

Vahinko-Tapiolan  
sijoitustoiminta ja  
markkinariskien hallinta  
2009



# Sisällysluettelo

1. Allokaatio .....	3
2. Osakesijoitukset .....	3
2.1. Sijoitukset pääomasijoitusrahastoihin .....	4
2.2. Suorat sijoitukset noteeraamattomiin suomalaisiin yhtiöihin .....	4
3. Korkosijoitukset.....	5
3.1. Asiakslainat.....	5
4. Kiinteistösijoitukset .....	6

## Markkinariskien hallinta

5. Lähtökohdat ja toimintaperiaatteet .....	7
6. Markkinariskien hallinnan organisointi.....	7
7. Riskienhallintaprosessit .....	8
7.1. Markkinariskien ja vakavaraisuuden hallinta..	8
8. Vahinko-Tapiolan markkinariskit.....	9
8.1. Osakeriskit.....	10
8.2. Korkosijoitusten riskit .....	10
8.3. Kiinteistöriskit.....	11
8.4. Valuuttariskit .....	11
9. Likviditeettiriski .....	11

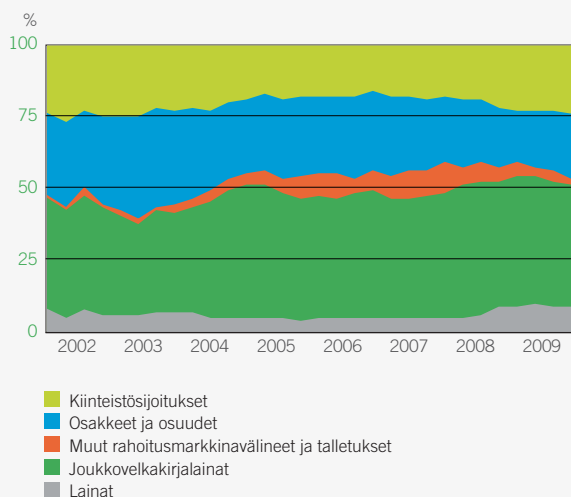
# 1. Allokaatio

Vahinko-Tapiolan sijoitustuotot käyvin arvo in olivat 7,1 prosenttia (-4,6 %). Sijoitusomaisuus käyvin arvo in oli 2 616,9 miljoonaa euroa (2 444,2 milj. e). Sijoitustoiminnan nettotuotot käyvin arvo in olivat 180,8 miljoonaa euroa (-123,7 milj. e). Sijoitustoiminnan viiden vuoden keskimääräinen vuotuinen tuotto oli 5,0 prosenttia ja kymmenen vuoden 5,1 prosenttia. Erityisesti osakesijoitusten tuotot olivat edellisen vuoden vastavaa ajankohtaa merkittävästi korkeampia. Sen sijaan kiinteistötuotot heikkenivät edelleen. Vuoden 2009 aikana osakesijoitusten paino sijoitusjakaumassa kasvoi huomattavan arvonnousun ja rahamarkkinapainon alentamisen seurauksena. Myös korkosijoituksissa lisättiin yrityslainojen painoa merkittävästi. Sijoitus-salkun kokonaisriskiä lisättiin maltillisesti.

## Allokaatio ja tuotot

	Jakauma, milj.euroa	Jakauma, %	Tuotto, %
Lainasaamiset	217,8	8,3	4,2
Joukkovelkakirjalainat	1 137,9	43,5	7,9
Muut rahoitusmarkkinavälineet ja talletukset	62,5	2,4	2,5
<b>Korkosijoitukset</b>	<b>1 418,2</b>	<b>54,2</b>	<b>7,0</b>
Noteeratut osakkeet	388,3	14,8	34,9
Pääomasijoitusrahastot	58,0	2,2	-13,6
Noteeraamattomat osakesijoitukset	152,7	5,8	3,5
Osakesijoitukset	598,9	22,9	19,6
Suorat kiinteistösijoitukset	456,6	17,4	1,3
Kiinteistösijoitusrahastot ja yhteissijoitukset	135,2	5,2	-12,3
<b>Kiinteistösijoitukset</b>	<b>591,8</b>	<b>22,6</b>	<b>-1,8</b>
Absoluuttisen tuoton sijoitukset	8,1	0,3	4,4
<b>Muut sijoitukset</b>	<b>8,1</b>	<b>0,3</b>	<b>4,4</b>
<b>Sijoitukset yhteensä</b>	<b>2 616,9</b>	<b>100,0</b>	<b>7,1</b>

## 1. Allokation kehitys



# 2. Osakesijoitukset

Euroopassa osakekurssit nousivat 32,4 prosenttia ja Suomessa peräti 44,5 prosenttia OMX Helsinki Cap -indeksillä mitattuna vuonna 2009. Vuoden alusta maaliskuun alkuun kurssit vielä laskivat voimakkaasti. Valtioiden aloittamat toimet eurooppalaisten ja amerikkalaisten pankkien tukemiseksi ja konkurssien ehkäisemiseksi helpottivat tunnelmaa ja saivat riskinottohalukkuuden kasvamaan ja osakekurssit nousemaan keväällä.

Toinen kurssipyörähdys markkinalle saatiin kesällä yhtiöiden julkistettua odotuksia parempia toisen neljänneksen tuloksia. Kurssinousua tukivat myös ennakoitua paremmat talousluvut, raaka-aineiden ja öljyn hintojen kääntyminen nousuun sekä eri maiden julkistamat hankkeet talouksien elvyttämiseksi. Toimialoista parhaiten Euroopassa menestyivät vuonna 2008 alaslyödyt pankit ja sykliset toimialat, kuten perusteollisuus, teollisuuspalvelut, kemianyhtiöt ja rakennustarvikkeet. Vastaavasti heikoiten indeksitasolla menestyivät defensiiviset julkishyödylliset yhteisöt, terveydenhuolto ja telekommunikaatio.

