

HELSINKI CAPITAL PARTNERS

## MUISTIO

Kenelle: X säätiön hallituksen puheenjohtaja

Keneltä: Helsinki Capital Partners (HCP)

Aihe: luonnos säätiön sijoitusperiaatteiksi

### Taustaa:

X säätiön (jäljempänä ”Säätiö”) hallituksen puheenjohtaja Y on antanut Helsinki Capital Partners Rahastoyhtiö Oy:lle (jäljempänä ”HCP”) toimeksiannon laatia luonnos Säätiön sijoitusperiaatteiksi

### Aluksi:

Säätiö on juridinen henkilö. Yhdistyksistä ja yhtiöistä poiketen säätiöllä ei ole jäseniä tai omistajia; säätiö ”omistaa itse itsensä”.

Säätiö koostuu tiettyä tarkoitusta varten eriytetystä omaisuusmassasta. Säätiöllä on periaatteessa vain kaksi toimintoa:

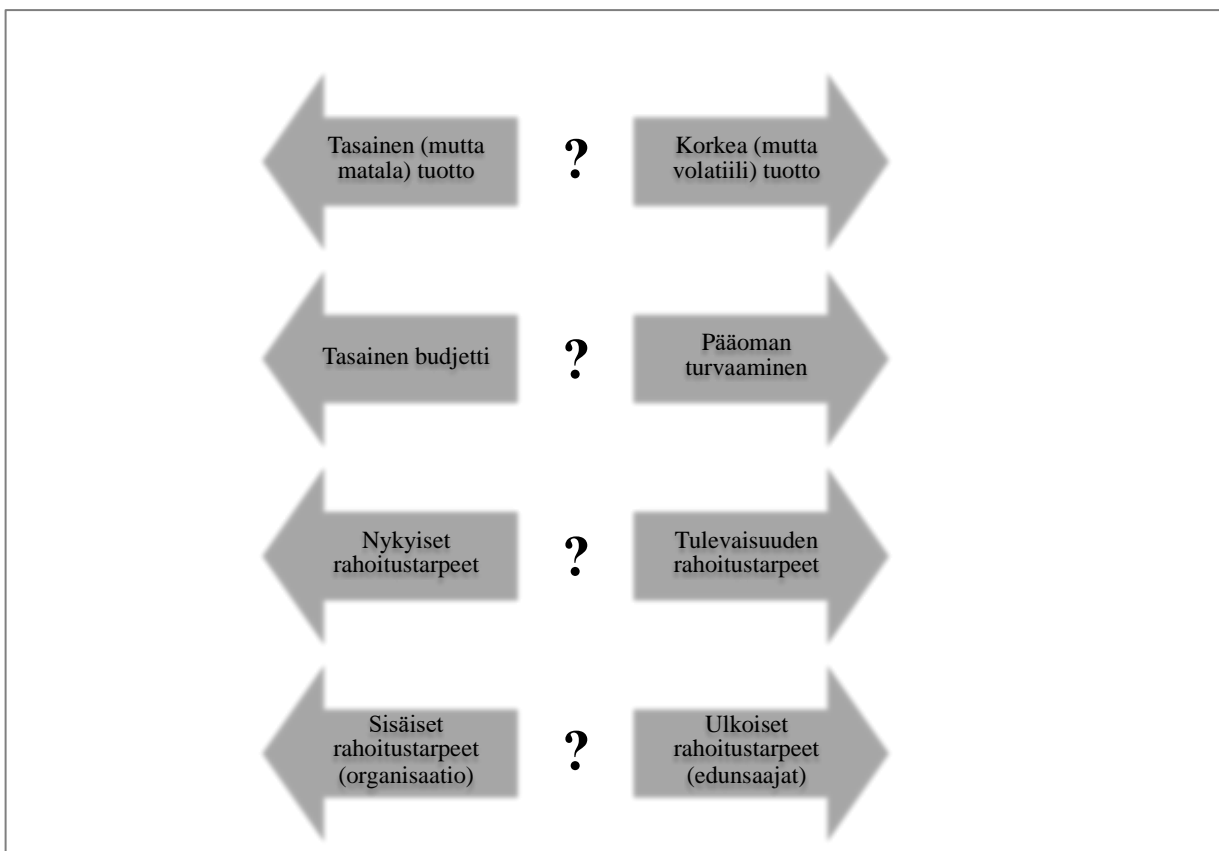
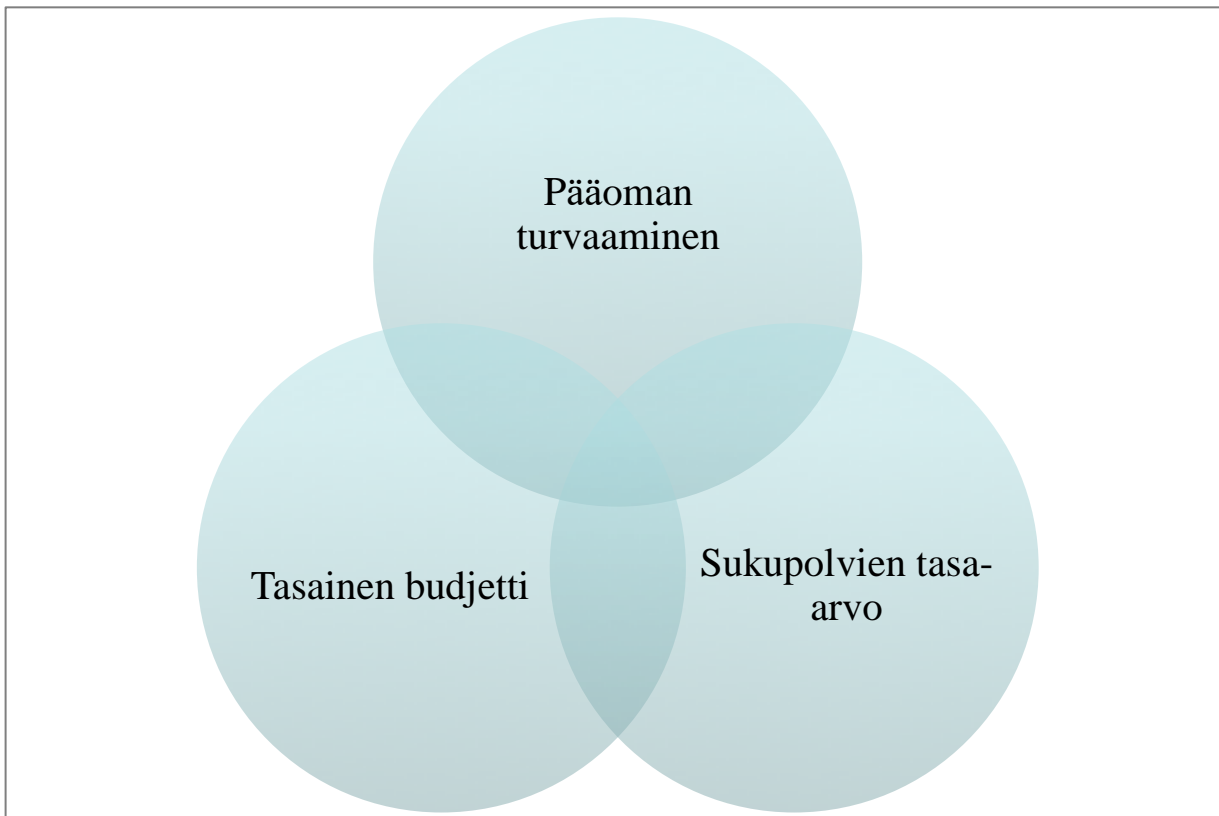
- säätiön perustamiskirjan ja muiden sääntöjen mukaisten tarkoituserien edistäminen (Käytännössä tämä yleensä tarkoittaa varojen jakoa säännöissä määrättyihin tarkoituksiin)
- säätiön omaisuuden hoito (tavalla, joka tukee säätiön tarkoituseriä)

Nykyään useimmat säätiöt ovat ulkoistaneet viimeksi mainitun toiminnon (salkunhoito) ammattimaisille kolmansille tahoille keskittyen itse ensiksi mainittuun toimintoon (varojenjako)

