

Henki-Tapiolan  
sijoitustoiminta ja  
markkinariskien hallinta  
2009

TAPIOLA



# 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.	Asiakaslainat.....	5
4.	Kiinteistösjoitukset .....	6
Markkinariskien hallinta		
5.	Lähtökohdat ja toimintaperiaatteet .....	7
6.	Markkinariskien hallinnan organisointi.....	7
7.	Riskienhallintaprosessit .....	8
7.1.	Markkinariskien ja vakavaraisuuden hallinta..	8
8.	Henki-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

Fuusioidun Henki-Tapiolan käyvin arvoin laskettu sijoitustoiminnan nettotuotto vuoden 2009 aikana oli 7,0 prosenttia (-1,2 %). Sijoitusomaisuus käyvin arvoin oli 2 564,8 miljoonaa euroa (2 534,3 milj. e). Sijoitustoiminnan nettotuotot käyvin arvoin olivat 174,1 miljoonaa euroa (-29,6 milj. e).

Sijoitustoiminnan viiden vuoden keskimääräinen vuotuinen tuotto oli 4,8 prosenttia ja kymmenen vuoden 5,5 prosenttia. Erityisesti osakesijoitusten tuotot olivat edelliseen vuoteen verraten 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

31.12.2009	Jakauma, milj. euroa	Jakauma, %	Tuotto, %
Lainasaamiset	55,1	2,1	4,0
Joukkovelkakirjalainat	1 587,1	61,9	7,7
Muut rahoitusmarkkinavälineet ja talletukset	73,6	2,9	2,8
<b>Korkosijoitukset</b>	<b>1 715,8</b>	<b>66,9</b>	<b>7,3</b>
Noteeratut osakkeet	258,0	10,1	33,9
Pääomasijoitusrahastot	49,5	1,9	-12,0
Noteeraamattomat osakesijoitukset	48,1	1,9	5,0
<b>Osakesijoitukset</b>	<b>355,5</b>	<b>13,9</b>	<b>21,2</b>
Suorat kiinteistösijoitukset	365,4	14,3	2,7
Kiinteistösijoitusrahastot ja yhteissijoitukset	120,0	4,7	-10,3
<b>Kiinteistösijoitukset</b>	<b>485,4</b>	<b>19,0</b>	<b>-0,6</b>
Absoluuttisen tuoton sijoitukset	8,1	0,3	2,8
<b>Muut sijoitukset</b>	<b>8,1</b>	<b>0,3</b>	<b>2,8</b>
<b>Sijoitukset yhteensä</b>	<b>2 564,8</b>	<b>100,0</b>	<b>7,0</b>

## 2. Osakesijoitukset

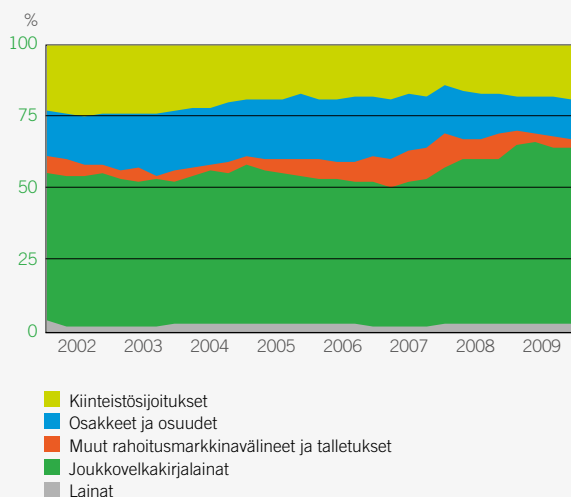
Euroopassa osakekurssit nousivat 32,4 prosenttia ja Suomessa peräti 44,5 prosenttia OMX Helsinki Cap -indeksillä mitattuna vuonna 2009. Vuoden alusta maaliskuun alkuun kurssit laskivat vielä voimakkaasti. Valtioiden aloitettamat toimet eurooppalaisten ja amerikkalaisten pankkien tukemiseksi ja konkurssien 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 odotettua 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 pikkukuhjaa vaikean edellisen vuoden jälkeen. Osakesijoittamista tukee myös alas painunut korkotaso, mikä tukee sijoituksia riskillisimpiin kohteisiin.