Osakemarkkina tarjoaa vuodelle 2010 mielenkiintoisia sijoituskohteita, kun taloustilanteen odotetaan paranevan hiljalleen vaikean edellisen vuoden jälkeen. Osakesijoittamista kannustaa myös alas painunut korkotaso, mikä tukee sijoituksia riskillisimpiin sijoituskohteisiin.

Monien syklisten yritysten osalta odotukset ja arvostukset ovat kuitenkin nousseet jo varsin korkeiksi, joten niiden kurssit eivät kestä pettymyksiä. Huolena on myös, että kohonnut työttömyys painaa etenkin syklisten kulutustuoteyritysten näkymiä. Pankit kärsivät edelleen talouden heikkoudesta, luottotappioista ja kasvavista vakavaraisuusvaatimuksista, mikä heikentää niiden osinkojen maksukykyä tulevina vuosina. Paremmista talouden näkymistä huolimatta osakevalinnoissa kannattaa painottaa yrityksiä, joilla on houkuttelevat arvostustasot, vahvat taseet ja kassavirrat sekä hyvät pitkän aikavälin näkymät.

## Vahinko-Tapiolan osakesijoitukset tuottivat 19,6 prosenttia vuonna 2009

Vahinko-Tapiolan suorat pörssiosakesijoitukset tuottivat 33,9 prosenttia vuonna 2009, mikä ylitti eurooppalaisten osakemarkkinoiden tuoton. Tuotto saavutettiin yleistä osakemarkkinaa alhaisemmalla riskillä.

Vuoden 2009 lopussa osakesijoitukset olivat yhteensä 607,0 miljoonaa euroa, ja ne olivat 23,2 prosenttia sijoitusjakaumasta. Osakesalkussa oli 52,0 prosenttia suoria pörssi-osakkeita, rahastosijoituksia 12,9 prosenttia ja noteeraamattomia osakkeita 35,1 prosenttia. Osakesijoitukset tuottivat 19,6 prosenttia ja osakerahastot 38,1 prosenttia.

Suomalaisten osakkeiden osuus laski 24,6 prosenttiin vuoden aikana. Osakesijoituksissa Pohjoismaiden paino pieneni. Kulutustuote-, perusteellisuus-, teknologia- ja rahoituspalveluyhtiöiden paino kasvoi ja muiden toimialojen osuus laski. 50 suurinta osakesijoitusta muodosti 90,6 prosenttia suorista osakesijoituksista. Osakesijoitukset euroalueen ulkopuolelle on pääsääntöisesti suojattu valuutan osalta.

## 4. Suurimmat osakesijoitukset

	Markkina-arvo, milj. euroa	% suorista osakesijoituksista
Lassila & Tikanoja Oyj	10,8	3,5
Kone Oyj	8,0	2,6
Fortum Oyj	7,9	2,5
DnB NOR Bank ASA, Oslo	7,3	2,4
Électricité de France	7,1	2,3
Carl Zeiss Meditec AG	7,1	2,3
Total Sa	6,9	2,2
Nokia Oyj	6,9	2,2
Tesco PLC	6,6	2,1
Zimmer Holdings Inc	6,6	2,1

## 2.1. Sijoitukset pääomasijoitusrahastoihin

Vuoden 2009 lopussa Vahinko-Tapiolan pääomasijoitusrahastosalkussa oli yhteensä 47 rahastoa, joiden käyvät arvot olivat yhteensä noin 58 miljoonaa euroa. Vuoden 2009 aikana ei annettu lainkaan uusia rahastositoumuksia, vaan keskityttiin nykyisen salkun seurantaan ja analysointiin.

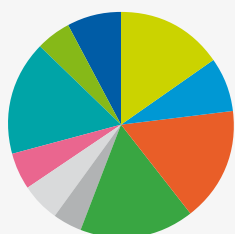
Osakemarkkinoilla alkuvuonna 2009 tapahtunut merkittävä kurssilasku heijastui edelleen pääomasijoitusrahastosalkussa olevien noteeraamattomien yhtiöiden arvostuksiin. Myös heikko taloustilanne näkyi kohdeyritysten loppuvuoden tuloksissa. Siksi rahastot tekivät vuoden lopussa alaskirjauksia kohdeyrityksissään, ja rahastoista saatiin edellisvuosiin verrattuna merkittävästi vähemmän palautuksia.

Näistä syistä rahastojen tuotto jäi vuonna 2009 selkeästi miinukselle ja oli -13,6 prosenttia.

## 2.2. Suorat sijoitukset noteeraamattomiin suomalaisiin yhtiöihin

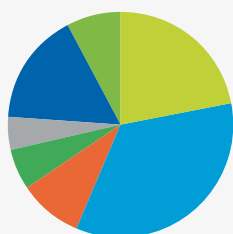
Vuoden 2009 lopussa suorien sijoitusten salkussa oli yhteensä 33 (36) kohdeyritystä, ja sijoitusten käyvät arvot olivat noin 32 miljoonaa euroa. Yritykset ovat kolmea lukuun ottamatta suomalaisia. Vuoden aikana tehtiin yksi uusi ensisijoitus ja kaksi lisäsijoitusta salkussa oleviin yhtiöihin. Lopulliset irtaantumiset toteutettiin kahdesta yrityksestä. Sijoitukset noteeraamattomiin yrityksiin tuottivat 3,5 prosenttia vuonna 2009.

