiä isossa mittakaavassa. Työeläkevakuutusyhtiöiden voidaan nähdä tulkitsevan vastuulliselle sijoittamiselle rakentamaansa merkitystä hedgerahastojen valintavaiheessa Juravlen ja Lewisin (2008, 292) näkemystä muokailleen. He ovat havainneet, että suuret institutionaaliset sijoittajat huomioivat ESG-tekijät siltä osin, millainen vaikutus niillä on sijoituskohteen riskiin ja tuottoon. Hallintotapa-asiat nähtiin työeläkevakuutusyhtiöissä erittäin kriittisiksi sijoituskelpoisuuden kannalta. Haastateltavat totesivat niiden huomioimisen olevan puhtaasti riskienhallintaa. Tämä on linjassa Kahran (2011, 96) havainnon kanssa. Hänen mukaansa hallintotapa-asioista nousevat operationaaliset riskit ovat keskeisin hedgerahastojen konkurssesja selittävä tekijä. Tämän voidaan tulkita selittävän sitä, miksi työeläkevakuutusyhtiöt painottavat ESG-tekijöistä juuri niitä. Toisaalta haastatteluissa ilmeni, että hallintotapa-asioihin liittyy taloudellisten riskien lisäksi myös maineriskejä.

Kansainvälisten vastuullisuusaloitteiden noudattamista ei mainittu kriittisenä asiana sijoituskelpoisuuden kannalta. Tämä viittaa siihen, että moraalिसääntöihin ja arvoihin liittyvillä asioilla ei ole suurta painoarvoa vielä sijoitusta tehtäessä, vaan niiden painoarvo kasvaa pitkällä aikavälillä. Tähän liittyen haastatteluissa ilmeni, että suurimmalla osalla hedgerahastoista ei vielä tänä päivänä ole virallista vastuullisuuspolitiikkaa ja omistajakäytäntöjä, jonka voidaan tulkita selittävän sitä, miksi niitä ei edellytetä sijoitusta tehtäessä. Haastateltavat pitivät kuitenkin toivottavana, että hedgerahastot laatisivat tällaiset tulevaisuudessa. Tiivistetysti voidaan todeta, että työeläkevakuutusyhtiöt edellyttävät hedgerahastoilta vähintään taloudellisen ja oikeudellisen vastuun kantamista, jotta ne ovat sijoituskelpoisia. Tämän voidaan tulkita viittaavan siihen, että eläkkeiden turvaaminen on yhtiöiden tärkein prioriteetti, jonka jälkeen tulevat muut asiat kuten yleisen hyvän edistäminen. Hedgerahastojen moraalinen vastuu on puolestaan asia, jota yhtiöt pyrkivät edistämään omistajuuden aikana. Tähän asiaan yhtiöt pyrkivät vaikuttamaan hedgerahaston managerin kanssa käytävän aktiivisen dialogin kautta.

Työeläkevakuutusyhtiöiden näkemyksen mukaan ei ole olemassa selkeitä todisteita siitä, että hedgerahastojen sijoitustekniikat ja strategiat aiheuttaisivat mittavia negatiivisia ulkoisvaikutuksia. Sijoitustekniikoihin liittyen laajamittaista HFT-kauppaa ja ruokajohdannaisilla spekulointia pidettiin ongelmallisina vastuullisuuden kannalta, jos ne liikuttelisivat markkinoita voimakkaasti. Tämä nähtiin kuitenkin lähinnä teoreettisena mahdollisuutena. Kehittyville markkinoille suuntautuvia hedgerahastojen sijoitusstrategioita pidettiin hankalina vastuullisuuden kannalta, koska niissä on usein kehittymättömät oikeusjärjestelmät. Tämän voidaan tulkita liittyvän siihen, että kehittyvissä maissa saatetaan toimia suomalaisen yhteiskunnan arvojen ja moraalिसääntöjen vastaisesti, joka voi tarkoittaa esimerkiksi lapsityövoiman hyödyntämistä tai lahjusten antamista. Näiden asioiden huomioimisen voidaan tulkita liittyvän yhtiöiden moraalisen vastuun kantamiseen. HFT-kaupankäynti, ruokajohdannaiset ja kehittyville markkinoille suuntautuva sijoitusstrategia ovat kuitenkin asioita, jotka eivät haastateltavien mukaan estä sijoituksen tekemistä.

Haastatteluissa ilmeni, että yhtiöillä ei ole selkeitä ohjeistuksia näiden asioiden suhteen, vaan niitä tarkastellaan aina tapauskohtaisesti. Tämän voidaan tulkita viittaavan siihen, että työeläkevakuutusyhtiöiden vastuullisen sijoittamisen tulkinta on joustavaa.

Haastatteluissa ilmeni, että sijoitus hedgerahastoon saatetaan jättää tekemättä, jos rahaston vastuullisuusasiat ovat todella pahasti ristiriidassa sen kanssa, mitä työeläkevakuutusyhtiöt pitävät vastuullisena toimintana. Tämän voidaan tulkita tosin edellyttävän sitä, että hedgerahaston vastuullisuusasiat eivät ole tulevaisuudessa liikkumassa työeläkevakuutusyhtiöiden vastuullisena pitämään suuntaan, sekä yhtiöt kokevat olevansa kyvyttömiä vaikuttamaan rahaston vastuullisuuteen.

