

HELSINKI CAPITAL PARTNERS

MUISTIO

Kenelle: HCP:n säätiöasiakkaiden hallituksille

Keneltä: Helsinki Capital Partners (HCP)

Aihe: Säätiön salkun hajautus

Taustaa:

Monilla HCP:n säätiöasiakkailla on sijoitussalkku joka tavalla tai toisella poikkeaa siitä mitä klassisessa rahoitusteoriassa pidetään optimaalisena. Käytännössä kyse on usein siitä, että säätiön salkku on vähemmän hajautettu, kuin mitä yleensä pidetään toivottavana. Alla tätä ongelmaa käsitellään rahoitusteorian ja Suomen lain näkökulmista.

Yleistä säätiöistä:

Säätiö on juridinen henkilö joka koostuu perustajansa asettamasta erillisvarallisuudesta. Säätiön perustaja laatii säätiön säännöt, joissa määrätään säätiön tarkoitus, tarkoituksen toteuttamistavat, hallinto ja toiminnan rakenne. Säätiölaissa (109/1930) ja -asetuksessa (1045/1989) säädetään säätiön toiminnasta ja valvonnasta.

Yhdistyksistä ja yhtiöistä poiketen säätiöllä ei ole jäseniä tai omistajia; säätiö ”omistaa itse itsensä”. Säätiö voidaan perustaa vain (yleis)hyödyllisen tarkoituksen edistämiseen. Säätiön tarkoituksena ei voi olla liiketoiminnan harjoittaminen, välittömän taloudellisen edun hankkiminen perustajalle taikka luottamus- tai toimihenkilöille eikä sääntöperintösäännösten kiertäminen.

Säätiöllä on periaatteessa vain kaksi toimintoa: (1) säätiön omaisuuden hoito tavalla, joka tukee säätiön tarkoituksiperiä, ja: (2) säätiön perustamiskirjan ja muiden sääntöjen mukaisten tarkoituksiperien edistäminen säätiön omaisuutta hyödyntämällä. (Käytännössä tämä yleensä tarkoittaa varojen jakoa säännöissä määrättyihin tarkoituksiin.) Säätiön tarkoituksen toteutumisesta vastaa säätiön hallitus.

¹ Hajauttaminen on sijoitusten jakamista erityyppisiin kohteisiin. Jakamalla sijoitukset eri sijoituskohteiden ja –instrumenttien (käteinen, joukkolainat, osakkeet, kiinteistöt, vaihtoehtoiset sijoitukset yms.) kesken voi pienentää sijoittamiseen liittyvää riskiä, koska eri omaisuuslajien arvovaihtelut tasoittavat toisiaan markkinatilanteen vaihdeltaessa.



Yksi keskeinen kysymys koskien sijoitussalkun hoitoa on se, mikä on salkun riittävä / vaadittu hajautus. Alla käsitellemme tätä kysymystä kahdesta eri näkökulmasta; juridisesta ja rahoitusteoreettisesta.

Säätiöiden alihajauttamisen syyt:

Monilla Suomalaisella säätiöllä (erityisesti pienillä ja keskisuurilla) on sijoitussalkku jossa hajautus on puutteellinen. Ääritapauksissa yli puolet säätiön sijoitusvarallisuudesta saattaa olla sijoitettuna yhden ja saman yhtiön osakkeisiin. Syyt salkun kokoonpanoon ovat usein historiallisia; osakkeet ovat aikoinaan muodostaneet säätiön perustamispääoman tai osakkeet on aikoinaan saatu lahjoituksena eikä salkun koostumusta olla aikojen saatossa muutettu. Joskus syy voi olla se, että yksi salkkuyhtiö on kasvanut huomattavasti muita nopeammin aikaansaaden sen, että kyseisten osakkeiden suhteellinen paino salkussa on noussut.²

Hajauttamisen esteet:

Miksi sitten niin monet säätiöt laiminlyövät riittävän hajauttamisen vaikka sekä laki että rahoitusteoria niin edellyttävät? Kokemuksen perusteella syyt voidaan karkeasti jakaa neljään pääkategoriaan:

- (1) juridiset syyt;
- (2) juridiset väärinkäsitykset;
- (3) tunnesyyt, sekä;
- (4) poliittiset syyt.

Juridiset syyt. Juridisilla syillä tarkoitetaan sitä, että säätiöllä ei ole syystä tai toisesta oikeutta tietyiltä osin muuttaa salkun koostumusta. Tyypillinen tilanne on se, että säätiölle tehdyn lahjoituksen nimenomaisena ehtona on, ettei lahjoitettua omaisuutta saa myydä tai vaihtaa.

