SUOMEN ELÄKEJÄRJESTELMÄN ARVIO / OSA 2

Suomen eläkejärjestelmä: Instituutiorakenne ja hallinto

Keith Ambachtsheer

Professori, Rotman School of Management,
University of Toronto

Johtaja, Rotman International Centre for Pension Management

Eläketurvakeskus
PENSIONSSKYDDSCENTRALEN

SUOMEN ELÄKEJÄRJESTELMÄN ARVIO / OSA 2

Suomen eläkejärjestelmä: Instituutiorakenne ja hallinto

Keith Ambachtsheer

Professori, Rotman School of Management,
University of Toronto

Johtaja, Rotman International Centre for Pension Management

Eläketurvakeskus
PENSIONSSKYDDSCENTRALEN

Eläketurvakeskus
00065 ELÄKETURVAKESKUS
Puhelin 029 411 20 • Faksi 09 148 1172

Pensionsskyddscentralen
00065 PENSIONSSKYDDSCENTRALEN
Telefon 029 411 20 • Fax 09 148 1172

Finnish Centre for Pensions
FI-00065 Eläketurvakeskus Finland
Telephone +358 29 411 20 • Fax +358 9 148 1172

Helsinki 2013

ISBN 978-951-691-183-3 (PDF)

ESIPUHE

Suomen eläkejärjestelmä yhdistää ainutlaatuisella tavalla pakollisen lakisääteisyyden, kaikille samanlaiset etuudet, osittaisen rahastoinnin sekä eläketurvan yksityisen järjestämisen. Se on hybridi, joka täyttää sekä ensimmäisen että toisen pilarin eläkkeiden tehtävät samassa järjestelmässä. Pääasiallinen eläkejärjestelmä on lakisääteinen ja pakollinen työeläkejärjestelmä, jota täydentää asumisperusteinen tasaeläkejärjestelmä eli kansaneläke.

Jotta Suomen eläkejärjestelmästä saataisiin tuore kansainvälinen näkemys, Eläketurvakeskus päätti vuonna 2011 tilata siitä riippumattoman arvion. Tarkoituksena oli saada tulevaisuuteen suuntautunut ulkoinen, kansainvälinen, suosituksia sisältävä näkökulma Suomen eläkejärjestelmään.

Arvio keskittyy seuraaviin asioihin:

1. Eläkkeiden riittävyys ja järjestelmän rahoituksen kestävyys:
   - työeläkkeen ja kansaneläkkeen roolit ja vuorovaikutus
   - eläkejärjestelmän taloudellisten ja aktuaaristen kannusteiden toimivuus.

2. Suomen työeläkejärjestelmän rakenne:
   - miltä Suomen eläkejärjestelmä näyttää riskinjakamisen ja sosiaalivakuutuksen näkökulmasta
   - eläkejärjestelmän vaikutus talouteen, työmarkkinoihin (kannusteet työhön ja eläkkeelle siirty-miseen) ja yleisemmin yhteiskuntaan
   - valtion, työmarkkinajärjestöjen ja muiden sidosryhmien roolit päätöksenteossa.

3. Työeläkejärjestelmän hallintoon liittyvät kysymykset:
   - eläketurvajärjestelmän toiminta (eläketurvan eri toimijoiden roolit ja keskinäiset suhteet sekä näiden organisaatioiden hallintorakenteet)
   - työeläkevakuuttajien yhteistyön ja kilpailun roolit
   - työeläkejärjestelmän hallinnollinen tehokkuus ja kustannustehokkuus.

Meillä oli onni saada kaksi huippuluokan asiantuntijaa suorittamaan tätä vaativaa tehtävää. Professori **Nicholas Barr** London School of Economicsista suostui arvioimaan kahta ensimmäistä edellä mainituista asiakokonaisuuksista (riittävyys, kestävyys ja rakenne). Professori **Keith Ambachtsheer**, joka johtaa Toronton yliopiston Rotman School of Managementin yhteydessä toimivaa Rotman International Centre for Pension Management -keskusta, otti tehtäväkseen

arvioida hallintoon liittyviä asioita. Sekä Barr että Ambachtsheer ovat kansainvälisesti tunnettuja, erittäin arvostettuja ja kysyttyjä eläkejärjestelmien asiantuntijoita.

Nämä kaksi Suomen eläkejärjestelmän arviota ovat ensimmäiset laatuaan. Ne sisältävät teräviä analyysejä, jotka ansaitsevat laajaa huomiota sekä julkisessa keskustelussa että poliitikkojen ja päättäjien keskuudessa. Niissä korostetaan, että Suomen eläkejärjestelmässä on monia vahvuuksia, joita tulee arvostaa. Niissä esitetään myös ehdotuksia siitä, miten järjestelmää mahdollisesti voitaisiin entisestään parantaa. Eläketurvakeskus esittää lämpimimmät kiitoksensa Keith Ambachtsheerille ja Nicholas Barrille siitä, että nämä ottivat vastaan toimeksiannon ja esittivät syvällisiä ja tuoreita ajatuksia, jotka rikastavat Suomessa käytävää eläkepoliittista keskustelua.

Keith Ambachtsheerin ja Nicholas Barrin arvioraporttien yhteydessä julkaistaan myös kolme taustaselvitystä. Näiden kolmen selvityksen tärkeimpiä tuloksia on käytetty Ambachtsheerin arviossa. Halusimme, että selvityksen yksityiskohtaiset tulokset olisivat laajemmalti käytettävissä ja siksi päätimme julkaista myös ne.

Selvityksistä kaksi perustuu CEM Benchmarking Inc:n raportteihin. CEM on erikoistunut tuottamaan vertailutietoa eläkesijoittamisesta ja eläkkeiden hallinnosta. Sen asiakkaina on eläkevakuuttajia ympäri maailman, jotka haluavat vertailla omaa suoriutumistaan maailman parhaisiin eläkevakuuttajiin. Eläketurvakeskus pyysi CEM:iä vertailemaan suomalaisia eläkevakuuttajia muihin eläkevakuuttajiin CEM:n tietokannan ja palveluiden avulla. Nämä selvitykset keskittyvät hallintokustannuksiin ja palvelutasoon sekä sijoituskustannuksiin.

Kiitos CEM Benchmarking Inc:n Mike Healelle toimeksiannon erittäin ammattitaitoisesta toteuttamisesta. Kahdeksan suomalaista eläkevakuuttajaa oli mukana selvityksissä, ja haluamme kiittää niitä osallistumisesta.

CEM:n analyysissä kahdeksan suomalaista eläkevakuuttajaa yhdistettiin yhdeksi kokonaisuudeksi, jota kutsuttiin nimellä ”Suomen eläkerahasto” ja jota vertailtiin yksittäisiin eläkevakuuttajiin. Tämä analyysi antoi tietoa suomalaisten eläkelaitosten kustannuksista ja palvelutasosta verrattuna CEM:n tietokannasta valittuun vertailuryhmään. Raportin tarkoitus ei ole kuvata kansallisen tason kustannuksia, joihin sisältyvät kaikkien ensimmäisen ja toisen pilarin eläkevakuuttajien kustannukset. Tämän laajemman näkökulman saamiseksi Eläketurvakeskus on tehnyt selvityksen, jossa vertaillaan ensimmäisen ja toisen pilarin eläkkeiden hallintokuluja Alankomaissa, Norjassa, Ruotsissa, Saksassa, Suomessa, Sveitsissä ja Tanskassa. Selvitys perustuu pääasiassa julkisesti saata-

valla olevaan tietoon ja sen ovat tehneet Antti Mielonen, Eeva Puuperä, Hannu Ramberg ja Mika Vidlund Eläketurvakeskuksesta. Heidän selvityksensä on oleellinen osa arviota, ja haluamme kiittää heitä mittavasta työstä.

Jukka Rantala
Toimitusjohtaja

Hannu Uusitalo
Johtaja, professori

RAPORTISTA

Viime tammikuussa Eläketurvakeskus pyysi minua laatimaan arvion Suomen eläkelaitosten instituutiorakenteen ja hallinnon tehokkuudesta. Sen oli määrä olla rinnakkaisselvitys London School of Economicsin professori Nicholas Barrin arviolle. Häntä pyydettiin tekemään samanlainen arvio Suomen eläkejärjestelmästä kokonaisuutena. Minua pyydettiin arvioimaan seuraavia institutionaalisia elementtejä:

- Suomen eläkejärjestelmän instituutiorakenne
- Eläkevakuuttajien yhteistyön ja kilpailun roolit
- Suomen eläkelaitosten hallintomallit ja päätöksentekoprosessit
- Suomen eläkelaitosten sijoitustoiminnan ja etuuksien toimeenpanon kustannustehokkuus.

Minua pyydettiin tekemään havaintojeni perusteella suosituksia, joiden avulla Suomen eläkelaitosten toimintaa voitaisiin kehittää.

Havainnot ja suositukset on koottu tähän raporttiin. Haluan kiittää niitä monia henkilöitä, jotka auttoivat minua tässä selvityksessä. Monet antoivat auliisti aikaansa vastatakseen kysymyksiini ja kiinnittivät huomioni selvityksiin, jotka osoittautuivat arvokkaiksi tämän tehtävän toteuttamisessa. Heitä on aivan liian monta, jotta olisi mahdollista mainita jokainen erikseen. Haluan kuitenkin erityisesti mainita Eläketurvakeskuksen toimitusjohtajan Jukka Rantalan ja johtaja Hannu Uusitalon, jotka aina vastasivat loputtomilta vaikuttaviin kysymyksiini ja erilaisiin avunpyyntöihini. Haluan erityisesti kiittää heitä siitä, että he järjestivät 16 tapaamista 28 asiantuntevan henkilön kanssa Helsingissä syyskuun lopussa.[1] Tämä arvio ei olisi ollut mahdollinen ilman heidän tarmokasta tukeaan.

Keith Ambachtsheer

1 Keskusteluihin osallistuneet henkilöt on lueteltu liitteessä.

KIRJOITTAJASTA

Olen tällä hetkellä Rotman International Centre for Pension Management (ICPM)-keskuksen johtaja Rotman School of Managementissä Toronton yliopistossa. ICPM saa tukea 35 suurelta eläkeorganisaatiolta 10 eri maasta. Se rahoittaa eläkkeiden suunnittelun ja hallinnoinnin tutkimusta, tukee tutkimustulosten implementointia käsitteleviä foorumeita, julkaisee Rotman International Journal och Pension Management -lehteä ja tarjoaa eläkeorganisaatioiden hallitusten toimintaa tehostavia koulutusohjelmia. Olen kirjoittanut kolme kirjaa eläkkeiden suunnittelun ja hallinnoinnin kysymyksistä ja toiminut yritykseni KPA Advisory Services Ltd:n kautta maailman suurten eläkerahastojen strategisena neuvonantajana yli 30 vuoden ajan.

RAPORTIN RAKENNE

Raportti on jaoteltu neljän laajan kysymyksen mukaan:

1. Millainen on Suomen työeläkejärjestelmän instituutiorakenne, miten se vertautuu muiden maiden järjestelmiin ja miten hyvin Suomen eläkelaitokset edistävät suomalaisten taloudellista turvaa?
2. Tuottavatko Suomen eläkelaitosten sijoitustoiminta ja etuuksien toimeenpano ”vastinetta rahoille” CEM Benchmarking Inc:n maailmanlaajuisessa vertailussa?
3. Miltä ”ihanne-eläkelaitokset” näyttävät hallintonsa ja organisaatiomallinsa näkökulmasta ja miten hyvin Suomen eläkelaitokset saavuttavat nämä ”ihanteet” päättelyn ja empiirisen tutkimuksen valossa?
4. Millaisia sidoksia Suomen eläkelaitosten ja Suomen yritys- ja rahoitussektorien välillä on, ja mitä näistä sidoksista voi sanoa?

SISÄLTÖ

OSA I

Tiivistelmä, johtopäätökset ja suositukset 11

Suomen eläkkeiden rahoitus 11

Instituutiorakenne ja kustannustehokkuus 12

Laitosten hallinto 15

Katse ulos- eikä sisäänpäin 15

Yhteenveto 15

OSA II

Suomen eläkejärjestelmän institutionaalinen rakenne ja sen merkitys Suomen taloudelliselle turvallisuudelle: miten hyvin se toimii? 17

Ainutlaatuinen instituutiorakenne 17

Johtopäätöksiä ja kysymyksenasetteluja 19

Eläkeyhtiöiden vakavaraisuusriskien hallinta 20

Miten suomalaiset eläkeyhtiöt todellisuudessa mittaavat ja hallitsevat vakavaraisuusriskejään 21

Miten eläkeyhtiöiden taseriskien hallinta viedään korkeammalle tasolle 23

Tarvitaanko eläkeyhtiöiden vakavaraisuussääntelyä ollenkaan? 24

Miten eläkeyhtiöiden välinen ”kilpailu” ja ”yhteistyö” sopivat kuvaan? 25

Vastaväitteitä 27

Osan II yhteenveto ja johtopäätökset 28

OSA III

Tuottavatko Suomen eläkelaitokset ”vastinetta rahoille”? 29

Eläkelaitosten vertailu arvon tuottajina 29

Sijoitustoiminnan kustannusten vertailu 29

Sisäisen johtamistoiminnon vertailu 32

Sisäisen sijoitustoiminnon palkkioiden vertailu 33

Sijoitustoiminnan menestyksellisyyden vertailu 35

Eläke-etuuksien toimeenpanon kustannusten vertailu 36

Vakuutettujen palvelun tason vertailu 38

Osan III yhteenveto ja johtopäätökset 39

OSA IV
Kuinka lähellä ”ihannetta” Suomen eläkelaitosten hallinto- ja organisaatiomalli on? 43
Druckerin malli 43
Tutkimustulosten varmistaminen 44
Suomen eläkelaitosten johtaminen ja organisaatiomalli 45
Mahdolliset toimenpiteet 47
Osan IV yhteenveto ja johtopäätökset 48

OSA V
Suomen eläkelaitosten ja Suomen yritys- ja rahoitussektorien väliset yhteydet: mitä kysymyksiä ne herättävät? 49
Hieman historiaa 49
Tuoreita havaintoja 50
Johtopäätökset 51
Osan V yhteenveto ja johtopäätökset 51

OSA VI
Lopuksi 53

OSA VII
Liite 55

OSA I

Tiivistelmä, johtopäätökset ja suositukset

Suomen eläkejärjestelmä on sekä kattava että vankka. Se perustuu konsensukseen, kattaa koko työvoiman, tuottaa riittävät eläkkeet, helpottaa työvoiman liikkumista ja on instituutiorakenteeltaan vakaa.

Instituutioilla on selkeästi määritellyt roolit, rakenteet ja hallintoprosessit. Eläkejärjestelmä on yhtenäisempi kuin useimmissa muissa maissa. Järjestelmä palvelisi suomalaisia hyvin tulevaisuudessa ilman muutoksiakin. Olen silti sitä mieltä, että työeläkejärjestelmää voidaan vielä tehostaa, jos sitä yksinkertaistetaan, sen kustannustehokkuutta lisätään ja Suomen noin 150 miljardin euron eläkevarat kohdennetaan uudelleen. Nämä aloitteet koskevat neljää asiaa: (1) järjestelmän rahoitusta, (2) eläkelaitosten rakennetta, (3) eläkelaitosten hallintoa ja (4) sijoitusten suhteellista painotusta Suomen ja ulkomaiden välillä.

Suomen eläkkeiden rahoitus

Suomessa eläkkeet rahoitetaan osittain (n. 75 %) jakojärjestelmän mukaisesti ja osittain (25 %) etukäteen rahastoimalla. Osa maksuista käytetään suoraan eläkkeiden maksuun ja osa sijoitetaan tulevia eläkkeitä varten. Tästä rakenteesta nousee tärkeitä kysymyksiä:

- Miksi ja miten nykyisen 75/25-suhteen tulisi muuttua ajan mittaan? Tulisiko suhdetta muuttaa keskeisten sidosryhmien ad hoc -päätöksillä, kuten tähän asti, vai pitäisikö muutosten perustua sovittuihin, automaattisiin sääntöihin, joissa myös talousnäkymien ja väestörakenteen muutokset on otettu huomioon?
- Eläketurvakeskuksen ennusteen mukaan nykyiset eläke-edut johtavat siihen, että eläkemaksuja on korotettava merkittävästi nykyisestä 22,8 prosentista seuraavien 20 vuoden aikana Suomen väestön ikääntymisen vuoksi. Ellei maksujen nousua estetä muilla keinoin, pitäisikö tästä automaattisesti seurata rahastoinnin lisääminen nyt, jotta sukupolvien välinen oikeudenmukaisuus toteutuisi tulevaisuudessa?