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.

### 1. Allokaation kehitys 2002–2009



## Henki-Tapiolan osakesijoitukset tuottivat 21,1 prosenttia vuonna 2009

Henki-Tapiolan suorat pörssiosakesijoitukset tuottivat 34,4 prosenttia vuonna 2009, mikä ylitti eurooppalaisten osakemarkkinoiden tuoton. Tuotto saavutettiin yleistä osakemarkkinaa alhaisemmalla riskillä.

Vuoden 2009 lopussa osakesijoitukset olivat yhteensä 363,6 miljoonaa euroa, ja ne olivat 14,2 prosenttia sijoitusjakaumasta. Osakesalkussa oli suoria pörssiosakkeita 51,4 prosenttia, rahastosijoituksia 13,0 ja noteeraamattomia osakesijoituksia 64,4 prosenttia. Osakesijoitukset tuottivat 21,1 prosenttia ja osakerahastot 32,6 prosenttia.

Vuoden aikana suomalaisten osakkeiden osuus laski 24,0 prosenttiin. Suorien pohjoismaisten osakesijoitusten paino pieneni selvästi. Perusteellisuus-, teknologia- ja rahoituspalveluyhtiöiden paino kasvoi, ja muiden yhtiöiden osuus laski. 50 suurinta osakesijoitusta muodosti 92,1 prosenttia suorista osakesijoituksista. Osakesijoitukset euroalueen ulkopuolelle on pääsääntöisesti suojattu valuutan osalta.

## 4. Suurimmat osakesijoitukset

	Markkina-arvo, milj. euroa	% suorista osakesijoituksista
Lassila & Tikanoja Oyj	7,4	3,6
Kone Oyj	6,0	2,9
Nokia Oyj	5,3	2,6
Hennes & Mauritz Ab	5,0	2,4
United Technologies Corp	4,6	2,2
Novozymes A/S	4,6	2,2
Fortum Oyj	4,6	2,2
Tesco PLC	4,5	2,2
DnB NOR Bank ASA, Oslo	4,4	2,1
Adidas Ag	4,3	2,1

## 2.1. Sijoitukset pääomasijoitusrahastoihin

Vuoden 2009 lopussa Henkivakuutusyhtiöiden pääomasijoitusrahastosalkussa oli yhteensä 41 rahastoa, joiden käyvät arvot olivat yhteensä noin 49,4 miljoonaa euroa. Vuoden 2009 aikana ei annettu lainkaan uusia rahastositoumuksia, vaan keskityttiin nykyisen salkun seurantaan ja analysointiin.

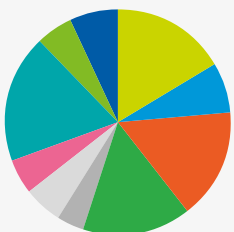
Osakemarkkinoilla alkuvuonna 2009 tapahtunut merkittävä kurssilasku heijastui edelleen pääomasijoitusrahastojen salkussa olevien noteeraamattomien yhtiöiden arvostuksiin. Myös heikko talustilanne näkyi kohdeyritysten loppuvuoden tuloksissa. Siksi rahastot tekivät vuoden lopussa alakirjauksia näissä yrityksissä, ja rahastoista saatiin edellisvuosiin verrattuna merkittävästi vähemmän palautuksia.

Pääomasijoitusrahastosijoitusten vuosituotto Henki-Tapiolan salkussa oli -2,0 prosenttia.

## 2.2. Suorat sijoitukset noteeraamattomiin suomalaisiin yhtiöihin

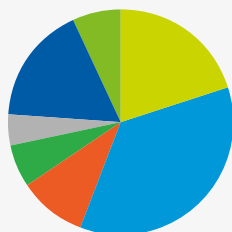
Vuoden 2009 lopussa suorien sijoitusten salkussa oli 17 kohdeyritystä, ja sijoitusten käyvät arvot olivat yhteensä noin 27,5 miljoonaa euroa. Yritykset ovat kolmea lukuun ottamatta suomalaisia. Vuoden aikana tehtiin yksi uusi ensisijoitus ja kaksi lisäsijoitusta salkussa oleviin yrityksiin. Lopullisia irtautumisia ei vuoden aikana toteutettu. Noteeraamattomat sijoitukset tuottivat 2,5 prosenttia vuonna 2009.