Vastuullinen omistajuus tarkoittaa haastateltavien mukaan hedgerahastojen seuranta ja vastuullisuuden edistämistä. Seuranta tarkoittaa työeläkevakuutusyhtiöille hedgerahaston toiminnan valvomista rahastoraporttien, ESG-kyselyiden ja tapaamisten avulla. Seurannassa voi paljastua, että hedgerahaston toimintaa rikkoo yhtiöiden vastuullisia periaatteita. Yhtiöt pyrkivät ensisijaisesti vaikuttamaan siihen, että rikkomuksia ei tapahtuisi jatkossa. Divestointi on keino, jota haastateltavat pitävät äärimmäisenä ratkaisuna vastuullisuusperiaatteiden rikkomustapauksiin. Sen voidaan tulkita edellyttävän sitä, että hedgerahaston toiminta rikkoo yhtiöiden vastuullisia periaatteita vakavasti ja eksplisiittisesti, sekä yhtiöt kokevat olevansa kyvyttömiä vaikuttamaan vastaavanlaisten tilanteiden estämiseen tulevaisuudessa. Kirjallisuudessa divestointia pidetään toimimattomana keinona vaikuttaa yrityksen käyttäytymiseen, eli toisin sanoen se ei ole varsinainen ratkaisu vastuullisuuden edistämiseen. Divestoinnin sanotaan katkaisevan mahdollisuuden tulevalta merkityksenrakentamisprosesseilta ja toiseksi se perustuu uhkaukseen ja rangaistukseen, jolloin yrityksen johto pyrkii enneminkin puolustamaan toimintaansa kuin uudelleenajattelemaan sitä. Divestointi ei siten välttämättä rohkaise yritystä toimimaan tavalla, joka perustuu sijoittajien antamiin ohjeisiin. Haastateltavat peräänkuuluttivat huolellista DD-prosessia ja rahastovalintaa, jotta tällaisia tapauksia ei pääsisi syntymään.

Haastateltavat totesivat hyödyntävänsä vaikuttamista hedgerahastojen vastuullisuuden edistämässä. Työeläkevakuutusyhtiöiden vaikuttamisen taustalta voidaan tunnistaa ajatus siitä, että ne yrittävät rakentaa kollektiivisen merkityksen hedgerahastojen kanssa niille vastuullisuusasioille, joissa on kenties ollut jotain kyseenalaista sijoitusta tehtäessä. Tällaiseksi asiaksi yhtiöt mainitsivat hedgerahaston oman vastuullisuuspolitiikan. Syy siihen miksi vastuullisuutta edistetään epävirallisen dialogin kautta, voidaan tulkita liittyvän hedgerahastojen yhtiömuotoon. Työeläkevakuutusyhtiöillä ei ole käytettävissään virallisia vaikuttamiskanavia kuten yhtiökokouksissa äänestämistä, koska rahasto-osuuksissa ei ole äänioikeutta. Tästä syystä vastuullisuusasioita tuodaan esille ja niihin pyritään vaikuttamaan kahdenkeskisissä tapaamisissa ja muissa vuoropuhelun muodoissa kuten esimerkiksi ESG-kyselyiden avulla. Haastateltavat uskoivat, että jatkuva vastuullisuusasioiden esille tuominen dialogissa managerin kanssa voi edistää hedgerahaston vastuullisuutta. He perustivat tämän ajatuksen siihen, että manageri joutuu jatkuvasti olemaan

tekemisissä yhtiöiden odotusten kanssa vastuullisuusasioiden tiimoilta. Aikaisempi kirjallisuus tukee myös tätä ajatusta. On havaittu, että jatkuva kaksisuuntainen osallistumisprosessi vuoropuheluun edistää kollektiivista merkityksen rakentamista.

Tutkielmassa oletettiin, että hedgerahastojen vastuullisuuden edistäminen on haastavaa. Tutkielman tulokset tukivat myös tätä oletusta. Haastateltavien mukaan hedgerahastoissa olevien muiden sijoittajien takia, managerit eivät voi ottaa ainoastaan suomalaisen työeläkevakuutusyhtiön intressejä huomioon. Sama haaste on havaittu myös aikaisemmassa kirjallisuudessa. Jos hedgerahasto hyväksyisi kaikkien sijoittajien vaatimukset, saattaisivat ne kumota toisensa. Hedgerahaston vastuullisuuden edistämisyritykset saattaisivat näkyä siten managerin kertaluontoisina toimina, jotka tuskin jäisivät pysyviksi.