Etukäteisrahastoinnista syntyneitä eläkevaroja hallinnoiviin suomalaisiin eläkevakuutusyhtiöihin kohdistuvat tiukat vakavaraisuussäännöt. Eräät näiden sääntöjen piirteet voidaan kyseenalaistaa. Esimerkiksi vakavaraisuuslaskelmissa käytetty perustekorko määritetään konsensushenkisten päätöksentekoprosessien kautta sen sijaan, että se määräytyisi automaattisesti markkinoiden kehityksen mukaan. Tästä nousee jälleen tärkeitä kysymyksiä:

- Onko eläkevakuutusyhtiöillä todellakin 20 prosentin vakavaraisuusmarginaali, kun sovittu perustekorko on kolme prosenttia ja markkinakorko pikemminkin 2,5 prosenttia?
- Pitääkö eläkevakuutusyhtiöiden voida taata ennakkoon rahastoidut eläkkeen osat sataprosenttisesti? Vai olisiko esimerkiksi realistisempaa sijoittaa rahastoitavat maksut pitkäjänteisemmän ja tuottohakuisemman sijoitusstrategian mukaan kuin tällä hetkellä ja sitten vähitellen muuntaa kertyneet varat ikääntyneiden työntekijöiden ja eläkeläisten eläkkeiden vakuudeksi?
- Vaihtoehtoisesti voi kysyä, tarvitaanko yhtenäisessä kansallisessa eläkejärjestelmässä, joka tarjoaa yhdenmukaisia etuuksia ja joka rahoitetaan 75-prosenttisesti jakojärjestelmästä ja 25-prosenttisesti rahastoimalla, ollenkaan eläkevakuutusyhtiöiden vakavaraisuussääntöjä. Etuuksien maksuhan on lopulta riippuvainen Suomen talouden terveydestä ja rahastojen (tällä hetkellä n. 150 miljardia euroa) suuruudesta ja tuottavuudesta.

Nämä kysymykset eivät ole ainoastaan teoreettisesti mielenkiintoisia. Jos esimerkiksi 150 miljardin euron rahastot voitaisiin kokonaan, eikä vain osittain, sijoittaa tuottohakuisemmin ja siten luopua nykyisestä vakavaraisuuslähtöisestä ”lyhytnäköisyydestä”, tuotto-odotukset voisivat otaksuttavasti kasvaa yhdellä prosenttiyksiköllä eli 1,5 miljardilla eurolla vuodessa maassa, jonka bruttokansantuote on 190 miljardia euroa.

Instituutiorakenne ja kustannustehokkuus

Suomen eläkejärjestelmän hoito maksaa nykyään yli miljardi euroa vuodessa (yli 600 miljoonaa euroa sijoitustoimintaan ja yli 400 miljoonaa etuuksien toimeenpanoon).

CEM Benchmarking Inc:in tekemä tutkimus kahdeksan merkittävän suomalaisen eläkelaitoksen kustannustehokkuudesta antoi seuraavanlaista tietoa Suomen eläkejärjestelmän sijoitustoiminnasta ja etuuksien toimeenpanosta:

- Suomen eläkelaitokset ulkoistavat huomattavasti pienemmän osan (keskimäärin 35 prosenttia) varainhallintatoiminnastaan kuin CEM:n tietokan-

nan kansainvälinen vertailuryhmä (keskimäärin 88 prosenttia). Tämä vähentää Suomen eläkelaitosten varainhallinnan kokonaiskustannuksia huomattavasti. Kustannusetu kuitenkin menetetään siksi, että samanlaisista ulkoisista palveluista maksetaan korkeampia palkkioita. Kokonaisuudessaan Suomen eläkejärjestelmän varainhallinnan kustannukset, jotka ovat noin puoli prosenttia varoista vuosittain, ovat siten samat kuin kansainvälisen vertailuryhmän keskimääräiset kustannukset.

- CEM:n tutkimus viittasi siihen, että ulkopuolisille maksetuista sijoitustoiminnan palkkioista, yhteensä arviolta 537 miljoonaa euroa vuonna 2011, suurin osa eli noin 400 miljoonaa euroa, liittyy yksityismarkkinoille ja hedge-rahastoihin absoluuttisen tuottotavoitteen rahastoihin sijoittamiseen.
- Suomen eläkelaitokset käyttävät tällä hetkellä huomattavasti vähemmän rahaa sijoitustoiminnan sisäiseen johtamiseen kuin vastaavat ulkomaiset laitokset. Tämä näkyy myös suomalaisten eläkelaitosten johdon palkitsemisessa. Eläkelaitosten ylimpien johtajien keskipalkkio on 244 000 euroa vuodessa, mikä on selvästi vähemmän kuin kansainvälisessä vertailuryhmässä. Nämä tulokset puhuvat sitä vastaan, että suomalaiset eläkelaitosjohtajat olisivat ylipalkattuja.
- Sijoitusten tuoton suhteen suomalaiset eläkelaitokset pitivät pintansa kansainvälisesti katsoen vuosina 2007–2011 lukuun ottamatta suomalaisten osakkeiden 17 prosentin osuutta tarkasteluajan alussa. Tämä aiheutti suomalaisille eläkelaitoksille noin 1,5 prosentin tuottomenetyksen alhaisemman tuoton muodossa verrattuna vastaaviin ulkomaisiin laitoksiin kyseisellä viisivuotiskaudella.
- Suomen eläkelaitosten yhteenlasketut vuosittaiset kustannukset etuuksien hallinnoinnista olivat vuonna 2011 noin 440 miljoonaa euroa. Tämä on keskimäärin 107 euroa vakuutettua kohden, verrattuna kansainvälisen vertailuryhmän 60 euroon vakuutettua kohden. Tämän huomattavan kustannuseron arvioitiin johtuvan kolmesta seikasta: (1) suomalaisten laitosten pienemmästä koosta (63 % eli 30 euroa) (2) monimutkaisesta etuusrakenteesta (23 % eli 11 euroa) (3) muista tekijöistä, kuten markkinointi- ja myyntikustannuksista ja Suomen viimeisen laitoksen periaatteesta (14 % eli 6 euroa).
- Kustannustehokkuuden suhteen on tärkeä huomata, että Suomen eläkehallinnon kulut kattavat sekä ensimmäisen että toisen pilarin kulut. Useimmissa muissa maissa ensimmäisen pilarin (yleiset vanhuuseläkkeet) ja toisen pilarin (työhön perustuvat eläkkeet) eläkkeet hallinnoidaan erikseen. Useimmissa maissa ensimmäisen ja toisen pilarin yhteenlasketut kulut ylittävät todennäköisesti kansallisella tasolla tarkasteltuna Suomen kulut.

- Vakuutettujen palvelussa suomalaiset eläkelaitokset saivat keskimäärin 70 pistettä kansainvälisen vertailuryhmän 75 pisteeseen verrattuna. CEM totesi, että Suomen eläkelaitokset käyttävät huomattavasti enemmän resursseja työnantaja-asiakkaidensa palvelemiseen, todennäköisesti Suomen eläkevakuutusmarkkinoiden kilpailun vuoksi.

Nämä tulokset osoittavat, että sekä sijoitustoiminnassa että etuuksien toimeenpanossa kannattaisi etsiä mittakaavaetuja. Sijoitustoiminnassa suurempi mittakaava antaa hyvät mahdollisuudet hoitaa sijoituksia itse, varsinkin ei-julkisilla markkina-alueilla, joilla kulut ovat suuret (esim. noteeraamattomat osakkeet, kiinteistöt ja infrastruktuuri). Tällaisilla in-sourcing -strategioilla voitaisiin helposti puolittaa Suomen eläkelaitosten ulkoisiin sijoitustoiminnan palkkioihin käyttämä summa, joka vuonna 2011 oli arviolta 537 miljoonaa euroa.

Suurempi mittakaava antaa organisaatioille myös mahdollisuuden vahvistaa sisäistä valvontaa. Se on erittäin tärkeää yhtiöiden hallinnossa, strategisessa johtamisessa, riskienhallinnassa sekä sijoitustoiminnassa. Etuuksien toimeenpanon puolella suurempi mittakaava pienentää muun muassa vakuutettujen palvelun, eläkkeiden myöntämisen, verkkoviestinnän ja neuvonnan yksikkökustannuksia.

Tämän raportin tarkoituksena ei ole ehdottaa miten Suomen eläkelaitosten sijoitustoiminnan ja etuuksien hallinnon mittakaavaa saadaan suurennetuksi. Mielestäni on kuitenkin vahvaa näyttöä siitä, että hyvin hoidetut kasvustrategiat antavat mahdollisuuksia sekä lisätä varallisuuden arvoa että vähentää Suomen eläkejärjestelmän toimintakustannuksia sekä sijoitustoiminnan että hallinnon alueella. Noin 400 miljoonan euron vuositavoite tuottojen lisäämisen ja kustannusten vähentämisen kautta ei ole epärealistinen. Tämä 400 miljoonaa euroa yhdistettynä 1,5 miljardin vuosittaiseen tuottopotentiaaliin, joka voidaan saavuttaa sijoittamalla Suomen 150 miljardin euron eläkevarat tuottohakuisten pitkän tähtäimen strategioiden mukaan, vastaa yhden prosentin hyötyä suhteessa Suomen bruttokansantuotteeseen.

Mikä arvo on eläkelaitosten välisellä kilpailulla? Eikö se paranna palvelun laatua ja hillitse hintojen nousua? Mielestäni tästä ei ole vakuuttavaa näyttöä. Sijoitustoiminnassa ”kilpailu” aikaansaa logiikan ja kokemusten mukaan enemmän laumakäyttäytymistä kuin parempia sijoitustuottoja. Toimeenpanon puolella eläkelaitosten kilpailu kohdistuu työnantaja-asiakkaisiin, koska ne tekevät eläkelaitoksen valintapäätökset. Vakuutettujen palvelusta Suomen eläkelaitokset saivat keskimäärin 70 pistettä, kun kansainvälinen vertailuryhmä sai 75. Se ei tue käsitystä, että suomalaiset työntekijät ja eläkeläiset ovat hyötyneet kilpailusta.

Laitosten hallinto

Suomessa on kehitetty yksityiskohtaiset menettelytavat eläkelaitosten hallintoon ja johtoon. Pyrkimysten ja todellisuuden välillä näyttää kuitenkin olevan eroa, kuten muissakin maissa. Vaikka ”sidosryhmien edustus” on tärkeä, sen ei tulisi syrjäyttää tarvittavaa taitoa ja kokemusta eläkelaitosten hallitusten jäsenten valinnassa. Molemmat kriteerit ovat tärkeitä.

Onneksi ”edustus vastaan taito/kokemus” -epätasapainolle voidaan tehdä jotain. Ensimmäinen askel on, että työnantaja- ja työntekijäryhmät tunnustavat ongelman ja ovat yhtä mieltä siitä, että se voidaan ratkaista korottamalla hallituksen jäsenten asiantuntemuksen ja kokemuksen vaatimustasoa niin, että kaikki sidosryhmät edelleen kokevat, että niiden oikeutettu edunvalvontatarve täytyy.

Katse ulos- eikä sisäänpäin

Suomen eläkejärjestelmän ja Suomen talouden väliset rahoitukselliset ja taloudelliset sidokset ovat aina olleet hyvin tiiviit. Viimeisten 10–15 vuoden aikana Suomen eläkevaroja on enenevässä määrin sijoitettu ulkomaille. Silti tänäänkin noin kolmasosa eläkevaroista on sijoitettu Suomeen.

Tämä on kaksiteräinen miekka. Toisaalta se tarjoaa oletettavasti asiantuntevaa pääomaa maailmanlaajuisesti katsoen melko pieneen maahan. Toisaalta, kuten yllä mainitut kokemukset vuosilta 2007–2011 osoittavat, siinä on kaksinkertainen vaara. Koska Suomen eläkejärjestelmä rahoitetaan 75-prosenttisesti jakojärjestelmästä, se on jo suuresti riippuvainen Suomen talouden tilasta. Tämän vuoksi puskurina toimivat varat tulisi hajauttamismielessä sijoittaa kokonaan Suomen ulkomaille.

Voimakkaammin ulospäin suuntautuva ote suomalaisten eläkevarojen sijoittamisessa hälventäisi myös joidenkin tahojen epäilyksiä siitä, että kotimaisiin eläkesijoituksiin puututtaisiin poliittisesti, ja siitä, että Suomen yritys- ja eläkesektorit ovat liian läheisesti kytköksissä toisiinsa. Lisääntynyt yhteistyö muiden maiden johtavien eläkelaitosten kanssa voisi myös tarjota Suomen eläkelaitoksille uusia sijoitusideoita ja -mahdollisuuksia.

Yhteenveto

Kuten aluksi totesimme, Suomen eläkejärjestelmä on sekä kattava että instituutiorakenteeltaan vakaa. Se palvelisi suomalaisia hyvin tulevaisuudessakin ilman

mitään muutoksia. Järjestelmää voidaan kuitenkin yksinkertaistaa, sen hallinnon laatua voidaan kehittää ja tutkia globaaleja sijoitusmahdollisuuksia ja siten merkittävästi lisätä tuottoja ja vähentää sijoitustoiminnan ja etuuksien hallinnon kustannuksia. Rohkaisen Suomen eläkepolitiikan tekijöitä arvioimaan huolella näitä mahdollisuuksia ja hyödyntämään niitä siinä määrin kuin se käytännössä on mahdollista. Haluan erityisesti kiinnittää huomiota seuraavaan kuuteen seikkaan:

1. Eläkkeiden rahoitusstrategian muuttaminen
2. Eläkevarojen roolin uudelleenarviointi ja sen merkitys sijoitustoiminnalle
3. Mittakaavaetujen etsiminen sijoitustoiminnassa ja etuuksien hallinnoinnissa
4. Eläkejärjestelmän kannusterakenteen muuttaminen kilpailua suosivasta yhteistyötä suosivaksi
5. Johtamisen laadun kehittäminen yhdistämällä sidosryhmien edustus ja asiantuntemuksen/kokemuksen vaatimus.
6. Sijoitustoiminnan katseen kääntäminen enenevässä määrin ulospäin.

OSA II

Suomen eläkejärjestelmän institutionaalinen rakenne ja sen merkitys Suomen taloudelliselle turvallisuudelle: miten hyvin se toimii?

Ainutlaatuinen instituutiorakenne

Jokaisen maan eläkejärjestelmän instituutiorakenne on omanlaisensa, koska ne ovat muotoutuneet monien vuosikymmenien aikana muuttuvien olosuhteiden ja tapahtumien sekä niihin vastaamisen kautta. Suomen eläkejärjestelmä ei poikkea tästä pääsäännöstä. Lyhyesti:

- Jos kirjon toisessa päässä on ”vapaaehtoinen/sirpaleinen” ja toisessa ”pakollinen/kollektiivinen”, Suomen järjestelmä on selkeästi ”pakollinen/kollektiivinen”, jossa pieni määrä erilaisia eläkejärjestelyjä ja laitoksia kattaa tehokkaasti Suomen koko väestön.
- Suomen työnantaja- ja työntekijäjärjestöt ovat olleet johtavissa asemissa Suomen eläkejärjestelmää rakennettaessa ja kehitettäessä. Valtiovalta on tukenut tätä laatimalla lakeja, jotka heijastavat työnantajien ja työntekijöiden toivomuksia ja päätöksiä. Eläketurvakeskus on eläkejärjestelmän tärkein tutkimus- ja kehitysyksikkö, joka harjoittaa tutkimusta ja ylläpitää keskustelua siitä, miten eläkejärjestelmää tulee kehittää. Tämä yhteisöllinen, konsensushakuinen ote on auttanut Suomea säilyttämään asemansa yhtenä maailman johtavista maista eläkkeiden suunnittelua ja toteuttamista koskevassa keskustelussa.
- Yksi Suomen eläkejärjestelmän tärkeimmistä päätöksistä on ollut eläkkeiden ja niihin liittyvien etuuksien jakaminen jakojärjestelmän mukaisesti rahoitettaviin (noin 75 %) ja etukäteen rahastoitaviin osuuksiin (noin 25 %). Tätä voidaan pitää eräänlaisena keskitienä täysin jakojärjestelmän mukaisesti rahoitettavien ja täysin rahastoivien järjestelmien välillä. Molemmilla on sekä hyvät että huonot puolensa. Nykyinen 75/25-suhde herättää mielenkiintoisen kysymyksen: onko jakojärjestelmän ja rahastoitavien osien välillä olemassa optimaalinen suhde, joka turvaa etuudet maksimaalisen kestävästi? Miten ”optimaalisuus” siinä tapauksessa määritellään ja miten vas-

taus tähän kysymykseen mahdollisesti muuttuu väestöllisten ja taloudellisten tekijöiden ajan mittaan muuttuessa?[2]

