



VAIKUTTAVUUSSIJOITTAMISEN MAHDOLLISUUDET PÄÄOMASIJOTTAMISESSA

Työkalu tulevaisuuden kestävään liiketoimintaan

Sisällys

Pääomasijoittamisesta lyhyesti	3
Vaikuttavuussijoittamisesta lyhyesti	4
1. Johdanto	5
2. Vaikuttavuussijoittaminen osana vastuullista sijoittamista	6
3. Institutionaalisten sijoittajien näkökulma vaikuttavuussijoittamiseen	17
4. Vaikuttavuus pääomasijoituskentässä	24
5. Yhteenveto	37
6. Suositukset ja tulevaisuuden tutkimuskohteet	39
Lähteet	41
Liite: Lista haastatelluista	42

Suomen pääomasijoitusyhdistys (FVCA), Sitra ja Deloitte toteuttivat tämän vaikuttavuussijoittamisen tutkimuksen keväällä 2017. Tavoitteena oli muodostaa käsitys vaikuttavuuden nykytilasta ja sen tulevaisuuden mahdollisuuksista suomalaisessa pääomasijoittajakentässä.

Kesäkuu 2017



Pääomasijoittamisesta lyhyesti

Pääomasijoittaminen on kehittynyt Suomessa toimialaksi 1980-luvun lopulta lähtien. Pääomasijoittajilla on keskeinen merkitys kasvuyritysten rahoittajina ja omistajina. Erityisesti 2000-luvulla Suomen pääomasijoitustoiminta on kasvanut merkittävästi ja samalla se on kehittynyt tärkeäksi osaksi suomalaisten yritysten rahoitusjärjestelmää. Pääomasijoitukset täydentävät pankkisektoria ja pörssiä rahoituspääomien välityskanavana yrityksille. Lisäksi Pääomasijoittajat osallistuvat aktiivisesti sijoituksen kohteena olevan yrityksen kehittämiseen.

Pääomasijoittaja harjoittaa toimintaa perustamiinsa rahastoihin sijoittajilta kerätyillä varoilla. Rahaston sijoittajat ovat yleensä ammattimaisia sijoittajia, tyypillisimmin eläkelaitoksia tai vakuutusyhtiöitä. Olemassa on myös sellaisia pääomasijoittajia, jotka tekevät pääomasijoituksia yrityksiin suoraan omasta taseestaan taikka emoyhtiön/tytäryhtiön varoista.

Pääomasijoitusrahastot perustetaan yleensä määräaikaikaisiksi. Pääomasijoittaja sijoittaa sellaisiin, yleensä listaamattomiin yrityksiin, joilla on hyvät kehittymismahdollisuudet. Pääomasijoittaja ei ole

kohdeyrityksen pysyvä omistaja, vaan pyrkii irtautumaan kohdeyrityksestä sovitun suunnitelman mukaisesti. Sijoituksista irtaudutaan tyypillisesti 3-7 vuoden aikana sijoituksen tekemisestä. Pääomarahastot voivat olla luonteeltaan ja sijoitusstrategialtaan hyvin erilaisia. Venture capital -rahastot tekevät yleensä vähemmistö-sijoituksia varhaisen kehitysvaiheen yrityksiin. Niin kutsutut buyout- eli yrityskaupparahastot tekevät yritysostoja, rahoittavat erilaisia laajennuksia. Merkittävin ero näiden kahden rahastomallin välillä on, että jälkimmäisessä kohdeyritykset ovat jo kassavirtaposiittivisia ja liiketoimintansa vakiinnuttaneita yrityksiä.

Pääomasijoittaminen on aktiivisen omistajuuden muoto. Pääomasijoittaja pyrkii kehittämään yritystä nostaakseen yrityksen arvoa. Hallinnointiyhtiön tuottama lisäarvo liittyy esimerkiksi yrityksen strategioiden luomiseen, rahoituksen kokonaisjärjestelyihin, hallitustyöskentelyyn, budjetointiin, markkinointiin, johtamisjärjestelmien kehittämiseen ja toimialatuntemukseen. Kohdeyrityksen arvonnousu realisoidaan pääomasijoitusrahaston luopuessa osuudestaan kohdeyrityksessä. Kohdeyritys voidaan myydä esimerkiksi teolliselle toimijalle tai listaamalla yritys pörssiin.

Vaikuttavuussijoittamisesta lyhyesti

Vaikuttavuussijoittamisessa yhdistyy yhteiskunnallinen vaikuttavuus ja tuoton tavoittelu.

Vaikuttavuussijoittamisen kasvun taustalla on kasvavat globaalit ympäristöön ja yhteiskuntaan kohdistuvat ongelmat, kuten ilmastonmuutos ja resurssiniukkuus sekä sosiaaliset ongelmat kuten mm. köyhyys, nälänhätä ja työttömyys. Toisaalta halu edistää uudenlaista kehitystä ja uusia toimintamalleja niin yhteiskunnassa kuin kestäväen kehityksen tiellä luo myös sijoittajille mahdollisuuden linjata varallisuuttaan kestäväen kehityksen tavoitteiden täyttymiseksi sekä oman arvomaailmansa mukaisesti.

Vaikuttavuussijoittamisessa sijoitukset voivat kohdistua yrityksiin ja/tai toimintaan, joiden tuotteet ja palvelut ratkovat yhteiskunnallisia tai ympäristöongelmia. Esimerkiksi seuraavat teemat voivat olla vaikuttavuussijoittamisen kohteena:

- uusiutuva energia
- hyvinvointi ja terveys
- resurssi- ja energiatehokkuus
- veden- ja ilmanlaatu
- rahoituksen saatavuus
- kohtuuhintainen asuminen

Tutkimuksessa käytetty vaikuttavuussijoittamisen määritelmä:

“VAIKUTTAVUUSSIJOITTAMISESSA SIOITTAJA TIETOISESTI TAVOITTELEE TALOUDELLISEN TUOTON RINNALLA YMPÄRISTÖÖN TAI YHTEISKUNTAAN KOHDISTUVAA MITATTAVAA VAIKUTTAVUUTTA.”

Määritelmässä korostuu neljä asiaa:

1. **Intentionaalisuus** – vaikuttavuussijoittamisen erottaa muusta sijoitustoiminnasta tietoinen vaikuttavuuden tavoittelu.
2. **Sijoituksella on tuotto-odotus** – vaikuttavuussijoittamisessa ei ole kyse tuotosta luopumisesta – sijoittaja voi asettaa sijoitukselleen haluamansa tuottotavoitteen, joka voi vaihdella (riskiin suhteutetusta) markkinatuotosta pääoman säilymiseen.
3. **Ympäristöön tai yhteiskuntaan kohdistuva vaikuttavuus** – sijoitukset kohdistuvat yrityksiin, joiden tuotteet tai palvelut ratkovat yhteiskunnallisia ja ympäristöön kohdistuvia ongelmia.
4. **Mittaaminen** – sijoituksille asetetaan konkreettiset vaikuttavuustavoitteet ja näiden toteutumista mitataan aktiivisesti.

Tietoa tutkimuksesta

- Toteutettu Suomen pääomasijoitusyhdistyksen (FVCA), Sitran ja Deloitteen yhteistyönä keväällä 2017.
- Kaksi tiedonkeräämismenetelmää: sähköpostin välityksellä jaettu verkossa täytettävä kyselytutkimus pääomasijoittajille sekä kohdennetut institutionaalisten sijoittajien ja pääomasijoittajien haastattelut.
- Tutkimuksen kohderyhmänä toimivat FVCA:n jäsenyritykset (52 pääomasijoittajaa), joille kyselytutkimus suunnattiin (18 vastausta).

I. Johdanto

”Vaikuttavuussijoittaminen on sijoittamisen lähestymistapa, joka yleistyy globaalisti kiihtyvällä vauhdilla. Se on osa vastuullisen sijoittamisen laajempaa kenttää. Tämä raportti tarjoaa kattavan kuvan vastuullisen sijoittamisen sekä vaikuttavuussijoittamisen nykytilasta suomalaisessa pääomasijoittamisessa. Tutkimus on ensimmäinen laatuaan Suomessa, ja tässä raportissa jaamme löydöksemme siitä, miten pääomasijoittajat huomioivat vastuullisuuden sekä vaikuttavuuden omassa sijoitustoiminnassaan, ja siitä millaisena vaikuttavuussijoittamisen mahdollisuudet ja kehitys näyttäytyvät.”

Suomalaisen pääomasijoituskentän toimijat ovat tehneet viime vuosina kattavaa työtä vastuullisuuden ja ESG-asioiden huomioimiseksi omassa toiminnassaan. Tämä tutkimus muodostaa tarkempaa käsitystä siitä millaisia käytäntöjä ja toimintamalleja pääomasijoittajilla on vastuullisuuden suhteen, ja miten se huomioidaan osana sijoitustoimintaa. Tutkimuksen pääpaino on erityisesti sijoittamisen vaikuttavuuden tarkastelussa. Vaikuttavuussijoittaminen vastuullisen sijoittamisen kehittyneimpänä muotona ei ole vielä yleistynyt pääomasijoittamisessa Suomessa. Tutkimuksen tavoitteena onkin muodostaa käsitys vaikuttavuuden nykytilasta ja vaikuttavuussijoittamisen tulevaisuuden mahdollisuuksista suomalaisessa pääomasijoituskentässä.

Vaikuttavuussijoittaminen tuo kolmannen ulottuvuuden perinteisen sijoittamisen ja muiden vastuullisen sijoittamisen lähestymistapojen rinnalle. Perinteisen

tuotto-riski-asetelman rinnalle nousee kolmas ulottuvuus: sijoituksen aikaansaama yhteiskunnallinen vaikuttavuus. Vaikuttavuussijoittaminen asettuu perinteisen sijoittamisen jatkumoksi, jossa tuottojen lisäksi tavoitellaan yhteiskuntaan kohdistuvaa positiivista muutosta. Vaikuttavuussijoittamisen eri muodot muodostavat laajan kirjon, ja eri toimijat voivat asettaa omat tavoitteensa niin tavoitellulle tuotolle kuin vaikuttavuudelle.

Tässä tutkimuksessa vaikuttavuussijoittamista tarkastellaan erityisesti markkinaehtoisesta näkökulmasta, jossa tarkoituksena on **tavoitella vaikuttavuutta tuotosta tinkimättä – tai jopa tuoton kasvattamisen osatekijänä ja mahdollistajana.** Tässä kontekstissa vaikuttavuussijoittaminen tarjoaa sijoittajille mahdollisuuden edistää yhteiskuntaan ja ympäristöön kohdistuvia ratkaisuja tuottoa tavoittelevan sijoitustoiminnan kautta.

2. Vaikuttavuussijoittaminen osana vastuullista sijoittamista

2.1 Yhteiskunnan muutos luo tarvetta uusille ratkaisuille

Kestävän kehityksen huomioiminen osana yritysten liiketoimintaa sekä asiakkaiden ostopäätöksiä ja valintoja on kasvattanut merkittävästi rooliaan viimeisten vuosien aikana. Ympäristöön ja yhteiskuntaan kohdistuvat globaalit ongelmat, kuten ilmastonmuutos ja resurssiniukkuus sekä kasvavat sosiaaliset ongelmat kuten mm. köyhyys, nälänhätä ja työttömyys, asettavat haasteita kestävälle kehitykselle. Samaan aikaan kuitenkin yhä useammat tahot niin kansallisella kuin kansainvälisellä taholla ovat heränneet toimimaan näiden haasteiden edessä. Halu edistää kestäväää kehitystä on synnyttänyt uusia ratkaisuja, uusia toimintamalleja sekä uudenlaista yhteistyötä eri sidosryhmien kesken. Tämä on heijastunut myös sijoittajien toimintaan ja näkyy osaltaan vastuullisen sijoittamisen kasvuna.

Käynnissä oleva yhteiskunnallinen muutos luo tarvetta uusille ratkaisuille. Samalla muutos luo markkinaa näiden ratkaisujen ympärille. Globaalisti on syntynyt kasvava joukko yrittäjiä, jotka haluavat löytää innovatiivisia ratkaisuja yhteiskunnallisten ongelmien ratkomiseksi. Tämä tarjoaa mahdollisuuksia myös sijoittajille. Monet näistä yrityksistä ovat pieniä ja tarvitsevat rahoitusta pystyäkseen kasvamaan ja kasvattamaan toimintansa.

Erityisesti nuoret näkevät, että heidän omalla toiminnallaan on tärkeä merkitys, ja kokevat yhteiskunnallisten ongelmien ratkomisen velvollisuudekseen. Esimerkiksi Deloitte 2017 Millennial Survey -tutkimuksessa [1] 36 prosenttia niin sanotuista milleniaaleista¹ näkee, että liiketoiminnan ensisijainen tarkoitus on parantaa yhteiskuntaa. Yhdeksän kymmenestä milleniaalista oli myös sitä mieltä, että liiketoiminnan menestymistä pitäisi mitata taloudellisen tuoton lisäksi myös muulla tavalla.

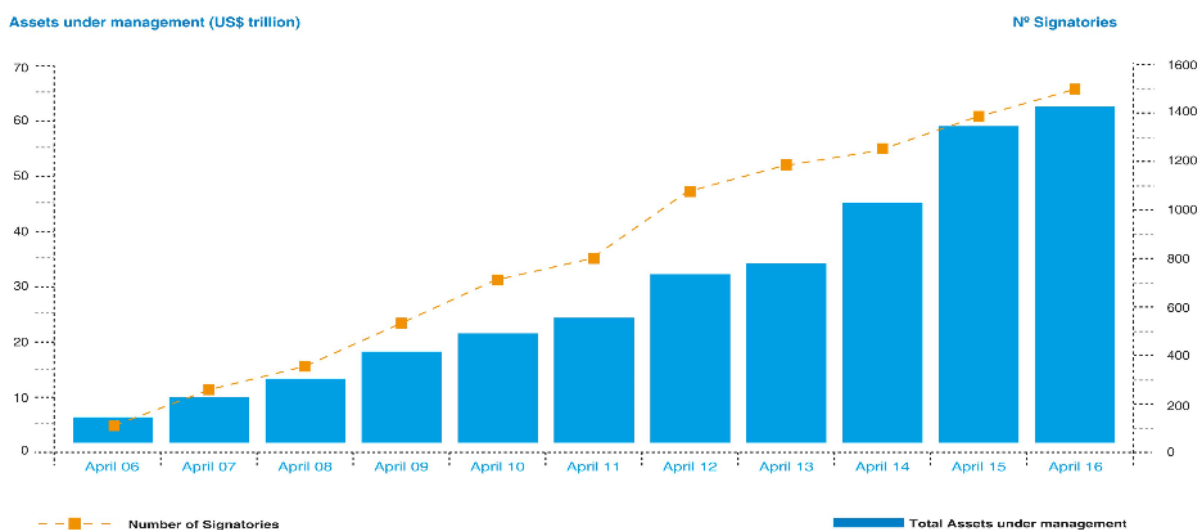
Vastuullinen sijoittaminen

Myös sijoittajat ovat alkaneet kasvavassa määrin linjaamaan varallisuuttaan oman arvomaailman ja kestäväen kehityksen mukaisesti. Morgan Stanleyn [2] tutkimuksen mukaan yksityissijoittajista 71 prosenttia kertoi olevansa kiinnostunut vastuullisesta sijoittamisesta ja 65 prosenttia uskoi, että vastuullinen sijoittaminen tulee entistä tärkeämmäksi seuraavan viiden vuoden aikana. Vastuullisella sijoittamisella tarkoitetaan ympäristöasioiden, sosiaaliseen vastuuseen liittyvien tekijöiden sekä hallintotapa-asioiden eli niin sanottujen ESG-asioiden (Environment, Social and Governance) huomioon ottamista sijoitustoiminnassa siten, että salkun tuotto- ja riski-profiilit paranevat (ks. esim. Finsifin vastuullisen sijoittamisen opas [3]).

YK:n vuonna 2006 julkaisemat vastuullisen sijoittamisen periaatteet – Principles for Responsible Investment (UN PRI) – ovat tukeneet vastuullisen sijoittamisen kasvua ja lisänneet yleistä tietoutta aihepiiristä. Tämä kehitys näkyy myös Suomessa, ja iso osa suomalaisista institutionaalisista sijoittajista on jo sitoutunut noudattamaan vastuullisen sijoittamisen periaatteita ja integroimaan ESG-asiat osaksi sijoitusprosessia. Vastuullisen sijoittamisen periaatteilla on globaalisti lähes 1 700 allekirjoittajaa, joiden yhteenlaskettu hallinnoitavien varojen määrä on 62 biljoonaa Yhdysvaltain dollaria (kuva 1). [4]

Vastuullista sijoittamista voidaan tehdä kaikissa omaisuuslajeissa, ja siihen on useita lähestymistapoja. Vastuullisen sijoittamisen lähestymistavat eivät ole toisensa poissulkevia, vaan sijoittaja voi hyödyntää useita lähestymistapoja rinnakkain. Yleisimmät lähestymistavat ovat poissulkeminen, suosiminen/toimialansa parhaat, ESG-integrointi, kestäväen kehityksen teemasijoitukset, aktiivinen omistajuus ja vaikuttaminen sekä vaikuttavuussijoittaminen.