### 2. Osakesijoitusten toimialajakauma



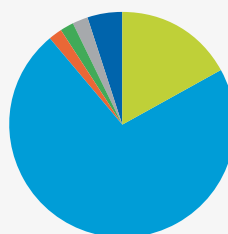
Terveystuote	16 %
Teollisuuspalvelut	8 %
Palvelut kuluttajalle	16 %
Kulutustuotteet	16 %
Julkishyödylliset palvelut	4 %
Energia	6 %
Telekommunikaatio	5 %
Perusteellisuus	16 %
Teknologia	5 %
Rahoituspalvelut	8 %

### 3. Osakesijoitusten aluejakauma



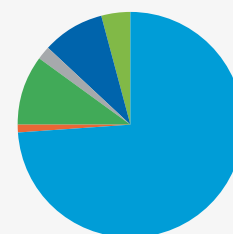
Suomi	22 %
Muu euroalue	34 %
Muu Eurooppa	9 %
Ruotsi	6 %
Norja	5 %
Yhdysvallat	16 %
Muut	8 %

### 5. Pääomasijoitusten tyyppijakauma\*



Buyout	17 %
Noteeraamaton osake	72 %
Generalist	2 %
Mezzanine	2 %
Secondary	2 %
Venture	5 %

### 6. Pääomasijoitusten aluejakauma\*



Tanska	0 %
Suomi	74 %
Ranska	1 %
Iso-Britannia	10 %
Guernsey	2 %
Jersey	9 %
Yhdysvallat	4 %

\*) Sisältäen omistukset Tapiola-ryhmän yhtiöihin

### 3. Korkosijoitukset

Edellisenä vuonna alkanut finanssikriisi hallitsi myös vuonna 2009 tapahtumia korkomarkkinoilla. Euroopan keskuspankki alensi kevään aikana ohjauskorkoja useasti ja päätyi ennätysalhaiselle yhden prosentin tasolle. Sen seurauksena lyhyet markkinakorot laskivat. EU-maiden viranomaiset käytännössä takasivat pankkien lyhyen ajan maksuvalmiuden. Lyhyet korot pysyivät koko loppuvuoden hyvin alhaisella tasolla.

Pitkien valtionobligaatioiden korkojen kehitys oli huomattavasti vaihtelevampaa. Saksan pitkät korot päättyivät vuoden alun noin 3,3 prosentin tasolle. Korkeimmillaan saavutettiin 3,7 prosentin taso keskikesällä, kun osakemarkkinoiden toipuminen näytti varmistuvan. Euroopan reunavaltioiden obligaatioiden korkomarginaalit suhteessa Saksaan eli riskilisät olivat alkuvuodesta erittäin leveillä tasoilla, mutta kapenivat voimakkaasti vuoden toisella puoliskolla paranevan talouskuvan myötä. Tosin Kreikan valtion riskilisät kasvoivat uudestaan voimakkaasti aivan vuoden lopussa, mikä johtui tilinpidon epäselvyyksistä.

Myös vakuudellisissa joukkovelkakirjalainoissa vuosi oli vaihteleva. Alkuvuonna riskilisät olivat vielä suuret, mutta talouden toipuessa joukkovelkakirjalainojen kysyntä lisääntyi. Kevään loppupuolella Euroopan keskuspankki ilmoitti ryhtyvänsä ostamaan vakuudellisia joukkovelkakirjalainoja, mikä sai kaupankäynnin lisääntymään entisestään ja aiheutti riskilisien voimakkaan pienenemisen.

Yrityslainamarkkinoilla vuosi 2009 oli historiallisen tuottoisa. Finanssikriisin johdosta riskilisät olivat kasvaneet erittäin suuriksi vuoden alussa. Tällöin markkinaosapuolet pelkäsivät, että yritykset eivät saisi tarvitsemaansa rahoitusta. Tilanne rauhoitui vuoden aikana, ja yrityslainojen hintakehitys oli erittäin suotuista. Vuoden päättyessä riskilisät olivat palanneet lähes kriisiä edeltäville tasoille.

Vuoden aikana yrityslainat tuottivat 16,7 prosenttia ja joukkovelkakirjalainat 7,9 prosenttia.

Yhtiöiden korkoriski eli duraatio vaihteli vuoden aikana useasti markkinatilanteen mukaan, mutta oli pääosin jonkin verran vertailuindeksiään lyhyempi. Samalla yrityslainapainoa lisättiin voimakkaasti vuoden aikana alipainosta ylipainoon. Vakuudelliset lainat olivat koko vuoden ylipainossa, julkis-yhteisöllisten lainojen painoa lisättiin ylipainoon ja valtionlainojen osuutta vähennettiin alipainoon.

Koko korkosalkku rahamarkkinasijoituksineen tuotti 7,4 prosenttia.

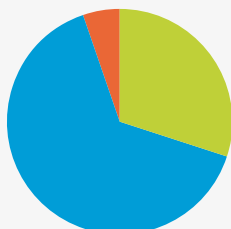
Vuoden 2009 lopussa Vahinko-Tapiolan korkosalkun markkina-arvo oli 1 200,4 miljoonaa euroa. Valtionlainojen osuus korkosijoituksista oli 30 prosenttia, kiinteistö- ja julkisvakuudellisten lainojen sekä yrityslainojen osuus 65 prosenttia ja rahamarkkinasijoitusten osuus 5 prosenttia. Salkun modifioitu duraatio oli noin 4,3 vuotta. Vuoden aikana käytettiin aktiivisesti korkojohdannaisia salkun korkoriskiprofiiliin hallintaan.

Koko korkosalkun keskimääräinen pääomilla painotettu luottoluokitus oli hyvällä tasolla AA. Yrityslainojen keskimääräinen pääomilla painotettu luottoluokitus oli A-, kiinteistö- ja julkisvakuudelliset lainat mukaan lukien AA-.

#### 3.1. Asiakaslainat

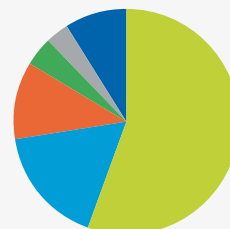
Lainasaamisten osuus Vahinko-Tapiolan sijoituskannasta kasvoi. Lainakannan pääpaino on yritysten tarpeeseen räätälöidyissä sijoituslainoissa. Lainasaatavat tuottivat 4,2 prosenttia vuonna 2009.