- Suomen järjestelmän pakollisuus ja kollektiivisuus heijastuu sen instituutiorakenteessa, johon nykyisellään kuuluu 37 voittoa tavoittelematonta laitosta, joilla on lupa harjoittaa eläkevakuutusta, sijoitustoimintaa ja tuottaa etuuksien toimeenpanopalveluja vakuutetuille ja heidän työnantajilleen.
- Toiminta on kuitenkin voimakkaasti keskittynyttä. Esimerkiksi vuoden 2011 lopussa yhteensä 144 miljardin euron eläkevaroista 103 miljardia (eli 72 prosenttia) oli neljän eläkelaitoksen hallinnassa, vaikka yksityisen ja julkisen alan eläkelaitoksia on 37.
- Suurin osa yksityisen sektorin työntekijöiden ja työnantajien eläkejärjestelyistä on seitsemän eläkevakuutusyhtiön hoidossa. Eläkevakuutusyhtiöt eivät tavoittele voittoa, vaan kilpailevat markkinaosuuksista palvelutasolla ja kannattavuudella. Näistä seitsemästä vakuutusyhtiöstä kahdella on määräävä markkina-asema. Vuoden 2011 lopussa Varma ja Ilmarinen hallinnoivat yhteensä 59 miljardin euron eläkevaroja eli yli 70 prosenttia kaikkien eläkevakuutusyhtiöiden 83 miljardin euron eläkevaroista.
- Eläkevakuutusyhtiöt eivät noudata samaa sijoituspolitiikkaa, mutta sijoitusten jakaumalla on taipumus noudattaa keskitien periaatetta siten, että noin 40 prosenttia on sijoitettu osakkeisiin, 45 prosenttia joukkovelkakirjoihin, 10 prosenttia kiinteistöihin ja noin viisi prosenttia muihin sijoituskohteisiin, kuten hedge-rahastoihin. Maantieteellisesti sijoitukset jakautuvat melko tasaisesti Suomen, Euroopan ja muun maailman välillä. Tämä merkitsee huomattavaa kotimaan ja euroalueen painottumista.
- Toisin kuin anglosaksisten maiden etuusperusteisissa eläkejärjestelmissä, Suomen eläkevakuutusyhtiöiden vakavaraisuutta säädellään vakuutusyhtiöperiaatteiden mukaisesti. Suomessa kaikilla eläkevakuutusyhtiöillä on oltava niin suuri vakavaraisuus, että ne kestävät vuosien 2008–2009 finanssikriisin kaltaiset shokit. Jos jokin eläkevakuutusyhtiö tulee maksukyvyttömäksi, muilla on yhteisvastuu sen velvoitteista.[3]
- Seuraavassa on listaa suomalaisten asiantuntijoiden näkemyksistä, joita esitettiin syyskuussa pidetyissä 16 tapaamisessa Helsingissä. Niitä tulee tarkas-

2 Käsittelen näitä kysymyksiä tarkemmin jäljempänä.

3 Vastakkainen esimerkki ovat amerikkalaiset valtion ja paikallishallinnon eläkejärjestelmät, joita ei säädellä millään tavalla. Sen seurauksena näiden järjestelmien keskimääräinen rahastointiaste on noin 75 prosenttia 100 prosentin tavoitteesta, vaikka diskonttauksessa käytetty korko on niinkin korkea kuin 7–8 prosenttia. Suomen eläkevakuutusyhtiöiden rahastointiaste on keskimäärin 120 prosenttia huomattavasti varovaisemmalla kolmen prosentin perustekorolla laskettuna. Vakavaraisuuden mittaamista ja johtamista käsitellään lähemmin jäljempänä.

tella rakentavassa kontekstissa sellaisten henkilöiden mielipiteinä, jotka haluavat kehittää järjestelmää, jota he jo pitävät pääosiltaan toimivana ja tehokkaana:

- Useimmat suomalaiset eivät ymmärrä monimutkaista eläkejärjestelmää, mutta heillä on vahva luottamus siihen.
- Sukupolvien väliseen oikeudenmukaisuuteen tulisi kiinnittää enemmän huomiota, ja etuuksien tason ja eläkeiän joustoihin tulisi suhtautua avoimemmin.
- Eläkevakuutusyhtiöiden vakavaraisuussäännökset ja neljännesvuosiraportointi saa aikaan laumakäyttäytymistä ja jättää liian vähän tilaa pitkäjänteiselle korkeampaan tuottoon tähtäävälle sijoittamiselle.
- Eläkelaitosten hallitukset ovat liian isoja (esim. 12 jäsentä ja 4 varajäsentä) ja niillä on liian vähän aitoa johtamiskokemusta.
- Eläkeyhtiöiden kilpailuun perustuvia asiakashyvityksiä ei katsota hyvällä.
- Eläkeyhtiöiden sijoitustoiminta on liian Suomi-painotteista, varsinkin, kun eläkejärjestelmän 75-prosenttinen jakojärjestelmään perustuva osa jo muutenkin on täysin riippuvainen Suomen talouden tilasta, työvoiman potentiaalisesta määrästä ja sen työmarkkinoille osallistumisesta.

Tästä kaikesta seuraa joukko johtopäätöksiä ja kysymyksiä, jotka vaativat tarkempaa selvitystä.

Johtopäätöksiä ja kysymyksenasetteluja

Mieleen nousee erityisesti seuraavaa:

1. Kokonaisuutena Suomen eläkejärjestelmän instituutiorakenne on monimutkaisuudessaankin yksi maailman vankimpia (ks. esim. alaviite 3, joka koskee Yhdysvaltojen osavaltioiden paikallisten eläkejärjestelmien taloudellista tilannetta). Kysymys, jota kannattaa pohtia, on, voisiko Suomen järjestelmää yksinkertaistaa ja sen kustannustehokkuutta kehittää, niin että sen vakaus säilyy.
2. Jakojärjestelmän ja rahastoinnin suhde on yksi Suomen järjestelmän avaintekijöistä. Dynaamisten/automaattisten määräytymissääntöjen kehittämi-

nen sille, miksi ja miten tätä suhdetta muutetaan ajan myötä, olisi tärkeä eläkepoliittinen innovaatio.[4]

3. Suomen eläkkeiden hallinto ja toimeenpano on huomattavan keskittynyttä. Onko tämä hyvä piirre vai ongelma? Käsittelemme tätä asiaa uudelleen osassa III.
4. Useimpien suomalaisten eläkelaitosten sijoitustoiminta on merkittävästi painottunut Suomeen ja euroalueelle. Onko tämä painotus perusteltu vai onko se ongelma? Tätä ja muita sijoitustoimintaan liittyviä kysymyksiä käsittelemme osissa III ja IV.
5. Miten tehokkaasti eläkeyhtiöt hallitsevat taseissaan olevat riskit, kun otetaan huomioon vakuutusyhtiöperiaatteen mukainen sääntely? Mitä mahdollisuuksia on saattaa eläkeyhtiöiden vakavaraisuusriskien hallinta korkeammalle tasolle? Entä radikaalimpi kysymys: tarvitseeko eläkeyhtiöiden (ja muiden suomalaisten eläkelaitosten) sijoitustoimintaa ollenkaan rajoittaa vakavaraisuussäännöksin?
6. Miten ”kilpailu” ja ”yhteistyö” eläkeyhtiöiden välillä sopii kaikkeen tähän?

Kohdan 5 kolmea kysymystä ja mahdollisia vastauksia niihin käsittelemme seuraavaksi. Sen jälkeen tartumme kohtaan 6.

Eläkeyhtiöiden vakavaraisuusriskien hallinta

Vaikka Suomen eläkeyhtiöiden kaltaisten organisaatioiden taseriskien hallinnassa käytetyt termit ja metodit usein kuulostavat salamyhkäisiltä ja monimutkaisilta, niiden taustalla ovat itse asiassa selkeät ja helposti ymmärrettävät periaatteet. Niiden avain on sen ymmärtäminen, miten tulevaisuudessa lunastettavien maksulupausten arvo (eli taseessa olevat vastuut) tulee laskea tänään. Oletetaan esimerkiksi, että eläkeyhtiö lupaa maksaa 103 euroa vuoden kuluttua ja tämän hetkinen tuotto yhden vuoden riskittömille joukkovelkakirjalainoille on kolme prosenttia. Tästä seuraa, että tulevan 103 euron maksulupauksen tämän päivän arvo on 100 euroa ja se voidaan turvata täysin ostamalla riskitön 100 euron joukkovelkakirja, josta vuoden kuluttua saa 103 euroa. Eläkeyhtiön tase on

4 Eläketurvakeskuksen arvion mukaan tämän hetkistä 22,8 prosentin työeläkemaksua joudutaan nykyisillä etuustasoilla korottamaan huomattavasti seuraavien 20 vuoden aikana Suomen väestön ikääntymisen vuoksi. Voidaan perustellusti väittää, että olisi oikeudenmukaisempaa seuraavaa työntekijäsukupolvea kohtaan, jos tulevia etuuksia varten rahastoitaisiin enemmän siten, että maksua korotettaisiin nopeammin ”kestävälle tasolle”. Kanadan CPP-eläkejärjestelmässä tällainen päätös tehtiin vuonna 1997 niin että CPP-maksua korotettiin noin 5 prosentista 10 prosenttiin palkasta viiden vuoden jaksolla. Tämän 10 prosentin (oikeastaan 9,9 %) maksun kestävyyttä arvioidaan nyt automaattisesti joka kolmas vuosi.

tasapainossa, 100 euron velkaa vastaa 100 euron varallisuus. Vuoden kuluttua ne kumoavat toisensa täysin.

Entäpä jos luvattu maksu olisi 101 euroa vuoden kuluttua sekä yhden vuoden inflaatio? Siinä tapauksessa kolmen prosentin riskitön joukkovelkakirja vastaisi sitä edellyttäen että inflaatio sattuisi olemaan kaksi prosenttia. Täysin vastaava varallisuus olisi riskitön joukkovelkakirja, josta vuoden kuluttua maksettaisiin 101 euroa sekä vuoden inflaatio. Jos inflaatio olisi 0 prosenttia, siitä saataisiin 101 euroa. Jos inflaatio olisi viisi prosenttia, siitä saataisiin 106 euroa. Tasetermein sanottuna, jos sellainen arvopaperi maksaisi markkinoilla tänään 100 euroa, maksulupauksen – 101 euroa ja inflaatio vuoden kuluttua – tämänhetkinen arvo voidaan myös määrittää 100 euroksi. Tässäkin tapauksessa velka ja sitä vastaava varallisuus ovat täysin tasapainossa, kun varallisuus vuoden kuluttua kattaa velan täsmälleen.

Miten eläkeyhtiön taseeseen vaikuttaisi se, että kolmen prosentin nimellinen markkinakorko (tapauksessa 1) tai yhden prosentin inflaatioon sidottu markkinakorko (tapauksessa 2) muuttuisi huomenna? Yksinkertainen vastaus on, että **sekä varallisuuden että velan ”käypä arvo” taseissa muuttuisivat ja muutokset vastaisivat toisiaan täsmälleen**. Toisaalta, elleivät duraatio- ja inflaatioherkkyydet eläkeyhtiön taseessa vastaisi toisiaan täsmälleen, eläkeyhtiön taseessa olisi eri tase-eriin liittyvä riski, jota varten vakuutusyhtiöitä koskevassa sääntelyssä vaaditaan vakavaraisuuspuskuria. Mitä suurempi riski, sitä suurempaa vakavaraisuuspuskuria vaaditaan.

Tärkein opetus on, että **eläkeyhtiön taseen vakavaraisuusriskin paras mittapuu on sijoitussalkku, joka duraatio- ja inflaatioherkkyydeltään vastaa kertyneitä sitoumuksia**. Eläkeyhtiön tase on ”uhattuna” siinä määrin kuin sen varat eivät tällä tavoin vastaa sitoumuksia, ja silloin tarvitaan suuri vakavaraisuuspuskuri turvaamaan luvattujen eläkkeiden maksu. Riittävän suuren puskurin arviointi vaatii erittäin kehittyneiden simulaatioiden ja stressitestitekniikoiden käyttöä.[5]

Miten suomalaiset eläkeyhtiöt todellisuudessa mittaavat ja hallitsevat vakavaraisuusriskejään

Kirjallisen aineiston ja keskustelujen perusteella voi päätellä, että eläkeyhtiön taseriskejä ei käytännössä mitata, hallita ja säännellä yllä esitetyn ihannemallin

5 Euroopan unionissa keskustellaan parhaillaan Solvenssi II-sääntelyn soveltamisesta eläkevakuutusyhtiöihin Holistic Balance Sheet-tasemalliehdotuksen kautta. Keskustelut eivät ole millään muotoa päättyneet.

mukaan. Koska suomalaisten eläkevastuiden rahastoidut osat eivät ole nimenomaan inflaatioon sidottuja, tapaus 1 vaatii vastuiden vakuudeksi luottoluokitukseltaan korkealaatuisista euromääräisistä rahoitusmarkkinavälineistä[6] koostuvan salkun, joka sopii yhteen kertyneiden maksulupausten duraatiorakenteen kanssa. Oikea perustekorko vastuille minä tahansa ajankohtana on sellaisen salkun duraatiolla painotettu keskimääräinen markkinatuotto tai sitä kohtuullisesti vastaava tuotto.

Suomen eläkeyhtiöiden perustekorkoa ei määritetä tällä tavalla. Sen määrittely tapahtuu osana Suomen eläkejärjestelmän päivittämistä ajan kulloistenkin vaatimusten tasolle. 1970-luvulla perustekorko oli viisi prosenttia ja vuonna 1997 se laskettiin kolmeen prosenttiin osana tuolloin tehtyä suurempaa eläkeuudistuspakettia. Kolmen prosentin perustekorko oli varovainen suhteessa eläkeyhtiöiden vastuita turvaaviin salkkuihin vuonna 1997. Koska korkealaatuiset korot sittemmin ovat laskeneet huomattavasti (varsinkin viiden viime vuoden aikana), kolmen prosentin perustekorko ei enää ole varovainen. Tänään pitkän aikavälin AAA-luokitetun euro-obligaation korko on 2,5 prosenttia. Jos korko on tämä ja keskimääräisen vastuun duraatio on kymmenen vuotta, eläkeyhtiöt aliarvioivat tällä hetkellä vastuidensa riskittömän taloudellisen arvon noin viidellä prosentilla. Tämä taas tarkoittaa sitä, että eläkeyhtiöiden vakavaraisuuspuskurien tämänhetkinen arvo on lähempänä 14 prosenttia kuin ilmoitettua keskimäärää, +20 prosenttia.[7]

Nämä taloudelliset realiteetit eivät merkitse sitä, että sataprosenttinen vastaavuus varojen ja sitoumusten välillä on aina oikea sijoitusstrategia, vaikka sitä voitaisiinkin noudattaa. Vakavaraisuuspuskureita voidaan sijoittaa tuottohakuisesti siten, että strategiaan sisältyy riskinottoa tase-erien tasapainon suhteen. Tärkeä oppi vuosien 2007–2011 traumaattisista kokemuksista pääomamarkkinoilla on, että erilaisten tase-erien riskit, joista todennäköisesti ei hyödytä, tulisi suojata. Tanskan ATP-eläkejärjestelmässä tämä ajattelu otettiin käyttöön kymmenen vuotta sitten ja sen tuloksena on saatu sijoitushyötyjä, jotka korvaavat joukkovelkakirjojen korkojen laskun aiheuttaman vastuiden kasvun viimeisten viiden vuoden aikana. Tämän ansiosta ATP on voinut ylläpitää positiivista

6 Tai niiden johdannaisista.

7 Yksinkertaistettu peukalosääntö on, että jos duraatio on 10 vuotta ja tuotto laskee 0,5, vastuut kasvavat 5 prosenttia. Oletetaan esimerkiksi, että kirjattu varallisuus on 120 ja kirjattu vastuu 100, eli kirjattu rahastointiaste on 120 prosenttia. Jos taloudellinen vastuu todellisuudessa on 105, rahastointiaste on 120/105=114 %.

vakavaraisuuspuskuria ”käyvin arvoin” tämän jakson alhaisesta perustekorosta huolimatta.[8]

Kuten monet muutkin eläkeorganisaatiot kautta maailman, suomalaiset eläkeyhtiöt ovat keskittyneet riskienhallinnassaan taseidensa varallisuuspuolelle.[9] Epäilemättä sijoitusriskit ovat tärkeä tekijä taseriskien kokonaisuudessa. Ne eivät kuitenkaan ole ainoat riskit. Eläkeyhtiön taseriskien hallinnassa on yhtä tärkeää ymmärtää, että korkealuokkaiset eläkelupaukset oikeastaan ovat eläkeyhtiön korkealuokkaisia velkakirjoja. Tämä johtaa suoraan siihen, että eläkevastuisiin liittyvät riskit voidaan ”immunisoida” (vaikkakaan ei täysin) niitä vastaavilla sijoituksilla tai näiden johdannaisilla. Taseen tasapainoriskin ottaminen on oikeutettua vain silloin, kun sillä voidaan lisätä tuottoa ja samalla ylläpitää taseen vakavaraisuutta.

Miten eläkeyhtiöiden taseriskien hallinta viedään korkeammalle tasolle

Mitä voitaisiin tehdä, jotta eläkeyhtiöiden taseriskien hallinta saataisiin astetta korkeammalle tasolle? Edellä esitetyn logiikan ja kokemuksen mukaan Suomessa pitäisi harkita seuraavaa kolmea askelta:

1. Eläkeyhtiöiden vastuiden perustekoron määräytymisen muuttaminen harkinnanvaraisesta menettelystä (esim. koron lasku viidestä prosentista kolmeen prosenttiin vuonna 1997) sellaiseen, joka heijastaa kulloisiakin markkinarealiteetteja (tällä hetkellä korko olisi noin 2,5 prosenttia).
2. Sen tunnustaminen, ettei rahastoidun eläkkeen osan koko määrää tarvitse pitää vähintään tietyn tasoisena. Rahastoiduista osista voitaisiin pitää kiinteänä esimerkiksi tietty ikäsidonnainen osuus (vakuutena olevat sijoitukset vastaisivat niitä taseessa niin hyvin kuin mahdollista). Loput varat sijoitettaisiin standardoituihin, hyvin hoidettuihin, globaaleihin, pitkäjänteisesti tuottohakuisiin vakuudettomiin rahastoihin, joista vakuutetut omistaisi-

8 Ks. lähemmin The Ambachtscheer Letter ”Effective Pension Management: the Cases of ATP and HOOPP”. Siinä todetaan, että ATP:n vuosittaiset sijoitustuotot ajanjaksolla 2007–2011 olivat 11,8 prosenttia, kun taas eurorahastojen mediaani CEM Benchmarking Inc.:n tietokannassa oli 3,9 prosenttia. Varman ja Ilmarisen kirjaamat sijoitustuotot samalla ajanjaksolla olivat 2,2 ja 1,4 prosenttia.