HCP uskoo, että säätiön sijoitusstrategian tulisi tukea säätiön tarkoituseriä. Monessa säätiössä on kuitenkin asiaa sen enempää ajattelematta valjastettu rattaat hevosen eteen; varojenjakeriaatteet on mukautettu sopimaan (umpimähkäisesti valittuun) sijoitusstrategiaan. Optimaalisen sijoitusstrategian rakentaminen säätiölle edellyttää kuitenkin aina, että säätiön perimmäinen tarkoitus ymmärretään ja huomioidaan.



Säätiöt joutuvat tekemään monta kompromissia:



Säätiöt sijoittajina:

Säätiöillä on tiettyjä erityispiirteitä, jotka erottavat ne merkittävästi sekä fyysisistä henkilöistä (ihmiset) että useimmista muista juridisista henkilöistä (esim. yhtiöt). Alla luetellaan muutama keskeinen ero:

- fyysisistä henkilöistä poiketen säätiöt ovat periaatteessa ”ikuisia”
- yhtiöihin verrattuna säätiöillä on yleensä paljon suuremmat mahdollisuudet itsenäisesti päättää ulos menevien maksuerien suuruudesta ja ajankohdasta (mikä taas tarkoittaa, että säätiöiden ei yleensä tarvitse huolehtia likviditeetistä)
- säätiöt ovat yleisesti vapautettuja verosta

Säätiön sijoitusstrategiaa ajatellen yllämainitulla on mm. seuraavat seuraukset:

- säätiön on rationaalista seurata erittäin pitkäjänteistä sijoitusstrategiaa (+ 50 vuotta?)
- säätiön on rationaalista ottaa tavallista enemmän riskiä (koska korkean riskin sijoitukset tuottavat matalan riskin sijoituksia paremmin pitkällä aikavälillä)
- säätiölle inflaatio on yleensä vakavampi riski kuin volatilitetti (t.s. säätiöiden salkunhoidon päätavoitteena tulisi olla omaisuuden inflaatiokorjatun ostovoiman kartuttaminen tai ainakin säilyttäminen siinäkin tapauksessa, että ”hintana” on korkeampi volatilitetti)

Yleistä sijoitusten tuotoista:

Yksittäisen sijoituksen tuotto on riippuvainen monesta eri tekijästä, joista tärkeimpiin kuuluu ainakin:

- kyseessä oleva omaisuusluokka (esim. osakkeet, velkakirjat, kiinteistöt, ”vaihtoehtoiset sijoitukset”)
- vallitsevat ja tulevat taloudelliset suhdanteet
- arvopaperin alla olevan omaisuuden hintakehitys (esim. osake edustaa omistusosuutta tietyssä yhtiössä. Mikäli yhtiö on tappiollinen tai menee nurin voi osake menettää arvonsa osittain tai kokonaan)

Yleisesti voidaan todeta, että yksittäisen sijoituksen riski (todennäköisyys, että sijoituksen arvo laskee tilapäisesti tai pysyvästi) ja odotettavissa oleva tuotto (historialliseen arvonkehitykseen yms. perustuva käsitys tietyn sijoituksen todennäköisestä tulevasta tuotosta) korreloivat:

- sijoituksilla, joilla on korkea odotettavissa oleva tuotto (esim. osakkeet) on samalla myös korkea riski. (On kuitenkin huomioitava, että historiallinen tuotto ei ole tae tulevasta tuotosta.)
- sijoituksilla, joilla on matala riski (esim. valtion velkakirjat) on samalla myös matala odotettavissa oleva tuotto