7. Korkosijoitusten tyyppijakauma



Valtio 30 %  
Yrityslainat 65 %  
Rahamarkkinat 5 %

8. Korkosijoitukset luottoluokittain



AAA 56 %  
AA 17 %  
A 11 %  
BBB 4 %  
Alle BBB 3 %  
Ei luokiteltu 9 %

## 4. Kiinteistösijoitukset

Kansainvälisillä kiinteistömarkkinoilla vuosi 2009 oli haasteellinen. Useimmilla tärkeimmillä Euroopan osamarkkinoilla tehtyjen kiinteistökauppojen määrä oli pieni aikaisempiin vuosiin verrattuna, ja kiinteistöjen arvot laskivat kaikissa toimitilatyypeissä. Vuoden puoliväliin mennessä tuottovaatimusten yli vuoden kestänyt nousu oli tasaantunut useimmilla osamarkkinoilla. Isossa-Britanniassa tuottovaatimukset kääntyivät jopa lievään laskuun, kun ulkomaiset kiinteistösijoittajat aktivoituivat uusiin kiinteistösijoituksiin korkeiden alkutuottojen houkuttelemisena. Kiinteistöjen arvoja painoi silti arvio vuokrien laskusta talous- taantumasta.

Pörssissä noteerattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden osakkeiden kurssikehitys oli positiivinen kaupankäynnin vilkastuttua Euroopassa alkuvuonna.

Vuoden alkupuolisko oli Suomen kiinteistösijoitusmarkkinoilla hiljainen. Kansainvälisen rahoituskriisin vaikutukset näkyivät kaupankäynnin hiljentymisenä. Vuoden 2008 keväällä alkanut tuottovaatimusten nousu jatkui syksyyn 2009. Sijoittajat muuttuivat varovaisiksi talouden epävarmojen näkymien vuoksi. Koko vuoden kiinteistösijoitusvolyymi laski edelliseen vuoteen verrattuna selvästi erittäin hiljaisen alkuvuoden takia. Loppuvuonna kaupankäynti piristyi. Velkarahan saannin vaikeus ja

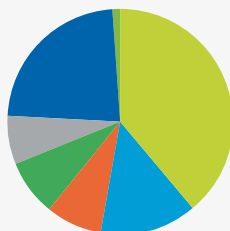
Suomen talouden näkymien epävarmuus heijastuivat yhä markkinoille. Tämä ilmeni mm. ulkomaisten sijoittajien passiivisuutena. Sijoituskiinteistöjen markkina-arvot laskivat vuoden aikana useilla osamarkkinoilla, mikä on alentanut kokonaistuottoa.

Vuoden 2009 lopussa Vahinko-Tapiolan kiinteistösalkun markkina-arvo oli 591,7 miljoonaa euroa (537,2 milj. e). Kiinteistösijoitusten paino nousi 22,6 prosenttiin (22,0 %). Kiinteistösijoitukset tuottivat vuoden 2009 aikana -1,8 prosenttia (-0,7 %). Kiinteistösijoitusten kokonaistuottoa painoivat alas erityisesti pääomarahastomutoisten kiinteistösijoitusten alhaiset tuotot sekä omassa käytössä ja rakenteilla olevat kohteet.

Merkittävimmät lisäykset kiinteistösalkkuun olivat Asunto Oy Helsingin Vanhalinna, kiinteistörahastosijoitukset sekä muut lisäinvestoinnit rakenteilla oleviin hankkeisiin. Tärkeimmät rakenteilla olevat hankkeet olivat Kiinteistö Oy Espoon Revontulenkujat 1, Kiinteistö Oy Sinimäentie 8 ja Kiinteistö Oy Tampereen Hämeenkatu 7.

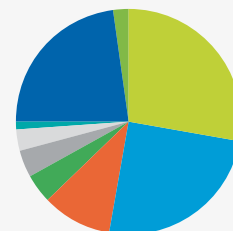
Merkittävimmät myynnit olivat Kiinteistö Oy FMO Tapiolan osakkeet Espoosta ja osuus Kiinteistö Oy Espoon Revontulenkujat 1:n osakkeista. Kiinteistöjen keskimääräinen tyhjyyssaste laski 4,3 prosenttiin (5,5 %).

9. Kiinteistösijoitusten tyyppijakauma



Toimisto	39 %
Hotelli	14 %
Liike	8 %
Asunto	8 %
Logistiikka	7 %
Rahastot	23 %
Muut	1 %

10. Kiinteistösijoitusten aluejakauma



Espoo	28 %
Helsinki	25 %
Vantaa	10 %
Oulu	4 %
Tampere	4 %
Lahti	3 %
Turku	1 %
Rahastot	23 %
Muut	2 %

# Markkinariskien hallinta

## 5. Lähtökohdat ja toimintaperiaatteet

Vahinko-Tapiolan sijoitustoiminnan tavoitteena on turvata vakavaraisuus ja maksimoida tuotto hallitulla riskipositiolla. Sijoitusten allokaatiota ohjaavat vakavaraisuuden, vastuuvelan rakenteen ja katekelpoisuuden asettamat rajat sekä pääoman tuottovaatimukset. Pitkällä aikavälillä sijoitustuottojen on ylitettävä asiakashyvityspolitiikan mukaiset kokonaistuottotavoitteet. Sijoitustoiminnalla pyritään pitkällä aikavälillä ja kaikissa olosuhteissa hyvään ja vakaaseen tuottoon välttäen pääomariskejä.