9 Tähän sisältyy laajojen taloudellisten ja maantieteellisten sijoitustekijöiden mukanaan tuoman sijoitussalkun riskialtistuksen ja hajautuspotentiaalin ymmärtäminen, myös toimialakohtaisten tekijöiden ja yksittäisten valtioiden ja yritysten arvopapereiden liikkeellelaskijoihin liittyvien erityisten kotimaisten ja ulkomaisten riskien ymmärtäminen. Taseen velkapuoli voidaan jossain määrin ottaa mukaan simuloimalla mahdollisia reaalituottoja suhteessa kolmen prosentin reaalituottovaatimukseen. Tällaiset simulaatiot eivät kuitenkaan ota huomioon sitä, että vastuiden perustekorko ei tosiasiassa ole vakio, vaan se vaihtelee ja siihen kohdistuu huomattavaa epävarmuutta tulevaisuuden suhteen.

vat rahasto-osuuksia, jotka säännöllisesti arvostettaisiin ”käyvin arvoin”. Tämä jako on looginen johtopäätös Tinbergenin säännöstä, jonka mukaan tavoitteiden saavuttamiseksi käytössä tulee olla yhtä monta keinoa kuin on tavoitteita.[10] Tanskan ATP-järjestelmässä ja Yhdysvaltojen TIAA-CREF-järjestelmässä on menestyksekkäästi erotettu tuottohakuiset ja vastuita turvaavat tavoitteet toisistaan. Australian QSuper-järjestelmässä ollaan menossa samaan suuntaan.[11]

3. Päätös siitä, miten näitä oppeja parhaiten voidaan soveltaa Suomen eläkejärjestelmään.

Näiden ehdotusten taustalla on Suomen nykyinen eläkejärjestelmä, jossa 75-prosenttista jakojärjestelmään perustuvaa osaa ja 25 prosenttista rahastoitua osaa käytännössä pidetään erillisinä, itsenäisinä eläkevarallisuuden osina. Toisin sanoen, tässä esitetään kysymys, tarvitseeko järjestelmän rahastoidun osuuden vastuut voida taata sataprosenttisesti, vai voisiko tätä vaatimusta lieventää siten, että suurempi osa eläkevaroista voitaisiin sijoittaa pitkäjänteisemmin ja tuottohakuisemmin.

Tarvitaanko eläkeyhtiöiden vakavaraisuussääntelyä ollenkaan?

Helsingissä käymiemme keskustelujen aikana jotkut suomalaiset eläke- ja sijoitusasiantuntijat esittivät ajatuksen, että eläkevastuiden pakollinen jakaminen jakojärjestelmän mukaan rahoitettaviin ja rahastoituihin aiheuttaa turhaa tehottomuutta sijoitustoimintaan ja rajoittaa pitkäjänteistä sijoittamista. Ajatuksen ydin on, että Suomen työeläkejärjestelmä oikeastaan on pakollinen, kollektiivinen jakojärjestelmä, jolla on noin 600 miljardin euron vastuut ja noin 150 miljardin puskurirahasto. Tästä seuraa, että koko 150 miljardin euron rahasto pitäisi vapauttaa vakavaraisuuteen liittyvistä rajoitteista ja sijoittaa pitkäjänteisesti ja tuottohakuisesti. Näissä puitteissa tulisi olla selvää, että eläkejärjestelmän kestävyys viime kädessä määräytyy integroidusti kansallisella tasolla. Tämä malli ottaisi huomioon jakojärjestelmän maksut, rahastoitavat maksut ja puskurirahaston tuotot sekä toisaalta tulevat eläkemaksut samalla kertaa. Kanadan Pen-

10 Alankomaalainen taloustieteilijä Jan Tinbergen sai kaikkien aikojen ensimmäisen taloustieteen Nobel-palkinnon vuonna 1969 periaatteestaan, jonka mukaan keinojen ja tavoitteiden lukumäärän on vastattava toisiaan.

11 Ks. lähemmin Ambachtsheer Letters-julkaisut ”The Dysfunctional ’DB vs. DC’ Dabate: Why and How to Move Beyond It” ja ”Turning DC Frogs into Pension Prince Charmings: Building Pension Plans that Serve Real People”.

sion Plan toimii näin.[12] Jos Suomen tämänhetkinen 150 miljardin euron puskurirahasto sijoitettaisiin pitkäjänteisemmin siten, että sen vuosittainen tuotto olisi yhden prosenttiyksikön suurempi, Suomen eläkejärjestelmä (ja suomalaiset) voisi pitkällä tähtäimellä rikastua 1,5 miljardilla eurolla vuodessa.[13]

Perinteisen ajattelun ja teorian mukaan tällaiseen strategiaan liittyy korkeampi riski. Uskottava vastaväite on, että 2000-luvulla pitkän tähtäimen hajautetut sijoitukset hyvin hoidettuihin globaaleihin, osinkoa maksaviin yhtiöihin voivat todellisuudessa tuottaa varmempaa kassavirtaa kuin nimelliskorkoon perustuvat väestökehitykseltään ja taloudeltaan taantuvien valtioiden joukkovelkakirjalainat. Jos ensin mainittujen tuottama kassavirta on vähemmän riskialtis kuin jälkimmäisten, sama koskee myös niiden pitkän tähtäimen arvoa.

Miten eläkeyhtiöiden välinen ”kilpailu” ja ”yhteistyö” sopivat kuvaan?

”Kilpailu” ja ”yhteistyö” ovat outo pari. Ehkä vähän vähemmän outo, kun on kyse keskinäisistä yhtiöistä, joilla ei ole kurssikehityksestä kiinnostuneita osakkeenomistajia ja joiden ei tarvitse hankkia pääomaa rahoitusmarkkinoilta, kuten Suomen eläkelaitosten tapauksessa. Silti Suomen nykyisen eläkejärjestelmän rakenteelle tarvitaan perusteet ja sen tehokkuuspotentiaalin arvioimiselle loogiset puitteet.

Katsotaan aluksi todellisia kokemuksia alalta. Telan tuottamien tietojen mukaan erityyppisten eläkelaitosten määrä on Suomessa jatkuvasti vähentynyt (164 vuonna 1970, 37 vuonna 2012). Suurin osa johtuu siitä, että eläkesäätiöiden määrä on vähentynyt 137:stä 15:een. Viime vuosina eläkeyhtiöiden asiakkaiden liikkuvuus on ollut keskimäärin viisi prosenttia vuodessa. Eläkealalla on siis on tapahtunut voimakasta keskittymistä viimeisten 40 vuoden ajan, ja viime

12 Yksityiskohtaisempi selvitys siitä, miten Kanadassa tehdään, löytyy Jean-Claude Menardin artikkelista ”Measuring the Sustainability of National Social Insurance Plans: The Case of the Canada Pension Plan (The Rotman International Journal of Pension Management, RIJPM, Fall 2010). Yksi tulos on, että CPP:n sijoitusneuvosto hoitaa CPP:n puskurirahastoa (tällä hetkellä noin 170 miljardia dollaria), joka hakee tuottoa globaaleilta markkinoilta ja sisältää vaatimattoman lyhytaikaisen maksuvalmiusvarannon.

13 Jos esimerkiksi oletetaan, että osaketyyppisillä sijoituksilla on pitkällä aikavälillä kolmen prosentin riskipreemio verrattuna velkatyyppisiin investointeihin, tuotto-odotusta voitaisiin lisätä yhdellä prosentilla vuotta kohden, jos Suomen nykyisestä (suunnilleen) 45–55 -jakaumasta siirryttäisiin 80–20 -jakaumaan. Yksityiskohtaiset 2000-luvun pääomamarkkinoita koskevat ennusteet eivät kuulu tähän raporttiin. Näkemykseni mukaan ei ole epärealistista arvioida, että osaketyyppisten sijoitusten reaalituotto on neljä prosenttia ja velkatyyppisten yhden prosentin.

vuosikymmenellä asiakkaiden liikkuvuus eläkeyhtiöiden välillä on ollut kohtuullista.

Päätelkäämme sitten, mihin suuntaan Suomen eläkelaitoksen voisivat tai niiden tulisi lähteä. Kilpailun vakioperuste on, että se kohottaa tuotteiden/palvelun laatua ja pitää hinnat kurissa. Eläkealan organisaatiot tuottavat kahta hyvin erilaatuista palvelua: sijoitusten hallintaa ja etuuksien toimeenpanoa. Siksi ihanteellinen eläkelaitos teoriassa on ”kilpailukykyinen” molemmissa, ja voi esittää siitä vakuuttavaa näyttöä, jonka sen olemassa olevat ja tulevat asiakkaat vaivattomasti ymmärtävät.

Valitettavasti molemmilla palvelualueilla on vaikea saavuttaa sellaista näyttöä. Eräs hämmentävä lisätekijä on, että asiakaskunta ei ole yhtenäinen. Menestyksekkäämmästä sijoitustoiminnasta ja toiminnan tehostumisesta hyötyvät ensisijaisesti suomalaiset työnantajat, kun taas työntekijät hyötyvät etuuksien toimeenpanon palvelun laadun paranemisesta. Nämä tosiseikat viittaavat siihen, että yhteistyön painottaminen kilpailun sijaan saattaa hyödyttää kaikkia, myös kaikenkokoisia työnantajia. Erityisesti:

1. **Sijoitustoiminta:** Logiikan ja tutkimustiedon mukaan useimmat sijoituspalvelujen ostajat ovat yksinkertaisia ja tekevät valintapäätöksensä viimeaikaisen menestyksen mukaan. Valitettavasti logiikka ja tutkimustieto osoittavat myös, että äskettäinen hyvä menestys on paljon todennäköisemmin kohinaa kuin signaalia. Kun sijoituspalveluorganisaatio on saavuttanut riittävän markkinaosuuden, sen on järkevää puolustaa osuuttaan ”laumakäyttäytymisellä”, toisin sanoen kulkea keskitietä ja siten ehkäistä merkittävät epäonnistumiset ja markkinaosuuden menetys. Ruotsin AP-rahastot ovat mielenkiintoinen esimerkki tällaisesta käyttäytymisestä. Ruotsin kymmenen vuoden takaisessa eläkeuudistuksessa perustettiin neljä samankokoista puskurirahastoa, jotta syntyisi kilpailua ja sijoitusriskejä voitaisiin hajauttaa. Kuten voitiin odottaa, kumpaakaan tavoitetta ei saavutettu, koska AP-rahastojen hoitajat noudattivat hyvin samankaltaisia sijoitusstrategioita ja saivat siksi hyvin samankaltaisia tuloksia. Tällä hetkellä Ruotsissa on käynnissä vilkas keskustelu siitä, miten nämä neljä pienehköä 25 miljardin euron rahastoa voitaisiin sulauttaa yhdeksi paljon suuremmaksi puskurirahastoksi, josta voisi tulla kilpailukykyinen maailmanluokan sijoittaja.[14]
2. **Etuuksien toimeenpano:** Samoin kuin sijoitustoiminnassa, eläkkeiden toimeenpanopalveluissa (rekisterien pito, eläkkeiden maksu, vakuutetuille suunnattu viestintä) voidaan saavuttaa huomattavia mittakaavaetuja.[15] Vah-

14 Ks. artikkeli ”Pension capital reform ’does not go far enough’, Financial Times, 17.9.2012.

15 Ks. working paper Bikker *et al.*: ”The Impact of Scale, Complexity, and Service Quality on the Administrative Costs of Pension Funds: A Cross-Country Comparison”, De Nederlandsche Bank, 2010.

va hallinto- ja johtamistoiminto ja suurempi mittakaava pienentävät myös yksikkökustannuksia. Samalla vahva hallinto- ja johtamistoiminto varmistaa, että eläkeyhtiön asiakkaat saavat korkealuokkaiset eläke- ja vakuutuspalvelut.

Lyhyesti sanottuna mikään ei puhu vakuuttavasti sen puolesta, että eläkeyhtiöiden välinen kilpailu lisää sijoitustuottoja tai aikaansaa kustannustehokkaampia eläke- ja vakuutuspalveluja Suomessa. Vaikuttaa päinvastoin siltä, että hyvin suunnitelluilla yhteistyöstrategioilla voitaisiin voittaa paljon sekä sijoitustoiminnan että etuuksien toimeenpanon puolella. Siten esimerkiksi kaksi tai useampia suomalaista eläkelaitosta voisivat yhdistää sijoitustoimintonsa yhdeksi, paljon suuremmaksi globaaliksi sijoitusorganisaatioksi. Samalla tavalla etuuksien toimeenpanon puolella voisi joidenkin suomalaisten eläke- ja vakuutushallinnon toiminnon yhdistäminen johtaa huomattaviin kustannussäästöihin.

Vastaväitteitä

Tässä vaiheessa on tärkeää esittää muutamia vastaväitteitä näille mittakaavaan perustuvan keskittämisen puolesta puhuville väitteille. Muun muassa seuraavia vastaväitteitä voidaan esittää:

- Eläkeyhtiörakenne luo standardisoidut puitteet, joissa organisaation käyttäytymistä ja suoriutumista voidaan arvioida.
- Eläkeyhtiörakenne varmistaa sen, että Suomen eläkejärjestelmällä jatkuvasti on vahva sijoituspuskuri.
- Eläkeyhtiörakenne edistää kustannusten ja riskien jakoa ja luo samalla kilpailua.
- Eläkeyhtiörakenne luo vahvan puolustuksen sellaista poliittista vallankäyttöä vastaan (esim. eläkevarojen otto valtion haltuun), jota on esiintynyt muissa maissa.

Nämä väitteet tulee ottaa vakavasti. Ilmeisesti **on** kuitenkin syytä yrittää arvioida, miten paljon tuottoja mahdollisesti voitaisiin kasvattaa ja kustannuksia vähentää Suomen eläkejärjestelmää keskittämällä. Siten voidaan laskea hinta joillekin nykyisen rakenteen suomille eduille.

Tässä vaiheessa siirrymme deduktiivisesta ajattelusta induktiiviseen. Miten Suomen eläkejärjestelmän sijoitus- ja toimeenpanotoiminnot sijoittuvat arvontuottajina kansainvälisessä vertailuryhmässä? Tähän kysymykseen paneudutaan osassa III.

Osan II yhteenveto ja johtopäätökset

1. Kokonaisuutena Suomen eläkejärjestelmän instituutiorakenne on monimutkainen, mutta yksi maailman vankimpia.
2. Jakojärjestelmän ja rahastoinnin suhde on yksi Suomen eläkejärjestelmän tärkeimmistä ohjauskeinoista. Dynaamisten/automaattisten sääntöjen luominen sille, miten sen tulee määräytyä ajan kuluessa, olisi tärkeä eläkepoliittinen innovaatio.
3. Vakavaraisuuden määrittelyssä eläkeyhtiön saattavat tällä hetkellä aliarvioida kertyneiden vastuidensa määrän noin viidellä prosentilla. Tästä seuraa, että eläkeyhtiöiden vakavaraisuuspuskurit ovat tällä hetkellä todennäköisesti pienemmät kuin ilmoitetut 20 prosenttia.
4. Rahastoiduille eläkkeiden osille ei tarvitsisi olla täyttä takuuta. Rahastoiduista varoista voitaisiin asettaa (niitä mahdollisimman hyvin vastaavat) kiinteä alaraja vain tietylle ikäsidonnaiselle osuudelle. Loput voitaisiin sijoittaa standardoituun, hyvin hoidettuun pitkän tähtäimen tuottoa hakevaan globaaliin vakuudettomaan rahastoon, jossa vakuutetut omistaisivat ”käypään arvoon” arvostettuja osuuksia.
5. Voidaan väittää, ettei Suomen eläkejärjestelmässä tarvita vakavaraisuuspuskureita. Miksi? Koska Suomen työeläkejärjestelmä on pakollinen, kollektiivinen jakojärjestelmään perustuva eläkejärjestelmä, jossa on noin 600 miljardin euron eläkevastuut ja noin 150 miljardin puskurirahasto. Tästä seuraa, että koko 150 miljardin euron puskurirahasto tulisi vapauttaa kaikista vakavaraisuusrajoitteista ja sijoittaa ainoastaan tuottohakuisesti. Tällainen muutos Suomen 150 miljardin euron eläkerahastojen käyttötarkoituksessa voisi lisätä pitkän tähtäimen vuosituottoja jopa yhdellä prosentilla vuodessa, tai 1,5 miljardilla eurolla vuodessa tämän hetkisen arvon mukaan.
6. Ei ole vakuuttavaa näyttöä siitä, että eläkeyhtiöiden välinen kilpailu lisää sijoitustuottoja tai aikaansaa kustannustehokkaampia eläke- ja vakuutuspalveluja Suomessa. Päinvastoin, hyvin suunnitelluilla yhteistyöstrategioilla voitaisiin voittaa paljon sekä sijoitustoiminnan että etuuksien toimeenpanon puolella.
7. On kuitenkin olemassa uskottavia perusteita sille, että instituutiorakenne kannattaa säilyttää nykyisellään (standardisoidut arviointipuitteet, suojautuminen poliittiselta vallankäytöltä). Puolueeton kustannusten ja hyötyjen analyysi auttaisi selvittämään, miten sijoitustoiminnan ja etuuksien toimeenpanon keskittäminen vaikuttaisi kustannuksiin ja hyötyihin.