### Tärkeimmät omaisuusluokat:

#### Osakkeet:

- osake edustaa omistusosuutta tietyssä yhtiössä
- osake antaa omistajalleen oikeuden osallistua yhtiön päätöksentekoon
- osake antaa omistajalleen oikeuden osallistua yhtiön mahdolliseen varojenjako (tyypillisesti osinkojen muodossa)
- osakkeet ovat historiallisesti ja pitkällä aikavälillä (+ 20 vuotta?) tarjonneet kaikista tärkeimmistä omaisuusluokista parhaan tuoton (keskimääräinen reaalituotto 5 – 7 % p.a.) (ks. LIITE 1.)
- ”hinta” jonka sijoittaja joutuu hyvästä tuotosta ”maksamaan” on korkeampi riski. Riski voi ilmetä sekä volatilitteettina (t.s. hinnan vaihteluna) että ääritapauksissa jopa pääoman lopullisena menetyksenä (esim. jos yksittäinen yritys menee konkurssiin niin yhtiön osakkeet menettävät pääsääntöisesti arvonsa kokonaan ja lopullisesti)
- osakkeen hintakehitykseen vaikuttaa mm. yhtiön tuloskehitys sekä yleiset taloussuhdanteet

#### Velkakirjat:

- velkakirja edustaa velkasaatavaa (Velallinen on tyypillisesti yhtiö tai valtio)
- velkakirja antaa tyypillisesti omistajalleen oikeuden velkasopimuksen mukaiseen korkoon
- koska: (a) velalle maksettava korko on (toisin kuin osinko) sekä suuruudeltaan että maksuajankohdaltaan ennalta sovittu, ja koska; (b) vieraalla pääomalla (t.s. velkapääomalla) on yhtiön mahdollisessa selvitysmenettelyssä parempi etuoikeus kuin omalla pääomalla (t.s. osakepääomalla), niin velkakirjat ovat turvallisempi sijoitusmuoto kuin osakkeet.
- koska velkakirjat ovat turvallisempi sijoitusmuoto kuin osakkeet niin niille maksetaan alhaisempaa riskipremiota (sijoittajalle maksettu ”korvaus” riskin kantamisesta). Näin ollen velkakirjojen odotettavissa oleva tuotto (keskimääräinen reaalituotto 1 - 3 % p.a.) on huomattavasti alhaisempi kuin osakkeiden. (ks. LIITE 1.)
- velkakirjan hintakehitykseen vaikuttaa mm. velallisen luottokelpoisuus sekä yleinen korkotas

## Kiinteistöt:

- kiinteistöillä tarkoitetaan maa-alueita ja/tai rakennuksia
- kiinteistö antaa tyypillisesti omistajalleen oikeuden vuokraan
- kiinteistöjen hintakehitykseen vaikuttavat mm. demografiset ja maantieteelliset tekijät, yleiset taloussuhdanteet sekä yleinen korkotaso