¹ Vuosina 1980–2000 syntyneiden sukupolvi.



Kuva 1: YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet: allekirjoittaneiden määrä sekä hallinnoitavat varat 2006–2016 (UN PRI)

Kestävän kehityksen tavoitteet



Kuva 2: YK:n kestävä kehityksen tavoitteet²

Yhtenä tapana vastuullisuuden ja vaikuttavuuden konkretisoinnissa ja kommunikoinnissa ovat yleistyneet YK:n kestävä kehityksen tavoitteet (Sustainable Development Goals, SDG). Suurimpien suomalaisyhtiöiden ja globaalin parhaan käytännön mukaisesti sijoituskenttä on omaksunut ne käyttöönsä liiketoimintansa analysoinnissa, luonnetimisessa ja jäsentelyssä. Yksityisellä sektorilla ja sijoittajilla nähdäänkin olevan tärkeä rooli näiden tavoitteiden täyttymisessä.

Nämä vuonna 2015 YK:n jäsenmaiden kesken sovitut, niin kutsutut Agenda 2030 -tavoitteet sisältävät 17 ylätasoa tavoitetta sekä näille 169 alatavoitetta. Kestävä kehityksen tavoiteohjelman konkreettisiin tavoitteisiin lukeutuvat esimerkiksi köyhyyden poistaminen sen kaikissa muodoissa kaikkialta (1. tavoite), terveellisen elämän ja hyvinvoinnin takaaminen kaikenikäisille (3. tavoite) ja edullisen, luotettavan, kestävä ja uudenaikaisen energian varmistaminen kaikille (7. tavoite). [5]

² Lisätietoa kestävä kehityksen tavoitteista: <https://sustainabledevelopment.un.org/>

Sijoittajille tavoitteet tarjoavat viitekehyksen, jonka avulla voidaan sekä kuvata omien sijoitusten vaikutusalueita että myös tunnistaa ja konkretisoida kestävä kehityksen ongelmia ja ratkaisuja niihin. Esimerkiksi Alankomaissa onkin otettu jo askelia SDG-vetoisen sijoittamisen suuntaan, kun ryhmä institutionaalisia sijoittajia on sitoutunut edistämään kestävä kehityksen tavoitteita [6]. Ryhmä koostuu 18 sijoittajasta, jotka hallinnoivat yhteensä 2 900 miljardin euron varallisuutta. Sijoittajien joukossa on mm. Alankomaiden suurimpiin lukeutuvat institutionaaliset sijoittajat APG ja PGGM. Myös Suomessa institutionaaliset sijoittajat ovat jo ottaneet SDG-tavoitteet osaksi sijoitustoimintaansa – mm. Ilmarinen ja ELO ovat asettaneet tavoitteekseen suunnata osa sijoitusvarallisuudestaan kohti kestävä kehityksen tavoitteita.³

2.2 Vaikuttavuussijoittaminen yhdistää tuoton ja kestävä kehityksen

Vaikuttavuussijoittaminen on sijoittamisen muoto, jossa yhdistyvät taloudellinen tuotto ja yhteiskunnallinen hyöty. Maailmalla toimii jo laaja joukko vaikuttavuussijoittamisen ympärille rakennettuja rahastoja.⁴ Lisäksi merkittävät institutionaaliset sijoittajat, kuten Morgan Stanley ja Blackrock, ovat kohdistaneet huomiotaan vaikuttavuussijoittamisen suuntaan. Vaikuttavuussijoittamismarkkinan kokoa käsitellään tarkemmin luvuissa 2.4. Vaikuttavuussijoittamisen (engl. impact investing) käsite itsessään on melko tuore – se syntyi Rockefeller Foundationin järjestämässä tapaamisessa vuonna 2007 [7]. Vaikuttavuussijoittamisen syntyminen taustalla oli ajatus yksityisen pääoman valjastamisesta ratkaisemaan yhteiskunnan kohtaamia ongelmia.

SDG-tavoitteet pääomasijoittajan toiminnassa

Bridges Ventures on Lontoossa vuonna 2002 perustettu pääomasijoitusyhtiö, joka on erikoistunut vaikuttavuussijoittamiseen. Bridges Ventures on rakentanut toimintansa neljän keskeisen teeman ympärille: terveys ja hyvinvointi (Health & Well-being), koulutus ja taidot (Education & skills), kestävä eläminen ja asuminen (Sustainable living) sekä liian vähäisellä huomiolla jäävät markkinat (Underserved markets). Bridges Ventures on linjannut sijoituksensa suhteessa YK:n kestävä kehityksen tavoitteisiin ja edellä mainitut neljä keskeistä sijoitusteemaa vastaavat seuraaviin kestävä kehityksen tavoitteisiin:

- SDG 3: Terveyttä ja hyvinvointia
- SDG 4: Hyvä koulutus
- SDG 8: Ihmisarvoista työtä ja talouskasvua
- SDG 10: Eriarvoisuuden vähentäminen
- SDG 11: Kestävät kaupungit ja yhteisöt
- SDG 12: Vastuullista kuluttamista

Bridges Venturesin sijoitukset ovat kohdistuneet mm. asuntojen rakentamiseen Lontoon tiivisti asutuilla alueilla, kohtuuhintaiseen kuntosalipalveluiden tarjontaan, jotka mahdollistavat liikunnan myös vähätuloisille, sekä kiertotaloutta edistävään teknologiarytykseen, joka edistää käytettyjen kirjojen kierrätystä ja uudelleenkäyttöä. Bridges Ventures on julkaissut vuodelta 2016 ”Annual Impact Report – Tackling society’s biggest challenges” -nimisen raportin, jossa yhtiö kuvaa tarkemmin sijoitusstrategiaansa ja sen kautta aikaansaamaansa yhteiskuntaan ja ympäristöön kohdistuvaa vaikuttavuutta. [13]

³ <https://www.elo.fi/tietoa-elosta/uutiset/2017/elon-ilmastostrategia-tukee-ykn-kestavan-kehityksen-tavoitteita>
https://www.ilmarinen.fi/uutishuone/arkisto/2016/ilmastoperiaatteet_vahvistettu/

⁴ Tarkemmin tietoa eri toimijoista ja rahastoista esimerkiksi osoitteessa <https://www.impactbase.org/>.

Vaikuttavuussijoittaminen voidaankin nähdä työkaluna sosiaalisten ja ympäristöongelmien ratkaisussa. Vaikuttavuussijoittamisessa pyritään tunnistamaan ratkaisuja, jotka ratkaisevat yhteiskunnallisia haasteita. Toisaalta vaikuttavuussijoittamisen kasvun taustalla voidaan nähdä myös julkisen sektorin muuttuva rooli heikkenevän huoltosuhteen ja yhteiskunnan rajallisten resurssien ristipaineessa.

Vaikuttavuussijoittaminen tarjoaa sijoittajille yhtäältä mahdollisuuden linjata sijoitusstrategiansa tukemaan tiettyä arvomaailmaa, toisaalta mahdollisuuden tunnistaa uusia liiketoiminnan kasvumahdollisuuksia. Vaikuttavuuden huomioiminen osana sijoitustoimintaa voi toimia työkaluna näiden nousevien mahdollisuuksien tunnistamiseksi. Yleisiä vaikuttavuusteemoja ovat mm. **rahoituksen saatavuus, hyvinvointi ja terveys, koulutus, uusiutuva energia, ilmastonmuutos ja kestävä maatalous.**

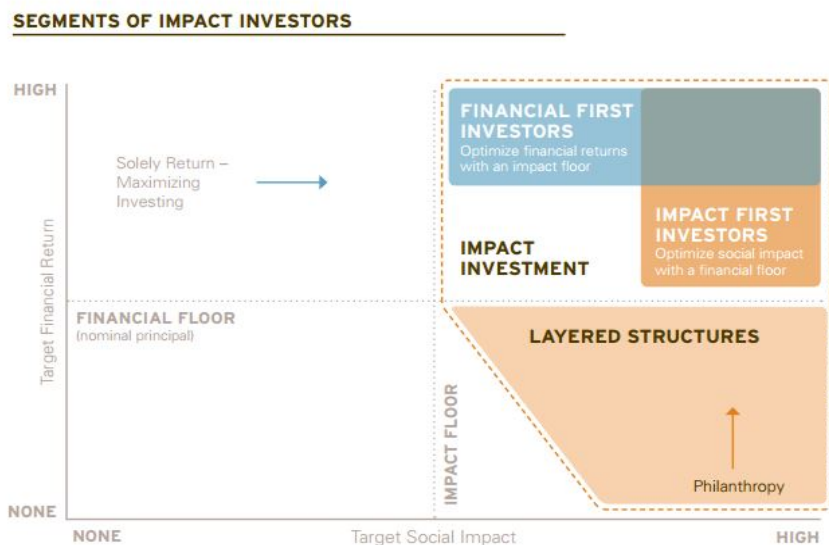
Sijoitustoiminta tai oikeastaan sen mahdollistama liiketoiminta luo aina jonkinlaista vaikuttavuutta – negatiivista tai positiivista. Vaikuttavuussijoittamisen erottaakin muusta sijoittamisesta kaksi asiaa: **intentionaalisuus** eli tietoinen positiivisen vaikuttavuuden tavoittelu sekä tavoitteiden asettaminen halutulle vaikuttavuudelle ja näiden tavoitteiden toteutumisen aktiivinen **mittaaminen**. Määritelmän kannalta vähimmäisvaatimuksina toimiikin juuri vaikuttavuuden mitattavuus sekä tietoisuus vaikuttavuuden tavoittelussa. Tämä rajaa vaikuttavuussijoittamisen piiristä pois ne sijoitukset, jotka tuottavat vaikuttavuutta, mutta jotka ovat syntyneet ilman tietoista tarkoitusta vaikuttavuuden tavoittelulle.

Vaikuttavuussijoittaminen on saapunut Suomeen aivan viime vuosien aikana. Sitra käynnisti vaikuttavuusinvestoimisen avainalueen keväällä 2014. Avainalueen tavoitteena on luoda Suomeen vaikuttavuussijoittamisen ekosysteemi sekä lisätä vaikuttavuussijoittamisen tunnettuutta toimijoiden keskuudessa. Avainalueen huomion kohteena on ollut erityisesti SIB-malli, eli tuloperustainen rahoitussopimus (Social Impact Bond, SIB), jotka tarjoaa uudenlaisen tavan ehkäistä ja ratkoa yhteiskunnallisia ongelmia sekä samalla tehostaa verovarojen käyttöä.

2.3 Vaikuttavuussijoittamisen kirjo on laaja

Vaikuttavuussijoittaminen voi saada monia eri muotoja, ja se muodostaa sijoitusstrategian, jota voidaan hyödyntää läpi eri omaisuuslajien (mm. vieraan sekä oman pääoman ehtoiset sijoitukset, kiinteistöt, infrastruktuuri). Sijoittajan tuottotavoite voi vaihdella riskikorjatusta markkinatuotosta aina pelkkään pääoman säilymiseen riippuen sijoittajien motiiveista. Osa vaikuttavuussijoittamisen ympärille rakennetuista rahastoista, jotka ovat alun perin hyväksyneet alle markkinatuoton olevat tuotot, ovat todistaneet pystyvänsä tuottamaan markkinaehtoisia tuottoja ja tämän seurauksena voineet nostaa omaa tuottotavoitettaan. [8]

Vaikuttavuussijoittajat muodostavat laajan ja kirjavan joukon. Heitä yhdistää motivaatio tuottaa yhteiskunnallista positiivista muutosta taloudellisen tuoton rinnalla. Tavoitteet vaikuttavuudelle ja tuotolle kuitenkin vaihtelevat huomattavasti toimijoiden keskuudessa. Esimerkiksi mandaattinsa mukaisesti toimivat institutionaaliset sijoittajat sekä monet yksityiset sijoittajat tavoittelevat sijoitukseltaan lähtökohdaisesti markkinatuottoa vastaavaa tuottoa. Toisaalta esimerkiksi aatteelliselta pohjalta toimivat säätiöt voivat tietyissä tilanteissa hyväksyä alle markkinatuoton jäävän tuottotavoitteen osana laajempaa sijoitusstrategiaansa.



Kuva 3: Vastuullisen sijoittamisen segmentit (Bridges Ventures & The Parthenon Group: Investing for Impact: Case studies across Asset Classes, 2010).

Vaikuttavuussijoittamisen voidaan nähdä asettuvan perinteisen sijoittamisen jatkumoksi, jossa tuottojen lisäksi tavoitellaan yhteiskuntaan kohdistuvaa positiivista muutosta. Sijoittajan vaikuttavuus-, riski- sekä tuottotavoitteiden perusteella vaikuttavuussijoitukset voidaan jakaa karkeasti kahteen kategoriaan (ks. myös kuva 3):

- 1. Tuotto ensin -sijoittajat (engl. financial-first):** yhteiskunnan haasteiden ratkominen voi tarjota sijoittajalle mahdollisuuden tavoitella positiivista vaikuttavuutta ja samalla tarjota markkinatuoton tai jopa paremman. Tästä esimerkkinä voi olla vaikuttavuuden ympärille rakennettujen pääomasijoitusrahastojen sijoitukset mm. cleantech-yrityksiin, joiden tuotteet tai palvelut tarjoavat ratkaisuja yhteiskunnan kohtaamiin ongelmiin.
- 2. Vaikuttavuus ensin -sijoittajat (engl. impact-first):** joissakin tapauksissa sijoittaja voi joutua hyväksymään markkinatuottoa alhaisemman tuoton tavoitellun vaikuttavuuden kustannuksella. Esimerkkinä voi toimia mm. vieraan pääoman ehtoinen sijoitus yhteiskunnalliseen yritykseen, joka toimii markkinalla, jossa tuotto-odotus on tavanomaista markkinatuottoa pienempi.

Edellä mainitut tulosperusteiset rahoitussopimukset (SIB) sijoittuvat usein ”vaikuttavuus ensin” -kategorian alle, sillä niiden tarkoituksena on ensisijaisesti tuottaa korkeaa vaikuttavuutta. Toisaalta ne voivat tarjota myös kiinnostavan sijoitusmahdollisuuden osana hajautettua salkkua. Hyväntekeväisyys, jossa tavoitellulle vaikuttavuudelle ei aseteta vastineeksi tuottotavoitetta, ei puolestaan ole vaikuttavuussijoittamista.

Tuoton ja vaikuttavuuden yhdistäminen

Wermuth Asset Management on vuonna 1999 perustettu saksalainen sijoitusyhtiö, joka tavoittelee toiminnallaan ympäristöön ja yhteiskuntaan kohdistuvaa vaikuttavuutta korkean taloudellisen tuoton rinnalla. Sijoitusyhtiön pääomasijoitusrahastot ”Green Gateway Fund” sekä ”Green Gateway Fund 2” sijoittavat uusiutuvan energian, internetin sekä energia- ja resurssitehokkuuden ympärille rakentuviin mahdollisuuksiin. Sijoitukset kohdistuvat pääasiassa eurooppalaisiin yrityksiin, joiden tuotteet ja palvelut tarjoavat ratkaisuja erityisesti kehittyville markkinoille, joissa energiankulutus on suurta ja energiatehokkuus matalaa.

Sijoitusstrategian taustalla on yleisesti ajatus siitä, että maailma on suuren muutoksen edessä ja tämä tuo sijoittajan näkökulmasta erittäin kiinnostavia sijoitusmahdollisuuksia. Sijoitustoiminnassa korostuvat erityisesti ”neljännen teollisen vallankumouksen,” globaalien megatrendien sekä ilmastonmuutoksen tuomat haasteet ja mahdollisuudet.

Sen lisäksi, että vaikuttavuuden nähdään olennaisesti liittyvän sijoituskohteiden tuottopotentiaaliin, rahastomanagereiden carry-tuotto on sidottu vaikuttavuuden toteutumiseen. Rahaston managereiden carry-tuottoihin vaikuttaa taloudellisen tuoton lisäksi kunkin sijoituksen vaikuttavuustavoitteiden toteutuminen sijoituksen elinkaaren ajalta.

Lisätietoa niin sijoitusstrategiasta kuin vaikuttavuuden sitomisesta carry-tuottoon Green Gateway Fund 2:n osalta on luettavissa seuraavasta esityksestä: <http://www.wermutham.com/media/58127/20170201-GGF2-Presentation.pdf>

2.4 Vastuullisen sijoittamisen ja vaikuttavuussijoittamisen nykytila

Vastuullinen sijoittaminen on valtavirtaistunut ja kasvaa vauhdilla.

Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) on vuodesta 2014 julkaissut yhteenvetoraportin vastuullisen sijoittamisen globaalista tilasta ja markkinan koosta perustuen alueellisten kattojärjestöjen (mm. Eurosif, US Sif) raportointiin. **Vastuullisen sijoittamisen markkina kasvaa nopealla vauhdilla.** GSIA arvioi globaalien vastuullisen sijoittamisen markkinan kooksi vuonna 2016 22,89 biljoonaa dollaria ammattimaisen sijoittamisen osalta. Vuodesta 2014 vastuullisen sijoittamisen strategioiden

piirissä oleva varallisuus on kasvanut globaalisti 25 prosenttia. Maantieteellisesti Eurooppa (52,6 %) sekä Yhdysvallat (38,1 %) ovat selkeästi suurimmat markkinat vastuullisen sijoittamisen osalta.⁵ Eri vastuullisen sijoittamisen strategioista negatiivinen poissulkeminen muodostaa edelleen käytetyimmän lähestymistavan (15,02 biljoonaa dollaria). Toiseksi yleisin strategia on ESG-integrointi (10,37 biljoonaa dollaria), joka on kasvanut vuodesta 2014 peräti 38 prosenttia. Tällä hetkellä vastuullisen sijoittamisen eri strategioiden alla on 26 prosenttia kaikesta maailman ammattimaisen varallisuudenhoidon piirissä olevasta sijoitusvarallisuudesta. Euroopassa vastaava luku on peräti 53 prosenttia. [9]

⁵ Niin vastuullisen sijoittamisen markkinan kokoa kuin vaikuttavuussijoittamisen kokoa arvioitaessa on hyvä huomioida, että eri toimijat saattavat määritellä käsitteet eri tavalla ja myös laskentatavoissa saattaa olla eroja. Tämän johdosta luvut eri tutkimusten välillä eivät ole suoraan vertailukelpoisia.

GSIA:n raportti tarjoaa tietoa myös vaikuttavuussijoittamisen markkinan koosta ja kehityksestä. Mielenkiinto vaikuttavuussijoittamisen ympärillä kasvaa, mutta vaikuttavuussijoittamisen markkina on absoluuttiseltaan kooltaan vielä pieni (248 miljardia dollaria). Vaikuttavuussijoittaminen on kasvanut globaalisti 146 prosenttia vuodesta 2014, ja se onkin tällä hetkellä nopeinten kasvava vastuullisen sijoittamisen strategia. Euroopassa kasvua on ollut samalla ajanjaksolla peräti 385 prosenttia. Seuraavaksi nopeimmin kasvava vastuullisen sijoittamisen strategia globaalisti ovat kestävä kehityksen teemasijoitukset 140 prosentin kasvulla vuodesta 2014 (Euroopassa 146 %). Raportti mainitsee vaikuttavuussijoittamisen ja temaattisten sijoittamisen kasvun taustalla olevan lisääntyvät huolet ilmastomuutokseen liittyen sekä mahdollisesti vuonna 2015 solmitun Pariisin ilmastopöytäkirjan vaikutus. Temaattisten sijoitusten osalta uusiutuva energia ja energiatehokkuus muodostavatkin suurimmat kategoriat Euroopassa.

Vaikuttavuussijoittamisen maailmanlaajuinen yhteistyöverkosto Global Impact Investing Network (GIIN) tarjoaa osaltaan tietoa vaikuttavuussijoittamisen markkinan nykytilasta. GIIN kerää vuosittaiseen julkaisuunsa tietoa vaikuttavuussijoittamisen toimikentästä ja sen toimijoista sekä markkinan koosta ja kehityksestä. Vuoden 2017 raportti (perustuen vuoden 2016 lukuihin) sisältää vastaukset 209 vaikuttavuussijoittajan osalta. Raportti osoittaa vaikuttavuussijoittamisen markkinan kehittyvän sekä sijoittajien odottavan aktiivisuuden lisääntyvän jatkossa entisestään.

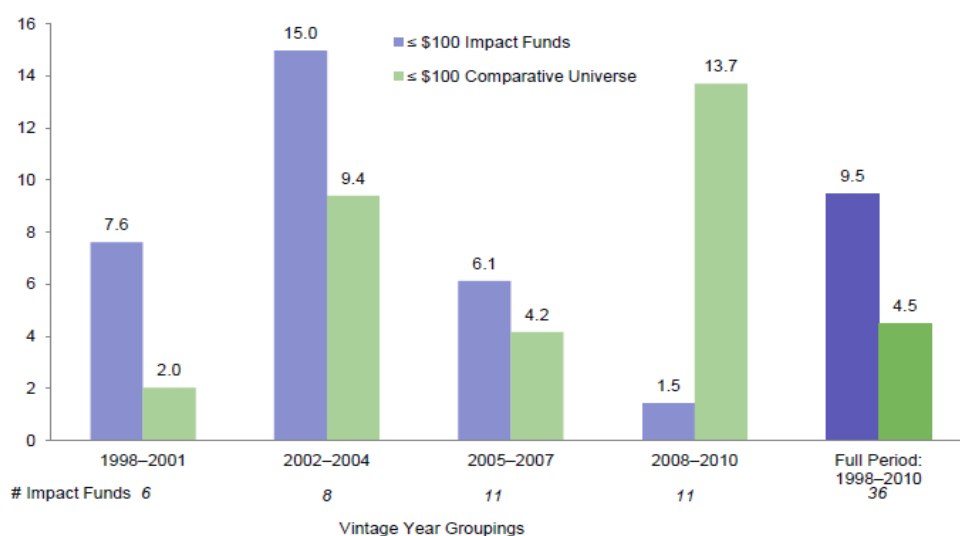
Raportin mukaan hallinnoitavien rahojen kokonaismäärä vuoden 2016 lopussa oli noin 114 miljardia dollaria. Eri omaisuuslajeista oman pääoman ehtoiset sijoitukset ovat vastaajien keskuudessa yleisimpiä (noin kolme neljäsosaa vastaajista). Seuraavaksi yleisin sijoitusinstrumentti on vieras pääoma (noin puolet vastaajista). Omaa pääomaa käytetään erityisesti kasvuvaiheen sijoituksiin ja vastaavasti vieraan pääoman ehtoiset sijoitukset kohdistuvat kypsempiin listaamattomiin yrityksiin. Vuoden 2016 aikana vastaajat suuntasivat noin 22 miljardia dollaria vaikuttavuussijoittamiseen. Vuoden 2017 osalta suuri osa vastaajista ilmoitti aikovansa lisätä sekä sijoitusten lukumäärää (54 %) että sijoitetun pääoman määrää (71 %) verrattuna edeltävään vuoteen. Vastaajista 91 prosenttia raportoi sijoitustuottojen

olleen linjassa tai ylittäneen niille asetetun tuotto-odotuksen. Vastaajista 66 prosenttia tavoitteli vaikuttavuussijoittamisen kautta riskikorjattua markkinatuottoa. [10]

Vaikuttavuussijoittamisen tuotot

Cambridge Associates ja GIIN julkaisivat vuonna 2015 ensimmäisen vaikuttavuussijoittamiseen keskittyvän, ns. benchmark-raportin, jossa tarkastellaan vaikuttavuussijoittamisen tuottoja. Raporttiin on koottu tiedot 51 vaikuttavuussijoittamiseen erikoistuneen pääomasijoitusrahaston tuloksista, ja verrattu niitä perinteisiin pääomasijoitusrahastoihin. Vaikuttavuussijoittamisen nuoruuden takia olemassa oleva rahastojen tuottohistoria, otoksen koko sekä saatavilla oleva data eivät ole vielä kovin kattavia, mutta raportin perusteella vaikuttavuussijoittamisen kautta pystyttiin tuottamaan markkinatuottoja vastaavaa tuottoa sijoittajille. Raportin mukaan alle 100 miljoonan dollarin rahastokoossa vuosina 1998–2010 perustetut vaikuttavuusrahastot tuottivat 9,5 prosentin netto-IRR-tuoton (efektiivinen korko, Internal Rate of Return) sijoittajilleen suoriutuen paremmin kuin saman kokoluokan perinteiset rahastot (4,5 %). Pienemmät vaikuttavuusrahastot suoriutuivat paremmin kuin suuremman kokoluokan (yli 100 miljoonaa dollaria) rahastot, jotka tuottivat 6,2 prosenttia (perinteiset rahastot samassa kokoluokassa tuottivat 8,3 %). Lisäksi kehittyville markkinoille sijoittavat vaikuttavuusrahastot tuottivat paremmin (9,1 %) kuin kehittyneiden maiden rahastot (4,8 %). [11]

Figure 7. Performance by Vintage Year and Fund Size: ≤ \$100 Million
As of June 30, 2014 • Pooled IRR (%)



Note: Pooled IRRs are net to LPs.

Kuva 4: Vaikuttavuussijoittamiseen erikoistuneiden rahastojen tuotot - Cambridge Associates and GIIN benchmark -raportti.

Vaikuttavuussijoittaminen yhdistetään yhä monesti markkinaehtoisia sijoituksia huonompaan tuottoon. Cambridge Associatesin ja GIIN benchmark-raportti osoittaa kuitenkin, että vaikuttavuussijoittamisen tuotot ovat linjassa ja voivat jopa ylittää perinteisten

sijoitusten tuotot. Tuottohistorian kehittyessä tästä voidaan saada yhä tarkempaa näyttöä, mutta jo nyt voidaan todeta, että vaikuttavuuden ei tarvitse tarkoittaa tuotosta luopumista.

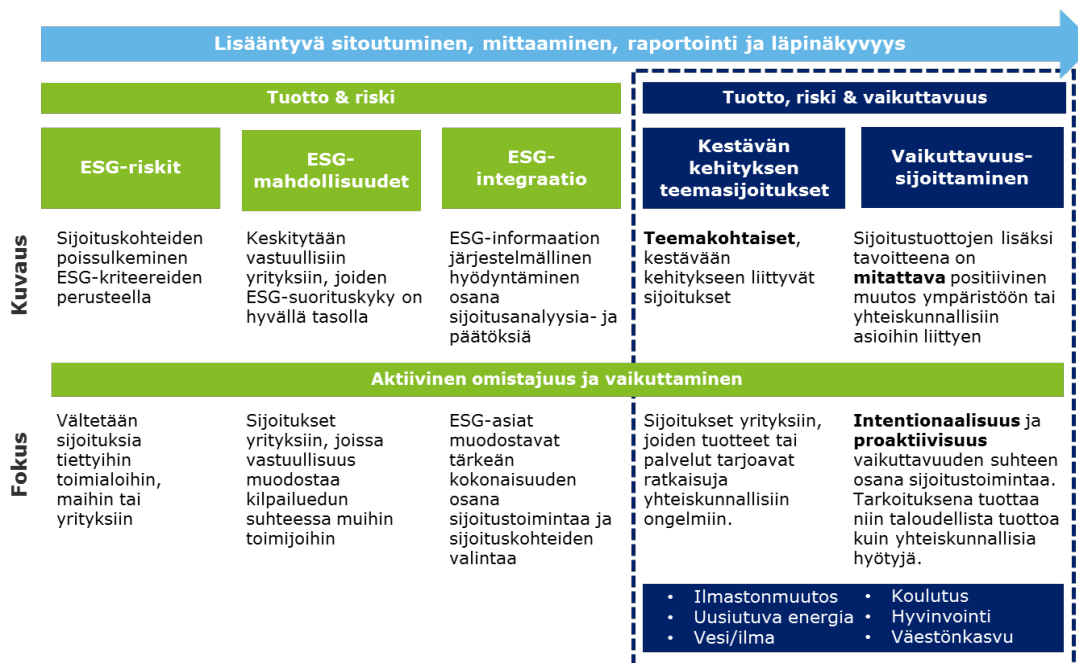
Tuoton ja vaikuttavuuden yhdistäminen

Euroopan investointirahasto käynnisti vuonna 2013 Social Impact Accelerator (SIA) -nimisen rahastojen rahaston, jonka tehtävänä on tehdä sijoituksia eurooppalaisiin yhteiskunnallisesti vaikuttaviin yrityksiin sijoittaviin venture capital -rahastoihin. Rahastojen rahaston koko on 243 miljoonaa euroa ja siinä on mukana sekä julkista että yksityistä rahaa.

Sijoitusten edellytys on, että kohderahasto tavoittelee tietoisesti vaikuttavuutta ja rahaston manage-reiden carry-tuotot on sidottu vaikuttavuustavoitteiden saavuttamiseen. Käytännössä tämä on toteutettu sopimalla kohderahastojen jokaisen kohdeyrityksen kohdalla erikseen vaikuttavuustavoitteet, joiden toteutumista seurataan. Tavoitteet on indeksoitu, jolloin eri portfolioyhtiöiden kehitystä on mahdollista seurata yhteismitallisesti salkkutasolla ja tavoiteasetannassa on huomioitu myös esimerkiksi nopeiden irtautumisten mahdollisuus. Jos rahasto jää merkittävästi vaikuttavuustavoitteista, menee carry-tuotto tai osa siitä rahastomanageerien hyväksymään hyväntekeväisyyskohteeseen. Näin kaikkien osapuolten intresseissä on maksimoida sekä taloudellista tulosta että vaikuttavuutta.

2.5 Tutkimuksen viitekehys

Vastuullisen sijoittamisen viitekehys



Kuva 5: Tutkimuksessa hyödynnettävä vastuullisen sijoittamisen viitekehys.

Vaikuttavuussijoittaminen voidaan nähdä jatkumona muille vastuullisen sijoittamisen lähestymistavoille. Eri lähestymistapoja voidaan tarkastella jatkumona, jossa sijoittaja lisääntyvässä määrin huomioi ESG-asiat osana päätöksentekoa. Vaikuttavuussijoittaminen menee askeleen pidemmälle perinteisimmistä ESG-asioiden ympärille rakentuvista vastuullisen sijoittamisen lähestymistavoista tuomalla kolmannen ulottuvuuden – vaikuttavuuden – riskin ja tuoton rinnalle. Huomioitavaa on, että eri lähestymistavat eivät ole toisensa poissulkevia vaan sijoittaja voi hyödyntää niitä rinnakkain. Vastuullisen sijoittamisen viisi eri lähestymistapaa ovat seuraavat:

1. **ESG-riskit:** Vastuullisen sijoittamisen kehityksessä sijoituskohteiden poissulkeminen ja ESG-riskien tunnistaminen muodostavat perinteisesti ensimmäisen askeleen. Taustalla ovat erityisesti kasvavat vaatimukset läpinäkyvyydelle sekä ymmärrys siitä, että ESG-asiat voivat vaikuttaa sijoituskohteen riski-tuotto-profiiliin. Tarkoituksena on välttää sijoituksia mm. tietyille toimialoille tai yrityksiin perustuen asetettuihin ESG-kriteereihin.

2. **ESG-mahdollisuudet:** Riskienhallinnasta seuraava askel on hyödyntää ESG-asioita aktiivisemmin mahdollisuuksien tunnistamisessa ja pyrkiä tekemään sijoituksia vastuullisiin kohdeyrityksiin, joille hyvä ESG-suorituskyky muodostaa positiivisen erottautumistekijän suhteessa kilpailijoihin. Lähestymistavassa sijoituskohteiden vastuullisuuden nähdään muodostavan tärkeän tekijän pitkän ajan arvonluonnin kannalta, ja sijoittajan fokus siirtyy riskeistä lisäarvon tuottamiseen.

ESG-integraatio: ESG-integraatio muodostaa lähestymistavan, jossa sijoittaja pyrkii osana sijoitustoimintaansa järjestelmällisesti hyödyntämään ESG-informaatioita osana sijoitusanalyysia ja -päätöksiä. ESG-asiolla on kokonaisvaltainen rooli mm. sijoituskohteen valinnassa, omistuksen aikaisessa monitoroinnissa ja raportoinnissa sekä osana aktiivista omistajuutta. Taustalla on sijoittajan pyrkimys parantaa sijoitusportfolionsa riski-tuotto-profiilia erityisesti pitkällä aikavälillä.

3. Kestävän kehityksen teemasijoitukset:

Temaattisen sijoittamisen, eli esimerkiksi sijoitusten kohdistamisen tietyille liiketoiminta-alueille tai tietyntylaisia ratkaisuja tai palveluita kehittäviin yrityksiin, voidaan nähdä olevan hyvin lähellä vaikuttavuussijoittamista. Sijoitukset voivat kohdistua mm. koulutuksen edistämisen, hyvinvointiin ja terveyteen, rahoituksen saatuuteen, uusiutuvaan energiaan, energiatehokkuuteen sekä muihin erilaisten ympäristöön liittyvien haasteiden ratkomiseen puhtaiden teknologioiden avulla. Sijoitukset tuottavat oikein kohdistuessaan vaikuttavuutta, mutta vaikuttavuus ei välttämättä ole sijoittajan tietoisena kriteerinä sijoitukselle.