OSA III

Tuottavatko Suomen eläkelaitokset ”vastinetta rahoille”?

Eläkelaitosten vertailu arvon tuottajina

Eläkelaitoksilla on kaksi päätehtävää:
1. eläkevarojen sijoittaminen
2. tietojenvaihto asiakkaiden ja sidosryhmien kanssa sekä etuuksien laskenta ja maksu.

Tehokkaat eläkelaitokset hoitavat molemmat tehtävät erittäin hyvin. Eläkelaitosten hallitukset vastaavat organisaation tehokkuudesta ja siksi niillä on vastuu sen arvioimisesta, kuinka hyvin organisaatio hoitaa nämä kaksi tehtävää. Tämä taas vaatii sopivien mittarien luomista. Toisin sanoen hallituksen on tiedettävä, miten paljon organisaatio käyttää rahaa hoitaakseen sijoitus- ja toimeenpanotehtäviään ja mitä tuloksia sillä saadaan sidosryhmien hyväksi. Ihannetapauksessa hallitus voi verrata organisaationsa tuloksia sopivan vertailuryhmän tuloksiin saadakseen valistuneen arvion siitä, miten organisaation tuottaa vastinetta käytetylle rahalle.

Eläketurvakeskuksen ja kahdeksan suuren suomalaisen eläkelaitoksen avustamana CEM Benchmarking Inc. vertasi Suomen eläkejärjestelmän sijoitus- ja toimeenpanotoimintoja kansainväliseen vertailuryhmään. Yksittäisten suomalaisten eläkelaitosten tiedot yhdistettiin yhdeksi koko Suomea koskevaksi sijoitustoiminnaksi ja yhdeksi koko Suomea koskevaksi etuuksien toimeenpanotoiminnoksi. Näiden koko Suomea koskevien toimintojen tuottamaa vastinetta rahoille verrattiin vastaaviin globaaleihin mittareihin. Näiden vertailujen tulokset esitellään seuraavaksi, ensin sijoitustoiminnan ja sitten etuuksien toimeenpanon osalta.

Sijoitustoiminnan kustannusten vertailu

Yhdistetty ”Suomen eläkerahasto” (FPF) luotiin siten, että CEM yhdisti kahdeksan suomalaisen eläkelaitoksen eli Eteran, Fennian, Ilmarisen, Kevan, Tapiolan, Valtion eläkerahaston, Veritaksen ja Varman, tiedot. Tuloksena saatiin 125

miljardin euron eläkerahasto, jota vertailtiin kahteen CEM:n tietokannassa olevaan kansainväliseen vertailuryhmään. Toinen näistä oli 15 laitoksen muodostama isompien rahastojen ryhmä (keskimäärin 80 miljardia euroa) ja 20 laitoksen muodostama pienempien rahastojen ryhmä (keskimäärin 20 miljardia euroa). Perustelu kahden eri ryhmän muodostamiselle oli, että Suomen eläkerahastoa siten voitiin verrata sekä sellaiseen ryhmään, jonka varallisuuden määrä vastasi koko Suomen yhdistettyjä rahastoja, että sellaiseen ryhmään, jossa varallisuuden määrä vastasi Suomen kahdeksan erillisen eläkelaitoksen keskimääräisiä rahastoja.

Kaikki alla luetellut vuoden 2011 kulut ovat keskenään vertailukelpoisia, kun ne raportoidaan peruspisteinä (basic points, bps, prosentin sadasosa) suhteessa rahastojen keskimääräiseen arvoon vuonna 2011. Kokonaiskustannuksiin sisältyy kaksi suurta kustannuslajia: sijoitustoiminnan suorat kustannukset ja epäsuorat kustannukset (rahastojen valvonta, säilytyspalkkiot, konsulttipalkkiot, juristien palkkiot jne.). Sijoitustoiminnan suorat kustannukset on lisäksi jaettu sisäisesti hoidettuihin ja ulkoistettuihin toimintoihin, aktiivisiin ja passiivisiin sijoituksiin ja eri omaisuuslajeihin.

CEM:n laskelmien mukaan Suomen eläkerahaston sijoitustoiminnan kokonaiskulut vuonna 2011 olivat 615 miljoonaa euroa. Taulukossa 1 yhteismäärä jaetaan neljään osaan: suorat sisäisen ja ulkoistetun sijoitusten hallinnan kulut ja muut sisäiset ja ulkoiset sijoitustoimintaan liittyvät kulut. Jälkimmäinen ryhmä sisältää kulut, jotka liittyvät esimerkiksi arvopaperisäilytykseen, konsulttipalveluihin, tilintarkastukseen, sisäiseen valvontaan ja yleiseen johtamiseen. Kannattaa kiinnittää huomiota siihen, että suurin osa näistä 615 miljoonan euron kuluista oli ulkoisista sijoituspalveluista maksettuja palkkioita (537 miljoonaa euroa). Suurin osa näistä (noin 400 miljoonaa) liittyi noteeraamattomilla markkinoilla sijoittamiseen (noteeraamattomat osakkeet, kiinteistöt) ja hedgerahastosijoituksiin.

Taulukko 1. *Suomen eläkerahaston sijoitusten hallinnan kokonaiskustannukset vuonna 2011 (miljoonaa euroa).*

	Sijoitusten hallinta	Muut	Yhteensä, milj. €
Sisäiset	46	21	67
Ulkoiset	537	11	548
Yhteensä	583	32	615

Lähde: CEM Benchmarking Inc.

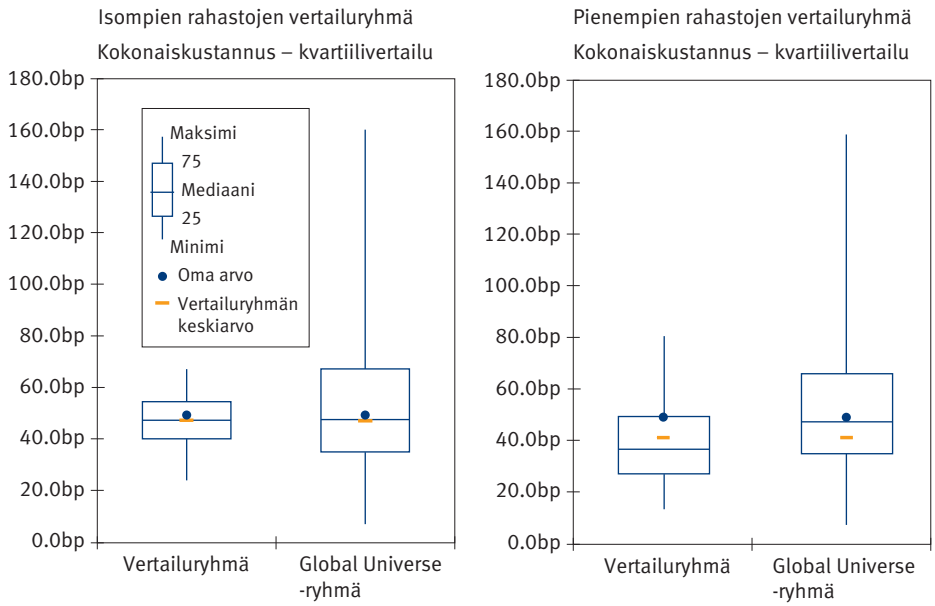
Kuviossa 1 sijoitustoiminnan kokonaiskulut 615 miljoonaa euroa on muunnettu 49,2 peruspisteeksi suhteessa Suomen eläkerahaston vuoden 2011 keskimääräiseen varallisuuden arvoon, joka oli 125 miljardia euroa. Näitä kustannuksia verrataan isompien rahastojen ryhmän keskimääräisiin kuluihin, 47,4 peruspistettä ja pienempien rahastojen ryhmän keskimääräisiin kuluihin, 41,3 peruspistettä. Suomen eläkerahaston kokonaiskustannukset ovat siis suunnilleen samalla tasolla kuin suurempien rahastojen ryhmän keskiarvo, mutta korkeammat kuin pienempien rahastojen ryhmän. Miten tätä tulisi tulkita? Miksi Suomen eläkerahaston kustannukset olivat niin lähellä suurempien rahastojen keskiarvoa ja korkeammat kuin pienten rahastojen keskiarvot? CEM:n tutkimuksessa todetaan seuraavaa:

- Pääasiallinen syy Suomen eläkerahaston ja ”isompien” ryhmän korkeampiin keskimääräisiin sijoituskuluihin verrattuna ”pienempien” ryhmään liittyy sijoitusjakaumaan. Suomen eläkerahastolla ja ”isompien” ryhmällä on viisi prosenttiyksikköä enemmän korkeita kustannuksia (200+ peruspistettä) aiheuttavia sijoituksia, kuten noteeraamattomia osakkeita ja hedgerahastoja, kuin ”pienempien” ryhmässä.
- Suomen eläkerahaston ja sekä ”isompien” että ”pienempien” ryhmän välillä on kaksi suurta eroa, jotka eivät näy keskimääräisissä sijoituskuluissa. Ensinnäkin Suomen eläkerahasto hoitaa huomattavasti suuremman osan sijoituksistaan itse (keskimäärin 65 %) kuin muunmaalaiset rahastot (keskimäärin 12 %). Tästä seuraa huomattava kustannussäästö (-5,2 peruspistettä tai 64 miljoonaa euroa verrattuna ”isompien” ryhmään ja -6,2 peruspistettä tai 78 miljoonaa euroa verrattuna ”pienempien” ryhmään).
- Suomen eläkerahaston muut sijoitustoiminnan kulut vuonna 2011 olivat 32 miljoonaa euroa eli 2,4 peruspistettä varallisuudesta. Tämä kustannustehokkuus on ”isompien” ryhmän 2,1 peruspisteen ja ”pienempien” ryhmän 3,2 peruspisteen välillä. Jälkimmäinen on tärkeämpi vertailukohde, koska ”isompien” ryhmän rahastot hyötyvät huomattavista mittakaavaeduista. ”Pienempien” ryhmän rahastot taas ovat paremmin verrattavissa Suomen eläkerahaston muodostaviin kahdeksan suomalaisen rahaston keskimääräiseen arvoon. Yksi tärkeä syy Suomen eläkerahaston parempaan tulokseen tässä on se, että se maksoi 0,8 peruspistettä (9 miljoonaa euroa) vähemmän säilytys- ja konsultointipalkkioita kuin keskimääräiset kansainväliset ”pienemmät” rahastot.

Kokonaisuutena Suomen eläkerahaston kustannustehokkuus on linjassa siihen vertailtavissa olevien ulkomaisten rahastojen kanssa. Vaikka kustannuksia toi-

saalta lisäsi se, että suomalaisilla rahastoilla oli enemmän omaisuuslajeja, joiden hallintakustannukset ovat korkeat, ja ne maksoivat suhteellisesti korkeampia palkkioita ulkoisista sijoituspalveluista, kustannuksia laski se, että suuri osa sijoitustoiminnasta hoidettiin itse ja säilytys- ja konsultaatiopalkkioita maksettiin vähemmän. Kustannustehokkuuden pysymisen ”linjassa” osoittaa myös se, että Suomen eläkerahaston sijoitustoiminnan kokonaiskulut, 49,2 peruspistettä, on vain hiukan enemmän kuin CEM:n maailmanlaajuisen Global Universe-ryhmän mediaani, 47,5 peruspistettä. (Ks. kuvio 1).

Kuvio 1. *Suomen eläkerahaston sijoitustoiminnan kulut verrattuna kansainvälisten isompien ja pienempien eläkerahastojen muodostamien vertailuryhmien kuluihin.*



Lähde: CEM Benchmarking Inc.

Sisäisen johtamistoiminnon vertailu

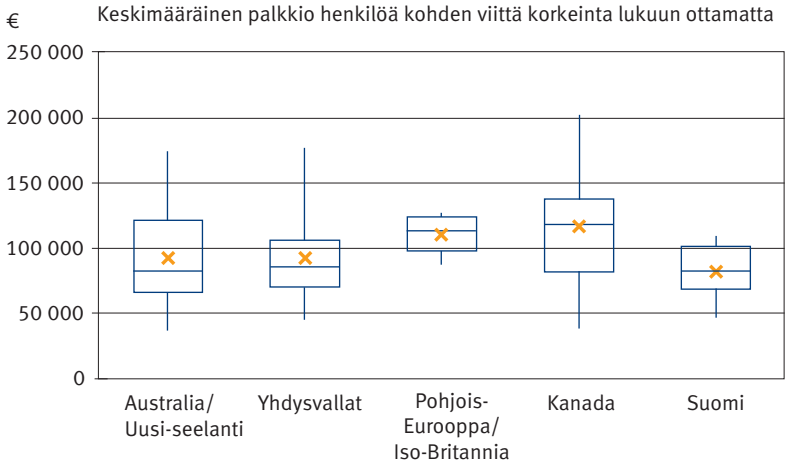
Sisäinen johtamistoiminto on erityisen kiinnostava siksi, että siellä tehdään eläkelaitoksen strategiset päätökset sekä ohjataan ja valvotaan toimintaa. On tärkeää huomata, että alhaiset kustannukset tässä toiminnossa ei välttämättä ole hyvä asia, jos se vaikuttaa huomattavasti organisaation strategisen päätöksenteon ja valvonnan laatuun. CEM:n vertailussa Suomen eläkerahaston kustannukset tästä toiminnasta olivat arviolta 1,6 peruspistettä (20 miljoonaa euroa

yhteensä kaikilta kahdeksalta suomalaiselta eläkelaitokselta eli keskimäärin 2,5 miljoonaa euroa laitosta kohden). ”Isompien” rahastojen ryhmässä vastaava keskimääräinen tulos oli 1,5 peruspistettä (joka vastaa 12,0 miljoonaa euroa yksittäistä 80 miljardin euroa rahastoa kohden) ja ”pienempien” rahastojen ryhmässä 1,7 peruspistettä (eli 3,4 miljoonaa euroa yksittäistä 20 miljardin euron rahastoa kohden). Nämä vertailut osoittavat että suomalaiset eläkelaitokset keskimäärin käyttävät miljoona euroa vähemmän vuosittain sisäiseen johtamiseen kuin kansainvälinen samankokoisten rahastojen vertailuryhmä. Molemmat ”pienempien” rahastojen ryhmät käyttävät huomattavasti vähemmän rahaa sisäiseen johtamiseen kuin ”isompien” ryhmä, jossa tähän toimintoon käytetään keskimäärin 12 miljoonaa euroa vuodessa. Oletettavasti 9 miljoonan euron lisäkulut tuottavat ”isommille” rahastoille huomattavaa etua johtamis- ja valvontatoimintojen kehittämisessä.

Sisäisen sijoitustoiminnon palkkioiden vertailu

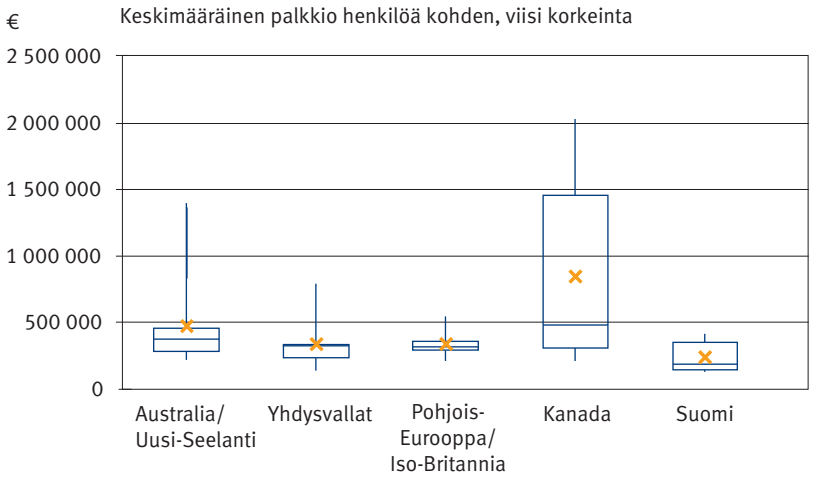
Tutkiaksemme sisäisen johtamistoiminnon kustannuksia vieläkin tarkemmin keräsimme tiedot suurimpien suomalaisten eläkelaitosten koko sijoitustoiminnan palkkioista (palkat, edut, ja kannustimet viimeisimmältä verotusvuodelta). Kuviossa 2 vertaillaan suomalaisten eläkelaitosten sijoitustoiminnon kokonaispalkkiota eräiden Australiassa/Uudessa Seelannissa, Kanadassa, Euroopassa ja Yhdysvalloissa toimivien rahastojen lukuihin. Ylemmästä kaaviosta on jätetty pois viisi korkeimmin palkattua henkilöä. Alemmassa kaaviossa esitetään sama tiedot kunkin mukana oleva rahaston viidestä korkeimmin palkatusta henkilöstä. Kaaviot osoittavat, että suomalaisten rahastojen sijoitustoiminnon palkkiot ovat merkittävästi alhaisemmat kuin kaikilla muilla neljällä alueella. Viiden parhaiten palkatun keskimääräinen palkkio Australian/Uuden Seelannin, Yhdysvaltojen, Euroopan, Kanadan ja Suomen eläkerahastoissa oli 481 000 euroa, 339 000 euroa, 342 000 euroa, 847 000 euroa ja 244 000 euroa. Tämä vertailu on samansuuntainen kuin yllä mainittu CEM:n vertailu. Ne osoittavat, että suomalaiset eläkelaitokset kansainvälisesti katsoen käyttävät vähemmän rahaa sisäiseen sijoitustoimintoonsa kuin vastaavat laitokset muualla maailmassa.