2. Suorien sijoitusten toimialajakauma



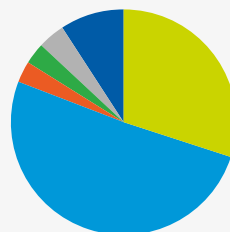
Terveydenhuolto	16,6 %
Teollisuuspalvelut	7,1 %
Palvelut kuluttajalle	16,0 %
Kulutustuotteet	15,4 %
Julkishyödylliset palvelut	4,0 %
Energia	5,4 %
Telekommunikaatio	5,0 %
Perusteellisuus	18,5 %
Teknologia	5,1 %
Rahoituspalvelut	6,9 %

3. Suurin sijoitusten aluejakauma



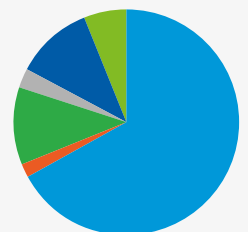
Suomi	20 %
Muu euroalue	36 %
Muu Eurooppa	10 %
Ruotsi	6 %
Norja	4 %
Yhdysvallat	17 %
Muut	7 %

5. Pääomasijoitusten tyyppijakauma



Buyout	30 %
Noteeraamaton osake	51 %
Generalist	3 %
Mezzanine	3 %
Secondary	4 %
Venture	9 %

6. Pääomasijoitusten aluejakauma



Tanska	0 %
Suomi	67 %
Ranska	2 %
Iso-Britannia	11 %
Guernsey	3 %
Jersey	11 %
Yhdysvallat	6 %

### 3. Korkosijoitukset

Edellisenä vuonna alkanut finanssikriisi hallitsi myös vuoden 2009 tapahtumia korkomarkkinoilla. Euroopan keskuspankki alensi kevään aikana ohjaukorkoja useasti ja päätyi ennätysalhaiselle yhden prosentin tasolle. Tämän takia lyhyet markkina-korot 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 alkaessa. Tällöin markkinaosapuolet pelkäsivät, että yritykset eivät saisi tarvitsemaansa rahoitusta. Tilanne rau-

hoittui vuoden aikana, ja yrityslainojen hintakehitys oli erittäin suotuisa. Vuoden päättyessä riskilisät olivat palanneet lähes kriisiä edeltäville tasoille. Vuoden aikana yrityslainat tuottivat 16,5 prosenttia ja joukkovelkakirjalainat 7,7 prosenttia.

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

Koko korkosalkku rahamarkkinasijoituksineen tuotti 7,3 prosenttia.

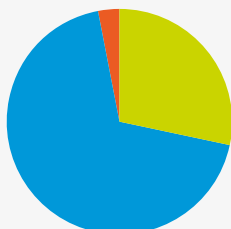
Vuoden 2009 lopussa Henki-Tapiolan koko korkosalkun markkina-arvo oli 1 660,7 miljoonaa euroa. Valtionlainojen osuus korkosijoituksista oli 29 prosenttia, kiinteistö- ja julkisvakuudellisten lainojen sekä yrityslainojen osuus 68 ja rahamarkkinasijoitusten osuus 3 prosenttia. Salkun modifioitu duraatio oli noin 5,1 vuotta. Vuoden aikana käytettiin aktiivisesti korkojohdannaisia salkun korkoriskiprofiiliin hallintaan.

Korkosalkun keskimääräinen pääomilla painotettu luotto-luokitus oli hyvällä tasolla AA-. Yrityslainojen keskimääräinen pääomilla painotettu luottoluokitus oli A-, kiinteistö- ja julkisvakuudelliset lainat mukaan lukien AA-.

#### 3.1. Asiakaslainat

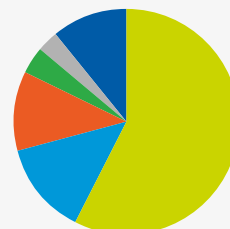
Lainasaamisten osuus Henki-Tapiolan sijoituskannasta kasvoi hieman, ja lainasaatavat tuottivat 4,1 prosenttia vuonna 2009.