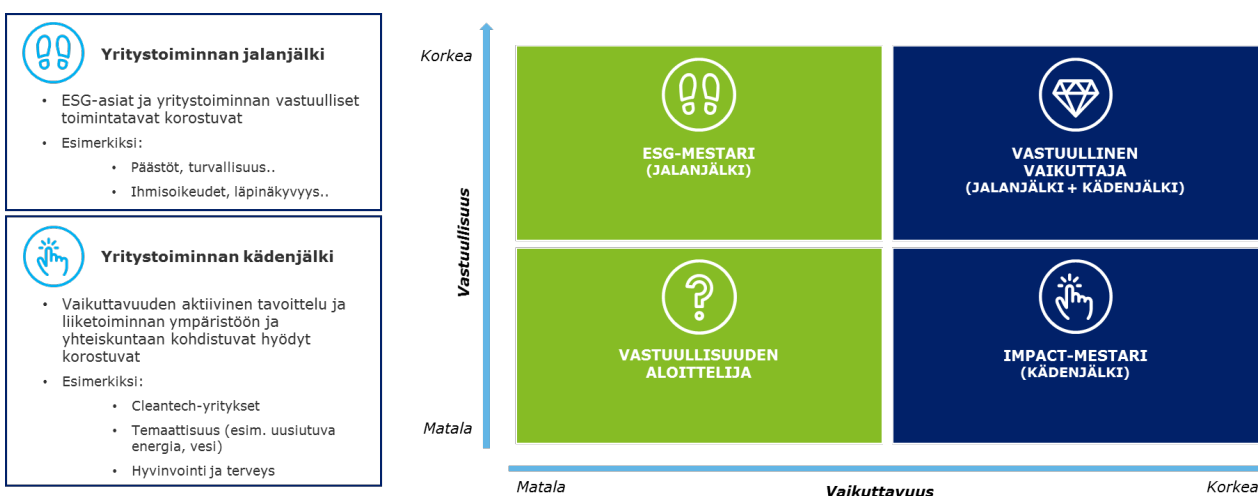
4. Vaikuttavuussijoittaminen: Vaikuttavuussijoittamisessa sijoitukset kohdistuvat ratkaisuihin, jotka edistävät yhteiskunnallisia ja ympäristöön liittyviä asioita. Sijoitukset voivatkin kohdistua samoihin teemoihin/toimialoihin kuin temaattisessa sijoittamisessa. Vaikuttavuussijoittamisen erottaa temaattisesta sijoittamisesta ja muista vastuullisen sijoittamisen lähestymistavoista **intentionaalisuus** vaikuttavuuden tavoittelussa taloudellisen tuoton rinnalla, konkreettisten **vaikuttavuustavoitteiden asettaminen** sijoitukselle sekä näihin tavoitteisiin liittyvän **vaikuttavuuden mallintaminen ja mittaaminen** osana sijoitus-toimintaa.

Temaattisen sijoittamisen tarjoamat mahdollisuudet

Taaleri on suomalainen finanssitalo, joka on tuonut markkinoille uusiutuvan energian ja cleantechin ympärille rakennetun kiertotalousrahaston sekä afrikkalaisiin kiinteistökohteisiin sijoittavan rahaston. Kiertotalousrahasto sijoittaa niin kasvuyrityksiin kuin yksittäisiin tuotantolaitoksiin, jotka hyötyvät ja edistävät kiertotaloutta. Keskeiset teemat rahastolla ovat uusiutuva energia, kierrätys- ja materiaalinkäsittely ja energiansäästöratkaisut. Taalerin Afrikka-rahasto sijoittaa pääomaintensiiviselle kiinteistösektorille mm. asuintalojen, toimitilojen sekä kauppakeskusten rakentamiseen. Afrikkaan kohdistuvat kiinteistöinvestoinnit saavat aikaan paikallisesti positiivisen kierteen ja mahdollistavat kasvun laajasti eri sektoreilla kerrannaisvaikutusten kautta.

Rahastojen avulla Taaleri pystyy vastaamaan asiakkaiden arvomaailmaan sekä edistämään yhteiskunnallisesti tärkeitä asioita sijoitustuottojen ohella. Sijoittajan näkökulmasta rahastot mahdollistavatkin sijoittajan omien taloudellisten tavoitteiden sekä yhteiskunnallisen ja ympäristöön kohdistuvan vaikuttavuuden yhdistämisen.

Jalanjälki-kädenjälki-viitekehys



Kuva 6: Tutkimusta varten muodostettu jalanjälki-kädenjälki-viitekehys- nelikentän avulla voidaan jaotella toimijat vastuullisuuden ja vaikuttavuuden suhteen neljään eri kategoriaan.

Tutkimusta varten muodostetussa jalanjälki-kädenjälki-viitekehelyssä nelikentän x-akselilla on vastuullisuus ja y-akselilla vaikuttavuus. Vastuullisuudessa huomio kiinnittyy yrityksen oman toiminnan jalanjälkeen ja sen minimoimiseen. Jalanjäljellä tarkoitetaan yrityksen tai muun organisaation omien operaatioiden (tuotanto, hankintaketju, henkilöstö jne.) vaikutuksia (positiiviset ja negatiiviset) kestäväan kehitykseen ja hyvinvointiin. Vastuullisuudessa painottuukin hyvin pitkälti läpinäkyvyyden tuomat vaatimukset ja sidosryhmien odotukset yrityksen jalanjäljen osalta.

Aktiivisen vaikuttavuuden tavoittelun yhteydessä voidaan taas vastaavasti puhua yritystoiminnan kädenjäljestä. Kädenjäljellä tarkoitetaan yrityksen tai muun organisaation tarjoamien/tuottamien tuotteiden, palveluiden ja ratkaisujen vaikutuksia (positiiviset ja negatiiviset) kestäväan kehitykseen ja hyvinvointiin. Toisin sanoen vaikuttavuuden kohdalla painottuu yrityksen liiketoimintaan liittyvät yhteiskuntaan ja hyvinvointiin kohdistuvat positiiviset vaikutukset sekä kestäväan kehityksen edistäminen sen omien tuotteiden ja palveluiden kautta. ESG-riskien, -mahdollisuuksien, ja -integraation kohdalla voidaan puhua erityisesti yritystoiminnan jalanjäljestä, ja temaattisten sijoitusten ja vaikuttavuussijoittamisen osalta korostuu yritystoiminnan kädenjälki.

Kun vastuullisuutta ja vaikuttavuutta lähestytään sitä kautta, kuinka pitkällä yritys on niin vaikuttavuudessa kuin vastuullisuudessakin, voidaan toimijat jaotella niihin, jotka ovat vasta polkunsu alussa molemmissa, niihin, jotka ovat jo varsin pitkällä joko vastuullisuudessa tai vaikuttavuudessa, sekä niihin, jotka ovat edenneet molempien osalta jo pidemmälle. Tutkimuksessa tätä jaottelua hyödynnetään tarkasteltaessa suomalaisia pääomasijoittajia sekä heidän suhtautumistaan ja käytäntöjään vastuulliseen sijoittamiseen (jalanjälki) ja vaikuttavuussijoittamiseen (kädenjälki). Viitekehystä myös hyödynnettiin institutionaalisten sijoittajien haastatteluissa vastuullisuuden ja vaikuttavuuden välisen eron havainnollistamiseksi.

Viitekehelyksen avulla muodostettavia neljää ryhmää voidaan luonnehtia seuraavasti:

Vastuullisuuden aloittelija

Vastuullisuuden aloittelija ei juurikaan vielä panosta ESG-informaation hyödyntämiseen tai yritä kääntää vastuullisuutta omaksi edukseen. Vastuullisuuskysymykset nähdään ennen kaikkea vaatimusten noudattamisena ja niihin mukautumisena.

ESG-mestari

ESG-mestari on ottanut jo ison harppauksen vastuullisuuden suuntaan. Ajattelussa painottuu läpinäkyvyys sijoituskohteiden toimintaan, ESG-informaatiota hyödynnetään osana sijoitustoimintaa ja toiminnassa huomioidaan riskien lisäksi myös vastuullisuuden luomat mahdollisuudet. Samalla ESG-asiat on myös integroitu osaksi muuta toimintaa. Toisin sanoen huomio siis kiinnittyy sijoitus- ja yritystoiminnan jalanjälkeen – oman takapihan pitämiseen puhtaana – ilman, että pyrittäisiin aktiivisesti muuttamaan maailmaa.

Impact-mestari

Vastuullisuuden ja vaikuttavuuden välisen suhteen toiseen ääripäähän sijoittuu Impact- eli vaikuttavuusmestari, joka pyrkii sijoittamaan liiketoimintaan, jonka kädenjälki on suuri ja joka tuottaa paljon vaikuttavuutta. Huomio suuntautuu eteenpäin liiketoiminnan tuomiin mahdollisuuksiin ja keskeistä on se, mitä ongelmia yrityksen toiminta on ratkaisemassa oman toimintansa kautta. Toisaalta ESG- ja vastuullisuuskysymykset eivät ole agendalla ensimmäisinä ja sijoitukset voivatkin kohdistua lisäksi kohteisiin, joiden jalanjälki on myös suuri.

Vastuullinen vaikuttaja

Vastuullisen vaikuttajan sijoitustoiminnassa yhdistyvät niin vastuullisuus kuin vaikuttavuuden tavoittelu. Sijoitustoiminnassa on edelleen vahvasti mukana vastuullinen toiminta ja ESG-asioiden huomioiminen, mutta sijoituksilla tavoitellaan aktiivisesti myös vaikuttavuutta. Sijoitukset kohdistuvat yrityksiin, joiden liiketoiminnan kautta on mahdollisuus ratkoa yhteiskunnan kohtaamia ongelmia, ja samalla pidetään huolta siitä, että yritysten oma toiminta on vastuullisella pohjalla.

3. Institutionaalisten sijoittajien näkökulma vaikuttavuussijoittamiseen

Tutkimuksen päätavoitteen – suomalaisen pääomasijoittajakentän vaikuttavuussijoittamisen nykytilan ja suunnan selvittämisen – tueksi tutkimuksella pyrittiin myös ymmärtämään kysyntää. Kysynnällä viitataan pääomarahastoihin sijoittavien institutionaalisten sijoittajien näkemyksiä, kokemuksia ja odotuksia yleisesti vaikuttavuussijoittamiseen liittyen ja erityisesti suhteessa pääomasijoittajien vaikuttavuuteen. Haastateltavia oli yhteensä yhdeksän henkilöä edustaen viittä institutionaalista sijoittajatahoa (ks. liite). Haastatteluissa kartoitettiin:

- vaikuttavuussijoittamisen tuntemusta ja nykytilan arviota
- vaikuttavuussijoittamisen suhdetta muuhun sijoittamiseen, erityisesti vastuulliseen sijoittamiseen
- institutionaalisten sijoittajien vastuullisen sijoittamisen käytäntöjä suhteessa pääomasijoittajiin
- kokemuksia ja näkemyksiä pääomasijoittajien vaikuttavuuslähestymistavoista ja potentiaalista
- arviota vaikuttavuussijoittamisen tulevaisuudesta Suomessa

Institutionaalisten sijoittajien haastatteluissa testattiin kirjallisuuskatsauksen, kansainvälisen tarkastelun ja asiantuntijanäkemyksen pohjalta muodostunutta viitekehystä, jolla voitaisiin kuvata suomalaisen sijoittajakentän sijoittumista vaikuttavuussijoittamisen ”skaalaan”, kun sekä tuotto- että vaikuttavuustavoitteet huomioidaan. (ks. luku 2.5.)

3.1 Vaikuttavuussijoittaminen tänään: institutionaalisten sijoittajien näkemyksiä

”Hapuilevaa mutta kiinnostavaa.”

Haastatellut sijoittajat olivat poikkeuksetta tietoisia vaikuttavuussijoittamisesta mutta arvioivat, ettei Suomessa vielä ole muodostunut varsinaista ekosysteemiä, markkinaa tai edes vakiintunutta määritystä vaikuttavuussijoittamisen sisällöstä. Käsitelmäärityksen kehittymättömyydestä huolimatta vaikuttavuussijoitta-

miseen liitetään kuitenkin toistuvasti seuraavia asioita, joiden kautta institutionaalisten sijoittajien näkemyksiä voidaan tarkastella: Käsitelmäärityksen kehittymättömyydestä huolimatta vaikuttavuussijoittamiseen liitetään kuitenkin toistuvasti seuraavia asioita, joiden kautta institutionaalisten sijoittajien näkemyksiä voidaan tarkastella:

- Vaikuttavuussijoittaminen aktiivisena ESG- eli vastuullisena sijoittamisena
- Vaikuttavuussijoittaminen temaattisena sijoittamisena
- Vaikuttavuussijoittaminen uudenlaisten kumppanuuksien ja hyvinvoinnin rahoittamisena

Suomessa seurataan aktiivisesti maailmalla laajaa kiinnostusta herättävää vaikuttavuussijoittamista (ks. esim. luku 2.4.), mutta suomalaisen vaikuttavuussijoittamisen nykytilaa kuvattiin vielä ”hapuilevaksi” – muotoa, määritelmää ja markkinaa etsiväksi. Inspiraatiota etsitään erityisesti Hollannista, jossa vaikuttavuussijoittaminen on haastateltavien mukaan voimakkaassa kasvussa. Suomessa toimijat tarkastelevat parhaillaan vaikuttavuussijoittamiseen liittyviä mahdollisuuksia. Yhteisen määrittelyn ja sen pohjalta kasvavan ekosysteemin puuttuessa institutionaalisten sijoittajien lähestymistavoissa painottuukin nykytilassa nimenomaan kartoittaminen aktiivisen vaikuttavuussijoittamisen asemesta.

Yhteinen kieli kehityksen edellytys

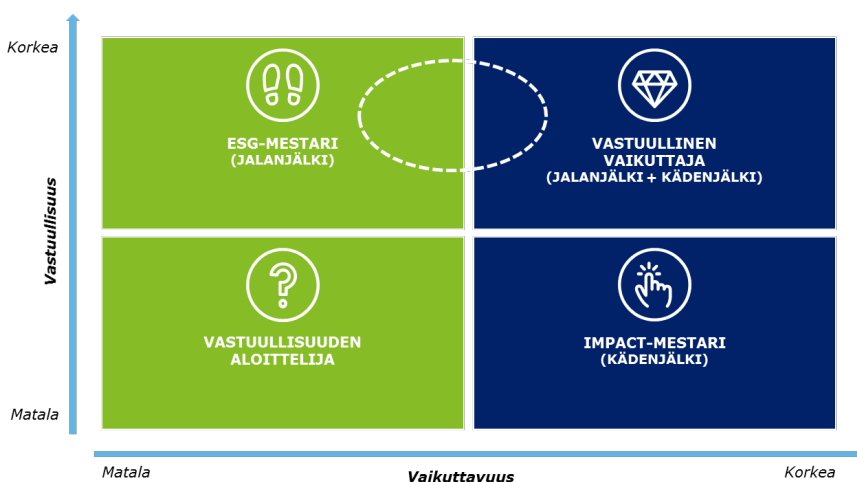
Haastattelut ilmensivät hyvin tilannetta, jossa vaikuttavuussijoittamisen ymmärtäminen riippuu yksittäisten henkilöiden näkemyksistä ja saman organisaation sisällä näkemykset saattavat vielä vaihdella ja hakea muotoaan. Suurin vedenjakaja haastatteluissa oli käsitys tuoton ja vaikuttavuuden suhteesta. Suurin osa haastatelluista ilmaisi oman organisaationsa edustavan vaikuttavuussijoittamisessa ”koulukuntaa”, jolla vaikuttavuus täydentää tuotto-odotusta, eikä tuotosta olla valmiita luopumaan vaikuttavuuden kustannuksella. Haastatteluissa nousi esiin myös näkemys, että vaikuttavuussijoittaminen on askel kohti hyväntekeväisyyttä, mistä syystä kyseinen toimija oli sanoutunut kategorisesti irti vaikuttavuussijoittamisesta vastuullisen sijoittamisen politiikassaan. Kiinnostavana havaintona voidaan kuitenkin todeta, että haastattelujen perusteella Suomeen on rantautunut maailmalla jo vakiintumassa oleva määrittys vaikuttavuussijoittamisesta sijoittamisena, jolla tavoitellaan tuoton rinnalla, siitä tinkimättä, vaikuttavuutta (ks. luku 2.3).

Vaikuttavuussijoittaminen aktiivisena ESG-sijoittamisena

Tyypillisimmin vaikuttavuussijoittaminen nähtiin vastuullisen, eli niin sanotun ESG-asiat huomioivan sijoittamisen (tarkemmin luvussa 2.1), luontevana seuraavana kehityskulkuna. Tämä tarkoittaisi vaikuttavuuden tuomista osaksi raportointivaatimuksia,

analyysejä ja mahdollisesti myös itse sijoitusstrategiaa ajan kuluessa ja luotettavan mittaamisen ja raportoinnin kehittyessä. Tässä näkemyksessä painottuu vaikuttavuuden tuominen osaksi tapaa kuvata sijoittamisen kohteena olevaa toimintaa, kun taas vaikuttavuuden sijoitusstrategiaa ohjaava vaikutus jää taka-alalle tai odottamaan evoluution seuraavaa vaihetta eli luotettavan vaikuttavuusmallinnuksen kehitystä.