Kuvio 2. *Sijoitustoiminnon palkkioiden vertailu.*



Keskimääräinen palkkio henkilöä kohden viittä korkeinta lukuun ottamatta, euroa

	AUS/NZ	USA	NE/UK	Kanada	Suomi
Maksimi	174 792	177 265	127 547	202 298	109 091
75 %	122 116	105 854	124 164	138 074	100 982
Mediaani	82 557	85 393	113 882	118 261	82 148
25 %	66 393	70 410	97 748	81 804	68 721
Minimi	36 997	44 900	87 347	38 338	46 207
× Keskiarvo	92 439	92 586	110 371	117 299	81 850
n=	9	10	7	10	6



Keskimääräinen palkkio henkilöä kohden, viisi korkeinta, euroa

	AUS/NZ	USA	NE/UK	Kanada	Suomi
Maksimi	1 397 583	790 986	544 666	2 028 072	420 000
75 %	458 294	339 396	361 077	1 451 430	350 500
Mediaani	378 733	321 213	320 000	482 100	186 000
25 %	290 253	234 674	296 470	307 613	145 482
Minimi	217 847	140 754	217 175	216 027	132 080
× Keskiarvo	481 047	338 755	342 419	847 095	243 565
n=	9	10	7	10	6

Lähde: KPA Advisory Services Ltd.

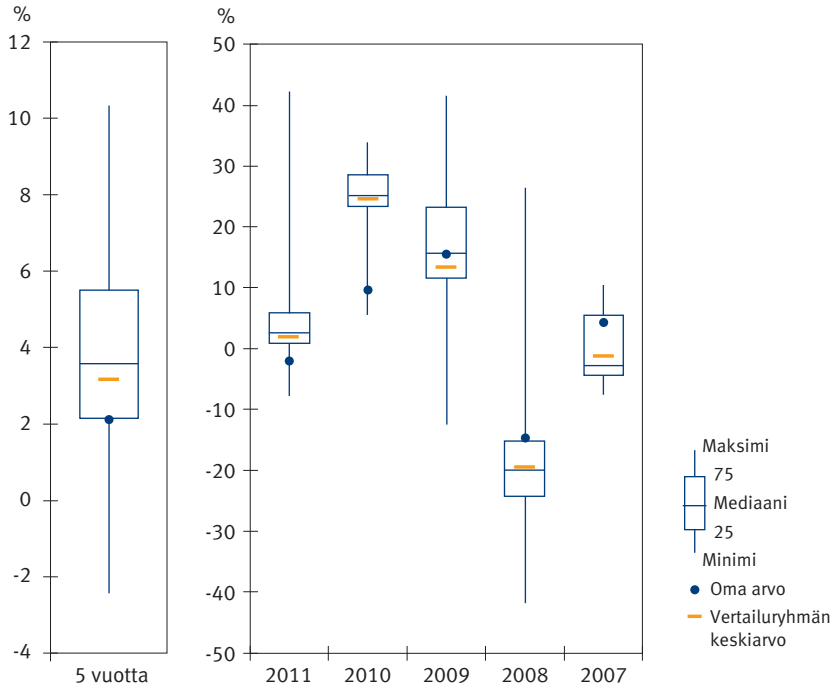
Sijoitustoiminnan menestyksellisyyden vertailu

CEM:n sijoitusvertailussa Suomen eläkerahaston viiden vuoden vuosittainen nettotuotto vuosina 2007–2011 oli 2,5 prosenttia. Globaalissa isompien rahastojen ryhmässä nettotuottojen mediaani samalla ajanjaksolla oli 3,5 prosenttia. CEM laskee myös jokaiselle sijoitusvertailutietopankissaan olevalle rahastolle ”politiikkatuoton”, joka on arvioitu tuotto, jonka rahasto olisi saanut, jos se olisi passiivisesti noudattanut valitsemaansa sijoituspolitiikkaa. Suomen eläkerahaston politiikkatuotto oli 2,1 prosenttia, kun globaalin vertailuryhmän mediaani oli 3,6 prosenttia. Tämä osoittaa, että Suomen eläkerahasto itse asiassa ylitti tämän arvion kyseisenä aikana (2,5 % vs. 2,1 %), kun taas kansainvälisten rahastojen mediaani ei sitä tehnyt (3,5 % vs. 3,6 %). Näistä tuloksista herää mielenkiintoinen kysymys, miksi Suomen eläkerahaston vuotuinen politiikkatuotto oli keskimäärin 1,5 prosenttia alhaisempi kuin kansainvälisten rahastojen mediaani vuosina 2007–2011. Miten sen sijoituspolitiikka erosi kansainvälisestä vertailuryhmästä?

Kuvio 3 auttaa tunnistamaan ongelman, joka oli Suomen eläkerahaston suhteellisen heikko tuotto vuosina 2010 ja 2011. Mitä noina kahtena vuonna tapahtui? Kaksi asiaa: Ensinnäkin Suomen osakemarkkinoilla meni huonosti verrattuna muihin osakemarkkinoihin ja toiseksi Suomen eläkerahaston sijoituksista 14 prosenttia oli suomalaisia pörssiosakkeita ja lisäksi kolme prosenttia noteeraamattomia suomalaisia osakkeita kun taas kansainvälisen vertailuryhmän sijoituksista hyvin vähän oli Suomessa.[16] Lyhyesti sanottuna Suomen eläkerahaston voimakas painotus kotimaisiin sijoituksiin vuosina 2007–2011 huononsi sijoitustoiminnan tuottoja tuntuvasti tänä aikana.

16 MSCI Global stock -indeksin viiden vuoden tuotto oli -1,1 prosenttia kaudella 2007–2011, kun taas Suomen osakeindeksin tuotto oli -9,8 prosenttia. Nokian osakekurssi laski noin 90 prosenttia tällä ajanjaksolla.

Kuvio 3. *Kansainväliset politiikkatuotot – kvartiilivertailu.*



Lähde: CEM Benchmarking Inc.

Eläke-etuuksien toimeenpanon kustannusten vertailu

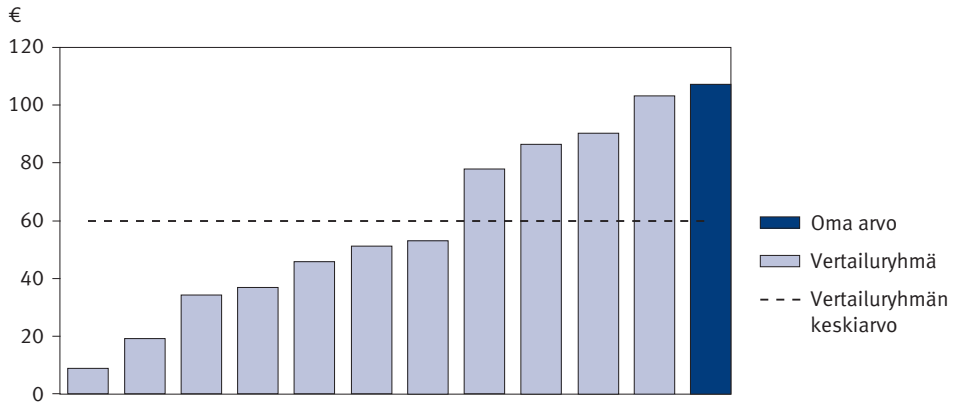
CEM on vertaillut eläkelaitosten eläke-etuuksien hallintokustannuksia ympäri maailmaa vuodesta 1998. Sen on kehittänyt vakioidun vertailumenetelmän, joka ottaa huomioon eri maiden erilaiset säännöt ja sopimukset ja joka on palvellut noin sataa organisaatiota seitsemässä eri maassa. Tätä tutkimusta varten CEM teki vertailuraportin, jossa käytettiin samojen kahdeksan suomalaisen eläkelaitoksen tietoja, joista muodostettiin edellä mainittu Suomen eläkerahasto.

Kuviossa 4 näkyvät eläkkeiden toimeenpanon kustannukset vuonna 2011 sekä Suomen eläkerahaston että yhdentoista suuren muunmaalaisen eläkelaitoksen osalta. Suomen eläkelaitoksen vakuutettujen ja eläkeläisten yhteismäärä tuolloin oli 3,7 miljoonaa, kun koko näytteen keskimäärä laitosta kohden oli 1,5 miljoonaa. Suomen eläkerahastolla oli 347 000 työnantaja-asiakasta, kun vertailuryhmän keskiarvo oli 45 000. Suomen eläkerahaston eläkkeiden toimeenpanon kokonaiskustannukset vuonna 2011 olivat 440 miljoonaa euroa eli 107 eu-

roa/henkilö. Huomatkaa, että tämä oli vertailuryhmän korkein kustannus vakuutettua kohden. Keskiarvo oli 60 euroa vakuutettua kohden. CEM mainitsi seuraavat kolme selittävää tekijää:

- Suomen eläkerahasto ei ole yksi organisaatio, vaan muodostuu kahdeksasta paljon pienemmästä organisaatiosta. Tästä johtuva mittakaavahaitta on arviolta noin 30 euroa vakuutettua kohden. Jos vertailuryhmän keskiarvo tarkistetaan mittakaavaerolla, se ei ole 60 euroa vaan 90 euroa vakuutettua kohden.
- Suomen työeläkejärjestelmä on monitahoisempi kuin muiden maiden II pilarin (työntekoon perustuvissa) eläkejärjestelmissä (Suomessa eläkevakuutusyhtiöt huolehtivat suurimmalta osin pitkäaikaisista työkyvyttömyysetuuksista). Tästä syystä Suomen eläkelaitoksilla on suurempi transaktiovolyymi tai työmäärä. Sen vuoksi Suomen eläkerahastoa koskevaan vertailulukuun tulee lisätä vielä 11 euroa/vakuutettu, jolloin se nousee 101 euroon.
- Suomen työeläkejärjestelmä on ainoa laatuaan siinäkin mielessä, että yksityisen sektorin eläkeyhtiöiden välillä on kilpailua, josta aiheutuu myynti- ja markkinointikustannuksia sekä lisäksi asiakaspalvelutaso, joka keskittyy työnantaja-asiakkaisiin. Sen lisäksi viimeisen laitoksen periaate edellyttää vakuutettuja koskevia palveluja, joita suorittaa muun muassa eläkeyhtiöiden rahoittama Eläketurvakeskus. Voidaan kohtuudella olettaa, että nämä Suomen työeläkejärjestelmän kulut selittävät suurimman osan jäljelle jäävästä erotuksesta Suomen eläkerahaston 107 euron ja kansainvälisen vertailuryhmän 60 euron kustannuksesta vakuutettua kohden.

Kuvio 4. *Eläke-etuuksien toimeenpanon kustannukset aktiivista vakuutettua ja eläkeläistä kohden.*



Lähde: CEM Benchmarking Inc.

Lyhyesti sanottuna, Suomen suhteellisen korkeat etuuksien toimeenpanon kustannukset johtuvat pienemmän mittakaavan (63 %, 30 euroa), monimutkaisemman etuusrakenteen (23 %, 11 euroa) ja Suomen eläkeyhtiöiden omintakeisen rakenteen (14 %, 6 euroa) aiheuttamien kustannusten yhteisvaikutuksesta.

On vielä eräs tekijä, joka tulee ottaa huomioon etuuksien toimeenpanon kustannuksia vertailtaessa eri maiden välillä, nimittäin se, onko maassa pakollinen I pilarin eläkejärjestelmä. Suomen työeläkejärjestelmässä I ja II pilarin eläkkeet yhdistyvät tehokkaasti. Monissa muissa maissa sen sijaan on erillinen I pilarin sosiaaliturvajärjestelmä (esim. Australiassa, Kanadassa, Saksassa, Alankomaissa, Iso-Britanniassa ja Yhdysvalloissa). Ihannetapauksessa Suomen etuuksien toimeenpanon kustannuksia tulisi verrata muiden maiden yhdistettyihin I ja II pilarin etuuksien toimeenpanon kustannuksiin.[17] Tämä ei mitätöi yllä esitettyjä vertailutuloksia. Se merkitsee kuitenkin sitä, että Suomen etuna on, että I ja II pilarin etuuksien toimeenpano on tehokkaasti yhdistetty, toisin kuin monissa muissa maissa.

Vakuutettujen palvelun tason vertailu

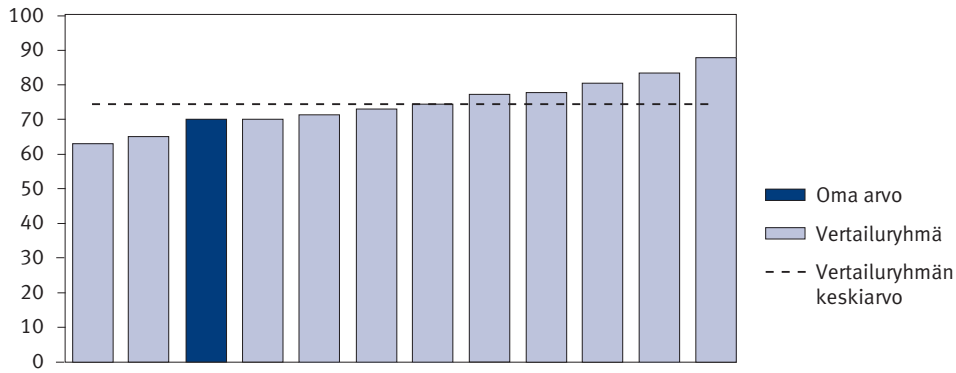
CEM vertailee myös vakuutettujen palvelua ja luo mittareita muun muassa yhteydenpidolle vakuutettuihin, rekisteriotteille, eläkkeiden myöntämiselle, verkkosivuille ja vakuutettujen neuvonnalle. Näiden mittareiden perusteella jokaiselle vertailuun osallistuvalle eläkelaitokselle annetaan yhteispistemäärä. Kuviossa 5 näkyy, että Suomen eläkelaitoksen yhteispistemäärä on 70 ja vertailuryhmän keskiarvo on 75, mikä osoittaa, että Suomen eläkelaitoksen vakuutettujen palvelu on alle suurien eläkelaitosten maailmanlaajuisen tason. Siihen vaikuttavia tekijöitä ovat alemmat pistemäärät vakuutettujen puhelinpalvelulle, vakuutettujen pääsylle omiin tietoihinsa, eläkkeiden myöntämisen nopeudelle ja yksilölliselle neuvonnalle. Toisaalta Suomen eläkelaitoksen ainutlaatuista viimeisen laitoksen periaatetta ei arvioitu CEM:n järjestelmässä.

Raportin kommenteissa CEM huomauttaa, että suomalaiset eläkelaitoksen käyttävät huomattavasti enemmän aikaa ja voimia työnantajien palveluun kuin muunmaalaiset laitokset. Suomen eläkelaitoksen ilmoittavat, että 55 prosenttia niiden hallintokustannuksista liittyvät työnantajiin, kun taas sama luku maail-

17 Kansallisen tason tietoa I ja II pilarin etuuksien toimeenpanon kustannuksista alkaa olla saatavilla joistain maista. Eläketurvakeskuksen selvitys Lakisääteisten eläkkeiden ja työmarkkinaeläkkeiden hallintokulut esimerkkimaissa (2013) osoittaa, että muiden maiden (esim. Sveitsin, Alankomaiden ja Norjan) yhteenlasketut I ja II pilarin kustannukset henkeä kohden ovat huomattavasti korkeammat kuin Suomen eläkejärjestelmän yhteenlasketut kustannukset henkeä kohden.

manlaajuisessa otoksessa on 10 prosenttia. Tätä vuorovaikutusta ei CEM eksplisiittisesti vertaile. Mielenkiintoista on, että yksi mainituista syistä siihen, että Suomen eläkelaitokset kiinnittävät enemmän huomiota työnantajiin on vakuutusyhtiöiden kilpailu nykyisistä ja uusista asiakkaista. Näiden työnantaja-asiakkaisiin kohdistuvien toimien ja vakuutettujen työntekijöiden eläke- ja muiden palvelujen laadun välillä ei ole selkeää yhteyttä.

Kuvio 5. *Kokonaispalvelupisteet, maksimipistemäärä 100.*



Lähde: CEM Benchmarking Inc.