Juridiset väärinkäsitykset. Juridisilla väärinkäsityksillä tarkoitetaan sitä, että säätiön hallituksella on virheellinen, väärinkäsityksille perustuva käsitys oikeuksistaan päättää säätiön omaisuudesta. Tyypillinen tilanne on se, että säätiölle on tehty lahjoitus tietyillä ehdoilla. Jos lahjakirjan laatija ja /

² Nokia -ilmiön ansiosta Suomessa oli vielä muutama vuosi sitten lukuisia äkkirikastumisen kokeneita säätiöitä. Niillä oli aikoinaan ollut suhteellisen passiivisesti hoidettu osakesalkku joka oli sisältänyt mm. Nokia Oyj:n osakkeita. Kun Nokian arvo 90 -luvulla muutamassa vuodessa monikymmenkertaistui (ilman, että sen painoarvoa salkussa kevennettiin) säätiönkin omaisuus saattoi hyvinkin sekin moninkertaistua lyhyessä ajassa. Jos salkussa sattuu olemaan Nokian kaltainen kurssiraketti niin hajauttamisen aiheuttaa vain katumusta jälkikäteen. Valitettavasti sama vipu toimii alamäessä toiseen suuntaan; Nokian romahduksen myötä monet sanotuista säätiöistä ovat takaisin lähtöasetelmissä, katuen katkerasti sitä, etteivät hyvän sään aikana pienentäneet Nokian painoa salkuissaan.

tai säätiön sijoituksista vastaava ovat maallikkoja (erotuksena lakimiehistä) on tavallista, että syntyy virheitä koskien lahjan ehtoja ja niiden oikeaa tulkintaa. Tyypillinen esimerkiksi on lahjan ehto jonka mukaan lahjoitettua omaisuutta ei saa myydä. Tämä voidaan tulkita joko suppeasti (lahjoitettu omaisuuserä on pidettävä alkuperäisessä muodossaan) tai laajemmin (lahjoitetun omaisuuden pääomaa – erotuksena omaisuuden tuotosta – ei saa realisoida ja käyttää säätiön menoihin). Laaja tulkinta ei esimerkiksi estä omaisuuden muuttamisen tarkoituksenmukaisempaan muotoon, esimerkiksi hajautusta lisäämällä. Usein maallikoiden tulkinnat ovat liian suppeita, mikä edellä esitetyssä tilanteessa saattaa johtaa puutteelliseen hajautukseen.

Tunnesytyt. Tunnesyillä tarkoitetaan sitä, että tietty sijoitus on säätiön salkussa pääosin siksi, että omaisuuserään (esim. perheyhtiön osakkeet) on tietty tunneside. Tyypillinen tilanne on se, että säätiön omaisuus koostuu pääosin tietyn perheyhtiön osakkeista. Jos säätiön johto koostuu pääosin saman perheen jäsenistä syntyy heille usein tunne, että osakkeiden painon keventäminen (t.s. osake-erän kokonainen tai osittainen realisointi ja vaihto muihin sijoituksiin) olisi jotenkin perustajan tai lahjoittajan ”kunniaa” loukkaavaa tai että se voitaisiin tulkita epäluottamuslauseeksi perheyrittäjästä tai sen johtoa kohtaan. Ei voida myös sulkea pois sitä mahdollisuutta, että vahva tunneside tiettyyn yhtiöön vaikeuttaa sen objektiivista analysointia yhtenä sijoituskohteena monista, ja että tämä aikaansaa ns ”kognitiivisen vääristymän”, tässä tapauksessa ylioptimismi ja ylimitoitettu itsevarmuus. On siis olemassa vaara, että tietty yhtiö on ylipainotettu salkussa sen takia, että siihen olevan tunnesiteen johdosta kyseistä yhtiötä katsotaan ”ruusunpunaisten silmälasien” läpi. Koska säätiöitä voidaan pitää ”puoli-julkisina” juridisina henkilöinä niin säätiön varainhoidon tulee täyttää ainakin ammattimaisen varainhoidon minimikriteerit. Näihin eivät kuulu puhtaasti tunteiden varassa tehdyt sijoituspäätökset.