## Raaka-aineet:

- raaka-aineilla tarkoitetaan yleensä teollisissa tuotantoprosesseissa käytettäviä tuotantotekijöitä ("input")
- raaka-aineet voidaan kategorisoida mm. seuraavasti: (a) "kovat", t.s. louhittavat (mm. metallit); (b) "pehmeät", t.s. viljeltävät (mm. maataloustuotteet), sekä; (c) energia (mm. öljy)
- raaka-aineiden hintakehitykseen vaikuttavat pääasiallisesti niiden tarjonnan ja kysynnän suhde maailmanmarkkinoilla
- raaka-aineet eivät tyypillisesti tuota kassavirtaa. Näin ollen rahantekomielessä tehty raaka-aineiden ostaminen on määritelmällisesti keinottelua (eikä sijoittamista)<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Ehkä parhaimman määrittelyn termille "sijoittaminen" tai "sijoittaja" on tehnyt John Burr Williams, yksi nykyaikaisen rahoitusteorian kehittäjistä, jonka mukaan sijoittaja on "ostaja joka on kiinnostunut osingoista, koroista sekä pääomasta, kun taas keinottelija on ostaja joka on kiinnostunut jälleenmyyntiarvosta" ("*...we shall define an investor as a buyer interested in dividends, or coupons and principal, and a speculator as a buyer interested in resale price.*" John Burr Williams, "The Theory of Investment Value", Harvard University Press, 1938) Tästä voidaan edelleen johtaa määritelmä jonka mukaan "sijoittaa" voidaan tarkkaan ottaen vain kassavirtaa tuottaviin omaisuusluokkiin; kaikki muu voitontekomielessä tehty omaisuuden ostaminen ja myyminen määritellään "spekuloinniksi" eli keinotteluksi. Tuttuja esimerkkejä kassavirtaa tuottavista omaisuusluokista ovat yhtiöt (osingot ja yhtiöön jätetyt voitot), lainat (korke) ja kiinteistöt (vuokra). Omaisuusluokkia jotka eivät normaalisti tuota kassavirtaa ovat esimerkiksi raaka-aineet, rakentamattomat maa-alueet ja taide. Miksi tämä maallikon silmissä varmasti keinotekoiselta vaikuttava kahtiajako? Siksi, että vain kassavirtaa tuottavalla omaisuudella voi olla ns. taloudellista itseisarvoa ("*intrinsic value*"); muu omaisuus on taloustieteen näkökulmasta katsottuna "kuollutta". Kassavirtaa tuottavan omaisuuden itseisarvo taas on kaikkien tulevien nettokassavirtojen diskontattu nykyarvo. Otetaan esimerkiksi jokin tuttu raaka-aine, sanotaan vaikkapa puu. Puuta voidaan käyttää esimerkiksi tuotannollisen prosessin tuotantotekijänä ("*input*"); puuta voidaan käyttää polttoaineena tuottamaan energiaa, siitä voidaan valmistaa paperia, tai siitä voidaan rakentaa talo, mutta puu *itsessään* ei tuota tuloa (kassavirtaa). (Puusta rakennettu *talo* voi tuottaa kassavirtaa – vuokraa – mutta silloin "ostaja-asiakas" (t.s. vuokralainen) maksaa palvelusta (asumisedusta) eikä puusta). Puulla on myös jälleenmyyntiarvo; voimme ostaa erän puuta ja toivoa, että pystymme parin kuukauden tai vuoden kulutta myymään sen edelleen ostohintaa korkeammalla hinnalla, mutta sinä aikana kun sanottu puu-erä on omistuksessaamme se ei tuota mitään. Sanotunlainen toiminta – omaisuuden ostaminen pelkästään jälleenmyyntitarkoituksessa, ilman kassavirtaa omistusjaksolla – on taloustieteen termin ilmaistuna keinottelua. Keinottelu rakentuu loppupeleissä aina ns. "*greater fool*" –teorian varaan; t.s. olettamalle, että aina löytyy joku "vieläkin tyhmempi" jolle tulevaisuudessa voin tämän hyödykkeen myydä voitolla. Melkein kaikki finanssikuplat ovat – tietoisesti tai tiedostamatta – rakentuneet tälle olettamalle, useimmiten tuhoisin seurauksin.

### Arvo- ja keräilyesineet:

- arvo- ja keräilyesineillä tarkoitetaan mm. taidetta, antiikkiesineitä, huippuviinejä, postimerkkejä yms.
- arvo- ja keräilyesineiden hintakehitykseen vaikuttavat pääasiallisesti niiden tarjonnan ja kysynnän suhde, joka taas on pitkälti riippuvainen muoti- ja trendi-ilmiöistä.
- arvo- ja keräilyesineet eivät tyypillisesti tuota kassavirtaa. Näin ollen rahantekomielessä tehty arvo- ja keräilyesineiden ostaminen on määritelmällisesti keinottelua (eikä sijoittamista) (ks. määritelmä, alaviite 1)