Vaikuttaminen hedgerahastojen sijoitustapaan ja alla oleviin sijoituksiin koettiin erityisen haastavana. Tämä voidaan tulkita johtuvan siitä, että hedgerahastot ovat välillisiä sijoituksia, jolloin vaikuttaminen sijoituspäätöksiin vaikeaa. Haastateltavat totesivat, että pitkäaikaista sijoittamista ja omistamista koskevat vastuullisuuskriteerit kuten UN PRI:n periaatteet eivät välttämättä sovi hedgerahastoille, joiden salkut kiertävät nopeasti. Haastateltavien mukaan hedgerahastot näkevät vastuullisuuskriteerien usein haittaavaan toimintaa ja vähentävän palkkiotuottoja. Tämä on havaittu myös aikaisemmassa kirjallisuudessa. Lyhyen sijoitushorisontin omaavat sijoitusrahastot rationalisoivat vastuullisuusasioiden huomiotta jättämistä usein vedoten juuri lyhyt katseisuuteen, koska niiden huomiointi ei ole hyödyllistä, mikäli hyödyt materialisoituvat vasta pitkällä aikavälillä. Kirjallisuudessa on myös todettu, että jos yritys uskoo ESG-asioiden olevan enemmän merkittävä uhka itsetunnolle kuin organisaation suoritusta parantava tekijä, saattaa se suhtautua siihen kielteisesti puolustamalla omaa identiteettiään. Haastatteluissa esitettiin myös, että hedgerahastojen toiminta on loppukädessä hyvin ahnetta tuottojen hakemista ja palkkiotuottojen maksimointia. Näiden asioiden voidaan tulkita selittävän hedgerahastojen negatiivista suhtautumista vastuulliseen sijoittamiseen.

Haastateltavat totesivat, että sijoitussitoumuksen koolla on vaikutusta siihen kuunteleeko manageri sijoittajien ehdotuksia vai ei. Asia kuitenkin jakoi mielipiteitä sen suhteen, onko sillä vaikutusta vastuullisuusasioiden edistämiseen. Kirjallisuudessa on havaittu, että institutionaalisen sijoittajan vaikutusmahdollisuudet yrityksen käyttäytymiseen riippuvat sijoituksen koosta, eli mitä suurempi omistusosuus sitä paremmat vaikutusmahdollisuudet. (ks. esim. Zarbafi 2011, 164)

Aikaisemmassa kirjallisuudessa tunnistettiin kolme ratkaisua, joiden on todettu auttavan vastuullisuuden edistämässä. Näistä ainoastaan yksi oli sellainen, joka tuli haastatteluissa ilmi. Se liittyi muiden sijoittajien kanssa tehtävään yhteistyöhön vastuullisen sijoittamisen edistämiseksi. Kirjallisuudessa on todettu liittoutuman muodostamisen olevan positiivisesti yhteydessä asian myyjän menestykseen. Mitä enemmän institutionaaliset sijoittajat tekevät yhteistyötä muiden kanssa asian myymisen eteen, sitä vakuuttavampaa se on ja sitä paremmin se saa yrityksen johdon huomion. Tällaisia liittoutumia tai

toisin sanoen vastuullista sijoittamista edistäviä organisaatioita ovat muun muassa YK:n alainen organisaatio PRI ja suomalainen Finsif, joissa kaikki työeläkevakuutusyhtiöt ovat mukana.

Kaksi muuta ratkaisua olivat sellaisia, joita haastatteluissa ei tullut esiin. Ensimmäinen niistä on Weickin ja Quinnin (1999), jotka peräänkuuluttavat vahvempaa keskittymistä organisoinnin pieniin mikroprosesseihin organisatorisen muutoksen lähteenä. Pienet muutokset koetaan yhtiössä vähemmän uhkaavina ja helpompina toteuttaa, joten ne ovat myös helpompia hyväksyä. Tämä voidaan tulkita siten, että työeläkevakuutusyhtiöiden tulisi edistää hedgerahastojen vastuullisuutta pienin muutoksin, eikä edellyttää niitä ottamaan kerralla huomioon kokonaisia vastuullisen sijoittamisen kriteeristöjä ja normistoja. Dutton ja Ashford (1993) esittävät toisen mahdollisen ratkaisun vastuullisuuden edistämiseksi. He väittävät tutkimuksessaan, että asiaa tukevat faktat ja empiiriset todisteet ovat tärkeitä asian myymisen onnistumisessa. Tämä voidaan tulkita siten, että työeläkevakuutusyhtiöiden tulisi tarjota hedgerahastolle empiirisiä todisteita vastuullisen sijoittamisen hyödyistä.

Tutkielman tulosten perustella voidaan todeta, että hedgerahastojen vastuullisuuden muutoksen edistäminen on vielä keskustelun tasolla. Työeläkevakuutusyhtiöt vaikuttavat olevan toistaiseksi vielä interventioprosessin uudelleen tasapainottamisvaiheessa ja pyrkivät tarjoamaan hedgerahastojen managereille vaihtoehtoisia selityksiä siitä, kuinka rakentaa merkitys vastuullisuudelle. Haastateltavat korostivat, että suomalaiset työeläkevakuutusyhtiöt eivät voi yksin muuttaa hedgerahastojen toimintaa vastuullisemmaksi, vaan hedgerahastoilla itsellään on oltava myös vastuu muutoksessa.

LÄHDELUETTELO

Kirjallisuus:

Aaltonen T. – Tuominen K. (2003) *Yrityksen yhteiskuntavastuu – Itsearviointin käsikirja*. Oy Benchmarking Ltd, Turku.