Keskeinen osa vaikuttavuuden näkemistä osana ESG-sijoittamisen kehitystä on ajatus vaikuttavuudesta mahdollisuutena hahmottaa tietyn liiketoiminnan pitkän tähtäimen kasvumahdollisuuksia. Siinä missä ESG-sijoittaminen on kulkenut pitkän tien negatiivisesta poissulkemista kohti ESG-analyysin tuomista integroiduksi osaksi normaalia analyysi- ja valuaatiotyökalupakkia, vaikuttavuus liittyy vahvasti itse liiketoimintaan. ESG-ajattelussa on painotettu läpinäkyvyyttä sijoituskohteiden omaan toimintaan (ns. jalanjälki), omaan takapihaan. Vaikuttavuus ottaa aktiivisen askeleen kestäväen kehityksen ja liiketoimintalogiikan yhdistämiseen: mitä ongelmia toiminta on ratkaisemassa vaikuttavuudella, jota se luo (ns. kädenjälki). Vaikuttavuussijoittamisen hahmottaminen jalanjälki-kädenjälki-viitekehyksen kautta (ks. luku 2.5.) kuvaakin erinomaisesti haastateltujen sijoittajien näkemyksiä vaikuttavuussijoittamisesta ja sen suunnasta Suomessa: tapa tuoda vaikuttavuuden kautta yhteiskunnallinen ja ympäristöllinen markkinahyöty esiin. Samalla tämä mahdollistaa ainakin teoriassa vaikut-



Kuva 7: Institutionaalisten sijoittajien sijoittuminen jalanjälki-kädenjälki-viitekehyksessä.

Vaikuttavuussijoittaminen temaattisena sijoittamisena

ESG-jatkumon rinnalla tai täydennyksenä haastatellut lähestyvät vaikuttavuussijoittamista temaattisen sijoittamisen kautta. Esimerkiksi cleantech-rahastot tai terveys- ja hyvinvointiliiketoiminta sijoituskohteena ovat jo nykyisellään luonnollinen osa sijoittajien salkkuja ilman, että niiden ilmeisiä vaikuttavuuksia tuodaan näkyvästi osaksi sijoitusstrategiaa tai sijoituksen suorituskyvyn mittaamista. Vaikuttavuus todettiinkin täydentäväksi elementiksi sekä jo olemassa olevien teemasijoitusten ”tuotteistamisessa” että toisaalta niiden aidossa seulonnessa, oikeassa kohdistamisessa ja lopulta myös sijoituksen tulosten arvioinnissa. Vaikuttavuus temaattisuuteen yhdistettynä nähtiin myös mahdollisuutena tunnistaa myös uusia aloja, joissa kestävä liiketoiminnan markkina voisi syntyä ongelmien ja ratkaisujen kohdatessa.

Temaattisuus ja näkemys vaikuttavuudesta ESG:n ”lisäelementtinä” tai jatkumona kasvavat lähelle toisiaan keskusteltaessa YK:n kestävä kehityksen tavoitteista (ks. luku 2.1.). Suomalaiset institutionaaliset sijoittajat ovat ottaneet viimeisen puoleentoista vuoden aikana kansainvälisen esimerkin mukaisesti käyttöön YK:n kestävä kehityksen tavoitteet (Sustainable Development Goals, SDG) toimivana viitekehityksenä myös kuvaamaan sijoitusten vaikuttavuusalueita. **YK:n 17 SDG-tavoitetta auttavat haastateltujen mukaan konkretisoimaan kestävä kehityksen ongelmia, ratkaisuja ja näin myös niihin liittyvää liiketoimintaa.** Suomalaiset institutionaaliset sijoittajat hyödyntävät jo tänä päivänä kyseisiä tavoitteita kuvaamaan sijoitusten vaikuttavuutta ja haastatellut näkivät, että tulevaisuudessa tavoitteita tullaan hyödyntämään myös sijoitusstrategisesti yhä selvemmin. Tässä ajatus ESG-jatkumosta ja temaattisuudesta kohtaavat. Temaattisuus näyttäisi olevan lähestymistapa, jonka kautta vaikuttavuussijoittaminen ja sen tuoma lisäarvo on hahmotettavissa ja ero vaikuttavuussijoittamiseen tuotto-odotuksesta luopumisena helposti nähtävissä.

Vaikuttavuussijoittaminen uudenlaisten kumppanuuksien ja hyvinvoinnin rahoittamisena

Vaikuttavuussijoittaminen herätti haastatelluissa myös eri tason assosiaatioita julkisen sektorin osallisuudesta vaikuttavuussijoittamisen ekosysteemiin. Suomessa vaikuttavuussijoittaminen on toistaiseksi pitkälti diskurssissa yhdistetty Sitran vaikuttavuusinvestoimisen avainalueen toimintaan. Haastatellut mainitsivat lähes poikkeuksetta Sitran esimerkkinä keskeisestä vaikuttavuussijoittamisen tietoisuuden nostajasta Suomessa. Sitran toiminnan keskiössä on ollut vahva panostus tuloperustaisen rahoitus sopimus (SIB) -toimintamallin edistämiseen ja juurruttamiseen etenkin Suomen hyvinvointikenttään (ks. luku 2.2). Kyseinen vaikuttavuusinvestoimisen laajaan työkalupakkiin kuuluva, mutta vain sen yhden instrumentin muodostava kokonaisuus heijastui vahvasti osasta haastatteluja. Tällöin haastatellut yhdistivät vaikuttavuussijoittamisen julkisen sektorin tulevaisuuteen, korkeaan regulaatorisktiin ja myös yhteiskunnalliseen yrittäjyyteen ja kansalaisjärjestöjen toimintaan. Nämä tyypillisesti vaikuttavuusinvestoimisen SIB-toimintaan liitettävä ominaisuudet peilasivat myös vastaajien omia kokemuksia ja kokeiluja – osa toimijoista lähestyi vaikuttavuussijoittamista nimenomaan omien, esimerkiksi hyvinvointipalveluihin liittyvien, SIB-kokeilujensa kautta. Maailmalla julkisen sektorin takaama vaikuttavuusinvestoiminen on tietyillä markkinoilla kasvussa, mutta tässä tutkimuksessa painotetaan ”perinteisen” pääomasijoittajakentän mahdollisuuksia huomioida vaikuttavuussijoittaminen osana omaa toimintaansa. Tarkemmin vaikuttavuussijoittamisen eri suuntauksia on kuvailtu luvussa 2.3.

3.2 Vastuullisen sijoittamisen ja vaikuttavuussijoittamisen käytännöt, kokeilut ja kokemukset

Vaikuttavuussijoittamisen mahdollisuudet kulkevat haastateltujen mukaan käsi kädessä vastuullisen sijoittamisen tulevaisuuden kanssa. Näin ollen myös ESG-käytäntöjen nykytilan ymmärrys on keskeistä vaikuttavuussijoittamisen tulevaisuutta arvioitaessa.

ESG-käytännöt yleisesti

Haastateltujen institutionaalisten sijoittajien ESG- eli vastuullisen sijoittamisen käytännöt olivat systemaattisesti kehitettyjä ja jo varsin vakiintuneita. Viimeisten vuosien aikana ESG on tullut osaksi arkipäivän sijoitustoimintaa ja kukin haastatelluista on pyrkinyt löytämään mallin, jossa ESG-näkökulma tuodaan osaksi olemassa olevia prosesseja sekä koskien analyysityötä että kohteiden kanssa käytävää dialogia ja asetettavia vaatimuksia.

Tyypillisesti haastateltavat olivat sitoutuneet YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteisiin (UN PRI). Näiden pohjalta useimmat sijoittajat olivat rakentaneet omat vastuullisen sijoittamisen periaatteensa ja vaatimuksensa sijoituskohteiden analysoimisen ja sijoitusaikaisen ESG-toiminnan tueksi.

Yleisenä löydöksenä oli, että kaikki sijoittajat suhtautuvat vastuulliseen sijoittamiseen vakavuudella ja sen arvo sijoittamisen riskienhallinnalle ja tulevaisuuden arvonaluonnille tunnustetaan. Tyypillisesti erityisesti eläkevakuutusyhtiöiden vastuullisen sijoittamisen sitoumukset ja käytännön prosessit ovat kansainvälisessä vertailussakin Suomessa erittäin hyvällä tasolla. Keskeiseksi tekijäksi haastatellut nostavat omistusrakenteesta ja missiosta sekä mandaatista nousevat yhteiskunnalliset, pitkään tähtäimeen keskittyvät tehtävät.

ESG-lähestymistavoissa nähdään kuitenkin myös eroja. Osalle haastatelluista korostuu vastuullinen sijoittaminen riskienhallintana ja poissulkemisenä (vrt. kuva 8). Toiset taas nostivat selvemmin esiin ESG-asioiden mahdollisuudet liiketoiminnan ja arvon kehittämisessä erityisesti hieman pidemmällä aikavälillä – toki toimialasta riippuen. Lisäarvonäkökulmaa esiin tuoneet sijoittajat mainitsivat tyypillisesti myös YK:n kestävä kehityksen tavoitteet (SDG-tavoitteet) ja sen, että vastuullisen sijoittamisen toiminnassa on siirrytty riskinäkökulmasta analysoimaan aktiivisesti kestävä kehityksen ongelmien ratkaisemisen liiketoimintamahdollisuuksia. Tässä keskustelussa ESG-lähestymistapa lähenikin jo vaikuttavuussijoittamista.

Sijoittajat painottivat, että tilanne vastuullisessa sijoittamisessa on muuttunut nopeasti. Vielä kymmenen vuotta sitten vastuullinen sijoittaminen oli kaukana valtavirrasta, mutta nyt vastuullisen sijoittamisen peruspalikat ovat integroituneet ja vakiintuneet osa sijoitustoimintaa. Tutkimukset osoittavat, että vastuulliset yritykset ovat ”tulevaisuudenkestäviä” ja näin ollen hyviä sijoituskohteita. [12] Tämä näkyy muun muassa siinä, että hyvä ESG-suoriutuminen saattaa nostaa analytikkojen antamia yritysten tavoitehintoja. ESG-raportointi ja läpinäkyvyys ovat arkipäivää ja niillä ei enää voida myöskään yksinään erottua.



Kuva 8: Tutkimuksessa hyödynnettävä vastuullisen sijoittamisen viitekehys.

Pääomasijoittajat ja ESG-käytännöt

Haastattelujen painopiste oli institutionaalisten sijoittajien pääomasijoituskenttään kohdistamissa ESG-odotuksissa, -vaatimuksissa sekä kokemuksissa vaikuttavuussijoittamiseen liittyen. Kuten institutionaalisten sijoittajien yleisissä ESG-käytännöissä, myös pääomasijoittajiin kohdistuvissa odotuksissa ja vaatimuksissa on tapahtunut merkittävää systemaattisuuden ja vaatimustason nousua viime vuosina. Institutionaalisten sijoittajien vastuullinen sijoittaminen on yleensä lähtenyt liikkeelle listayhtiöiden analysoinnista, mutta aivan muutamien viime vuosien aikana myös pääomakenttään on saatu vakiinnutettua vastuullisen sijoittamisen peruskäytännöt.

ESG-lähestymistavan pohjalla ovat tyypilliset ns. side letteriin sisällytettävät vastuullisuusperiaatteet tai -vaatimukset, jotka muodostavat sijoittajan ja rahaston hallinnointiyhtiön ESG-sitoutumisen pohjan. Seuraavassa luvussa tarkemmin esiteltävissä pääomasijoittajien haastatteluissa ilmeni, että side lettereiden ESG-elementit ovat lyöneet itsensä läpi nimenomaan viimeisten 1–2 vuoden aikana läpi nostoen samalla kokoluokasta riippumatta pääomasijoittajien omaa ESG-tietoisuutta merkittävästi Suomessa.

Side lettereistä seuraava askel – tämäkin institutionaalisten sijoittajien valtavirtaa – ovat ESG-raportointivaatimukset. Tyypillisesti näiden vuosisykli on kerran kalenterivuodessa ja raportointi tapahtuu tyypillisimmin rahastotasolla. Raportoinnissa vaaditaan ESG:n perusasioita, mutta tarkemmin vaatimusten sisältö saattaa vaihdella eri sijoittajilla riippuen sekä institutionaalisen sijoittajan että rahastoyhtiön ESG-kypsyudesta ja esimerkiksi kohdetoimialoista. Raportointi on tyypillisimmillään joko standardimuotoista (esim. Invest European ohjeistus) tai institutionaalisen sijoittajan kansainvälisten parhaiden käytäntöjen ja omien periaatteiden pohjalta laadittuun viitekehykseen nojautuvaa.

ESG-asioissa on suhteessa pääomasijoittajiin siirrytty yhä aktiivisempaan vaiheeseen. Sekä institutionaalisten että jäljempänä käsiteltävät pääomasijoittajien haastattelut vahvistavat tätä havaintoa: viimeisen vuoden (2016–2017) aikana ESG-asiat ovat nousseet osaksi sijoittajien jatkuvaa dialogia ja esimerkiksi rahastojen Advisory Committee -komiteat nähdään tässä keskeisenä foorumina. Edistyneimmät institutionaaliset sijoittajat korostivatkin ESG:llä

olevan merkitystä nimenomaan aktiivisena sijoitustoimintana ja vaikuttamisena. Esimerkiksi rahastojen johdon kanssa pyritään keskustelemaan, miten ESG-asioita voitaisiin parhaiten kehittää.

Vastuullisen sijoittamisen keskusteluja on kuitenkin leimannut institutionaalisten sijoittajien oma aktiivisuus ja pääomasijoittajien roolina on ollut reaktiivisesti vastata esitettyihin ESG-vaatimuksiin ja -kysymyksiin. Institutionaaliset sijoittajat kuitenkin painottavat, että pääomasijoittajilta toivotaan proaktiivista otetta omien ESG-asioiden edistämiseksi sekä viestimiseksi institutionaalisten sijoittajien suuntaan. ESG-asiat kiinnostavat yhä enemmän, ja siinä missä raportointivaatimukset sekä sijoitustoiminnan läpinäkyvyys ovat jo perusedellytyksiä, ESG-asioiden lähestyminen arvonluonnin näkökulmasta tuo institutionaalisten sijoittajien näkemyksen mukaan merkittävästi erottautumisetua paremmin esiintuotuna.

Vaikuttavuussijoittamisen nykytila ja kokeilut

Käytännön kokeilujen tasolla vaikuttavuussijoittamista on jo tehty haastateltujen edustamissa yhtiöissä, mutta samanaikaisesti voidaan todeta, että käytännön toimien kuvaus kulkee käsi kädessä toimijoiden vaikuttavuussijoittamisen käsitteenmäärittämyksen kanssa. Keskeisinä löydöksiä voidaan todeta seuraavaa:

Tuotosta ei olla valmiita luopumaan vaikuttavuuden kustannuksella. Ainoastaan sekä tuottoon että vaikuttavuuteen pyrkivä vaikuttavuussijoittaminen, johon tämäkin tutkimus keskittyy, on sijoittajille kiinnostavaa.

Vastaajat jakautuvat karkeasti

1. niihin, joilla on jo ensimmäisiä intentionaalisia vaikuttavuussijoittamisen kokeiluja takana,
2. niihin, jotka näkevät vaikuttavuuden jatkumona, teemasijoittamisena tai lisäelementtinä olemassa olevaan ESG-lähestymistapaan
3. ja niihin, joille vaikuttavuus on tavalla tai toisella jo tapaa toimia, mutta lähestymistapaa ei ole systematisoitu tai sitä ei kutsuta vaikuttavuussijoittamiseksi.

Mittaaminen on kaikille vastaajille keskeinen haaste, mutta toisaalta vaikuttavuuden kvalitatiivista arvoa korostetaan perinteistä kvantitatiivista analyysiä täydentävänä elementtinä.

Julkisen sektorin rooli suhteessa vaikuttavuussijoittamiseen jakaa näkemyksiä ja heijastuu suhtautumiseen.

Vaikuttavuuden määritelmälle löytyi myös laajoja ja suppeita tulkintoja. Esimerkiksi Suomeen sijoittamisen katsottiin jo itsessään luovan työllisyysvaikutusta kotimaahan. Toisaalta yhteiselle vaikuttavuusviitekehitykselle tunnustettiin selvä tarve. Tähän tarpeeseen haastatellut kokivat YK:n kestävä kehityksen tavoitteiden parhaiten vastaavan myös sijoitusten vaikuttavuutta tarkasteltaessa.

Löydöksiä voidaan kuvata muutamien käytännön esimerkkien ja kokemusten kautta:

Esimerkki I: Vaikuttavuussijoittamisen pois-sulkeminen

Lähes kaikki haastatellut painottivat, että vaikuttavuuteen pyrkiminen ei voi johtaa tuotosta luopumiseen.

Yksi haastatelluista tahoista oli omaksunut vaikuttavuussijoittamisesta määritelmän, jossa vaikuttavuussijoittaminen nimenomaan tarkoittaisi hyväntekeväisyyttä lähestyvää julkisen ”hyvän” tuottamista (ks. luku 2.3) ja näin ollen kyseinen sijoittaja oli linjannut vaikuttavuussijoittamisen omien sijoitusperiaatteidensa ulkopuolelle. Haastattelussa kuitenkin selvisi, että kyseinen toimija sovelsi monia vaikuttavuussijoittamisen elementtejä omassa sijoitustoiminnassaan jopa monia muita haastateltuja selvemmin.