7. Korkosijoitusten tyyppijakauma



■ Valtio 29 %  
■ Yrityslainat 68 %  
■ Rahamarkkinat 3 %

8. Korkosijoitukset luottoluokittain



■ AAA 57 %  
■ AA 14 %  
■ A 11 %  
■ BBB 4 %  
■ Alle BBB 3 %  
■ Ei luokiteltu 11 %

## 4. Kiinteistösijoitukset

Kansainvälisillä kiinteistömarkkinoilla vuosi 2009 oli haasteellinen. Useimmilla tärkeimmillä Euroopan osamarkkinoilla tehtyjen kiinteistökauppojen määrä oli aikaisempiin vuosiin verrattuna pieni, 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 yhä arvio vuokrien laskusta taloustaantumasta.

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

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. Loppu-

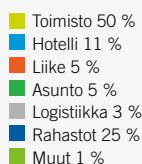
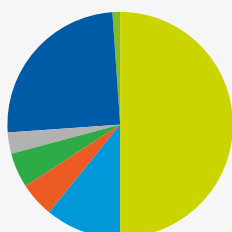
vuonna kaupankäynti piristyi. Velkarahan saannin vaikeus ja Suomen talouden näkymien epävarmuus heijastuivat yhä markkinoille. Tämä ilmeni mm. ulkomaisten sijoittajien passiivisuutena. Sijoituskiinteistöjen markkina-arvot laskivat useilla osamarkkinoilla vuoden aikana, mikä on alentanut kokonaistuottoa.

Vuoden 2009 lopussa Henki-Tapiolan kiinteistösalkun markkina-arvo oli 485,4 miljoonaa euroa (467,7 milj. e). Kiinteistösijoitusten paino nousi 18,9 prosenttiin (18,5 %). Kiinteistösijoitukset tuottivat vuoden 2009 aikana -0,6 prosenttia (2,2 %). Kiinteistösijoitusten kokonaistuottoa painoivat alas pääomarahastomutoisten kiinteistösijoitusten alhaiset tuotot.

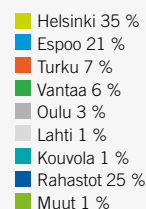
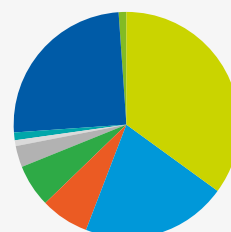
Merkittävimmät lisäykset kiinteistösalkkuun olivat Kiinteistö Oy Nihtisillankuja 6, kiinteistörahastosijoitukset sekä muut lisäinvestoinnit rakenteilla oleviin hankkeisiin. Tärkeimmät rakenteilla olevat hankkeet olivat Kiinteistö Oy Espoon Revontulenkujat 1, Kiinteistö Oy Sinimäentie 8, Asunto Oy Helsingin Vanhalinna ja Kiinteistö Oy Elimäenkatu 12-16 Helsingissä.

Merkittävimmät myynnit olivat Kuopion Suokatu 23 Oy, Espoon Länsitulentie 12 ja osuus Kiinteistö Oy Espoon Revontulenkujat 1:n osakkeista. Kiinteistöjen keskimääräinen tyhjyyaste laski 5,9 prosenttiin (8,2 %).

9. Kiinteistösijoitusten tyyppijakauma



10. Kiinteistösijoitusten aluejakauma



# Markkinariskien hallinta

## 5. Lähtökohdat ja toimintaperiaatteet

Henki-Tapiola -konsernin 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 kokonaistuotto-tavoitteet. Sijoitustoiminnalla pyritään pitkällä aikavälillä ja kaikissa olosuhteissa hyvään ja vakaaseen tuottoon välttämällä 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.