Alasuutari P. (1999) *Laadullinen tutkimus*. Gummerus, Tampere.

Anttiroiko, A-V. (2004) Yhteiskuntavastuu ja sen määrittelyprosessi. Teoksessa Järvinen (toim.): *Yhteiskuntavastuu. Näkökulmia yritysten ja julkisyhteisöjen yhteiskunnalliseen vastuuseen*. Tampere University Press, Vammala.

Basu K. – Palazzo G. (2008) Corporate Social Responsibility: A Process Model of Sensemaking. *Academy of Management Review*, 33 (1), 122–136.

Benbasat I. – Goldstein D. K. – Mead, Melissa (1987) The case research strategy in studies of information systems. *MIS Quarterly*, Vol.11, No. 3, 369–386.

Berry T. C. – Junkus J. C. (2013) Socially Responsible Investing: An Investor Perspective. *Journal of Business Ethics*, Vol. 112, 707–720.

Brickson S. L. (2007) Organizational Identity Orientation: The Genesis of the Role of the Firm and Distinct Forms of Social Value. *Academy of Management Review*, 32 (3), 864–888.

Carroll A. B. (1991) The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Towards the Moral Management of Organizational Stakeholders. *Business Horizons*, 39–48.

Carroll A. B. – Buchholtz A. K. (2003) *Business and Society. Ethics and Stakeholder Management*. South-Western Publishing.

Carroll A. B. – Buchholtz A. K. (2006) *Business and Society: Ethics and Stakeholder Management*. South-Western Publishing.

Cassar G. – Gerakos J. – Green J. – Hand J. R. M. – Neal M. (2015) *Hedge Fund Voluntary Disclosure*. <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2580839> *Haettu 21.5.2015*.

- Delattre M. – Ocler R. – Moulette P. – Rymeyko K. (2009) Singularity of Qualitative Research: From Collecting Information to Producing Results. *Tamara Journal*, Vol. 7, 33–50.
- Derbyshire P. – Hampton D. (2012) *Hedge Fund Modeling and Analysis Using Excel and VBA*. John Wiley & Sons Ltd., Chichester, United Kingdom.
- Dutton J. E. – Ashford S. J. (1993) Selling Issues to Top Management. *Academy of Management Review*, 18 (3), 397–428.
- Eisenhardt K. M. – Grabner M. E. (2007) Theory building from cases: Opportunities and challenges. *Academy of Management Journal*, Vol. 50 (1), 25–32.
- Elkington J. (1997) *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*. Capstone Publishing, Oxford.
- Friedman M. (2002) *Capitalism and Freedom*. The University of Chicago, Chicago and London.
- Fung W. – Hsieh D. A. (1999) Primer on hedge funds. *Journal of Empirical Finance*, Vol. 6 (3), 309–331.
- Hirsjärvi S. – Hurme H. (1982) *Teemahaastattelu*, 3.p., Oy Gaudeamus Ab, Helsinki.
- Hirsjärvi S. – Hurme H. (2010) *Tutkimushaastattelu: Teemahaastattelun teoria ja käytäntö*. Gaudeamus Helsinki University Press, Helsinki.
- Hyrskke A. – Lönnroth M. – Savilaakso A. – Sievänen R. (2012) *Vastuullinen sijoittaminen*. Tammerprint Oy, Tampere.
- Juravle C. – Lewis A. (2008) Identifying impediments to SRI in Europe: a review of the practitioner and academic literature. *Business Ethics: A European Review*, 17 (3), 285–310.
- Kahra H. (2011) Hedge-rahastot työeläkesijoittajien salkuissa. *Eläketurvakeskuksen raportteja*, 2.

- Kasanen E. – Lukka K. – Siitoinen A. (1993) The constructive approach in management accounting research. *Journal of Management Accounting Research*, Vol. 5, 243–264.
- Kakkuri-Knuuttila M-L. (1998) Hypoteesien testaus. Teoksessa Kakkuri-Knuuttila M-L. (toim): *Argumentti ja kritiikki. Lukemisen, keskustelu ja vaikuttamisen taidot*. Gaudeamus. Helsinki. s. 303–326.
- Koivuporras T-L. (2008) *Ihmiset ja pankki samaa maata? Yhteiskuntavastuun toteutumisen pankkisektorilla*. Lisensiaatintutkimus, Vaasan yliopisto, Vaasa.
- Laughlin H. P. (1970) *The Ego and Its Defense*. Appelp-ton-Century-Crofts, New York.
- Lee, M.-D. P. (2008) A review of the theories of corporate social responsibility: Its evolutionary path and the road ahead. *International Journal of Management Reviews*. Vol. 10 (1), 53–73.
- Lehtonen T. (2012) Vastuullisen sijoittamisen etiikka. *Yritysetiikka*, Vol. 4 (2), 16–27.
- Lewis A. – Mackenzie C. (2000) Support for Investor Activism Among U.K. Ethical Investors. *Journal of Business Ethics*, 24 (3), 215–222.
- Lhabitant F. S. – De Piante Vicin M. L. (2004) Finding the Sweet Spot of Hedge Fund Diversification. *Journal of Financial Transformation*, No. 10, April 2004.
- Locke K. (2001) *Grounded Theory in management research*. Sage Publications, Thousand Oaks, CA.
- Loikkanen T. – Hyytinen K. – Koivusalo S. (2007) *Yhteiskuntavastuu ja kilpailukyky suomalaisyrityksissä – Nykytila ja kehitysnäkymät*. VTT, Espoo.
- Lukka K. (1991) Laskentatoimen tutkimuksen epistemologiset perusteet. *Liiketaloudellinen Aikakauskirja*. Vol. 40 (2), 161–185.
- Lukka K. & Kasanen E. (1995) The problem of generalizability: anecdotes and evidence in accounting research. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 8 (5), 71–90.