Esimerkki 2: Vaikuttavuus temaattisuutena

Osa vastaajista näki vaikuttavuuden olevan osa nykyistä tai tulevaa sijoituspalettiaan temaattisten sijoitusten kautta. Näistä otettiin käytännön esimerkiksi ja tulevaisuuden merkittävämmäksi ”vaikuttavuusfokukseksi” ilmastonmuutoksen nostamat ongelmat ja tarpeet. Liiketoiminta, jonka vaikutus vastaa näihin haasteisiin, nähtiin jo nykyisessä temaattisessa sijoittamisessa alueena, jossa vaikuttavuus ja tuotto kohtaavat ja näin ollen käytännön esimerkkinä markkinavetoisesta vaikuttavuussijoittamisesta, jonka kyseinen yhtiö näki olevan merkittävässä kasvussa.

Esimerkki 3: Vaikuttavuus yhteistyössä julkisen sektorin kanssa

Hankalimmaksi alueeksi kokeilujen osalta osoittautuivat tuloperusteisten rahoitussopimusten (SIB) tyyppiset kokeilut, joista muutamilla haastatelluilla oli kokemuksia. Nämä kokeilut rakentuvat kumppanuuksien varaan ja edellyttävät molemminpuolista ymmärrystä tavoitteista, toimintamallista sekä halutuista vaikutuksista ja niiden mallintamisesta ja mittaamisesta. Haastateltujen kokemukset kertoivat yhteisen kielen löytämisen haasteista, ekosysteemin epäkypsyydestä ja tarpeesta nostaa sekä julkisen sektorin että muiden kokeilukumppaneiden tietoisuuden tasoa. Näissä kokeilussa vaikuttavuus on keskiössä ja tuotto-odotuksesta oltiin ainakin jossakin määrin valmiita tinkimään; näin ollen ne jäivät tämän tutkimuksen fokuksen ulkopuolelle. Kokonaisuuden kannalta on kuitenkin tärkeää huomata, että tämän kaltaiset vaikuttavuuskokeilut ovat osaltaan voineet vaikuttaa siihen, että ymmärrys vaikuttavuussijoittamisesta saattaa olla Suomessa turhaan rajoittunut vain tiettyihin sen muotoihin.

Vaikuttavuussijoittaminen ja pääomasijoitusrahastot

Tutkimuksen keskeisenä havaintona oli, että suomalaiset pääomasijoitusrahastot ovat institutionaalisten sijoittajien näkemyksissä täynnä ”piilovaikuttavuutta”. Pääomasijoituskentässä on hyvä ymmärrys ESG-asioista ja vastuullisuuden merkityksestä osana sijoitustoimintaa. Sen sijaan vaikuttavuuden esiintuominen pitkälti uupuu. Institutionaaliset sijoittajat kaipasivat pääomasijoittajilta aktiivista vaikuttavuuden esiintuomista – ei vähiten siksi, että juuri vaikuttavuus kertoo sijoituskohteiden ja koko sijoitusfilosofian ”tulevaisuudenkestävyydestä” ja tukee jo sijoitustarinaa, erityisesti ns. exit-vaihetta, huomattavasti pelkää vastuullista sijoittamista vahvemmin. Esimerkkeiksi piilovaikuttavuudesta nostettiin esiin mm. cleantechiin, kiertotalouteen, terveyteen ja hyvinvointiin sekä koulutukseen suuntautuvat pääomasijoitukset.

Kaiken taustalla nähdään olevan se, että suomalainen pääomasijoitusmarkkina on pieni ja rajallisten resurssien maailmassa kestävä liiketoiminnan ajattelussa ollaan ”vasta keskivaiheilla” eli vakiinnuttamassa viime vuosina luotuja vastuullisen sijoittamisen käytäntöjä. Vaikuttavuus tulisi vastaajien mukaan kuitenkin ymmärtää osana kohdeyhtiöiden kehittämistä, liiketoimintastrategiaa ja koko sijoituselin-

kaarta, ei erillisenä ja työläänä lisäelementtinä vastuulliseen sijoittamiseen.

Rahastomanagerin rooli on institutionaalisille sijoittajille keskeinen ja sekä vastuullisuuden että vaikuttavuuden nähdään tuovan lisäarvoa juuri oikeanlaisen ”kulttuurisen yhteensopivuuden” tunnistamiseen institutionaalisen sijoittajan ja rahastomanagerin välillä. Haastatelluista erityisesti pienempien sijoittajien edustajat painottivat tämän kaltaista kvalitatiivista analyysiä rahaston valinnassa kvantitatiivisen, menneisyyteen katsovan analyysin rinnalla. Vaikuttavuuteen ja samankaltaisiin arvoihin perustuva ja pyrkivä sijoituslähestymistapa – ilman varsinaista vaikuttavuussijoittamisen systematiikkaa – nähtiinkin kiinnostavana tapana ymmärtää vaikuttavuuden hyötyjä. Yksi haastatelluista tiivistä vaikuttavuuden, vastuullisuuden ja rahaston valinnan: ”Vaikuttavuuteen pyrkiminen kertoo, että [rahastoyhtiöllä] on täysipäinen johto.”

Vaikuttavuutta siis on pääomasijoituksissa, mutta tiedon taso ja resurssit uuden lähestymistavan suodattamiseen osaksi omaa toimintaa ovat hyvin rajalliset. Haastateltujen toiveena ja terveisinä pääomasijoittajille on vaikuttavuuden parempi hahmottaminen, havainnollistaminen sekä proaktiivinen kommunikointi sijoittajille.

Institutionaalisten sijoittajien näkemykset ja suositukset pääomasijoittajille:

1. Vaikuttavuussijoittaminen on osa isompaa yhteiskunnallista muutosta – taustalla on ajatustavan muutos siitä, että julkinen sektori on yksinään vastuussa yhteisten asioiden hoitamisesta sekä toisaalta lisääntyvä ymmärrys vaikuttavuuden ympärille rakentuvasta liiketoimintamahdollisuuksien laajasta kirjosta.
2. Tuo sijoituskohteiden vaikuttavuus esiin – pääomasijoittajien portfoliot pitävät jo tällä hetkellä paljon vaikuttavuutta sisällään, joten tämän aktiivinen esiintuominen mahdollistaa erottautumisen muista toiminnoista.
3. Mahdollisuuksien tunnistaminen – mieti miten ongelmien markkina (SDGt) kääntyy mahdollisuuksien markkinaksi ja pyri tunnistamaan millaista vaikuttavuutta tulevaisuudessa tullaan tarvitsemaan, ja millaiset sijoitukset tätä tuottavat.
4. Tuo vaikuttavuus osaksi strategiaa – harkitse tiettyjen teemojen ympärille rakentuvaa sijoittamista tai muuta tapaa tuoda vaikuttavuus osaksi sijoitusstrategiaa.
5. Vaikuttavuus exit-vaiheessa – pyri tuomaan kohdeyritysten vaikuttavuus esille irtautumisvaiheessa, ja tämän avulla rakentamaan kiinnostavaa sijoittaja- ja arvionluontitarinaa myös vaikuttavuuden näkökulmasta.

4. Vaikuttavuus pääomasijoituskentässä

4.1 Aineisto

Edellisessä luvussa esiteltyjen institutionaalisten sijoittajien haastattelujen lisäksi tutkimuksessa tarkasteltiin suomalaisten pääomasijoittajien asemoitumista vastuullisen sijoittamisen ja vaikuttavuussijoittamisen kentällä sekä kyselytutkimuksen että haastattelujen avulla.

Kysely kohdistettiin Suomen pääomasijoitusyhdistys ry:n (FVCA) jäsenyrityksille sähköpostijakeluna. Siihen vastasi kaikkiaan 18 eri pääomasijoittajaa, joiden hallinnoitavat varat ovat yhteensä noin 7,2 miljardia euroa mediaanin ollessa 153,5 miljoonaa euroa. Vastajat jakautuivat melko tasaisesti niin buyout –sijoittajien kuin varhaisemman vaiheen Venture capital –sijoittajien välillä. Sijoituskohteiden yhteenlaskettu lukumäärä oli 605 – vähimmillään viisi ja enimmillään selvästi yli sata sijoituskohdetta (mediaani 19). Rahastojen pääasialliset kohdemarkkinat olivat Suomi sekä Pohjoismaat. Kyselyn lisäksi haastateltiin erikseen viittä pääomasijoittajaa, jotka ilmaisivat kyselyssä halukkuutensa osallistua syventävään haastatteluun (ks. liite).

Tutkimuksessa pääpaino on vaikuttavuudessa, mutta vastuullisen sijoittamisen nähdään luovan sille

pohjaa, joten tutkimuksessa tarkastellaan myös vastuullisuuteen ja ESG-asioihin liittyviä käytäntöjä. Institutionaaliset sijoittajat näkevät vaikuttavuuden rakentuvan vastuullisuuden päälle, joten osana tutkimusta pyrittiin myös muodostamaan kuva vastuullisen sijoittamisen ja ESG-asioiden nykytilasta suomalaisten pääomasijoittajien keskuudessa. Näin voidaan määritellä, millaiset edellytykset sijoitustoiminnan vaikuttavuusulottuvuudella on kehittyä tulevaisuudessa.

Kyselyn vastausten perusteella pääomasijoittajat sijoitettiin vastuullisuuden ja vaikuttavuuden -nelikenttään, jonka perusteella toimikentän kehitystasetta voidaan arvioida niin vastuullisuuden kuin vaikuttavuuden suhteen.

Kyselyssä sijoittajia pyydettiin ensin arvioimaan suhdettaan vastuulliseen sijoittamiseen ja ESG-asioihin sekä sen jälkeen arvioimaan toimintaansa vaikuttavuusulottuvuuden näkökulmasta. Vastajat saivat valita kysymyksissä myös useampia toimintaansa kuvaavia vaihtoehtoja. Kyselyn osa-alueita ja vastausten ilmentämiä seikkoja tarkastellaan lähemmin seuraavissa kappaleissa..



Kuva 9: Jalanjälki-kädenjälki-viitekehys.

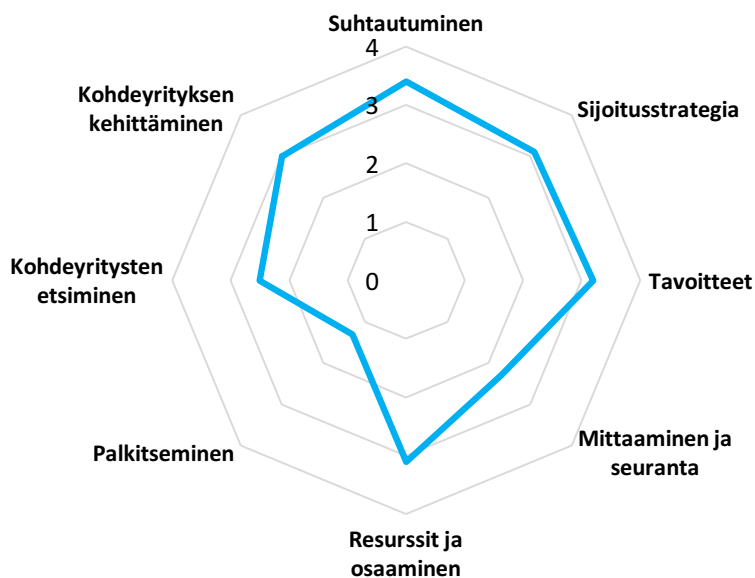
4.2 Vastuullisuus on jo kiinteä osa sijoitustoimintaa

Sijoitusten vastuullisuutta tarkasteltiin sekä yleisellä tasolla että sijoituskentällä yleisesti käytetyn ESG-kriteeristön kautta. Vastuullisuuteen liittyen kyselyssä kartoitettiin mm. seuraavia asioita:

- Suhtautuminen vastuulliseen sijoittamiseen ja sen rooli osana sijoitusstrategiaa
- ESG-asioihin liittyvät tavoitteet osana sijoitustoimintaa sekä mittaamisen rooli
- Resurssit, osaaminen sekä palkitseminen
- ESG-asioiden rooli kohdeyrityksen etsimisessä ja kehittämisessä

Yleisesti kyselyn vastausten perusteella voidaan todeta, että vastuullisessa sijoittamisessa vastaajaryitykset olivat jo melko edistyksellisellä tasolla, ja useat vastaajat muun muassa kertoivat sitoutuneensa esimerkiksi YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteisiin (UN PRI). Myös Finsif ja FIBS nostettiin sitoumuksissa esiin toistuvasti.

Kuva 10. kuvaa vastausten keskiarvoa jokaisen kysymyksen osalta. Mitä lähempänä vastaukset ovat kuvaajan keskiosaa, sitä vähemmän ESG-asioilla on merkitystä sijoitustoiminnan kannalta. Vastaavasti ulkokaarta kohden siirryttäessä ESG-käytännöt ovat kehittyneempiä, ja ne muodostavat keskeisen osan sijoituskäytäntöjen kannalta. Tyypillinen kehityskulku etenee ESG-riskien tunnistamisesta mahdollisuuksien kautta kohti ESG-integraatiota. Toisaalta on hyvä huomata, että lähestymistavat eivät ole toisensa poissulkevia, vaan niitä voidaan hyödyntää rinnakkain. Yleisesti voidaan todeta, että vastaajat lähestyvät vastuullista sijoittamista mahdollisuuksien ja arvонуonnin kautta, vaikka osassa vastauksista nouseekin esille ensisijaisesti riskienhallinnan näkökulma.



Vastuullisen sijoittamisen nykytilaa tarkasteltiin kyselyssä kahdeksan eri osa-alueen näkökulmasta. Näiden avulla kartoitettiin vastuullisen sijoittamisen asemaa ja roolia, siihen liittyviä toimintatapoja sekä ESG-asioiden merkitystä omistuksen elinkaaren aikana. Jokainen kuvaajan kahdeksasta ulottuvuudesta edustaa vastaajien keskiarvoa asteikolla yhdestä neljään kyseisellä osa-alueella (1 = alin taso, 4 = kehittynein taso). Uloimmalla kehällä ESG-asiat muodostavat keskeisen tekijän sijoitustoiminnassa, sisäkehällä ESG-asioiden rooli ei korostu.

Kuva 10: Vastuullinen sijoittaminen suomalaisessa pääomasijoituskentässä: vastausten keski-arvot osa-alueittain

Suhtautuminen ja sijoitusstrategiat

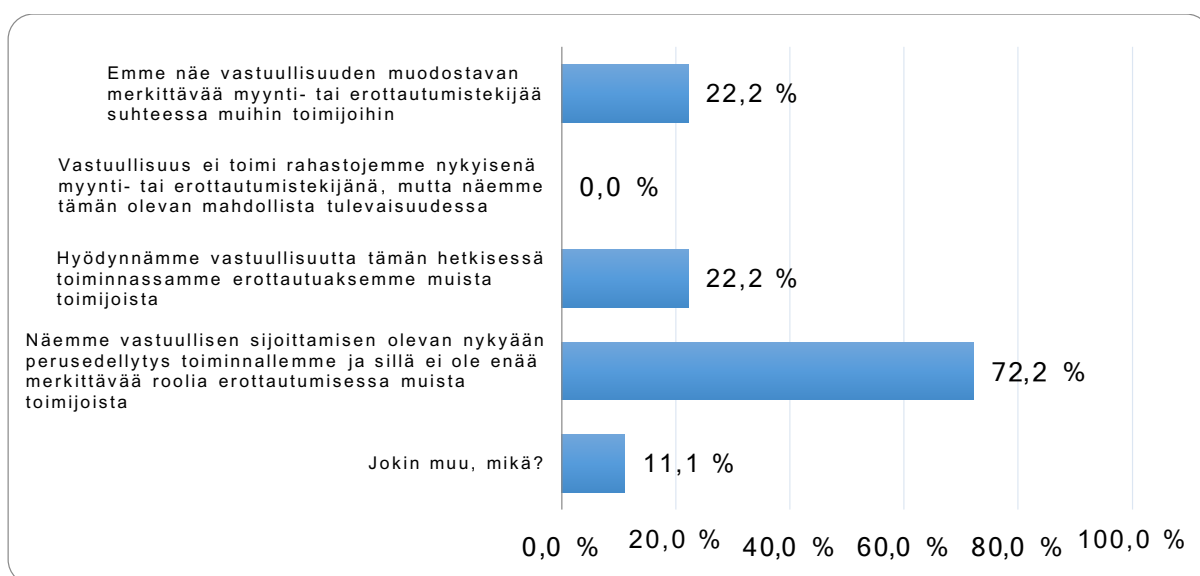
Kyselyn vastausten perusteella ESG-asioilla nähtiin olevan merkitystä arvonluonnille, eikä vastuullisuutta tai ESG-asioiden huomioimista pääosin tarkastella pelkästään riskilähtöisesti tai riskienhallinnan näkökulmasta. **Kyselyyn vastanneista vain joka kymmenes (11,1 %) oli sitä mieltä, että ESG-asioilla ei ole nykytilanteessa merkittävää roolia tai arvoa.**

Vastaavasti selvästi yli puolet (61,1 %) piti ESG-asioiden roolia arvonluonnille tärkeänä, ja samaten puolet (50 %) vastaajista samaistui myös väittämään ESG-asioista mahdollisuuksia luovina pelkän riskienhallinnan lisäksi. Toisaalta joka kolmas vastaaja (33,3 %) katsoi ESG-asioiden huomioimisen olevan tärkeää erityisesti riskien- ja maineenhallinnan takia. Tämän perusteella voidaan yleisesti todeta, että **riskienhallinnan ulottuvuuden lisäksi ESG-asiat nähdään vastaajien keskuudessa erityisesti mahdollisuuksien ja arvonluonnin näkökulmasta.**

Useimmat vastaajat myös ilmoittivat vastuullisuuskysymysten olevan osa sijoitusstrategiaansa. Vastaajista lähes puolet (44,4 %) esimerkiksi kertoi, että sijoituksia poissuljetaan portfolioista ESG-asioiden perusteella. Puolet (50,0 %) myös pyrkii osana sijoitusstrategiaansa sijoittamaan yrityksiin, joiden ESG-suorituskyky on hyvällä tasolla, ja lisäksi lähes 40 prosenttia (38,9 %) kertoi tavoitteenaan olevan

sen, että ESG-informaatiota hyödynnetään järjestelmällisesti osana sijoitustoimintaa sekä sijoitusanalyysejä ja -päätöksiä. Vastausten perusteella voidaan todeta, että ESG-riskien tunnistamisella ja sijoituskohteiden poissulkemisella on tärkeä rooli sijoitusstrategiassa – toisaalta iso osa vastaajista pyrkii integroimaan ESG-asiat kokonaisvaltaisesti osaksi sijoitusstrategiaansa.