Sijoitukset hajautetaan riittävästi eri instrumenttiluokkien välillä ja sisällä. Yksittäisiä riskejä sekä vastuita ohjataan limiitein ja sijoituskriteerein. Sijoitustoiminnan on turvattava riittävä likviditeetti kaikissa olosuhteissa. Sijoituskannan on oltava myös riittävän yksinkertainen.

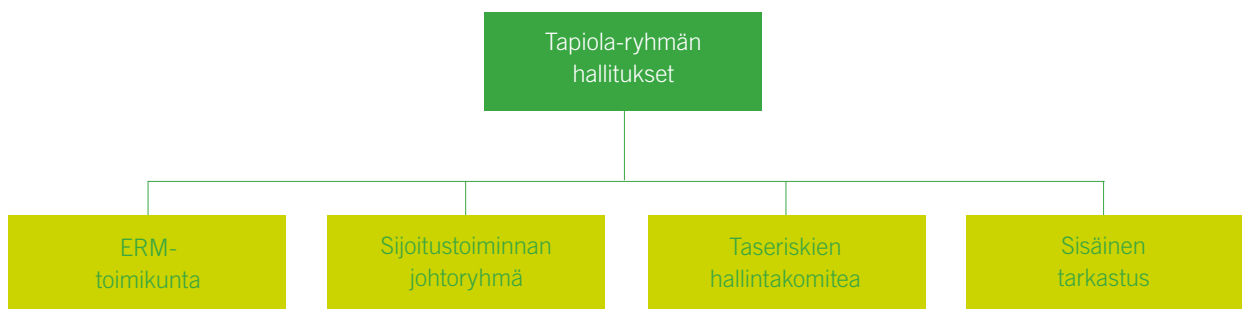
## 6. Markkinariskien hallinnan organisointi

Vahinko-Tapiolaan perustettiin taseriskien hallintakomitea (ALCO) vuonna 2007. Komitea on taseriskien hallinnan ja seurannan asiantuntijaelin, ja se raportoi suoraan yhtiön hallitukselle. Komitea vastaa siitä, että yhtiön taseriskien hallinta on järjestetty asianmukaisesti. ALCO laatii yhtiön hallitukselle määrajoin esityksen strategisesta markkinariskinotosta ja sitä koskevista limiiteistä. Limiitit kattavat sijoitusten hinta- ja korkoriskit mukaan lukien vastuuvelan ominaisuudet ja vaatimukset. ALCO seuraa asettamiaan riskilimiittejä ja riskinoton tuloksellisuutta.

Hallitus nimittää sijoitustoiminnan johtoryhmän, joka vastaa sijoitustoiminnan käytännön organisoinnista ja operatiivisesta markkinariskien valvonnasta. Johtoryhmään kuuluvat sijoitusjohtaja, vakuutusyhtiöiden toimitusjohtajat, aktuaarijohtajat ja hallituksen Tapiola-ryhmästä nimeämät jäsenet.

ERM-toimikunta vastaa hallitukselle riskienhallinnan järjestämisestä sekä riskien ja vakavaraisuuden valvonnasta.

Sijoitustoiminnan ohjeistuksen noudattamista valvoo sisäinen tarkastus.



## 7. Riskienhallintaprosessit

Riskienhallintaprosessi perustuu ohjeistukseen (sijoitussuunnitelma, johdannaispolitiikka sekä taseenhallintakomitean raamitukset sijoitussuunnitelmaan), sen operatiivisen noudattamisen valvontaan, säännölliseen riskiraportointiin ja itsearviointiin.

Yhtiön hallitus vahvistaa vuosittain sijoitussuunnitelman, jossa määritellään sijoituskannan tavoitejakauma ja tuotto-odotukset, instrumenttikohtaiset vaihteluvälit, hajautus- ja likviditeettitavoitteet sekä päätös- ja toimivaltuudet ja jossa kuvataan toimintaympäristöä.

Hajautusperiaatteilla pyritään turvaamaan riittävä tuottotaso instrumenttiluokkien sisällä ja niiden välillä kaikissa markkinaolosuhteissa. Hajautusperiaatteet koskevat eri toimialoja, maita ja sijoituskohteita. Yksittäisiä riskejä ja vastuita ohjataan limiitein ja sijoituskriteerein. Riittävä likviditeetti turvataan sijoitusrakenteella. Sijoitussuunnitelmassa käydään läpi myös tulos- ja riskianalyysi.

Johdannaisten käytöstä on kirjoitettu tarkempi hallituksen vahvistama johdannaispolitiikka, jossa kerrotaan johdannaisten käytön periaatteet. Johdannaisten avulla voidaan rajoittaa muun muassa osake-, valuutta- ja korkosijoituksiin liittyviä riskejä.

Riittäväällä analysoinnilla, hajautuksella, johdannaisilla ja vastapuoliriskien limiiteillä pyritään turvaamaan toimintavapaus kaikissa markkinaolosuhteissa. Kiinteistöihin liittyviä riskejä analysoidaan erikseen.

Yleisesti käytettyjen markkinariski- ja raportointimenetelmien avulla seurataan sijoitustoiminnan riskejä ja tuottoja. Näiden raporttien avulla seurataan säännöllisesti korko-, kiinteistö- ja osakesijoitusten kehitystä ja riskejä sekä valvotaan sijoitussuunnitelmassa määriteltyjen toimintaperiaatteiden noudattamista.

### 7.1. Markkinariskien ja vakavaraisuuden hallinta

Markkinariskin vaikutusta yhtiön vakavaraisuuteen valvotaan ja hallitaan nykyisen vakavaraisuuskäytännön (Solvenssi I) mukaisesti. Lisäksi vakavaraisuutta valvotaan voimassaolevien ryhmittymiä koskevien vakavaraisuussäännösten mukaisesti. Valmistautuminen Solvenssi II -vakavaraisuuskehikkoon on käynnissä.