- Mackenzie C. – Lewis A. (1999) *Morals and Markets: The Case of Ethical Investing. Business Ethics Quarterly*. Vol. 9 (3), 439–452.
- McCrary S. A. (2004) *Hedge Fund Course*. John Wiley & Sons Inc., Hoboken, New Jersey.
- Mirabile K. (2013) *Understanding Hedge Fund Investing : A Practical Approach to Investor Motivation, Manager Profits, and Fund Performance*. John Wiley & Sons Inc., Hoboken, New Jersey.
- Neilimo K. – Näsi J. (1980) *Nomoteettinen tutkimusote ja suomalainen yrityksen taloustiede. Tutkimus positivismiin soveltamisesta*. Yrityksen taloustieteen ja yksityisoikeuden laitoksen julkaisuja, Sarja A 2: Tutkielmia ja raportteja 12, Tampereen yliopisto.
- Pihlanto P. (1993) Keskustelua metodologisesta ajattelusta laskentatoimen tutkimuksessa ja käytännön päätöksenteossa. *Liiketaloudellinen Aikakauskirja*, Vol. 41 (2), 177–186.
- Puusa, A. (2008) Käsiteanalyysi tutkimusmenetelmänä. *Premissi*, No: 4, 36–43.
- Ransome W. & Sampford C. (2011) *Ethics and Socially Responsible Investment. Law, Ethics and Governance*. Surrey, Ashgate.
- Renneboog L. – Horst T. H – Zhang C. (2008) Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32, 1723–1742.
- Rohweder L. (2004) *Yritysvastuu – kestävä kehitysorganisaatiotasolla*. WS Bookwell Oy, Porvoo.
- Ryan L. V. – Schneider M. (2003) Institutional Investor Power and Heterogeneity: Implications for Agency and Stakeholder Theories. *Business & Society*, 42 (4), 389–429.
- Sandbu M. E. (2012) Stakeholder duties: On the moral responsibility of corporate investor. *Journal of Business Ethics*, Vol. 109 (1), 97–107.

- Sandberg J. – Juravle C. – Hedeström T.M –Hamilton I. (2009) The Heterogeneity of Socially Responsible Investment. *Journal of Business Ethics*, Vol. 87, 519–533.
- Scholtens B. (2006) Finance as a Driver of Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, Vol. 68 (1), 19–33.
- Schueth S. (2003) Socially Responsible Investing in the United States. *Journal of Business Ethics*, Vol. 43 (3), 189–194.
- Senge P. M. (2006) *The Fifth Discipline*. Random House Business Book, London.
- Shadab H. B. (2009) The Law and Economics of Hedge Funds: Financial Innovation and Investor Protection. *Berkeley Business Law Journal*, Vol. 6 (2), 240–297.
- Sievänen R. (2012) Kolikon kaksi puolta? Vastuullisen sijoittamisen määritelmä teoriassa ja käytännössä, *Yritysetiikka*, Vol. 4 (2), 28–36.
- Siltaoja M. (2004) Yrityksen yhteiskunnallinen vastuu ja yrityksen maine suomalaisen lehtitalon esimiesten käsityksissä. *Liiketaloudellinen Aikakauskirja*, 3/2004, 294–324.
- Sparkes R. (2001) Ethical Investment: Whose Ethics, Which Investment. *Business Ethics: A European Review*, Vol. 10 (3), 194–205.
- Sparkes R. (2002) *Socially Responsible Investment: A Global Revolution*. Wiley, Chichester, UK.
- Sparkes R. – Cowton C. J. (2004) The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of The Developing Link With Corporate Social Responsibility, *Journal of Business Ethics*, Vol. 52, 45–57.
- UNPRI (2012) Responsible investment and hedge funds: *Discussion paper*. PRI association, London, UK.
- Vandekerckhove W. – Leys J. – van Braeckel D. (2007) That’s Not What Happened and It’s Not My Fault Anyway! An Exploration of Management Attitudes Towards SRI-Shareholder Engagement. *Business Ethics: A European Review*, 16 (4), 403–418.