### Vaihtoehtoiset ja/tai suhdanneriippumattomat sijoitukset:

- vaihtoehtoisilla ja/tai suhdanneriippumattomilla sijoituksilla tarkoitetaan yleensä finanssi-innovaatioiden (esim. johdannaiset) käytölle nojautuvia sijoitusstrategioita (esim. ns. ”*hedge*” -strategiat) (ks. LIITE 2.)
- Vaihtoehtoisten sijoitusten tärkein tehtävä on toimia sijoitussalkun ”iskunvaimentajina”
  - Perinteisten sijoitusten arvojen kehityksen välillä vallitsee usein voimakas positiivinen korrelaatio (t.s. sijoitusten arvo liikkuu samanaikaisesti ja samansuuntaisesti). Esimerkiksi finanssikriisin aikana sekä osakkeiden, velkakirjojen että kiinteistöjen arvot laskivat voimakkaasti
  - Vaihtoehtoisen sijoituksen arvon kehitys ei välttämättä korreloi positiivisesti perinteisten sijoitusten arvon kehityksen kanssa; joskus se ei korreloi lainkaan (t.s. sen arvonkehitys on täysin suhdanteista riippumaton), joskus korrelaatio on negatiivinen (t.s. kun toisen arvo laskee niin toisen arvo nousee)
  - Sijoitussalkku joka sisältää myös vaihtoehtoisia sijoituksia kestää paremmin kriisejä (esim. pörssiromahduksia); perinteisten sijoitusten arvon laskiessa vaihtoehtoisten sijoitusten arvo tyypillisesti säilyy tai jopa nousee, mikä taas vähentää salkun kokonaistappioita
- Vaihtoehtoisilla sijoituksilla haetaan salkulle ”vakuutusta” joka pitoaikanaan tuottaa positiivista kassavirtaa
- Huomio. Vaihtoehtoisiin sijoituksiin voidaan myös luokitella nykyään niin muodikkaat ns. ”strukturoidut tuotteet”. Kompleksisuutensa johdosta ne ovat usein arvaamattomia, ja raskaan kulurakenteensa (joista usein huomattava osa ns. piilokuluja) johdosta ne ovat yleensä huonosti tuottavia. Näin ollen niitä ei yleensä voida suositella sijoittajille.

### Säätiön sijoitusperiaatteita laadittaessa huomioitavia seikkoja:

- Osakkeet: säätiön sijoitusperiaatteiden tärkein yksittäinen tehtävä on säätiön omaisuuden pääoman turvaaminen pitkällä aikavälillä, t.s. inflaation torjuminen. Osakkeet ovat historiallisesti ja pitkällä aikavälillä tarjonneet kaikista tärkeimmistä omaisuusluokista ylivoimaisesti parhaan tuoton. Näin ollen jokaisen säätiön salkun ”kovan ytimen” tulisi yleensä muodostua osakkeista.
- Velkakirjat: monella suomalaisella säätiöllä on ei-optimaalisen suuri osuus varoistaan sijoitettuna heikosti tuottaviin velkakirjoihin. HCP suosittaa, että perinteiset korkosalkut korvataan tai niitä täydennetään sijoituksilla, joilla on samoja tai vastaavia ominaisuuksia, mutta jotka tarjoavat korkeamman tuoton ja täten paremman inflaatio suojan.
- Kiinteistöt: monella suomalaisella pienellä ja keskisuurella säätiöllä on huomattavia suoria kiinteistösijoituksia. Suoriin kiinteistösijoituksiin liittyy useita potentiaalisia ongelmia. Näitä ovat mm: riskien keskittyminen, raskaat käytännön velvoitteet ja sijoitusten huono likviditeetti. Yllä mainittuihin seikkoihin vedoten HCP suosittelee pienille ja keskisuurille säätiöille keskittymistä pääosin epäsuoriin kiinteistösijoituksiin (esim. kiinteistörahastot). (Poikkeuksena luonnollisesti tilanteet, jossa kiinteistöjen suora omistus liittyy keskeisenä osana säätiön tarkoituksen toteuttamiseen.)
- Vaihtoehtoiset ja/tai suhdanneriippumattomat sijoitukset: monella suomalaisella pienellä ja keskisuurella säätiöllä ei ole salkussaan lainkaan vaihtoehtoisia ja/tai suhdanneriippumattomia sijoituksia. Tämä on vakava puute sillä se johtaa siihen, että säätiön sijoitukset tuottavat yleensä erittäin heikosti juuri silloin kuin yhteiskunnallinen tarve säätiön avustustoiminnalle on kaikista huutavin (laskusuhdanteet). Vaihtoehtoiset ja/tai suhdanneriippumattomat sijoitukset ovat käytännössä paras tai jopa ainoa keino murtaa tai ainakin lieventää yllämainittu ristiriita.
- Raaka-aineet sekä arvo- ja keräilyesineet: HCP suosittelee, että pienet ja keskisuuret säätiöt eivät keinottelisi näillä omaisuusluokilla niiden arvaamattomuuden ja heikkojen tuotto-odotusten takia.
- Käteisen (pankkivarat, lyhyen koron rahastot) odotettavissa oleva realituotto on erittäin alhainen tai ajoittain (korkean inflaation ja matalien korkojen ympäristössä) jopa negatiivinen. Näin ollen pitkän aikavälin sijoittajien (esim. säätiöt) tulee minimoida käteisen osuus salkussa.