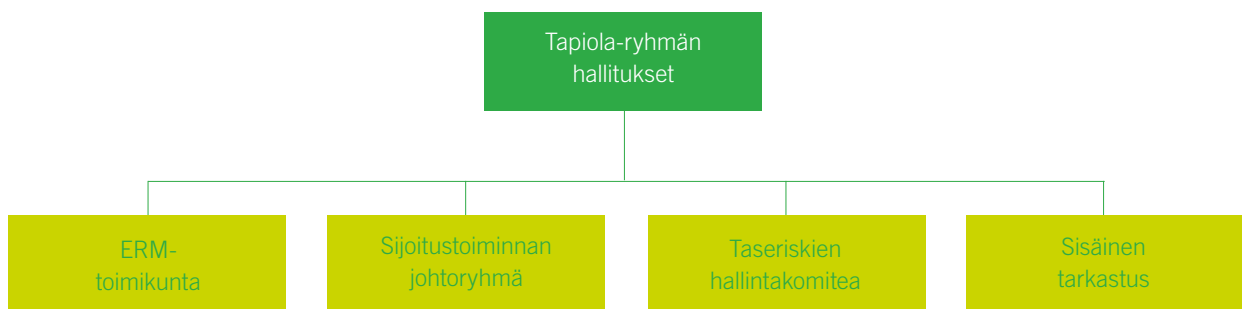
## 6. Markkinariskien hallinnan organisointi

Henki-Tapiola -konserniin 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 määräajoin esityksen strategisesta markkinariskinotosta ja sitä koskevista limiiteistä. Limiitit kattavat sijoitusten hinta- ja korkoriskit sekä vastuuvelan ominaisuudet ja vaatimukset. ALCO seuraa asettamiin 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 myös läpi 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 käytetyillä markkinariski- ja raportointimenetelmillä 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 kahden eri järjestelmän mukaisesti. Toinen on nykyinen vakavaraisuuskäytäntö (Solvenssi I) ja toinen arviolta vuonna 2012 voimaan tulevan Solvenssi II:n vakavaraisuuskehikko. Lisäksi vakavaraisuutta valvotaan ryhmittymiä koskevien vakavaraisuussäännösten mukaisesti. Nykyinen vakavaraisuuskäytäntö on lyhyellä tähtämellä merkitsevämpi ja rajoittavampi järjestelmä.

Vakavaraisuuslaskennan huomattavin muutos tulee olemaan se, että Solvenssi II:ssa arvostetaan varojen ohella myös vastuuelka markkinaehtoisesti käypään arvoon. Tällöin vastuvelan arvo riippuu erityisesti korkotasosta, ja korkoriskin hallinnan merkitys korostuu. Yhtiössä on seurattu Solvenssi II -vakavaraisuutta sisäisesti ja tämänhetkisten viranomaisvaatimusten mukaisessa raportoinnissa (henkiyhtiöiden ennakoiva valvonta ja Solvenssi II kvantitatiiviset vaikuttavuustutkimukset) jo vuoden 2008 alusta lähtien. Yhtiössä on meneillään mittavat hankkeet sisäisten Solvenssi II -mallien kehittämiseksi sekä riskienhallinnan että liiketoiminnan tarpeisiin.

Lähtökohta markkinariskin hallitsemiseksi 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 volatiliteetti sekä odotettavissa oleva lyhyen tähtäimen riskitaso alentuivat vuoden 2009 aikana selvästi loppuvuoden 2008 huomattavan korkeasta tasosta.