- Walter I. (2007) Reputational Risk and Conflicts of Interest in Banking and Finance: The Evidence So Far, *Journal of Financial Transformation*, 21, 39–54.
- Waygood S. – Wehrmeyer W. (2003) A Critical Assessment of How Non-governmental Organizations Use the Capital Markets to Achieve Their Aims: A UK Study. *Business Strategy & the Environment*, 12 (6), 372–385.
- Weick K. E. (1979) *The Social Psychology of Organizing*. 2nd. ed. McGraw-Hill, New York.
- Weick K. E. (1995) *Sensemaking in Organizations*. Sage, Thousand Oaks.
- Weick K. E. (2009) *Making Sense of the Organization: The Impermanent Organization*. Wiley, UK.
- Weick K. E. – Quinn R. E. (1999) Organizational Change and Development. *Annual Review of Psychology*, 50 (1), 361–386.
- Weick K. E. – Roberts K. H. (1993) Collective Mind in Organizations: Heedful Interrelating on Flight Decks. *Administrative Science Quarterly*, 38 (3), 357–381.
- Weick K. E. – Sutcliffe K. M. – Obstfeld D. (2005) Organizing and the Process of Sensemaking. *Organization Science*, 16 (4), 409–421.
- Woods C. – Urwin R. (2010) Putting Sustainable Investing into Practice: A Governance Framework for Pension Funds. *Journal of Business Ethics*, Vol. 92, 1–19.
- Zarbafi E. M. (2011) *Responsible Investment and the Claim of Corporate Change. A Sensemaking Perspective on How Institutional Investors May Drive Corporate Social Responsibility*. Springer Fachmedien, Wiesbaden.

Lainsäädäntö:

Laki eläkelaitosten vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuvelan kattamisesta (1114/2006)

Laki työeläkevakuutusyhtiöistä (354/1997)

Muut lähteet:

Barclay Hedge (2014) *Asset Under Management* <http://www.barclayhedge.com/research/money_under_management.html> *Haettu 20.10.2014.*

Elo (2015) Elon vastuullisuus sijoitustoiminnassa. <<http://www.elo.fi/tietoa-elosta/sijoitukset/elon-vastuullisuus-sijoitustoiminnassa>> *Haettu 15.5.2015.*

Etera (2015) Vastuullinen sijoittaminen Eterassa. <<http://www.etera.fi/SiteCollectionDocuments/Tulos/Vastuullisen-sijoittamisen-periaatteet.pdf>> *Haettu 15.5.2015.*

ETK (2015) Eläkemaksujen yhteys eläkevaroihin ja sijoitustoimintaan. <http://www.etk.fi/fi/service/ty%C3%B6el%C3%A4kemaksujen_yhteys_el%C3%A4kevaroihin_ja_sijoitustoimintaan/278/ty%C3%B6el%C3%A4kemaksujen_yhteys_el%C3%A4kevaroihin_ja_sijoitustoimintaan> *Haettu 14.5.2015.*

ETK (2015) Eläke osana sosiaaliturvaa. <http://www.etk.fi/fi/service/el%C3%A4ke_osana_sosiaaliturvaa/234/el%C3%A4ke_osana_sosiaaliturvaa> *Haettu 12.5.2015.*

ETK (2015) Työeläkevakuutusyhtiöt. <<http://www.etk.fi/fi/service/ty%C3%B6el%C3%A4kevakuutusyhti%C3%B6t/290/ty%C3%B6el%C3%A4kevakuutusyhti%C3%B6t>> *Haettu 12.5.2015.*

Hedge Fund Research (2015) HFR Strategy Definitions. <<https://www.hedgefundresearch.com/?fuse=indices-str#2561>> *Haettu 23.5.2015.*

Helsingin Sanomat 28.8.2014 <<http://www.hs.fi/talous/a1409122412754>> *Haettu 25.11.2014.*

Ilmarinen (2015) Vastuullisuus sijoitustoiminnassa. <<http://www.ilmarinen.fi/ilmarinen/sijoitukset/vastuullisuus-sijoitustoiminnassa/>> *Haettu 15.5.2015.*

ILO (2015) Conventions and Recommendations. <<http://www.ilo.org/global/standards/introduction-to-international-labour-standards/conventions-and-recommendations/lang--en/index.htm>> *Haettu 15.5.2015.*