### HCP suosittelee X:lle seuraavia sijoitusperiaatteita:

- osakkeet: 50 – 60 % (tavanomaista korkeampi paino)
- perinteiset velkakirjat: 5 – 10 % (tavanomaista alhaisempi paino)
- kiinteistöt: 15 – 20 % (normaali paino)
- vaihtoehtoiset ja/tai suhdanneriippumattomat sijoitukset: 15 – 25 % (tavanomaista korkeampi paino)



## HELSINKI CAPITAL PARTNERS

### **Helsinki Capital Partners lyhyesti**

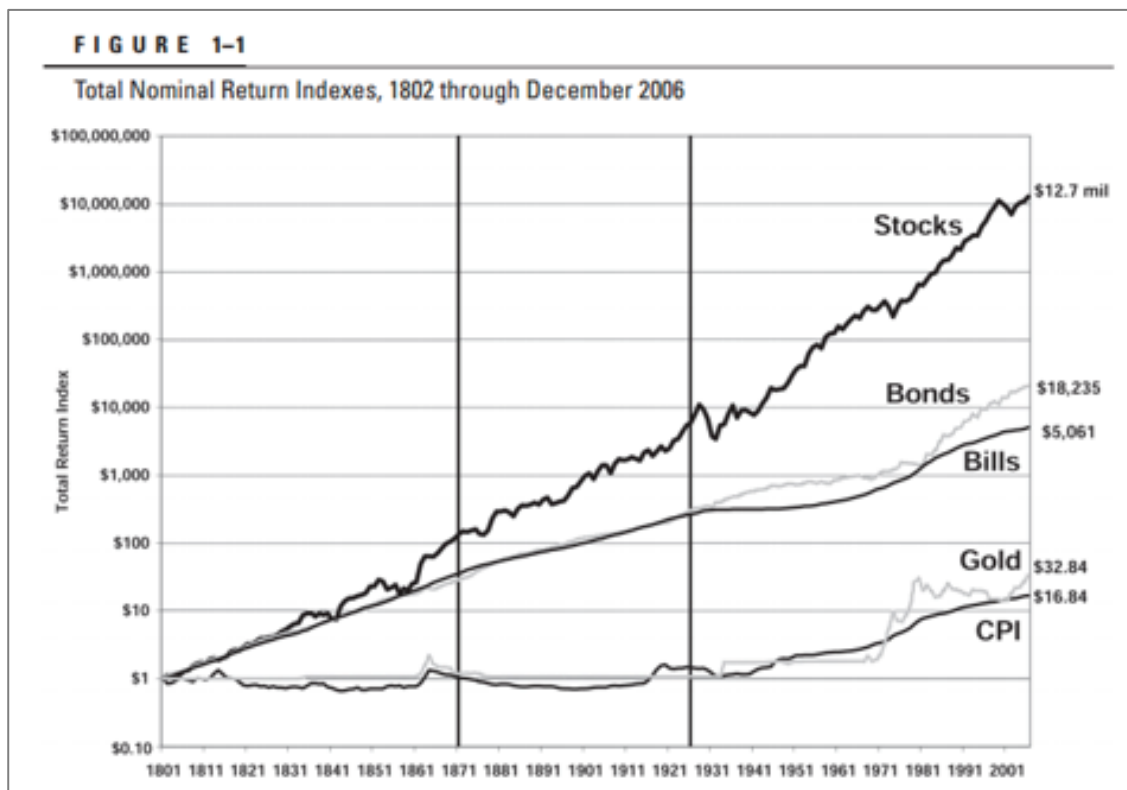
*Helsinki Capital Partners Rahastoyhtiö Oy on Suomessa rekisteröity Finanssivalvonnan alaisena toimiva varainhoitoon ja sijoitusrahastotoimintaan keskittyvä yritys. HCP on perustettu vuonna 2007 ja olemme toimintaperiaateiltamme vahvasti yrittäjävetoinen. HCP on kokonaan perustajapartnereiden omistuksessa.*