Nykyinen vakavaraisuuskäytäntö on lyhyellä tähtämellä merkittävämpi ja rajoittavampi järjestelmä. Vakavaraisuuslaskennan huomattavin muutos tulee olemaan se, että Solvenssi II:ssa arvostetaan varojen ohella myös vastuuvetä markkinaehtoisesti käypään arvoon. Tällöin vastuuvetä arvo riippuu erityisesti korkotasosta, ja korkoriskin hallinnan merkitys korostuu. Yhtiössä seurataan vuonna 2010 Solvenssi II:een verrattavaa vakavaraisuutta viranomaisvaatimusten mukaisella kvantitatiivisella vaikuttavuustutkimuksella (QIS5). Yhtiössä on myös meneillään hankkeet sisäisten Solvenssi II -mallien kehittämiseksi sekä riskienhallinnan että liiketoiminnan tarpeisiin. Solvenssi II:n arvioidaan tulevan voimaan vuonna 2012.

Lähtökohtana markkinariskin hallitsemiselle on, että yhtiön vakavaraisuus on turvattu riittäväällä todennäköisyydellä seuraavan vuoden ajan. Sijoitusten arvomuutosriskiä seurataan jatkuvasti todennäköisyysmallilla, joka perustuu sijoitusten historialliseen arvovaihteluun ja sijoitusluokkien väliseen arvomuutosten riippuvuuteen (korrelaatioon). Riskiä seurataan käyttämällä arvovaihteluna (volatiliteettina) sekä pitkän aikavälin keskimääräisiä arvoja että lyhyemmällä aikavälillä estimoituja riskitunnuslukuja. Korko- ja osakesijoitusten volatilitteetti sekä odotettavissa oleva lyhyen tähtäimen riskitaso alentuivat vuoden 2009 aikana selvästi loppuvuoden 2008 huomattavan korkealta tasolta.

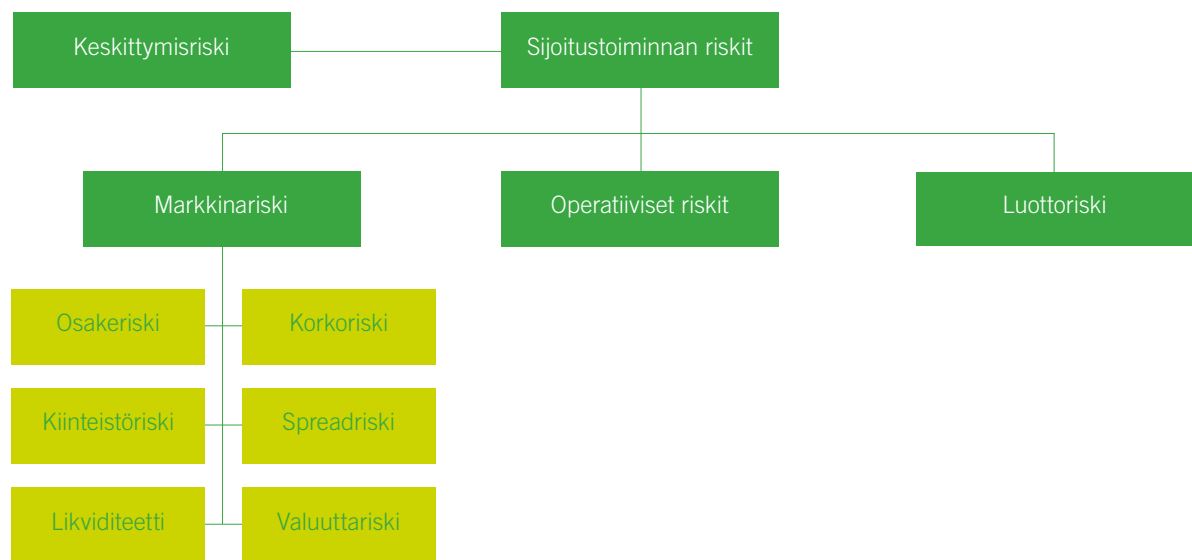
Sijoitustoimintaa ohjataan tarvittaessa normaalia tiukemmin ns. liikennevaloperiaatteiden ja jatkuvan markkinariski-seurannan perusteella. Vihreä valo tarkoittaa tilannetta, jossa omaisuudenhoitajat saavat ja voivat toimia sijoitussuunnitelman normaalien limiittien mukaan. Keltainen valo liittyy tilanteeseen, jossa sijoitussuunnitelman puitteissa tapahtuvat sijoitusmarkkinariskien lisäykset tai neutraali sijoitusallokaatio eivät ole enää hyväksyttäviä taseen riskillisyyden kannalta. Punainen valo tarkoittaa tilannetta, jossa taseen riskillisyyden on liian korkea ja tarvitaan riskien vähentämistoimia. Keltaisen ja punaisen valon riskiasemassa määritellään tiukennetut rajoitukset sijoitusriskeille sekä mahdolliset riskien vähentämistoimenpiteet. Kokonaisriski mitoitetaan siten, että toimintapäätös säilyy turvalla tasolla myös riskien toteutuessa.

## 8. Vahinko-Tapiolan markkinariskit

Merkittävimmät Vahinko-Tapiolan markkinariskit ovat osakeriskit, korkosijoitusten korko- ja luottoriskit sekä kiinteistösijoitusten riskit kuvan 11 mukaisesti. Markkinariskit voivat toteutua sijoitusten aiempaa alhaisempana tuottokassavirtana tai omaisuusarvojen laskuna. Solvenssi II -kehikossa markkinariskit liittyvät sijoitusomaisuuden lisäksi markkinaehtoiseen vastuuvelkaan ja pääomavaatimukseen. Vahinko-Tapiolan Solvenssi

I:n mukainen markkinariskien jakauma esitetään kuvassa 12. Riskiarviot perustuvat sisäiseen riskimalliin ja -parametreihin. Hajautushyötyä muodostuu omaisuusarvojen liikkua eri suuntiin, jolloin koko sijoitusomaisuuden riski on pienempi kuin yksittäisten riskien summa. Sijoitusten ja vakavaraisuuden herkkyyttä markkinamuutoksille kuvataan taulukossa 1.