- Pietiläinen T. (2015) Suomi oli eläkeyhtiöille huono sijoitus – tappiot satoja miljoonia vuodessa. *Helsingin Sanomat* 23.3.2015. <<http://www.hs.fi/pai- vanlehti/23032015/a1427000267645>> *Haettu* 12.5.2015.
- Simpson C. – Westbrook J. (2014) The Hedge Fund and the Despot. *Businessweek*. <<http://www.businessweek.com/articles/2014-08-21/mugabes-bailout-och- ziff-investment-linked-to-zimbabwe-despot>> *Haettu* 13.10.2014.
- Talouselämä 13.5.2014 <<http://www.talouselama.fi/uutiset/tyoelakejatti+varman+rahas- tosijoituksista+jo+puolet+hedgerahastoissa/a2247478>> *Haettu* 25.11.2014.
- Taloussanomat 15.3.2008 <<http://www.taloussanomat.fi/tyo-ja-elama/2008/03/15/elake- raha-siirtyy-salaperaisiin-rahastoihin/20087750/139>> *Haettu* 25.11.2014.
- TELA (2015) Alan toimijoita koskeva lainsäädäntö. <<http://www.tela.fi/tyoelakeala/lain- saadanto>> *Haettu* 12.5.2015.
- TELA (2015) Erilaiset työeläkevakuuttajat. <http://www.tela.fi/tyoelakeala/erilaiset_ty- oelakevakuuttajat> *Haettu* 12.5.2015.
- TELA (2015) Sijoitusvarojen yhteenveto. <http://www.tela.fi/tyoelaketalous/sijoitusti- lastot_ja_analyysit/sijoitusvarojen_yhteenvedot> *Haettu* 12.5.2015.
- TELA (2015) Työeläkejärjestelmän perusteet. <http://www.tela.fi/tyoelakeala/tyoelake- jarjestelma/jarjestelman_perusteet> *Haettu* 12.5.2015.
- TELA (2015) Työeläkevakuuttajakohtaiset osavuositiedot <http://www.tela.fi/tyoelake- talous/sijoitustilastot_ja_analyysit/tyoelakevakuuttajakohtaiset_osavuosi- tiedot> *Haettu* 12.5.2015.
- TELA (2008) Työeläkevakuuttajien vastuullisen sijoittamisen periaatteet <http://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/te- lawwwstructure/14111_130208TyoelakevakuuttajienVastuullisenSijoitta- misenPeriaatteet.pdf> *Haettu* 4.12.2014.
- TELA (2012) Työeläkevarojen hajautetut sijoitukset auttavat riskinhallinnassa. <http://www.tela.fi/medialle/uutiset/sijoitusuutiset/1/0/tyoelakevaro- jen_hajautetut_sijoitukset_auttavat_riskinhallinnassa> *Haettu* 12.5.2015.

- TELA (2015) Vakavaraisuuslaskenta. <http://www.tela.fi/tyoelaketalous/vastuut_ja_vakavaraisuus/vakavaisuuslaskenta> *Haettu 12.5.2015.*
- TELA (2015) Vastuulaskenta. <http://www.tela.fi/tyoelaketalous/vastuut_ja_vakavaraisuus/vastuulaskenta> *Haettu 14.5.2015.*
- Telkki H. (2014) Eläkkeitä muiden maiden verorahoilla. Suomalainen työeläkesijoittaminen ja vastuullinen veronmaksu. *Finnwatch:n selvitys*. 4/2014, 1–68.
- UN PRI (2015) What is responsible investment? <<http://unpri.org/wp-content/uploads/1.Whatisresponsibleinvestment.pdf>> *Haettu 4.3.2015.*
- UN PRI (2015) The six Principles. <<http://www.unpri.org/about-pri/the-six-principles/>> *Haettu 4.3.2015.*
- UN Global Compact (2015) The Ten Principles. <<https://www.unglobalcompact.org/aboutthegc/thetenprinciples/>> *Haettu 15.5.2015.*
- Varma (2015) Varman vastuullisen sijoittamisen periaatteet. <<https://www.varma.fi/globalassets/muut-sivut/yhtiotietoa/tulostiedot-ja-sijoitukset/varman-vastuullisen-sijoittamisen-periaatteet.pdf>> *Haettu 13.5.2015.*
- Veritas (2015) Vastuullinen sijoittaminen. <https://www.veritas.fi/sites/default/files/vastuullinen_sijoittaminen_fi_0.pdf> *Haettu 13.5.2015.*
- Yle 16.9.2008 <http://yle.fi/uutiset/hedge-rahastojen_elakemiljardien_puolesta_pelataan/5852540> *Haettu 20.11.2014.*

LIITTEET

LIITE 1

Teemahaastattelurunko

1. Taustatiedot

- Kerro lyhyesti taustastasi ja tämän hetkisestä työtehtävästäsi?

2. Vastuullinen sijoittaminen käsitteenä

- Miten yhtiönne määrittelee vastuullisen sijoittamisen?
- Mitä olette mieltä sanan eettinen sopivuudesta, työeläkevakuutusyhtiön vastuullisen sijoitustoiminnan kuvaamisessa?
- Mitä käsitettä yhtiönne käyttää vastuullisesta sijoittamisesta? Miksi käytätte kyseistä käsitettä?
- Oletteko käyttäneet vastuullisesta sijoittamisesta jotain muuta käsitettä aikaisemmin? Jos olette, mistä syystä ja milloin olette vaihtaneet käsitteen?
- Mitä ajatuksia tai teemoja käsitteet vastuullinen sijoittaminen, yhteiskuntavastuullinen sijoittaminen, eettinen sijoittaminen ja kestävän kehityksen mukainen sijoittaminen korostavat tai tuovat mieleen?

3. Vastuullinen sijoittaminen yleisesti

- Kuinka kauan yhtiöllänne on ollut vastuullisen sijoittamisen politiikka/strategia/periaatteet?
- Mitkä ovat yhtiönne vastuullisen sijoittamisen keskeiset periaatteet ja kriteerit joita noudatetaan?
- Miksi yhtiönne sijoittaa vastuullisesti?
- Mitkä asiat koette olevan esteitä/hankaloittavia tekijöitä työeläkevakuutusyhtiön vastuulliselle sijoittamiselle?
- Millaisena näette ulkopuolelta teihin kohdistuvat paineet liittyen vastuulliseen sijoittamiseen?
- Millaisena näette vastuullisen sijoittamisen roolin riskienhallinnassa?
- Miten näette vastuullisen sijoittamisen yhteyden sijoitusten tuottoihin?
- Millaisia vastuulliseen sijoittamiseen liittyviä aloitteita/normeja/periaatteita noudatatte sijoitustoiminnassanne? Miksi noudatatte juuri näitä?
- Miten toimitte jos sijoituskohteesta paljastuu jotain ikävää vastuullisen sijoittamisen näkökulmasta?