Vastaajat suhtautuvat positiivisesti ESG-asioihin, ja ne on tuotu keskeiseksi osaksi sijoitusstrategiaa. Vastaajilta kysyttiin myös vastuullisuuden roolia osana rahastojen varainkeruu- ja erottautumisstrategioita (kuva 11). Vastauksista käy vahvasti ilmi, ettei **vastuullisuuden huomioimista enää nykyisellään välttämättä nähdä erottautumistekijänä alan vaatimustason ja vastuullisuuteen liittyvien ”perusolettamien” jo nykyisellään varsin korkean tason vuoksi.** Valtaosa vastaajista luonnehtikin vastuullisuuden huomioimista toiminnan perusedellytykseksi sen sijaan, että siinä nähtäisiin selkeää erottautumispotentiaalia muista toimijoista (72,2 %). Suurin osa toimijoista oli omaksunut vastuullisuuden osaksi sijoitustoimintaansa, ja vastuullisuuskysymysten nähtiin muodostavan lähinnä negatiivisen erottautumistekijän silloin, jos niitä ei huomioida.



Kuva 11: Vastuullisuuden rooli osana varainkeruu- ja erottautumisstrategiaa.

”Vastuullinen sijoittaminen alkaa olla perusedellytys pääomasijoittajan toiminnalle, ja vaatimustaso tulee oletettavasti aina vain nousemaan.”

Esimerkiksi eräs vastaajista kommentoi vastuullista sijoittamista niin, että se ”elää yhteiskunnan arvomaailman mukana, [eli on] normi ja mahdollisuus”. Vastaavasti toinen vastaaja tiivisti kokemuksensa seuraavasti: ”Vastuullinen sijoittaminen alkaa olla perusedellytys pääomasijoittajan toiminnalle, ja vaatimustaso tulee oletettavasti aina vain nousemaan.”

Sekä haastattelujen että kyselyn avointen vastausten pohjalta voidaan todeta, että todennäköisesti kehitystä ovat edesauttaneet muun muassa instituutio-naalisilta sijoittajilta tulevat vaatimukset vastuullisesta sijoittamisesta sekä isompien toimijoiden proaktiivisesti luomat käytännöt (lisää luvussa 3). Lisäksi esimerkiksi vastuullisuusasiat huomioivat raportointimallit (esim. Invest European raportointimalli) mainittiin tekijöinä, jotka ovat lisänneet tietoisuutta vastuullisuudesta ja pakottaneet nekin yrityksen, jotka eivät muuten olisi aiheesta kiinnostuneita, huomioimaan ESG-asiat osana toimintaansa ja raportointia. Eräs vastaaja luonnehtikin vastuullisuusasioita tällä hetkellä ”pakolliseksi pahaksi, joka pitää kääntää voimavaraksi”, mutta tähdensi myös näkevänsä vastuullisuuden pitkällä aikavälillä positiivisena asiana ja pitävänsä hyvänä sitä, että esimerkiksi ympäristöasiat nousevat yleiseen talouskeskusteluun. Vastauksista nousikin esiin myös se, että vastuullisuuteen liittyvän vaatimustason odotetaan tulevaisuudessa nousevan entisestään.

Toisaalta osa vastaajista arvioi erottautumisen vastuullisuustekijöiden avulla edelleen mahdolliseksi, mutta joiltain osin näiden näkemysten voidaan nähdä lähenevän jo sijoitustoiminnan vaikuttavuusulottuvuutta, josta tarkemmin luvussa 4.3.

Tavoitteet ja mittaaminen

ESG-asiat näkyvät vahvasti myös kohdeyrityksille asetetuissa vaatimuksissa, eikä niiden tarkastelu rajoitu vain esimerkiksi sijoituspäätöksen tekovaiheeseen, vaan valtaosa vastaajista (61,1 %) ilmoitti pyrkivänsä edistämään vastuullisuutta kokonaisvaltaisesti niin, että kohdeyritykset täyttävät vastuullisuuteen liittyvät vaatimukset myös esimerkiksi irtautumisvaiheessa. Konkreettisten tavoitteiden asettamista ei voida kuitenkaan nähdä vielä alan standardina, sillä alle 40 prosenttia (38,9 %) vastaajista kertoi asettaneensa kohdeyrityksille konkreettisia tavoitteita vastuullisuuteen liittyvien vähimmäistavoitteiden täyttämiseksi ja ESG-riskien hallitsemiseksi.

Samaten vastaajista isoin joukko (41,2 %) kertoi, ettei käytäntöjä ESG-asioiden mittaamiseen ja seurantaan ole. Toisaalta osa vastaajista oli luomassa mittareita, ja mittaamisen merkitys myös liiketoiminnan kehittämiseksi nähtiin tärkeänä. Kuitenkin alle viidennes vastaajista (17,6 %) edellytti sijoi-

Resurssit, osaaminen ja palkitseminen vastuullisessa sijoittamisessa

Tarkasteltaessa vastuullisuuteen liittyviä resursseja, osaamista ja mahdollisia palkitsemiskäytäntöjä voidaan todeta, etteivät vastaajat pidä esimerkiksi resurssien tai osaamisen puutetta merkittävänä haasteena. Vastuullisuusasioiden huomioiminen oli esimerkiksi usein integroitu kiinteäksi osaksi sijoitustoimintaa niin, että myös johto seuraa sitä aktiivisesti (50 % vastaajista). Vastuullisuuden huomioimisen järjestäminen vaihtelee vastaajien välillä. Esimerkiksi kolmannes (33,3 %) vastaajista ilmoitti, että vastuullisuuteen ja ESG-asioihin liittyvä osaaminen on keskittynyt tietyille henkilöille, kun taas kolmannes (33,3 %) vastasi, ettei heillä ole erikseen näihin asioihin osoitettuja resursseja tai osaamista.

Vaikka vastaukset voidaan nähdä osin ristiriitaisina, on avointen vastausten sekä haastattelujen pohjalta mahdollista todeta, että kyse on todennäköisesti osin tulkintaeroista. Erityisesti haastatteluissa korostui näkemys siitä, että vastuullisuus on ”kaikkien asia”, eikä yksittäisten asiantuntijoiden osaamisen seuraus. Eräs haastatelluista esimerkiksi totesi, että on ”parempi lisätä aiheen yleistä tunnettuutta kuin asiantuntijoiden määrää”. Samaten toinen näki, että vastuullisuusasioiden huomioimista voidaan lisätä jo siten, että rekrytoinnissa tähdätään sellaisten ihmisten palkkaukseen, jotka ovat kiinnostuneita vastuullisuuskysymyksistä. Voidaan olettaa, että **vastuullisuus nähdään usein ihmistä ja yrityskulttuurista nousevaksi asiaksi** sen sijaan, että kysymyksiin lähdetäisiin vastaamaan yksittäisillä, kohdennetuilla resursseilla. Erityisesti johdolla nähtiin olevan tärkeä rooli vastuullisen sijoittamisen edistämässä ja sen mahdollistavan kulttuurin syntymisessä. Tätä vahvistavat myös institutionaalisten sijoittajien näkemykset, jotka eräs haastateltava tiivistä: ”Hyvin hoidettu ESG kertoo, että on täyspäinen johto.”

Sekä kyselyssä että haastatteluissa nousi esiin myös se, ettei vastuullisuutta erikseen huomioida palkitsemiskäytännöissä vastaajayrityksissä. Ainoastaan yksi vastaajista ilmoitti, että ESG-asiat sisältyvät palkitsemisjärjestelmään. Kyselyn muiden vastausten pohjalta voidaan arvioida tämän johtuvan siitä, että positiivisen erottautumisen sijaan toiminnan vastuullisuutta pidetään vähimmäistasona, johon kaikkien tulisi yltää, eikä asiana, josta

erikseen pitäisi palkita. Tällöin palkitsemista ei todennäköisesti nähdä perusteltuna. Toisaalta positiivisen arvostusvaikutuksen kautta vastuullisuuden voidaan myös ajatella näkyvän puhtaasti yrityksen arvonnkehityksen kautta palkitsemisessa.

Vastuullisuuden rooli omistuksen elinkaaren aikana

Valtaosassa vastaajayrityksiä vastuullisuuskysymykset huomioidaan ainakin jollain tapaa sijoituspäätöksissä, sillä vain joka kymmenes vastaajista (11,1 %) ilmoitti, ettei niillä ole merkittävää roolia osana sijoitusanalyysia- ja päätöksiä. Vastuullisuuskysymysten merkityksen sijoituspäätöksissä ei kuitenkaan tällä hetkellä voi nähdä muodostavan merkittävää kriteeriä: yli puolella vastanneista (55,6 %) vastuullisuuskysymysten merkitys ei sijoituspäätöksissä korostu ja vain viidennes (22,2 %) kertoi ESG-suorituskyvyn muodostavan merkittävän valintakriteerin sijoitusanalyysin ja -päätösten osana. Vastanneista neljännes (27,8 %) oli kuitenkin asettanut kohdeyrityksille ainakin jonkinlaisia vastuullisuuteen liittyviä vaatimuksia.

Kysymyksen kommentteissa ja avoimissa vastauksissa nostettiin tältä osin esiin se, että ESG-asioiden huomioiminen voi vaihdella esimerkiksi sijoitusalueittain tai siten, että ESG-arviointia hyödynnetään sekä kohdeyrityksiä poisrajaavana että kehityskohdeita esiin nostavana keinona. Poissulkemisen suhteen voidaan myös todeta, että vaikka ESG-asiat voivatkin muodostaa negatiivisen valintatekijän, pääomasijoittajat toisaalta tiedostavat, että toimivat pitkälti yritysten kanssa, jotka ovat vasta kasvuvaiheessa. Esimerkiksi eräs haastateltava kuvaili tilannetta siten, että monien kohdeyritysten ollessa varsin pieniä, tarkoittaa työ ESG-asioiden parissa tyypillisesti ”ihan perusasioiden kehittämistä”. Hänen mukaansa kyse onkin ennen kaikkea **arvomaailman ja vastuullisuuden roolin tuomisesta osaksi kohdeyrityksen toimintaa**.

Tähän liittyen voidaan myös todeta, että pääomasijoittajat tiedostavat ESG-kysymyksiin liittyvän liiketoimintapotentiaalin varsin laajasti, sillä vastaajista yli 60 prosenttia (61,1 %) kertoi pyrkivänsä kehittämään kohdeyritysten liiketoimintaa huomioiden ESG-asioihin liittyvät mahdollisuudet. Samaten kolmannes (33,3 %) myös ilmoitti, että ESG-asioita pyritään kehittämään kokonaisvaltaisesti koko omistuksen elinkaaren ajan. Vain joka kymmenennen (11,1 %) vastaajan mukaan niillä ei ollut merkittävää roolia omistuksen aikana, ja samaten kymmenesosa (11,1 %) vastaajista kertoi keskittyvänsä erityisesti arvioimaan ESG-riskejä pelkästään lyhyellä aikavälillä. Tämä kuvastaa näkemystä siitä, että pääomasijoittajat näkevät vastuullisuudella olevan huomattavaa arvoa sijoitustoimintansa kannalta.

Edellisistä huolimatta ESG-asioiden huomioiminen myös irtautumisvaiheessa jakoi vastaajia varsin selvästi (kuva 12). 38,9 prosenttia vastaajista näki vastuullisuuden luovan pohjaa houkuttelevan sijoittajatarinan rakentamiselle myös irtautumisvaiheessa. Yhtä suuri ryhmä korosti lähinnä riskienhallinnan ja vastuullisuusvaatimusten täyttämistä tässä vaiheessa ja 22 prosenttia totesi, ettei huomioi ESG-asioita irtautumisvaiheessa. ESG-asioiden merkitys sijoittajatarinalle korostui myös haastatteluissa, joissa esiin nousi esimerkiksi kasvollisen omistajuuden merkitys kohdeyrityksen kehittämisessä.

4.3 Vaikuttavuuslottuvuuden rooli suomalaisessa pääomasijoituskentässä

Vastuullisuuden lisäksi kyselyssä kartoitettiin suomalaisten pääomasijoittajien näkemyksiä ja kokemuksia vaikuttavuussijoittamisesta sekä vaikuttavuuslottuvuuden roolista osana sijoitustoimintaa. Vaikuttavuuden osalta kyselyssä kartoitettiin mm. seuraavia asioita:

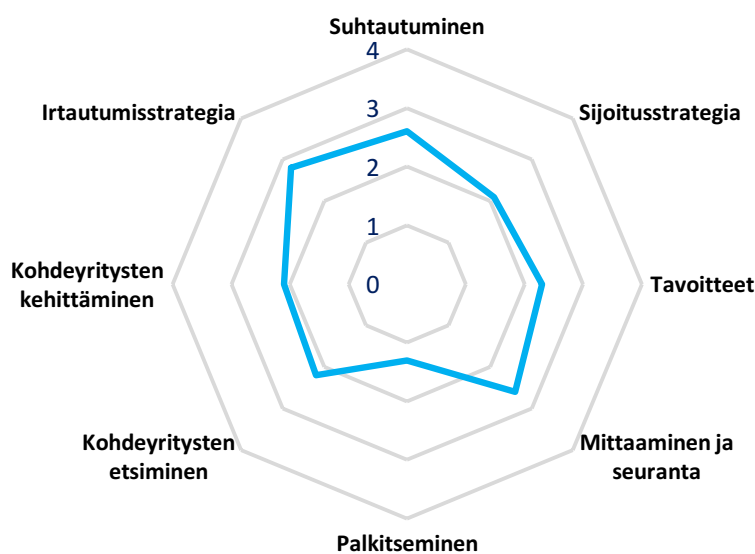
- Suhtautuminen vaikuttavuussijoittamiseen ja vaikuttavuuden rooli osana sijoitusstrategiaa
- Vaikuttavuuteen liittyvät tavoitteet, mittaamisen rooli ja palkitseminen
- Vaikuttavuuden rooli kohdeyrityksen etsimisessä, kehittämisessä, ja osana irtautumisstrategiaa

Seuraavaksi kyselyn ja haastattelujen pohjalta tarkastellaan ensin vaikuttavuussijoittamisen nykytilaa ja haasteita sekä pohditaan lyhyesti sen tulevaisuudennäkymiä pääomasijoittajien näkökulmasta. Vaikuttavuussijoittaminen on Suomessa vielä tuore ilmiö, ja pääomasijoituskentässä ei ole ns. puhtaita vaikuttavuussijoittamiseen erikoistuneita rahastoja. Vaikuttavuutta on kuitenkin runsaasti. Tämän vuoksi vaikuttavuuden osalta huomio on erityisesti siinä, että tutkimuksella pyritään ymmärtämään vaikuttavuussijoittamisen kehityksen mahdollisuuksia suomalaisessa pääomasijoittamisessa.



Kuva 12. ESG-asioiden rooli irtautumisstrategiassa

Vaikuttavuusolottuvuuden nykytila pääomasijoituskentässä



Vaikuttavuusolottuvuuden nykytilaa tarkasteltiin kyselyssä kahdeksan eri osa-alueen näkökulmasta. Näiden avulla kartoitettiin vaikuttavuuden asemaa ja roolia, siihen liittyviä toimintatapoja sekä vaikuttavuuden merkitystä omistuksen elinkaaren aikana.

Jokainen kuvaajan kahdeksasta ulottuvuudesta edustaa vastaajien keskiarvoa asteikolla yhdestä neljään kyseisellä osa-alueella (1 = alin taso, 4 = kehittynein taso). Uloimmalla kehällä vaikuttavuuden tavoittelulla on keskeinen rooli sijoitustoimin-

Kuva 13. Vaikuttavuus suomalaisessa pääomasijoituskentässä: vastausten keski-arvot osa-alueittain

Sijoitustoiminnan vaikuttavuusolottuvuus oli selkeästi länän kyselyyn vastanneiden pääomasijoittajien toiminnassa – se, mitä vaikuttavuudella ymmärretään, millaisia käytäntöjä sen ympärille on rakennettu ja millaisessa roolissa se on sijoitustoiminnan kannalta, vaihtelee kuitenkin huomattavasti. Kyselyn vastausten perusteella voidaan todeta, että osa vastaajista mieltää vaikuttavuuden erityisesti oman toimintansa kautta syntyvinä työpaikkoina ja verotuloina. Vaikuttavuussijoittämiskäsitteen eri tulkinnat saattavatkin osittain heijastua kyselyn vastauksiin. Tämä vahvistaa myös institutionaalisten sijoittajien haastatteluista nousutta näkemystä, että vaikuttavuussijoittamisen ja vaikuttavuuden käsitteiden selkeämpi määrittely on edellytys vaikuttavuussijoittamisen kehittymiselle ja ekosysteemin synnylle.