Poliittiset syyt. Poliittisilla syillä tarkoitetaan sitä, että sijoituksella on puhtaan taloudellisten syiden lisäksi muitakin, tässä tapauksessa poliittisiksi katsottavia syitä. Tyypillinen tilanne on se, että säätiön omaisuus koostuu suurelta osin tietyn perheyhtiön osakkeista. Jos säätiön johto koostuu pääosin saman perheen jäsenistä on tavallista, että säätiötä aletaan pitää tärkeänä omistajavallan säilyttäjänä ja käyttäjänä yhtiössä. Sisäisten valtataistelujen leimaamissa yhtiöissä säätiöitä voidaan myös käyttää strategisina pelinappuloina. Suomen lain mukaan säätiön tarkoituksena voi olla pelkästään yleishyödyllisten tarkoitusten toteuttaminen. Tiettyä yhtiötä koskevan päätösvallan säilyttäminen ja käyttäminen ei voida katsoa täyttävän säätiöille asetettua yleishyödyllisyysvaatimusta. Näin ollen poliittiset näkökohdat eivät ole päteviä kriteereitä säätiön varainhoidosta päätettäessä.

Mitä laki sanoo:

Nykytilanne: Tätä kirjoitettaessa säätiöiden toiminnasta säädetään Säätiölaissa (5.4.1930/109). Säätiöiden sijoitustoiminnasta määrätään Säätiölain 10 § 2 momentissa seuraavasti: ”*Hallituksen on erityisesti huolehdittava säätiön toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä ja siitä, että säätiön varat sijoitetaan varmalla ja tuloa tuottavalla tavalla.*”³ Muuta laintasoista määräystä siitä, miten

³ Kuten monet sekä sijoitusasiantuntijat että oikeusoppineet ovat todenneet, niin lain ilmaisu ”varma ja tuloa tuottava” sisältää paradoksin; rahoitusteorian yksi vakiintuneimmista kulmakivistä on toteama, että sijoituskohteen turvallisuus ja

säätiön tulisi hoitaa sijoitustoimintaansa ei ole. Näin ollen mitään suoria määräyksiä säätiön sijoitussalkun minimihajautuksesta ei myöskään ole. Voidaan kuitenkin olettaa, että lain edellytys, että varat sijoitetaan ”varmasti” tarkoittaa, että sijoitusten hoidossa sovelletaan mm. vakiintuneita hajautusperiaatteita (ks. alla).

Odotettavissa olevat muutokset: Säätiölakia ollaan kuitenkin parastaikaa uudistamassa. Oikeusministeriössä valmistui 28.6.2010 virkatyönä säätiölainsäädännön kehittämistä koskeva arviomuistio. Arviomuistiosta pyydettiin lausuntoa (28.6.-17.9.2010) 55 säätiöltä ja säätiöitä edustavalta taholta, säätiöille hallinto- ja muita palveluita tarjoavalta taholta, rahoittajilta ja avustusten antajilta, rekisteriviranomaiselta, ministeriöiltä ja muilta viranomaisilta sekä yliopistoilta ja tutkijoilta. Lausuntoja saatiin 47 kappaletta.

Hajauttamisesta muistiossa todetaan mm. seuraavaa:

- ”Sijoittamista koskevan nykyisen normin sanamuoto voidaan muuttaa nykyaikaisemmaksi kuulumaan esimerkiksi siten, että säätiön varat on sijoitettava hajauttaen eri omaisuusluokkiin tuottavasti ja turvaavasti.” (alleviivaus kirjoittajan)
- ”Sijoittamista koskevat normit ehdotetaan muutettaviksi yleisempään muotoon. Asiasta voisi säätää esim. seuraavasti: ”Säätiön varat on sijoitettava riskien hajauttamisen periaatteita noudattaen siten, että säätiön riittävä vakavaraisuus ja maksuvalmius suhteessa säätiön tarkoitukseen ja toimintaan on varmistettu.”” (alleviivaus kirjoittajan)

Koska säätiölainsäädännön uudistamisprojektin yksi keskeisiä tavoitteita on saattaa pahoin vanhentunut Säätiölaki vastaamaan jo vakiintunutta nykyaikaista käytäntöä voidaan analogisesti olettaa, että myös olemassa olevan Säätiölain 10 § 2 momentti *de facto* edellyttää ainakin tietyn minimihajautuksen täyttääkseen lain vaatimuksen ”varmasta” sijoittamisesta.