- Millaisia kehityshankkeita yhtiössänne on tehty/tekeillä vastuullisen sijoittamisen alueella?

4. Hedgerahastosijoittaminen ja vastuullisuus

- Miten määrittelette käsitteen hedgerahasto?
- Kuinka paljon yhtiöllänne hedgerahastosijoituksia? (markkina-arvo ja % osuus kaikista sijoituksista)
- Miksi sijoitatte hedgerahastoihin/miten perustelisit hedgerahastoihin sijoittamista?
- Millaisia erityispiirteitä hedgerahastoihin liittyy vastuullisen sijoittamisen kannalta?
- Mitkä olisivat optimipiirteet hedgerahastolle teidän vastuullisten periaatteiden näkökulmasta?
- Millaisia vastuullisen sijoittamisen suosituksia/periaatteita noudatatte erityisesti hedgerahastojen osalta?
- Mitä mieltä olette YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteista (UN PRI) ja niiden soveltuvuudesta hedgerahastosijoittamiseen?
- Mitä mieltä olette vastuullisesti sijoittavista hedgerahastoista ja niiden houkuttelevuudesta sijoituskohteena?

5. Vastuullisen sijoittamisen käytännön toteuttaminen hedgerahastosijoittamisessa

- Millaisiin vaiheisiin jakaisit sijoitusprosessin hedgerahastoihin sijoitettaessa?
- Millaisia vastuullisen sijoittamisen lähestymistapoja hyödynnätte hedgerahastojen valinnassa (poissulkeminen, suosiminen, toimialansa parhaat tms.)? Miksi käytätte juuri näitä lähestymistapoja?
- Millaisia vastuullisuusperiaatteita teillä on hedgerahastojen valintakriteereinä?
- Minkä tyyppisiin hedgerahastoihin ette sijoita vastuullisten periaatteiden takia?
- Miten pyritte sitouttamaan managerin toimimaan teidän parhaaksenne?
- Miten huomioitte ympäristöasiat, yhteiskunnalliseen vastuuseen ja hallintotapaan liittyvät asiat
- 1) managerin (Asset manager) 2) rahaston osalta (Investment vehicle)?
- Miten painotatte ESG-tekijöitä? Saako jokin tietty tekijä enemmän painoarvoa vai painotetaanko kaikkia tasapuolisesti? Miksi?
- Millaisia asioita edellytätte hedgerahastolta veroasioiden osalta?
- Millaisia asioita edellytätte hedgerahastolta läpinäkyvyyden osalta?
- Millaisia asioita edellytätte vastuullisuuden näkökulmasta koskien hedgerahaston alla olevia sijoituksia?

- Millaisia asioita edellytätte vastuullisuuden näkökulmasta koskien hedgerahaston sijoitusstrategioita ja sijoitustekniikoita?
- Millainen painoarvo vastuullisuustekijöillä on päätöksenteossa kun puhutaan hedgerahastoon sijoittamisesta?
- Miten näette sijoitussitoumuksen suuruuden vaikutuksen vastuullisen sijoittamisen toteuttamisessa? Parantaako suuri sijoitussitoumus vaikutusmahdollisuuksia managerin toimintaan?
- Miten näette agenttiongelman teidän ja hedgerahaston välillä, ja sen vaikutuksen vastuullisen sijoittamisen toteuttamisessa?
- Millaisia riskejä teille voi aiheutua, jos hedgerahaston toiminta rikkoo teidän vastuullisen sijoittamisen periaatteita? Miten pyritte näiltä riskeiltä suojautumaan?
- Miten toimitte jos hedgerahaston toiminta kaikesta huolimatta rikkoo vastuullisuus periaatteitanne?

6. Vastuullisen sijoittamisen toteuttamiseen liittyvät haasteet ja mahdolliset ratkaisut

- Mitkä hedgerahastojen erityispiirteet tekevät vastuullisen sijoittamisen käytännön toteuttamisen haastavaksi vastuullisesti sijoittavalle työeläkevakuutusyhtiölle? Miksi nämä erityispiirteet ovat haasteellisia?
- Mitä hedgerahastojen käyttämiä sijoitusstrategioita, sijoitustekniikoita ja sijoitusinstrumentteihin liittyviä erityispiirteitä pidätte erityisesti ongelmallisina teidän vastuullisuusperiaatteiden näkökulmasta? Miksi ne ovat ongelmallisia?
- Miten olette pyrkineet ratkaisemaan erityispiirteistä johtuvia haasteita/ongelmia?
- Mitä mieltä olette hedgerahastojen löyhästä sääntelystä ja sen vaikutuksesta vastuullisen sijoittamiseen toteuttamiseen?