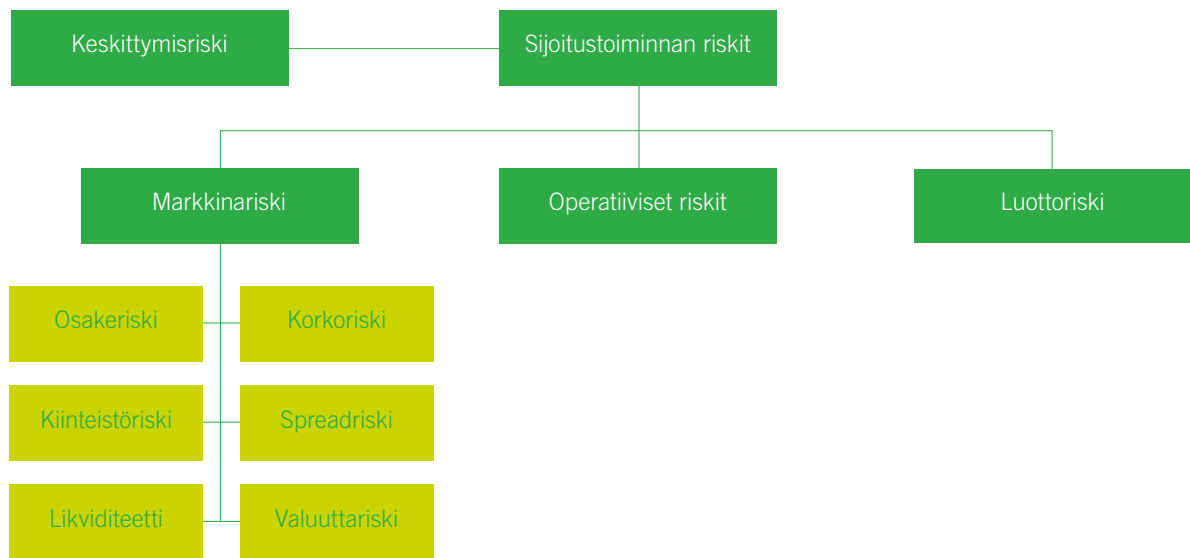
Sijoitustoimintaa ohjataan tarvittaessa normaalia tiukemmin ns. liikennevaloperiaatteiden ja jatkuvan markkinariskiseuran perusteella. Vihreä valo tarkoittaa tilannetta, jossa omaisuudenhoitajat saavat ja voivat toimia sijoitussuunnitelman normaalien limiittien mukaisesti. Keltainen valo liittyy tilanteeseen, 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 vähentämistoimet. Kokonaisriski mitoitetaan siten, että toimintapääoma säilyy turvaavalla tasolla myös riskien toteutuessa.

## 8. Henki-Tapiola -konsernin markkinariskit

Merkittävimmät Henki-Tapiola -konsernin markkinariskit ovat osakeriskit, korkosijoitusten korko- ja luottoriskit sekä kiinteistö-sijoitusten riskit kuvan 11 mukaisesti. Markkinariskit voivat toteutua sijoitusten aiempaa alhaisempana tuottokassavirtana tai omaisuusarvojen laskuna. Solvenssi II -kehikossa markkina-riskit liittyvät sijoitusomaisuuden lisäksi markkinaehtoiseen vastuuelkaan ja pääomavaatimukseen. Henki-konsernin

Solvenssi II:n mukainen markkinariskien jakauma esitetään kuvassa 12. Riskiarviot perustuvat voimassaolevien viran-omaismääräysten mukaisiin riskimalleihin ja -parametreihin. Hajautushyötyä muodostuu omaisuusarvojen liikkuaessa eri suuntiin, jolloin koko sijoitusomaisuuden riski on pienempi kuin yksittäisten riskien summa. Sijoitusten ja vakavaraisuuden herkkyyttä markkinamuutoksille kuvataan taulukossa 1.

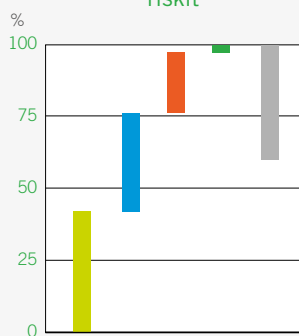
### 11. Henki-Tapiolan markkinariskit



Taulukko 1. Henki-Tapiola -konsernin sijoitusten ja vakavaraisuuden herkkyys markkinaskenaariolle 31.12.2009

	31.12.2009	MUUTOKSEN VAIKUTUS		
		Osakekurssit -20 %	Kiinteistöjen arvo -10 %	Korkotaso +1 %-yksikkö
Vakavaraisuuspääoma, milj. euroa	401,0	-81,7	-48,6	-73,3
Vakavaraisuusaste, %	17,2	-3,5	-2,1	-3,1
Sijoitusten tuotto, %	7,0	-3,3	-2,0	-3,0