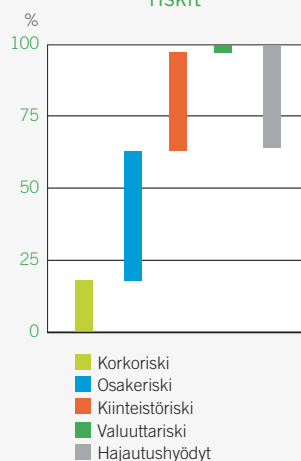
### 11. Vahinko-Tapiolan markkinariskit



Taulukko 1. Vahinko-Tapiolan sijoitusten ja vakavaraisuuden herkkyys markkinaskenaariolle 31.12.2009

	31.12.2009	MUUTOKSEN VAIKUTUS		
		Osakekurssit -20 %	Kiinteistöjen arvo -10 %	Korkotaso +1 %-yksikkö
Vakavaraisuuspääoma, milj. euroa	1 315,7	-121,4	-59,2	-54,7
Vakavaraisuusaste, %	89,4	-8,2	-4,0	-3,7
Sijoitusten tuotto, %	7,1	-4,8	-2,3	-2,1

12. Sijoitustoiminnan riskit



Markkinariskiä hallitaan sijoitusten riittävällä sijoitusluokittaisella, maantieteellisellä ja toimialoittaisella hajautuksella. Sijoitustoiminnan keskeinen ohjausväline on eri omaisuusluokkien perusallokaatio. Allokaation kehitys esitetään kuvissa 1 ja 13. Solvenssi II -riskiä voidaan lisäksi pienentää muuttamalla sijoitusomaisuuden korkoherkkyyttä vastuuvelan kaltaiseksi sekä johdannaissuojauksin.

### 8.1. Osakeriskit

Osakesijoittamisen tavoitteena on pitkällä tähtäimellä päästä vertailuindeksiä parempaan tuottoon alemmalla riskitasolla. Toisaalta sijoitusten lähtökohtana on turvata pääomien arvot. Tämän takia sijoitusperiaatteeksi on valittu arvossijoittamisfilosofia, joka mm. edellyttää sijoituskohteiden hyvää tuntemusta. Osakesijoituksia tehdään pääasiassa kannattaviin, kasvaviin ja vakavaraisiin yhtiöihin. Osakesalkku on myös hajautettava riittävästi yksittäisten riskikeskittymien välttämiseksi. Hajauttaminen koskee yksittäisiä yrityksiä, maantieteellisiä alueita ja toimialoja. Osakesijoituksista ja niiden jakaumista on lisätietoja kappaleessa 2. Vuoden 2009 aikana osakesijoitusten paino sijoitusjakaumassa nousi huomattavan arvonnousun ja rahamarkkinapainon alentamisen seurauksena.

Osakesijoittamista ohjataan allokaatio- ja hajautuslimiiteillä. Näitä ovat mm.

- Noteerattujen osakkeiden kokonaismäärä voi olla enintään 15 prosenttia osakesijoituksista.
- Yhden osakkeen osuus voi osakesalkusta olla aktiivisesti ostettuna korkeintaan 5 prosenttia.
- Osakesalkussa tulee olla vähintään 30:n ja enintään 100:n yhtiön osakkeita.
- 50 suurinta osakesijoitusta ovat vähintään 90 prosenttia osakesijoitusten arvosta.
- Yhden toimialan osuuden on oltava alle 20 prosenttia osakesalkusta.

Listatut osakesijoitukset hoitaa Tapiola Varainhoito Oy.

Sijoituksia listaamattomiin osakeyhtiöihin (pääomasijoituksia) tehdään, kun niissä nähdään erityisen hyvää tuottopotentiaalia. Näiden sijoitusten operatiiviset tavoitteet vahvistetaan vuosittain sijoituskomiteassa, ja toimintaa ohjataan sijoitussuunnitelman limiiteillä. Pääomasijoitusten kokonaismäärä voi olla yhteensä enintään 5 prosenttia yhtiön sijoituksista.

### 8.2. Korkosijoitusten riskit

Vahinko-Tapiolan korkosijoittamisen ensisijainen tavoite on turvata sijoitusten arvot ja saavuttaa vähintään vastuuvelan tuottovaatimuksen mukainen sijoitustuotto. Toissijaisesti tavoitellaan vertailuindeksiä parempaa tuottoa maltillisilla korkosalkun sisäisillä riskipainotuksilla.

Korkosijoitusten riski muodostuu korkojen vaihtelusta ja sijoituskohteiden vastapuolen luottoriskistä. Korkoriskiin vaikuttaa valtionlainojen yleisen korkotason ja pankkien välisen korkokehityksen lisäksi yksittäisten yrityslainojen riskilisan (spread) vaihtelu. Korkosijoitusten arvovaihtelu pieneni vuoden 2009 aikana vuoden 2008 lopun huomattavan korkealta tasolta.

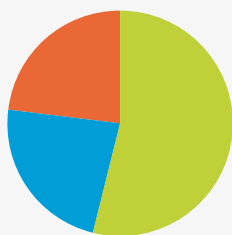
Yritysluotoilla haetaan korkosalkkuun korkeampaa tuottoa. Sijoitukset tehdään vakaisiin ja hyvän luottokelpoisuuden omaaviin yrityksiin. Ensisijaisesti suositaan lyhyen maturiteetin joukkovelkakirjoja, jotka pidetään pääsääntöisesti erääntymiseen asti. Luottoriskiä minimoidaan siten, että sijoitukset hajautetaan eri liikkeeseenlaskijoihin ja asetetaan enimmäismäärä yksittäisen liikkeeseenlaskijan osuudelle yritysten korkosijoituksista.