Osan III yhteenveto ja johtopäätökset

1. CEM:n laskelmien mukaan Suomen eläkerahaston sijoitustoiminnan kokonaiskustannukset vuonna 2011 olivat 615 miljoonaa euroa. Suurin kustannuslaji oli ulkoisten sijoituspalveluiden palkkiot, 537 miljoonaa euroa, joista noin 400 miljoonaa euroa liittyi noteeraamattomiin sijoitusmarkkinoihin ja hedgerahastoihin. Suomen eläkerahasto koostuu kahdeksasta suomalaisesta eläkelaitoksesta.
2. Nämä 615 miljoonaa euroa vastaavat 49,2 peruspistettä suhteessa Suomen eläkerahaston vuoden 2011 keskimääräiseen sijoitusten arvoon 125 miljardia euroa. Nämä kustannukset vertautuvat isompien rahastojen kansainvälisen vertailuryhmän keskiarvoon 47,4 peruspistettä ja pienempien rahastojen keskiarvoon 41,3 peruspistettä.
3. Sekä Suomen eläkerahastolla että ”isompien” ryhmällä oli korkeammat kustannukset, koska ne käyttävät suhteessa enemmän ”kalliita” investointistrategioita kuin ”pienemmät”. Suomen eläkerahasto hoiti itse huomattavasti

suuremman osuuden sijoitustoiminnastaan kuin ”isompien” tai ”pienempien” ryhmä. Tämä kustannusetu kuitenkin menetettiin, koska Suomen eläkerahasto maksaa korkeampia palkkioita ulkoisista sijoituspalveluista.

4. CEM:n selvityksen mukaan Suomen eläkerahasto käyttää vähemmän rahaa sisäiseen johtamiseen kuin ”isompien” ja ”pienempien” ryhmä. KPA:n erillinen TOP 5-kokonaispalkkioselvitys osoitti, että Suomen eläkelaitokset maksoivat viidelle parhaiten palkatulle henkilölleen huomattavasti vähemmän kuin vastaavat laitokset Pohjois-Amerikassa, Euroopassa ja Australiassa tai Uudessa Seelannissa.
5. Suomen eläkerahaston nettosijoitustuotto vuosina 2007–2011 oli 2,5 prosenttia, kun taas kansainvälinen rahastojen mediaani oli 3,5 prosenttia. FPF suoriutui itse asiassa paremmin kuin sen sijoituspolitiikan mukainen tuotto olisi ollut (2,1 %), kun taas kansainvälinen rahastojen mediaani suoriutui huonommin kuin sen sijoituspolitiikan mukainen tuotto (3,6 %). Puolentoista prosentin ero sijoituspolitiikan mukaisissa tuotoissa johtui Suomen eläkerahaston 17 prosentin painotuksesta suomalaisiin osakkeisiin vuoden 2007 lopussa. Ajanjaksolla 2007–2011 suomalaisten osakkeiden tuotto alitti huomattavasti globaalit osakeindeksit.
6. Suomen eläkerahaston eläke-etuuksien toimeenpanon kuluja ja vakuutettujen palvelun tasoa verrattiin 11 eri maassa toimivan suuren eläkelaitoksen vastaaviin lukuihin. Suomen eläkerahasto palveli kaikkiaan 3,7 miljoonaa työntekijää ja eläkeläistä, kun koko vertailuryhmän keskiarvo oli 1,5 miljoonaa. Suomen eläkerahaston etuuksien toimeenpanon kokonaiskustannukset vuonna 2011 olivat 440 miljoonaa euroa, eli 107 euroa vakuutettua kohden. Tämä oli vertailuryhmän korkein kustannus vakuutettua kohden. Vertailuryhmän keskiarvo oli 60 euroa vakuutettua kohden.
7. Suomen eläkerahaston selvästi korkeammat kustannukset johtuvat kolmesta tekijästä: (1) Suomen eläkerahasto ei ole yksi organisaatio, vaan se on muodostettu kahdeksasta paljon pienemmästä eläkelaitoksesta, mikä tuottaa negatiivisen mittakaavavaikutuksen, joka on noin 30 euroa vakuutettua kohden. (2) Suomen työeläkejärjestelmä on monimutkaisempi kuin muiden maiden II pilarin järjestelmät, mistä seuraa noin 11 euron lisäkustannus vakuutettua kohden. (3) Jäljelle jäävät kuusi euroa vakuutettua kohden liittyvät kilpailuun, josta aiheutuu markkinointi- ja myyntikustannuksia. Viimeisen laitoksen periaate vaatii myös yhden tason lisäystä vakuutettujen eläkkeiden laskentaan.
8. Kokonaisuutena Suomen eläkerahaston huomattavasti suuremmat etuuksien toimeenpanon kustannukset johtuvat pienemmän mittakaavan (63 %),

monimutkaisemman etuusrakenteen (23 %) ja suomalaisten eläkevakuutusyhtiöiden ainutlaatuisesta rakenteesta johtuvien erityiskustannusten yhteisvaikutuksista.

9. Korkeampien etuuksien toimeenpanon kustannusten vastapainona toimii se, että vähimmäiseläke ja ansiosidonnainen eläke yhdistyvät tehokkaasti Suomen eläkejärjestelmässä. Monissa muissa maissa ne hoidetaan erikseen ja kummastakin aiheutuu omat hallintomenonsa.
10. Suomen eläkerahaston vakuutettujen palvelun pistemäärä oli 70 ja siten matalampi kuin kansainvälisen vertailuryhmän keskiarvo 75 pistettä. CEM kiinnitti huomiota siihen, että suomalaiset eläkelaitokset käyttävät huomattavasti enemmän voimavaroja työnantaja-asiakkaiden palveluun kuin kansainvälinen vertailuryhmä, todennäköisesti Suomen eläkealalla vallitsevan kilpailun vuoksi. Suomen viimeisen laitoksen periaatetta CEM ei kuitenkaan pisteyttänyt.
11. Nämä osassa III esitetyt tulokset viittaavat siihen, että Suomen eläkejärjestelmässä olisi mahdollisuus saavuttaa merkittäviä mittakaavaetuja sekä sijoitus- että toimeenpanopuolella. Esimerkiksi sisäisesti hoidetun sijoitustoiminnon lisääminen (varsinkin noteeraamattomien markkinoiden osalta) vähentäisi huomattavasti nykyisiä yli 500 miljoonan euron vuosittaisia kustannuksia ulkoisista sijoituspalveluista. Säästöjen saavuttaminen edellyttää kuitenkin, että Suomen eläkesijoitusorganisaatiot kasvavat ja voivat houkutella ja pitää palveluksessaan yksityismarkkinasijoituksen asiantuntijoita. Samoin CEM:n analyysi etuuksien toimeenpanosta viittaa siihen, että yksikkökustannuksia voitaisiin vähentää merkittävästi keskittämällä etuuksien toimeenpanoa.

OSA IV

Kuinka lähellä ”ihannetta” Suomen eläkelaitosten hallinto- ja organisaatiomalli on?

Druckerin malli

Kolmekymmentäseitsemän vuotta sitten nykyaikaisen johtamisteorian ja -käytännön isänä pidetty Peter Drucker kirjoitti pienen kirjan, jossa hän ilmaisi huolensa tulevien eläkkeiden ja muiden pitkän tähtäimen vastuiden katteena olevien varojen hallinnoinnista.[18] Hänen tärkein huolenaiheensa oli, kenen etujen mukaisesti näihin vastuisiin perustuvia varoja hallinnoitaisiin. Hän pelkäsi, että näihin suuriin varallisuuskeskittymiin sisältyvän vallan kaappaisi jokin valtaryhmä, kuten liike-elämä, työntekijäjärjestöt, valtio tai rahoitussektori.

Hän puhui vahvasti sen puolesta, että tällaisen kaappauksen estämiseksi pitkäjänteisesti sijoitettavat varat tulisi korvamerkitä isoihin säätiöjärjestelyihin, joiden tarkoitus on palvella vakuutettujen etuja. Hän oli myös sitä mieltä, että näitä säätiöjärjestelyjä johtamaan tarvitaan hallitus, joka ei ainoastaan ajaisi vakuutettujen etua, vaan jolla olisi myös **tarvittava kyky ja kokemus valvoa ja johtaa monimutkaista finanssialan laitosta, jolla on (a) arvoa tuottavat pitkän ja lyhyen aikavälin sijoitustoiminnot ja (b) arvoa tuottava etuuksien toimeenpanotoiminto.**

Joitakin vuosia sitten, muutamaa kuukautta ennen kuin Peter Drucker kuoli 96 vuoden ikäisenä, sain tilaisuuden kysyä häneltä, miten hän näki ”eläkevallankumouksessa” käyvän. Hän vastasi, että olisi voinut käydä paremmin, mutta myös huonommin.

Toisaalta hänen vuonna 1976 tunnistamansa valtaryhmät ovat jonkin verran harjoittaneet tällaista kaappaustoimintaa, hän sanoi, mutta toisaalta on myös syntynyt eläkeorganisaatioita, joiden tehtävä on toimia vapaina valtaryhmien vaikutuksesta ja joiden hallitukset ovat sekä halukkaita että kykeneviä hoitamaan luottamustehtävänsä sekä huolellisesti että taitavasti.[19]

---

18 Peter Drucker, ”The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America”, Harper & Row, 1976.

19 Ks. Hawleyn, Johnsonin ja Waitzerin artikkeli ”Reclaiming Fiduciary Duty Balance” julkaisussa RIJPM, Fall 2011, jossa käsitellään eläkerahastojen luottamushenkilöiden luottamustehtäviä 2000-luvulla.

Tutkimustulosten varmistaminen

Kasvava tutkimustulosten joukko vahvistaa Druckerin vuonna 1976 esittämät ennakkovaroitukset. Organisaatioiden itsemääräämisoikeus ja intressien yhteensovittaminen **ovat** tärkeitä asioita.[20] Hyvä johtaminen **on** tärkeää.[21] Nämä kaksi avainmenestystekijää ovat kolmen muun perusta. Niistä seuraa, että sijoituspäätöksiä ohjaavat **järkevät sijoituskäsitykset** ja että organisaatiomalli kykenee tehokkaasti noudattamaan päätöksiä. **Mittakaava** on organisaatiomallin kannalta tärkeä asia, koska siitä riippuu mahdollisuus hankkia työn hyvin tekemiseksi tarvittavat resurssit samalla kun yksikkökustannukset pidetään alhaisina. Lopuksi, jotta organisaatio onnistuu palkkaamaan ja pitämään oikeat ihmiset, sen on voitava **maksaa kilpailukykyistä palkkaa** tarvittavista taidoista ja kokemuksesta.

Tämän raportin riskienhallintaa käsittelevässä osassa viittasin Tanskan ATP- ja Kanadan HOOPP-eläkeorganisaatioihin. Pidän niitä ”elävinä esimerkkeinä” Druckerin inspiroimasta johtamis- ja organisaatiomallifilosofiasta. Kolmas esimerkki on Ontario Teacher’s Pension Plan (OTTP), joka minun tietääkseni on kauimmin toiminut Druckerin johtamisfilosofian mukaisesti (vuodesta 1990). Kaksikymmentäkaksivuotisen historiansa aikana OTPP on saavuttanut erinomaisia tuloksia sekä sijoitus- että etuuksien toimeenpanotoiminnoissaan. OTPP on esimerkiksi sijoitustoiminnossaan saavuttanut ennätysmäisen 2,14 prosentin vuosittaisen nettotuoton ylitteen verrattuna passiiviseen vertailusalkkuunsa tällä ajanjaksolla. Samaan aikaan OTPP on eläkkeiden toimeenpanotoiminnossaan saanut huippupisteitä niin kauan kuin CEM on tuottanut näitä vertailuja.[22]

Viimeaikaiset Dyckin ja Pomorskin tutkimustulokset osoittavat vieläkin paremmin OTPP:n tarinan yleispätevyyden. CEM Benchmarking Inc.:n tietokantaa käyttäen he totesivat, että suuret rahastot saivat huomattavia mittakaavaetuja hoitamalla sisäisesti noteeraamattomille markkinoille sijoittamisen (notee-

20 Esimerkiksi kaupallisten ei-ammattimaisille asiakkaille suunnattujen sijoitusrahastojen ja rahan tukkumarkkinoilla toimivien, samanlaista sijoitustehtävää suorittavien osuustoiminnallisten eläkerahastojen menestyksekkyyden erot on hyvin dokumentoitu. Esimerkiksi ICPM:n vuonna 2007 rahoittamassa tutkimuksessa ”The Performance of US Pension Funds” Bauer ym. totesivat, että ”... eläkerahastot suoriutuivat lähes vertailuryhmän tavoin, kun taas samankokoiset ei-ammattimaisille asiakkaille suunnatut sijoitusrahastot suoriutuivat huomattavasti huonommin kuin vertailuryhmänsä...”.

21 Esimerkiksi artikkelissa ”The Pension Fund Governance Deficit: Still With Us”, RIJPM, Fall 2008, Ambachtsheer ym. tulivat johtopäätökseen: ”...kuten vuonna 1997, löysimme positiivisten korrelaation johtamisen laadun ja organisaation toiminnan välillä...”.

22 Ks. lähemmin artikkeli ”Effective Pension Governance: the Ontario Teachers’ Story”, RIJPM, Fall 2008, jonka on kirjoittanut OTPP’n eläkkeellä oleva toimitusjohtaja Claude Lamoureux.

raamattomat osakkeet, kiinteistöt ja infrastruktuuri).[23] Tällä strategialla on onnistuttu huomattavasti vähentämään näillä markkinoilla toimimisen kustannuksia samalla kun on saatu kilpailukykyisiä bruttotuottoja. On hyvin tunnettua, että OTPP oli tässä edelläkävijä 1990-luvulla ja että muut kanadalaiset eläkerahastot, kuten AIMCO, bcIMC, CPPIB, La Caisse, OMERS ja PSP Investment, seurasivat perässä.

Suomen eläkelaitosten johtaminen ja organisaatiomalli

Suurin osa Suomen yksityisen sektorin eläkkeisiin liittyvästä sijoitustoiminnasta ja hallinnosta tapahtuu seitsemässä toimiluvan saaneessa voittoa tavoittelemattomassa eläkevakuutusyhtiössä. Eläkeyhtiöiden johtamis- ja organisaatiomallin pääpiirteitä ovat seuraavat:

- Eläkeyhtiöt saavat tarjota ainoastaan lakisääteistä eläkevakuutusta ja hoitaa kertyneitä eläkevaroja. Mikään muu liiketoiminta tai ristikkäisomistus ei ole sallittua.
- On olemassa vakiintunut menettelytapa, jolla asetetaan eläkeyhtiön sidosryhmiä edustava valintakomitea.
- Se valitsee eläkeyhtiön vuosittaisessa yhtiökokouksessa yhtiölle hallintoneuvoston, jonka palkkioista valintakomitea päättää.
- Hallintoneuvosto valitsee eläkeyhtiön hallituksen ja vahvistaa hallituksen jäsenten palkkiot. Hallitusten jäsenten valintakriteereinä ovat sekä sidosryhmien (työnantajien ja työntekijöiden) edustus että strategisen johtamisen, eläkejärjestelmän ja sijoitusalan asiantuntemus. Hallituksella tulee olla toimintakykyiset johtamisen, valvonnan ja henkilöstöasioiden valiokunnat. Suuremmissa päätöksissä vaaditaan 2/3 äänten enemmistö.
- Operatiivisesti eläkeyhtiötä johtaa toimitusjohtaja ja eläkeyhtiöllä on oltava vastuullinen aktuaari, joka arvioi ja seuraa eläkeyhtiön sijoitussuunnitelmaa ja vastaa eläkeyhtiön vastuiden, toimintapääoman ja vakavaraisuusrajan laskennasta.
- Tietyn rajan ylittävä vakavaraisuuspääoma voidaan purkaa hyvityksinä työnantajille tai sitä voidaan käyttää lisäpuskurina parempia tuottoja tavoiteltaessa.
- Eläkeyhtiöt kilpailevat työnantaja-asiakkaista kyvyllään kasvattaa toiminta-

23 ”Is Bigger Better? Size and Performance in Pension Fund Management”, Dyck and Pomorski, Rotman-ICPM Working Paper, 2011.

pääomaansa ja asiakaspalvelulla. Ne ovat kuitenkin yhteisesti toistensa vastuiden takaajina.
- Eläkeyhtiöiden taloudellista asemaa ja kilpailumenettelyä valvovat Finanssivalvonta ja Kilpailuvirasto.