Vaikka säätiölaissa ei eksplisiittisesti ilmene mitkä ovat riittävän hajautuksen minimikriteerit niin voimme muuta lainsäädäntöä analogisesti tulkiten muodostaa asiasta perustellun arvion. Tarkasteltavaksi tulee lähinnä Sijoitusrahastolaki (29.1.1999/48).

Sijoitusrahastolaki jakaa sijoitusrahastot kahteen ryhmään: sijoitusrahastodirektiivin mukaisiin sijoitusrahastoihin, eli UCITS -sijoitusrahastoihin ja (yleensä korkeamman riskitason) erikoissijoitusrahastoihin. Sijoitusrahastodirektiivin mukaisille sijoitusrahastoille laki asettaa yksityiskohtaiset säännöt miten sijoitustoiminnasta aiheutuvat riskit on hajautettava, kun taas erikoissijoitusrahasto voi poiketa näistä vaatimuksista.

Sijoitusrahastolain 73 § 1 momentin mukaan: ”Sijoitusrahaston varoista saadaan sijoittaa enintään yksi kymmenesosa saman liikkeeseenlaskijan arvopapereihin.” Tämän lisäksi saman pykälän 3 momentin mukaan: ”Sellaisia sijoituksia saman liikkeeseenlaskijan arvopapereihin tai

sen tuotto korreloivat negatiivisesti. T.s. sijoituksilla, joilla on korkea odotettavissa oleva tuotto (esim. osakkeet) on samalla myös korkea riski (t.s. todennäköisyys, että sijoituksen arvo laskee tilapäisesti tai pysyvästi), ja toisaalta sijoituksilla, joilla on matala riski (esim. valtion velkakirjat) on samalla myös matala odotettavissa oleva tuotto.



rahamarkkinavälineisiin, jotka ylittävät yhden kahdeskymmenesosan sijoitusrahaston varoista, saa yhteensä olla enintään kaksi viidesosaa sijoitusrahaston varoista.”

Näin ollen (tavallisessa) sijoitusrahastossa mikään sijoitus ei saa ylittää 10% rahaston arvosta, eikä sellaisia sijoituksia, joiden paino on yli 5% rahaston arvosta, saa yhteensä olla enemmän kuin 40% rahaston koko arvosta. Rahastossa pitää siis olla vähintään 16 eri yhtiön osakkeita joista korkeintaan neljä saavat erikseen olla korkeintaan 10 % salkun arvosta ($4 \times 10\% + 12 \times 5\% = 100\%$).

Erikoissijoitusrahastossa mikään sijoitus ei saa ylittää 20% rahaston arvosta. Sellaisia sijoituksia, joiden paino on yli 10% rahaston arvosta saa olla korkeintaan kaksi. Erikoissijoitusrahaston salkussa pitää siis olla vähintään 8 eri yhtiön osakkeita joista korkeintaan kaksi saavat kumpikin olla korkeintaan 20 % salkun arvosta ($2 \times 20\% + 6 \times 10\% = 100\%$).

Voidaan katsoa, että Sijoitusrahastolain hajautusta koskevat säännökset ovat vähintään suuntaa antavia mitä tulee siihen, mitä Suomen laki katsoo riittäväksi hajautukseksi ammattimaisessa sijoitustoiminnassa. Näin ollen säätiön yksittäisen sijoituksen ei tulisi ylittää 10 % (erikoistapauksissa 20 %) salkun arvosta.

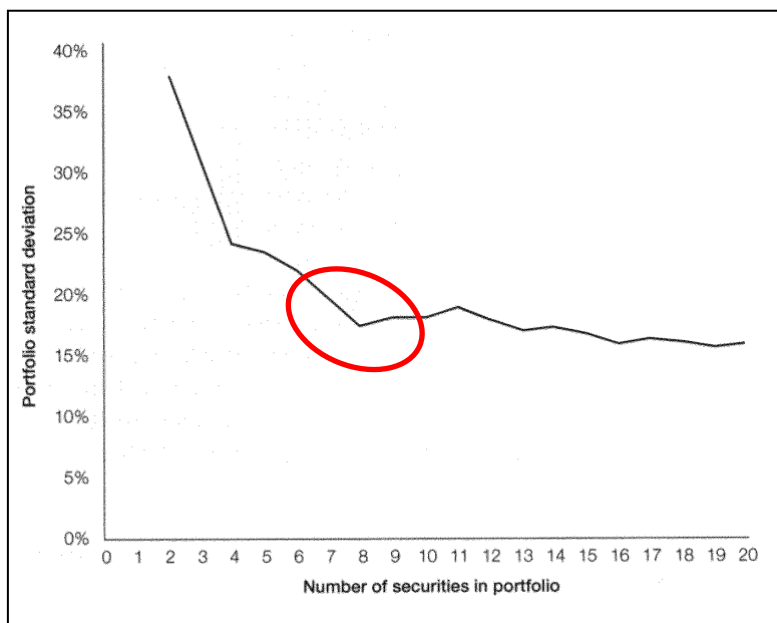
Mitä rahoitusteoria sanoo:

Vanha sananlasku ”älä laita kaikkia munia yhteen koriin” osoittaa, että ihmiset kautta aikojen ovat intuitiivisesti ymmärtäneet hajautuksen tuomat hyödyt.

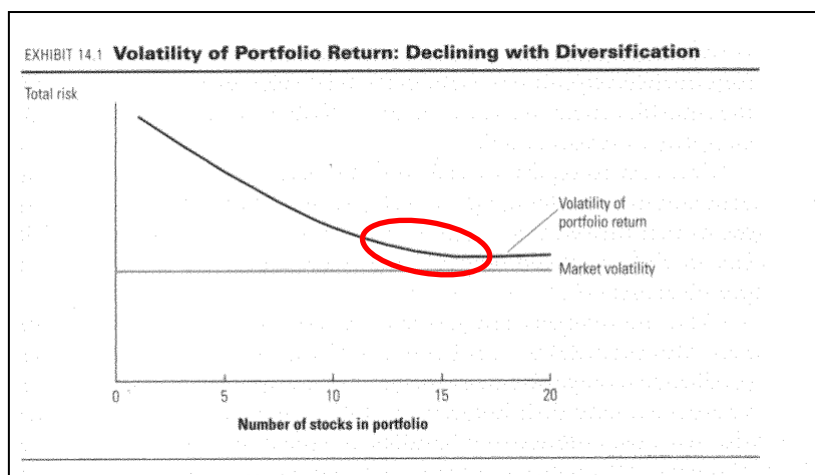
Ensimmäinen joka tilastollisia menetelmiä käyttäen osoitti hajautuksen hyödyt oli Chicagon yliopiston tutkija Harry Markowitz, joka 1952 julkaistussa artikkelissaan “*Portfolio Selection*” osoitti, että hajauttamalla pystyi vähentämään riskiä salkun tuoton siitä alentumatta. Tämä oli vallankumouksellinen löytö, ja hajautuksesta onkin taloustieteessä sanottu, että se on finanssimaaliman ainoa ”ilmainen lounas.” Markowitz sai löydöistään taloustieteen Nobel – palkinnon vuonna 1990.

Nykyään pidetään täysin kiistattomana sitä, että riittävä hajautus on kaikessa sijoittamisessa yksi tärkeimmistä – ellei kaikista tärkein – yksittäinen tekijä. Kysymys siitä mikä on riittävä tai optimaalinen hajautuksen taso on kuitenkin edelleen avoin. Alla olevat graafit kuvaavat sitä, miten salkun riski (mitattuna salkun volatilitetilla) suhteessa markkinoiden kokonaisriskiin vähenee hajautusta lisäämällä.





(lähde: Ogier, Rugman, Spicer: "The Real Cost of Capital", Prentice Hall / Financial Times, 2004)



(lähde: Koller, Dobs, Huyett, "Value: The Four Cornerstones of Corporate Finance", McKinsey & Co., Wiley, 2011)

Voimme jo silmämääräisestikin taulukoita tutkimalla todeta, että hajautus vähentää salkun riskiä dramaattisesti kun yksittäisten arvopapereiden määrää lisätään. Suurimmat hyödyt saadaan kun hajautusta lisätään yhdestä arvopaperista noin 8 – 15. Kun hajautusta lisätään tästä määrästä niin riskin väheneminen ei ole yhtä dramaattista.

Peukalosääntönä voisi sanoa, että konservatiivisesti sijoitetun salkun minimihajautus on vähintään noin 10 eri (samansuuruiseen) sijoituskohteeseen. Tämä tarkoittaa siis käytännössä, että yhdenkään sijoituskohteen suhteellinen koko ei saisi ylittää 10 % salkun kokonaisarvosta.

Säätiön hallituksen vastuu:⁴

Säätiön hallituksen jäsenten hoitoon ja käytettäväksi on uskottu varoja, joiden käyttöä säätelevät säätiölain säädökset sekä säätiön sädekirjassa ja säännöissä olevat määräykset. Säättäjän säätiötä perustettaessa asettamalla velvoitteilla on myös keskeinen merkitys säätiön varojen käytössä.