Korkosijoittamista ohjataan mm. seuraavin allokaatio- ja hajautuslimiitein. Sijoituslimiitit perustuvat yhtiöiden virallisiin luottoluokituksiin.

- Valtionlainojen osuuden korkosalkusta tulee olla vähintään 25 prosenttia.
- Yrityslainojen ja -todistusten osuus saa olla enintään 30 prosenttia.
- Muiden julkisten yhteisöjen ja vakuudellisten lainojen osuus saa olla korkeintaan 50 prosenttia.
- Vähintään 60 prosenttia tulee olla sijoitettuna korkeimpiin luottoluokituksiin (AAA-AA).
- Valtioriskiä on hajautettava koko euro-alueelle ja liiallisia keskittymiä yksittäiseen maahan on vältettävä.

Korkosijoitukset hoitaa Tapiola Varainhoito Oy. Korkosijoituksista ja niiden jakaumista on lisätietoa kappaleessa 3.

13. Sijoitusten allokaatio 31.12.2009



■ Korkosijoitukset 54 %  
 ■ Osakkeet 23 %  
 ■ Kiinteistöt 23 %

### 8.3. Kiinteistöriskit

Kotimaan markkinoilla kiinteistösijoitukset ovat pääsääntöisesti suoria. Välisten kiinteistösijoitusten, kuten kiinteistörahastojen tavoitteita voi olla mm. kiinteistösijoitussalkun hajauttaminen ja siten salkun riskin pienentäminen sekä sijoittaminen kansainvälisille kiinteistömarkkinoille tai kotimaisiin erikoiskohteisiin.

Kiinteistösijoitukset hoitaa Kiinteistö-Tapiola Oy.

Suorien kiinteistösijoitusten tuotto muodostuu pitoajan juoksevasta nettotuotosta ja arvonmuutostuotosta. Kiinteistö-riski voi realisoitua sekä arvonlaskuna että tuottokassavirran alentumisena.

Kiinteistöt ovat pitkäaikaisia sijoituksia, jotka kattavat hyvin pitkiä vastuita vuokrasopimusten inflaatioidonaisuuden perusteella. Kiinteistösalkun tuotto-riski-rakenne varmistetaan perustelluilla hankinnoilla ja suunnitelmallisella myynti-ohjelmalla. Kassavirran reaalityso ja siihen liittyvät kohderiskit hallitaan aktiivisella ja tavoitteellisella vuokraus- ja sopimuspolitiikalla. Kohteiden teknis-taloudellinen elinkaari varmistetaan ammattimaisella kiinteistöjohtamisella. Uudet sijoitukset tehdään positiivisesti kehittyvien osamarkkinoiden, pääasiassa suurimpien kaupunkien alueille. Sijoituksissa otetaan huomioon kohteiden monikäyttöisyys ja myytävyyso. Paikkakuntien terveen elinkeinorakenteen lisäksi kriteerejä ovat riittävä asukasohja ja käyttäjäkysyntä. Vähintään 70 prosenttia kiinteistösijoituksista tulee olla Suomessa.

Kiinteistösijoituksista ja niiden jakaumista on lisätietoa kapaleessa 4.

### 8.4. Valuuttariskit

Suora valuuttariski liittyy vieraisso valuutoissa noteerattaviin sijoituksiin liiketoiminnan ollessa euromääräistä. Lisäksi valuuttaturssien muutokset voivat heijastua yksittäisten yhtiöiden ja toimialojen liiketoimintaan ja vaikuttaa epäsuorasti osakesijoitusten arvonmuutokseen.

Valuuttaposition suojataan lähtökohtaisesti johdannaisten avulla, kun tehdään muita kuin euromääräisiä sijoituksia. Valuuttaposition minimisuojaamisasteen määrittelevät yhtiökohtaiset sijoituslimiitit ja lainsäädäntö. Vahinko-Tapiolan suojaamaton valuuttaposition oli 83,8 miljoonaa euroa vuoden 2009 lopussa. Avoimen valuuttaposition jakauma esitetään kuvassa 14.

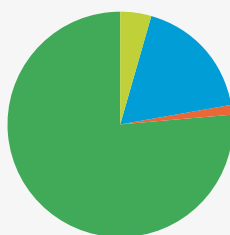
## 9. Likviditeettiriski

Likviditeettiriski toteutuu, jos yhtiöt eivät pysty realisoimaan omistuksiaan pystyäkseen selviytymään maksuvelvoitteista niiden erääntyessä. Likviditeettiriski voi aiheutua muun muassa suurista korvauksista tai odottamattomista muutoksista maksutulokäyttäytymisessä.

Lyhyiden rahamarkkinasijoitusten tehtävä on turvata yhtiön vaatima likviditeetti kaikissa tilanteissa. Riittävän likviditeetin takaamiseksi pidemmällä aikavälillä on 2–20 prosenttia varoista oltava rahamarkkinasijoituksissa. Likviditeetin edellyttämät sijoitukset tehdään sellaisiin instrumentteihin, joiden muuttaminen käteiseksi lyhyessä ajassa ei yleensä aiheuta pääomatappioita.

Rahamarkkinasijoitusten ja kassanhallinnan pääinstrumentteja ovat pankkien talletukset ja Suomessa toimivien pankkien sijoitustodistukset. Rahamarkkinavastapuolista tehdään vuosittain sijoitusanalyysi, ja pankkivastapuoliriskiä hajautetaan.

14. Valuuttajakauma  
31.12.2009



■ DKK 6 %  
■ GBP 23 %  
■ SEK 2 %  
■ USD 69 %  
■ Muut 0 %