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





## LIITE 1. Keskeisten pääomaluokkien historialliset tuotot:



## US real growth rates, inflation and market returns, average annual % change

Date	Nominal returns				Inflation CPI	Real returns			
	Equities	60/40*	Bonds	Cash		Equities	60/40*	Bonds	Cash
1871-2010	8.9	7.6	5.0	3.7	2.1	6.7	5.4	2.9	1.6
1911-2010	9.6	8.2	5.4	3.8	3.2	6.2	4.9	2.1	0.5
1911-1960	9.5	7.4	3.4	2.1	2.4	7.0	5.0	1.0	-0.2
1961-2010	9.7	9.0	7.4	5.4	4.1	5.4	4.8	3.2	1.3
1871-1880	9.3	8.3	6.4	4.6	-2.7	12.3	11.3	9.3	7.4
1881-1890	2.7	3.1	3.5	3.4	-1.8	4.6	5.0	5.5	5.3
1891-1900	8.7	6.9	3.8	2.8	-0.4	9.1	7.3	4.2	3.1
1901-1910	7.5	5.7	2.7	3.6	1.9	5.5	3.7	0.7	1.6
1911-1920	3.2	2.9	2.0	3.9	7.7	-4.2	-4.5	-5.3	-3.5
1921-1930	14.4	11.6	6.3	3.7	-1.8	16.6	13.7	8.3	5.7
1931-1940	1.8	3.9	4.6	0.4	-1.3	3.1	5.3	6.0	1.7
1941-1950	12.8	8.6	2.0	0.6	5.9	6.5	2.5	-3.6	-5.0
1951-1960	16.3	10.6	2.1	2.2	1.8	14.3	8.7	0.3	0.4
1961-1970	8.1	6.3	3.2	4.4	2.9	5.0	3.2	0.3	1.4
1971-1980	8.4	6.9	4.0	6.9	8.0	0.3	-1.1	-3.8	-1.0
1981-1990	13.9	14.3	14.4	8.8	4.5	9.1	9.4	9.5	4.2
1991-2000	17.6	14.4	9.4	4.8	2.7	14.5	11.4	6.5	2.1
2001-2010	1.2	3.8	6.7	2.2	2.3	-1.1	1.4	4.3	-0.1

Source: Research Affiliates based on data from Robert Shiller, Federal Reserve and Bureau of Labour Statistics

\*60% equity/40% bond portfolio



HELSINKI CAPITAL PARTNERS

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

## LIITE 2. Vaihtoehtoiset ja/tai suhdanneriippumattomat sijoitukset (kaksi esimerkkiä):

Kaksi hyvää esimerkkiä vaihtoehtoisista sijoituksista ovat ”HCP vakuutusstrategia” sekä ”HCP Suojastrategia”. Molemmat ovat osa laajempaa ”HCP Black” –strategiaa.

Suhdanneriskin sijasta HCP vakuutusstrategia kantaa riskiä siitä, että luonnonmullistuksia ja niistä syntyviä tuhoja esiintyisikin strategian käyttämien tilastojen ja mallien ennustamaa runsaammin. Alla näkyvästä kuvaajasta ilmenee, että strategian tuotto on täysin riippumaton osakekurssien kehityksestä.



Kuvaaja; valkoinen: S&P 500 indeksi, oranssi: OMX Helsinki 25 indeksi, keltainen: Nikkei-225 indeksi (lähde: Bloomberg)

HCP Suojastrategia tuottaa tyypillisesti erityisen hyvin kriisiaikoina, mikä vähentää huomattavasti salkun kokonaisriskiä.