Hallituksen tulee hoitaa säätiön asioita huolellisen miehen tavoin. Hallitus vastaa siitä, että säätiön toiminta on asianmukaisesti järjestetty ja että säätiön varat on sijoitettu varmallalla ja tuloa tuottavalla tavalla.

Hallituksen jäsen ja asiamies saattavat tehtäviään hoitaessaan syyllistyä tekoon tai laiminlyöntiin, josta voi aiheutua vahingonkorvaus- tai rikosvastuu. Vastuun realisoituminen yksittäisissä tapauksissa arvioidaan tuomioistuimessa esitettyjen tosiseikkojen ja näytön valossa.

Vahingonkorvausvastuu voidaan jakaa sopimukseen perustuvaan korvausvastuuseen, vahingonkorvauslain mukaiseen korvausvastuuseen ja erityislakien, kuten säätiölain (SL) tai työsopimuslain (TSL), mukaiseen korvausvastuuseen. Korvausvastuun syntyminen edellyttää, että vahinko on syntynyt tahallisesta tai tuottamuksellisesta toiminnasta.

Tuottamuksellinen toiminta on moitittavaa, huolimaton toimintaa, vaadittavan huolellisuuden laiminlyöntiä. Tuottamuksellisesti toimiessaan tekijä jättää noudattamatta olosuhteiden edellyttämän ja häneltä vaadittavan huolellisuusveloitteen.

Lähtökohtana voidaan kuitenkin pitää sitä, että jos hallituksen jäsen tai asiamies on toimessaan rikkonut säätiölakia tai säätiön sääntöjä, katsotaan toiminta sellaisenaan tuottamukselliseksi toiminnaksi.

Hallituksen jäseneltä ja asiamieheltä vaadittava huolellisuus asioiden hoitamisessa on lähtökohtaisesti niin sanottua objektiivista huolellisuusvelvollisuutta; tuottamusta arvioitaessa huomioon ei oteta tekijään liittyviä yksilöllisiä ominaisuuksia kuten esimerkiksi sitä, mikä on ollut vahingonaiheuttajan tietotaso tai kokemus kysymyksessä olevista tehtävistä tai paljoko hänellä on ollut aikaa perehtyä säätiön asioihin taikka onko hän saanut palkkiota tehtävän hoitamisesta. Säätiön asioiden hoitamisessa ei riitä se, että hallituksen jäsen tai asiamies hoitaa asioita samalla tavoin kuin hän hoitaisi omia asioitaan, vaan hänen on noudatettava asioiden hoitamisessa sellaista huolellisuutta, mitä muilta vastaavassa asemassa huolellisesti toimivilta henkilöiltä voidaan odottaa.

Säätiön hallituksella voitaneen katsoa olevan suurempi vastuu riskejä karttavaan ja omaisuuden säilyttämiseen ja turvaamiseen tähtäävään sijoitustoimintaan, kuin mitä puhtaasti liikevoittoon tähtäävän yhtiön hallinnolla on.

Hallitus saattaa joutua korvausvastuuseen riskipitoisen sijoitustoiminnan tappioista.

⁴ Säätiöiden ja Rahastojen Neuvottelukunta r.y, ”Säätiön hallituksen vastuu”, 20.10.2009

HELSINKI CAPITAL PARTNERS

Helsinki Capital Partners lyhyesti

Helsinki Capital Partners Rahastoyhtiö Oy on Suomessa rekisteröity Finanssivalvonnan alaisena toimiva varainhoitoon ja sijoitusrahastotoimintaan keskittyvä yritys. HCP on perustettu vuonna 2007 ja olemme toimintaperiaateiltamme vahvasti yrittäjävetoinen. HCP on kokonaan perustajapartnereiden omistuksessa.

Uskomme varainhoidossa ja sijoitusrahastotoiminnassa avoimuuteen. Varainhoitajan tulee olla sijoittajan uskottu mies ja sijoitusstrategian perustana tulee aina olla kokonaisvaltainen asiakkaan omaisuudenhoidon tarpeiden ymmärrys.



HELSINKI CAPITAL PARTNERS

Helsinki Capital Partners • Business ID: 2154336-2 • www.helsinkicapitalpartners.fi • Tallberginkatu 1 C 136, 00180 Helsinki Finland • tel. +358 (0)9 689 88 481