### 12. Sijoitustoiminnan riskit



Arvio Henki-konsernin markkinariskien jakaumasta 30.9.2009

- Korkoriski
- Osakeriski
- Kiinteistöriski
- Valuuttariski
- Hajautushyödyt

Markkinariskiä hallitaan sijoitusten riittävällä sijoitusluokittaisella, maantieteellisellä ja toimialoittaisella hajautuksella. Sijoitustoiminnan keskeinen ohjausväline on eri omaisuusluokien perusallokaatio. Allokaation kehitys esitellään 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 lähtökohta on turvata pääomien arvot. Tämän vuoksi sijoitusperiaatteeksi on valittu arvosijoittamisfilosofia, 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 eri toimialoja. Osakesijoituksista ja niiden jakaumista on lisätietoa 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.

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

Henki-Tapiola -konsernin korkosijoittamisen ensisijainen tavoite on turvata sijoitusten arvot ja siten varmistaa, että asiakkaille voidaan hyvittää heidän minimivaatimuksensa mukainen tuotto. 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 yritysainojen riskilisan (spread) vaihtelu. Korkosijoitusten arvovaihtelu pienentyi vuoden 2009 aikana vuoden 2008 lopun huomattavan korkealta tasolta.

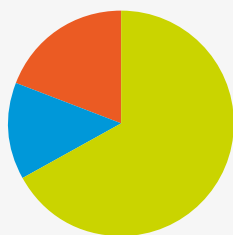
Yritysluotoilla haetaan korkosalkkuun korkeampaa tuottoa. Sijoitukset tehdään vakaisiin ja hyvän luottokelpoisuuden omaaviin yrityksiin. Ensisijaisesti suositaan lyhyen maturiteetin joukkovelkakirjoja, jotka pidetään pääsääntöisesti erääntymiseen asti. Luottoriskiä minimoidaan siten, että sijoitukset 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 67 %  
 ■ Osakkeet 14 %  
 ■ Kiinteistöt 19 %

### 8.3. Kiinteistöriskit

Kotimaan markkinoilla kiinteistösijoitukset ovat pääsääntöisesti suoria. Väillisten kiinteistösijoitusten, kuten kiinteistörahastojen tavoitteena 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 myytävyyt. 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 vieraisissa valuutoissa noteerattaviin sijoituksiin liiketoiminnan ollessa euromääräistä. Lisäksi valuuttaturssien muutokset voivat heijastua yksittäisten yhtiöiden ja toimialojen liiketoimintaan ja vaikuttaa epäsuorasti osakesijoitusten arvonmuutokseen.

Valuuttaposition suojavaan lähtökohtaisesti johdannaisten avulla, kun tehdään muita kuin euromääräisiä sijoituksia. Valuuttaposition minimisuojaamisasteen määrittelevät yhtiökohtaiset sijoituslmiitit ja lainsäädäntö. Suojaamaton valuuttaposition vuoden 2009 lopussa oli 68,7 miljoonaa euroa. Avoimen valuuttaposition jakaumat esitetään kuvassa 14.

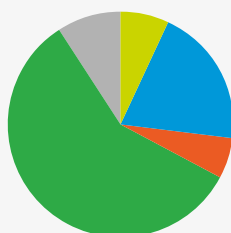
## 9. Likviditeettiriski

Likviditeettiriski toteutuu, jos yhtiöt eivät voi realisoida omistuksiaan pystyäkseen selviytymään maksuvelvoitteistaan niiden erääntyessä. Likviditeettiriski voi aiheutua muun muassa mahdollisista henkivakuutusvastuiden takaisinostoista sekä odottamattomista muutoksista maksutulokäyttämismisessä tai uusmyynnissä.

Lyhyiden rahamarkkinasijoituksien tehtävä on turvata yhtiön vaatima likviditeetti kaikissa tilanteissa. Riittävän likviditeetin takaamiseksi pitemmällä aikavälillä on 2–20 prosenttia varoista oltava rahamarkkinasijoituksissa. Likviditeetin edellyttämät sijoitukset tehdään sellaisiin instrumentteihin, joiden muuttaminen käteiseksi lyhyessä ajassa ei pääsääntöisesti 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 7 %  
■ GBP 20 %  
■ SEK 6 %  
■ USD 58 %  
■ Muut 9 %