Tämä konsepti näyttää hyvältä ja ohjaa epäilemättä suomalaisia johtamiskäytäntöjä myönteisellä tavalla. Asiantuntijoiden kanssa käydyissä keskusteluissa saatiin kuitenkin seuraavaa lisätietoa ja valaistusta[24]:
- Suomen eläkelaitokset painivat saman haasteen kanssa kuin monet ulkomaiset eläkelaitokset: hallitusten kokoaminen niin että ne ovat sekä edustavia että tehokkaita. Liian usein tehokkuus uhrataan, jotta kaikki sidosryhmät saisivat oman edustuksensa hallitukseen. Seurauksena on usein vallan epätasapaino toimivan johdon eduksi hallitukseen nähden.
- Hallitusten jäsenten koulutusohjelmat ovat liian vaatimattomalla tasolla.
- Tarve saada kaikkien sidosryhmien edustus mukaan näkyy myös monien eläkeyhtiöiden hallituksen jäsenien lukumäärässä. 12 jäsentä (usein lisäksi neljä varajäsentä) ylittää monen johtamisen asiantuntijan ihanteellisena pitämän lukumäärän, joka on yhdeksän.
- Nykyiset eläkeyhtiöiden ”pelisäännöt” tekevät eläkeyhtiöiden hallituksille vaikeaksi päättää organisaation prioriteeteista. Onko eläkeyhtiön vakavaraisuusasteen hallinta lyhyellä aikavälillä tärkeintä? Miten hallitus tasapainottelee lyhytjänteisen vakavaraisuusastetavoitteen ja pitkäjänteisen tuottohakuisuuden välillä eläkeyhtiön sijoituksissa? Entä palvelun laadun ja yksikkökustannuksen välillä etuuksien toimeenpanossa?
- Ovatko eläkeyhtiön hallituksen jäsenet ja toimiva johto tarpeeksi riippumattomia toisistaan? Entä hallituksen jäsenet ja eläkeyhtiön yritysasiakkaiden toimiva johto? Joillakin tahoilla ollaan sitä mieltä, että nämä suhteet saattavat olla liian läheisiä.

Näitä huomioita ei välttämättä tule pitää erityisenä kritiikkinä Suomen eläkelaitosten johtamismenettelyjä kohtaan. Henkilökohtaisen kokemukseni perusteella sanoisin, että sama kuvaus sopii eläkelaitosten hallitusten haasteisiin missä päin maailmaa tahansa.

24 Syyskuisissa tapaamisissani Helsingissä ja sähköpostitse.

Mahdolliset toimenpiteet

Viime vuonna International Centre for Pension Management ja the University of Toronto's School of Management **alkoivat yhteistyössä järjestää eläkelaitosten** hallitusten jäsenille viikon mittaisia tehokkaan hallitustyöskentelyn koulutuksia. Koulutukseen sisältyy muun muassa pienryhmätyö, jossa tehtävänä on neuvoa kuvitteellisen eläkeorganisaation puheenjohtajaa tilanteessa, jossa hallituksessa on liikaa ”edustusta” ja liian vähän johtamiskokemusta ja asiantuntemusta. Pitkän keskustelun jälkeen ryhmä antoi kuvitteelliselle hallituksen puheenjohtajalle seuraavat neuvot:

- Ottakaa hallituksen johtamisvaliokunta mukaan ratkaisemaan ongelmaa. (Ellei sellaista valiokuntaa ole, perustakaa sellainen.)
- Älkää tyytykö joko/tai -ajatteluun. Ongelmaa ei siis tule käsittää niin, että johtamiskokemusta ja erityisasiantuntemusta lisätään ”edustuksellisuuden” **kustannuksella**, vaan kysymällä, miten voidaan saada **molemmat**.
- Hankkikaa sidosryhmien (työnantajien ja työntekijöiden edustajien) hyväksyntä sille, että kysymykseen ”miten saadaan **molemmat**” on tärkeää vastata.
- Luokaa vaadittavasta asiantuntemuksesta/kokemuksesta matriisi eläkelaitosten hallitusta varten. Ihanteellisesta eläkelaitoksen hallituksesta löytyy esimerkiksi organisaation strategian, sijoittamisen, vakuutusmatematiikan, tilintarkastuksen/riskienhallinnan ja henkilöstöhallinnon osaamista.
- Sitouttakaa eri sidosryhmät siihen, että ne tekevät yhteistyötä luodakseen sellaisen hallituksen nimittämisprosessin, jonka tuloksena on hallitus, joka kokonaisuutena selviytyy matriisissa määritellystä asiantuntemus- ja kokemustestistä.
- Luokaa käytännön suunnitelma sopimuksen toteuttamiselle.

Tästä esimerkistä yleistäen voidaan todeta, että eläkelaitosten hallitusten puheenjohtajilla (yhdessä hallituksen johtamisvaliokunnan kanssa) on nimenomainen velvollisuus tehdä kaikkensa luodakseen ja ylläpitääkseen tehokasta hallitustyöskentelyä. Heitä on pidettävä vastuussa tämän tuloksen saavuttamisesta.[25]

25 Ks. Hawley, Johnson, and Waitzer: ”Reclaiming Fiduciary Duty Balance” julkaisussa RIJPM, Fall 2011, jossa tarkastellaan eläkeorganisaatioiden hallitusten jäsenten luottamustehtäviä 2000-luvun juridisesta näkökulmasta.

Osa IV yhteenveto ja johtopäätokset

1. Johtamistaitofilosofi Peter Drucker antaa hyvän perustan eläkeorganisaatioiden tehokkaan johtamisen ja organisaatiomallin pohtimiselle. On yhä enemmän empiiristä näyttöä siitä, että oikein sovellettuna se johtaa arvon tuottamiseen eläkeorganisaatioissa sekä sijoitus- että toimeenpanopuolella.
2. Suomessa on laadittu yksityiskohtainen menettelytapa eläkelaitosten perustamiselle ja johtamiselle. Se kattaa sekä hallituksen ja toimitusjohtajan nimittämisen, hallituksen työryhmien asettamisen, sijoitussuunnitelmien laatimisen ja hyväksynnän että vastuiden, toimintapääoman, vakavaraisuusrajan laskemisen kuten myös eläkeyhtiöiden välisen kilpailun ja riskien jakamisen säännöt.
3. Suomessa, kuten muissakin maissa, näkyy kuitenkin olevan tietty ero pyrkimysten ja todellisuuden välillä. Hallituksia nimitettäessä ”edustuksellisuus” saa usein vahvemman painoarvon kuin hallituksen kollektiivinen asiatuntemus ja kokemus sekä tehokkuus. Koulutusohjelmat ovat liian yksinkertaisia. Eläkeyhtiöiden vakavaraisuussäännökset ovat usein ristiriidassa pitkän tähtäimen varallisuuden luomisen kanssa, mikä taas voi olla ristiriidassa kilpailukyvyn tarpeen kanssa.
4. Pyrkimysten ja todellisuuden väliseen eroon voidaan vaikuttaa tietyillä keinoilla, jotka tähtäävät siihen, että eläkelaitosten hallitukset ovat sekä edustavia että tehokkaita.

OSA V

Suomen eläkelaitosten ja Suomen yritys- ja rahoitussektorien väliset yhteydet: mitä kysymyksiä ne herättävät?

Hieman historiaa

Ville-Pekka Sorsa antaa 380-sivuisessa väitöskirjassaan ”Pension Fund Capitalism in Europe: Institutional Organization and Governance of Finnish Pension Insurance Companies” hyvän yhteenvedon Suomen eläkejärjestelmän kehityksestä sotienjälkeisinä vuosikymmeninä.[26] Seuraavat kohdat ovat olennaisia tämän osan aiheen kannalta:

- Eläkeyhtiöissä 1960–1990-luvut olivat takaisinlainauksen aikaa, jolloin eläkeyhtiöiden pääasialliset sijoitukset olivat viiden prosentin korolla annettuja lainoja suomalaisille lainanottajille.
- Näiden lainojen laatu heikkeni huomattavasti 1980-luvun lopulla ja 1990-luvun alussa.
- Vuoden 1997 eläkeuudistusten voimaantultua eläkeyhtiöt alkoivat suunnata sijoituksiaan pois takaisinlainoista osakesijoituksiin sekä Suomessa että ulkomailla. Sorsa luonnehtii tätä perustavanlaatuiseksi suunnanmuutokseksi kansantalouden kehityksen tukemisesta ammattimaiseen, kansainväliseen sijoitusten hoitoon.
- Suuret eläkeyhtiöt ovat joka tapauksessa edelleen suuria toimijoita Suomen finanssi- ja talousasioissa. Toisaalta suuret suomalaiset työnantajat ovat edelleen suuria toimijoita eläkeyhtiöiden johtamis- ja finanssipolitiikkaa määritettäessä.
- Eläkeyhtiöillä on huomattavia osakeomistuksia Suomen suurimmissa yrityksissä, vaikkakaan ei enemmistöosuuksia. Samaan aikaan eläkeyhtiöt tarjoavat edelleen lainoja kotimaan yrityksille.
- Eläkeyhtiöt ottavat aktiivisesti osaa suomalaisten yritysten hallintoon yritysten hallituksia muodostettaessa ja johdon palkkioita koskevia linjauksia tehdessä.

26 Väitöskirja filosofian tohtorin tutkintoa varten, St. Peter’s College, University of Oxford, 2010.

TELA:n tuoreet tiedot eläkeyhtiöiden, Kevan ja VER:n sijoituksista ja omistuksista vahvistavat Sorsan havainnot. Telan tiedot vuodelta 2011 ovat seuraavat:

- Suomen eläkevarat olivat kaikkiaan 144 miljardia euroa, joista 51 miljardia euroa (35 %) oli sijoitettu pörssiosakkeisiin ja pääomasijoitusmarkkinoille. Näistä 51 miljardista eurosta 15 miljardia euroa (eli lähes kolmannes) oli sijoitettu suomalaisiin pörssiosakkeisiin ja pääomasijoituksiin.
- Suomalaisten eläkelaitoksen 12 miljardin euron sijoitukset suomalaisiin osakkeisiin vastasivat yhdeksää prosenttia kaikista suomalaisista pörssiosakkeista vuonna 2011.
- Kokonaisuutena katsoen 144 miljardin euron eläkevaroista kolmannes oli sijoitettu suomalaisiin pörssiosakkeisiin, pääomasijoituksiin, kiinteistöihin, lainoihin, joukkovelkakirjoihin ja rahamarkkinapapereihin.

Kiteyttäen suomalaiset eläkevarat eivät ehkä enää ole Suomen talouskehityksen ja varallisuuden tärkein veturi, mutta ne ovat silti erittäin merkittävä tekijä Suomen raha- ja kansantaloudessa.

Tuoreita havaintoja

Helsingissä syyskuun lopussa järjestetyt tapaamiset ja muut yhteydet antoivat laadullisen ulottuvuuden eläkevarojen talous- ja finanssivaikutuksia koskevalle kysymykselle. Tässä muutamia suomalaisten sisäpiiriläisten huomioita:

- Suomen yrityssektorin ja eläkeyhtiöiden väliset siteet ovat yhä tiiviit. Edelleen esiintyy muun muassa ”könttäsopimuksia” (esim. että eläkeyhtiö saa vakuutusasiakkaan sillä perusteella, että se tarjoaa asiakkaalle lainoja ja muita rahoituspalveluja) ja muita läpinäkymättömiä eläkeyhtiöiden ja yritysasiakkaiden välisiä liiketoimia.
- Suomen ”valtaeliitti” löytyy eläke-, työmarkkina-, yritys- ja hallitussektoreilta. Näiden neljän sektorin välillä on paljon ”ystävien kesken” -suhteita.
- Suomen eläkesektori on liian eristynyt ja sisäänpäin kääntynyt. Se hyötyisi siitä, että Tanskan ATP:n tapainen organisaatio tulisi ja ravistelisi järjestelmän hereille.
- Suomessa ajatellaan edelleen liikaa, että eläkevaroja tulee käyttää Suomen talouden kehittämiseen. Ihmisten tulisi ymmärtää, että finanssimarkkinat nykyään ovat maailmanlaajuiset ja ettei Suomen tuleva talouskehitys enää ole riippuvainen sen omista eläkevaroista. Suomen eläkepääoma tulisi hajauttaa ympäri maailman.

Vaikka nämä huomiot eivät välttämättä edusta enemmistön mielipiteitä, uskon, että niitä kannattaa pohtia vakavasti.

Johtopäätökset

Nähdäkseni Suomen eläkesektorille olisi todella hyötyä siitä, että se tietoisesti päättäisi suuntautua enemmän ulospäin. Johtavat eläkeorganisaatiot ympäri maailmaa kehittelevät yhteistyöstrategioita ja verkostoja luomaan ja kehittämään kiinteistö- ja infrastruktuurisijoitusmahdollisuuksia. Samankaltaisia uutta luovia hankkeita on vireillä niin eläkejärjestelyjen, luottamustehtävien uudelleen määrittelyn kuin aktiivisten yritysomistusstrategioiden suhteen. Suomen eläkelaitosten tulisi olla proaktiivisesti mukana ainakin joissain näistä kansainvälisistä hankkeista.[27]

Osan V yhteenveto ja johtopäätökset

1. Suomen eläkejärjestelmän ja Suomen talouden väliset sidokset ovat olleet hyvin kiinteät.
2. Viimeisten 10–15 vuoden aikana Suomen eläkevaroja on enenevässä määrin hajautettu maan rajojen ulkopuolelle. Silti noin kolmannes on edelleen sijoitettu Suomeen. Tämä on kaksiteräinen miekka. Toisaalta se tarjoaa huomattavan määrän pääomaa globaalisti katsoen melko pieneen maahan. Toisaalta siinä piilee kaksinkertainen vaara. Koska Suomen eläkejärjestelmän rahoitus perustuu 75-prosenttisesti jakojärjestelmään, se on jo nyt raskaasti riippuvainen Suomen talouden tilasta. Tästä seuraa, että puskurivarallisuus tulisi kokonaan sijoittaa Suomen ulkopuolelle hajauttamismielessä.
3. Ulkomaisten sijoitusten vahvempi painottaminen vähentää myös sitä vaaraa, että eläkevarojen sijoittamiseen puututaan poliittiselta taholta.
4. Tarmokkaammin ulospäin suuntautuva ote Suomen eläkevarojen sijoittamisessa lieventäisi myös joillakin tahoilla esitettyjä näkemyksiä siitä, että Suomen yritys- ja eläkesektorit edelleen ovat liian läheisesti kytköksissä toisiinsa.

27 Jotkin näistä hankkeista ovat tehokkaampia kuin toiset. Tarvitaan tietoisia valintoja siitä, mihin osallistutaan ja mihin ei.

OSA VI

Lopuksi

Päätän raporttini toteamalla uudelleen, että Suomen eläkejärjestelmä on sekä kattava että vankka. Se perustuu yhteisymmärrykseen, kattaa koko työvoiman, tuottaa riittäviä eläkkeitä, helpottaa työvoiman liikkuvuutta ja on instituutiorakenteeltaan vakaa. Se palvelisi suomalaisia hyvin tulevaisuudessakin ilman muutoksia. Järjestelmää voidaan kuitenkin yksinkertaistaa, sen hallintoa tehostaa ja tutkia globaaleja sijoitusmahdollisuuksia ja siten merkittävästi lisätä tuottoja ja vähentää sijoitustoiminnan ja etuuksien toimeenpanon kustannuksia. Rohkaisen Suomen eläkepolitiikan tekijöitä arvioimaan huolellisesti näitä mahdollisuuksia ja hyödyntämään niitä siinä määrin kuin se käytännössä on mahdollista.

OSA VII

Liite

Luettelo henkilöistä, joiden kanssa Keith Ambachtsheer keskusteli tämän arvioinnin yhteydessä:

Eläke-Tapiola
Satu Huber, toimitusjohtaja
Petteri Vaarnanen, arvopaperipäällikkö, korkosijoitukset

Ilmarinen
Harri Sailas, toimitusjohtaja
Kristian Pullola, hallituksen jäsen
Jaakko Tuomikoski, entinen varatoimitusjohtaja

Etera
Hannu Tarkkonen, toimitusjohtaja
Jari Puhakka, johtaja

Varma
Matti Vuoria, toimitusjohtaja
Sakari Tamminen, hallituksen puheenjohtaja

Keva
Merja Ailus, toimitusjohtaja
Allan Paldanius, johtaja (pitkän tähtäimen rahoitussuunnittelu)

Veritas Eläkevakuutus
Staffan Sevón, sijoitusjohtaja

Eläkesäätiöyhdistys
Ismo Heinström, lakimies (Eläkesäätiöyhdistys)
Hannu Hokka, toimitusjohtaja (Apteekkien eläkekassa)
Varpu Hyvönen, talouspäällikkö (Apteekkien eläkekassa)
Erkko Ryynänen, hallituksen varapuheenjohtaja (Eläkesäätiöyhdistys), toimitusjohtaja (OP-Eläkekassa)

Työeläkevakuuttajat TELA
Minna Helle, johtaja, lainsäädännön ja työeläkejärjestelmän kehittäminen
Reijo Vanne, johtaja, analyysitoiminnot

Sosiaali- ja terveysministeriön vakuutusosasto
Outi Antila, ylijohtaja

Finanssivalvonta
Anneli Tuominen, johtaja
Hely Salomaa, johtava neuvonantaja

Elinkeinoelämän keskusliitto EK
Ole Johansson, hallituksen puheenjohtaja, hallituksen varapuheenjohtaja (Varma)

Suomen ammattiliittojen keskusliitto SAK
Olli Koski, johtava ekonomisti

Toimihenkilökeskusjärjestö STTK
Markku Salomaa, johtaja
Ralf Sund, johtava ekonomisti

Akava
Sture Fjäder, puheenjohtaja

Helsingin Yliopisto
Ville-Pekka Sorsa, FT, tutkijatohtori

Enfia Ltd.
Pekka Vainikka, toimitusjohtaja

Eläketurvakeskus on työeläketurvan kehittämisen ja toimeenpanon lakisääteinen yhteistyöelin, asiantuntija ja yhteisten palveluiden tuottaja.

Eläketurvakeskus
PENSIONSSKYDDSCENTRALEN