Vaikuttavuussijoittaminen on kuitenkin suurelle osalle vastaajista käsitteenä entuudestaan tuttu, ja vaikuttavuuden nähdään tarjoavan merkittäviä mahdollisuuksia sijoitustoiminnalle. Vain 17,6 prosenttia vastaajista ilmoitti, etteivät tunne käsitettä tai että heillä on siitä epäselvä käsitys. Puhdasta vaikuttavuussijoittamista, jossa sijoittaja tietoisesti tavoittelee mitattavaa vaikuttavuutta osana sijoitustoimintaa, ei kyselyssä havaittu. Toisaalta 17,6 prosenttia vastaajista ilmoittaa pyrkineensä rakentamaan nykyisten

rahastojensa toimintaa vaikuttavuuden tavoittelun ympärille.

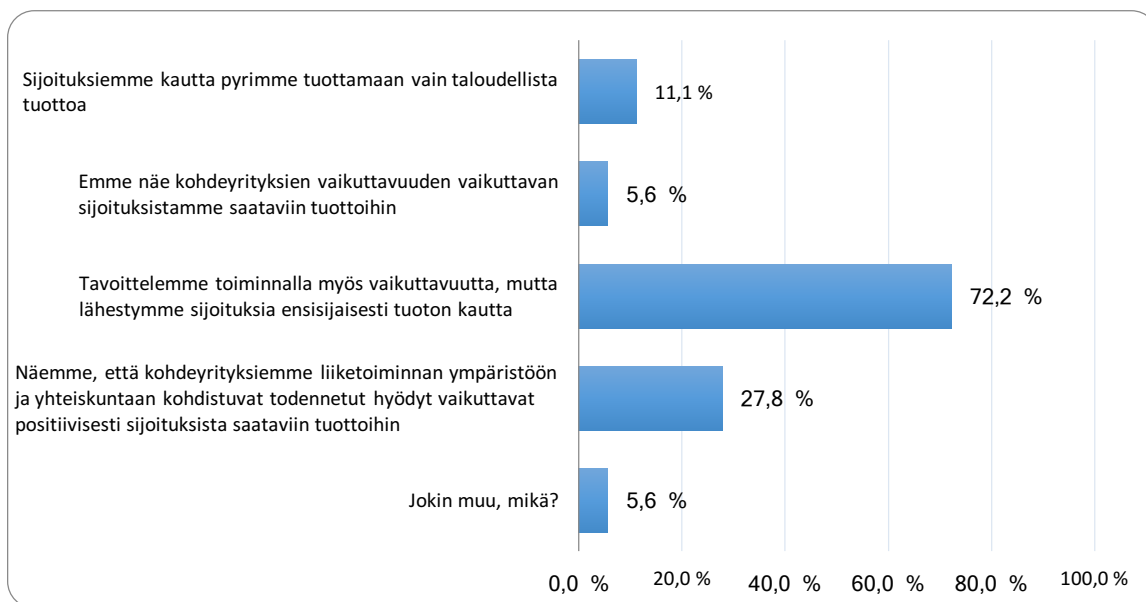
Vaikuttavuuden nähdään erityisesti toteutuvan temaattisten ja tiettyihin toimialoihin kohdistuvien sijoitusten kautta. **Yli puolet vastaajista (52,9 %) totesi ympäristöön tai yhteiskuntaan kohdistuvien temaattisten sijoitusten tarjoavan mielenkiintoisia sijoituskohteita.** Tämän lisäksi 23,5 prosenttia vastaajista kertoi liiketoiminnan todennettujen hyötyjen ja vaikuttavuuden muodostavan tärkeän tekijän sijoitustoiminnan kannalta. Vaikuttavuuden rooli ei kuitenkaan näy vielä tällä hetkellä selvästi rahastojen sijoitusstrategioissa. Suuri osa, 44,4 prosenttia vastaajista, ilmoitti, ettei vaikuttavuudella ole merkittävää roolia osana sijoitusstrategiaa. Lähes yhtä suuri osa vastaajista kertoi osana sijoitusstrategiaansa sijoittavansa yrityksiin, joiden tuotteet tai palvelut ratkovat ympäristöön ja yhteiskuntaan kohdistuvia ongelmia.

”Vaikuttavuus toteutuu innovatiivisten ja maailmaa muuttavien sijoitusten kautta.”

Vaikuttavuuden nähdään vahvasti kytkeytyvän kohdeyritysten liiketoimintaan ja strategiaan. Tärkein kriteeri oli sijoittajaa kohteisiin, joilla on ”järkevää” liiketoimintaa – ja enenevässä määrin aktiivisesti ympäristöä tai yhteiskuntaa kehittävä eli vaikutusta tuottava liiketoiminta on sijoittajien näkemysten mukaan juuri tällaista. Eräs haastateltavista kuvasi vaikuttavuuden roolia osana sijoitustoimintaa sanoilla: ”vaikuttavuus toteutuu innovatiivisten ja maailmaa muuttavien sijoitusten kautta.” **Vaikuttavuuden ollessa sisäänrakennettu kohdeyritysten liiketoimintaan ja strategiaan tuoton ja vaikuttavuuden voidaan nähdä suuremmalla todennäköisyydellä kulkevan käsi kädessä.**

ympäristöön ja yhteiskuntaan kohdistuvien todennettujen hyötyjen vaikuttavan positiivisesti sijoituksista saataviin tuottoihin. Näiden vastausten lisäksi haastattelut tarkensivat kuvaa, jossa pääomasijoittajat lähestyvät vaikuttavuutta tuoton mahdollistajana ja tausta-ajurina enemmänkin kuin omana kriteerinään.

Pääomasijoittajat tekevät paljon sijoituksia kohdeyrityksiin, jotka tuottavat leimallisesti tiettyä vaikuttavuutta. Haastatteluissa nousi esille erityisesti cleantech-yrityksiin kohdistuvat sijoitukset vaikuttavuuden lähteenä. Sijoituksia lähestytään tuotto edellä, mutta myös vaikuttavuuden rooli arvonluonnin taustalla tunnustetaan. 44,4 prosenttia vastaajista ilmoitti, että he huomioivat sijoituskohteen etsimisessä yrityksen liiketoiminnan todennetun vaikutta-



Kuva 14: Vaikuttavuuden ja tuoton välinen suhde.

Kyselyssä tiedusteltiin vastaajilta, miten he näkevät vaikuttavuuden ja tuoton välisen suhteen (kuva 14). Lähes kolme neljästä vastaajasta (72,2 %) ilmoitti, että he tavoittelevat sijoitustoiminnallaan myös vaikuttavuutta, mutta ensisijaisesti lähestyvät sijoituksia tuotto edellä. Tämä vastaa institutionaalisten sijoittajien lähestymistapaa, jossa tuotosta ei voida luopua missään tilanteessa. **Kyselyn vastaajista vain noin 10 prosenttia ilmoitti pyrkivänsä tuottamaan vain taloudellista tuottoa.** Kyselyyn vastanneista noin kolmannes näki kohdeyrityksen

vuoden mahdollisena kilpailuedun ja erottautumisen lähteenä. Toisaalta yhtä iso joukko vastasi, että vaikuttavuudella ei ole merkittävää roolia osana sijoitusanalyysia- ja päätöksiä. Vajaa kolmannes (27,8 %) ilmoitti, että sijoitukset kohdistuvat teemoihin ja toimialoihin, jotka tuottavat positiivisia vaikutuksia ympäristöön ja yhteiskuntaan.

Kohdeyrityksen kehittämisen osalta tasan puolet vastaajista ilmoittaa, että he pyrkivät aktiivisesti tuomaan esille kohdeyrityksen tuotteiden ja palveluiden positiivisen vaikutuksen ympäristöön ja yhteis-

kuntaan. **Irtautumisstrategian osalta vain 16,7 prosenttia vastasi, etteivät näe vaikuttavuudella olevan arvoa tai roolia irtautumisvaiheessa.**

Puolet vastaajista näkee, että vaikuttavuuden roolia kohdeyrityksen arvostustasoon on vaikea havainnollistaa tai konkretisoida, ja tasan kolmannes näkee vaikuttavuudella ja sen esiintuomisella olevan merkittävä rooli irtautumisstrategian ja arvostustason määräytymisessä.

Vaikuttavuussijoittamiseen liittyy olennaisesti konkreettisten vaikuttavuustavoitteiden asettaminen sekä näiden tavoitteiden aktiivinen mittaaminen. Vain yksi vastaajista (5,6 %) ilmoitti asettavansa sijoituskohteelle konkreettisia mitattavia tavoitteita vaikuttavuudelle. Kolmannes vastaajista ei aseta sijoituksille muita tavoitteita kuin tuottotavoitteen. Kolmasosa vastaajista kertoi asettavansa vaikuttavuudelle tavoitteet, mutta niiden olevan luonteeltaan kvalitatiivisia. Mittaamisen osalta 44,4 prosenttia vastaajista ilmoitti, ettei vaikuttavuuden mittaaminen ole osa nykyistä toimintaa, mutta että he ovat kiinnostuneita kehittämään tähän liittyviä käytäntöjä. 16,7 prosenttia ilmoitti aktiivisesti mittaavansa vaikuttavuudelle asetettuja tavoitteita.

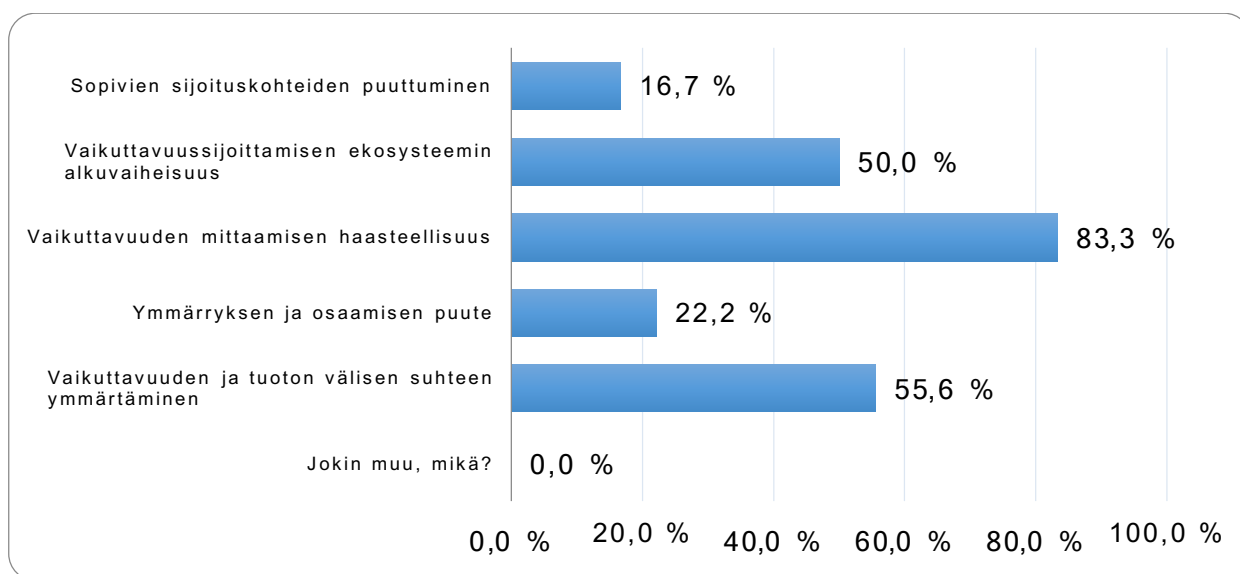
Vastausten perusteella voidaan todeta, että vaikuttavuuden ympärille ei ole vielä rakentunut selkeitä käytäntöjä ja vakiintuneita toimintatapoja. Vaikuttavuudella on tärkeä rooli, ja sen tuomat mahdollisuudet tunnustetaan. **Sen sijaan konkreettiset**

toimintamallit sen suhteen, miten vaikuttavuutta lähestytään, ovat kirjavia. Mittaamisen ja tavoitteiden osalta korostuu vahvasti nykyinen tilanne, jossa kvantitatiiviset mittarit ja tavoitteet puuttuvat lähestymistavan ollessa kvalitatiivinen. Vastausten ja haastattelujen perusteella voidaan todeta pääomasijoittajilla kuitenkin olevan kiinnostusta myös näiden asioiden kehittymiselle. Eräs haastateltava totesi kuvaavasti vaikuttavuussijoittamisen olevan lähtökohdaisesti kiinnostava asia, mutta tällä hetkellä sitä varten ei vain ole oikeita työkaluja.

Haasteet ja esteet

Kyselytutkimuksessa vastaajilta kysyttiin näkemyksiä vaikuttavuussijoittamisen kehittymisen esteistä ja haasteista pääomasijoittamisessa (kuva 15). Suurimpana esteenä vastaajat pitivät vaikuttavuuden mittaamisen haasteellisuutta (83,3 %). Tämän lisäksi vaikuttavuussijoittamisen ekosysteemin alkuvaiheisuus (50,0 %) sekä vaikuttavuuden ja tuoton välisen suhteen ymmärtäminen (55,6 %) nousivat selkeästi esille.

Sekä kyselyn vastausten että haastattelujen perusteella ymmärryksen ja osaamisen puute ei muodosta merkittävää estettä vaikuttavuussijoittamisen kehittymiselle (22,2 % vastaajista), vaan suurempana haasteena nähdäänkin sen ympärille muodostuvan ekosysteemin kehittymättömyys. **Yksi vastaajista toteaaakin, että tietoa on riittävästi tarjolla, mutta konkreettisia toimintamalleja kaivataan**



Kuva 15: Vaikuttavuussijoittamisen haasteet.

vielä tai ne ovat vasta muotoutumassa. Muita nimettyjä ongelmakohtia olivat esimerkiksi oikeanlaisten työkalujen puute ja standardimittareiden ongelmallisuus vaikuttavuuden mittaamisessa.

Myös vaikuttavuuden mittaamisen ongelmallisuus kytkeytyy tiiviisti ekosysteemin kehittymättömyyteen: vielä jäsentymättömän tai vakiintumattoman vaikuttavuussijoittamisen ympäriltä koetaan puuttuvan yhteinen kieli, minkä ohella ja osittain seurauksena vaikuttavuussijoittamisen toimintamallit, esikuvat ja mittarit ovat Suomessa vielä kehitysasteella.

Samoin, kun mittaaminen koetaan ongelmalliseksi, on ymmärrettävää, että myös vaikuttavuuden ja tuoton välisen suhteen ymmärtäminen ja arviointi koetaan vaikeaksi.

Mittaamisen haasteellisuus nousi esiin myös useissa haastatteluissa. Vaikuttavuuden esiintuominen saatettiin esimerkiksi nähdä hankalana sijoitusten kohdistuessa kooltaan suhteellisen pieniin ja rajallisten resurssien ristipaineessa toimiviin kohdeyrityksiin. Toisaalta haastateltavat toivat myös esiin standardimittarien ongelmallisuuden vaikuttavuutta mitattaessa. Eräs haastateltava korostikin, että niiden sijaan vaikuttavuudelle pitäisi asettaa yhtiökohtaisia ja lähellä yrityksen ydinliiketoimintaa ja strategiaa olevia mittareita.

Vaikka **sopivien sijoituskohteiden puuttumista ei kyselyssä nähty ongelmana** (vain 16,7 % vastaajista), tuli haastatteluissa kuitenkin esiin se, että liian voimakas vaikuttavuuden ympärille erikoistuminen voi vaikeuttaa sijoituskohteiden löytämistä johtuen markkinan rajallisesta koosta Suomessa ja Pohjoismaissa. Tällaisessa tilanteessa rahastojen elinvoima voisi vaarantua, jos vaikuttavuuden ympärille rakennettu sijoitusstrategia rajaisi liikaa sijoituksia pois.

Yhtenä esteenä vaikuttavuussijoittamisen yleistymiselle Suomessa voidaan todeta pääomasijoitusrahastojen pitkäikäisyys. Pääomasijoitusrahastot perustetaan yleensä määräajaksi, ja yhden rahaston juoksuaika on tyypillisesti noin 10 vuotta. Elinkaarensa aikana rahastot käyvät läpi kolme päävaihetta: varainkeruuvaihe, sijoitusvaihe sekä irtautumisvaihe. Vaikuttavuuden pitäisi sisältyä rahaston strategiaan alun perinkin, jotta se voidaan huomioida, eikä rahaston suuntaa ja toimintaa voida kesken kaiken vaihtaa. Tästä syystä on mahdollista, että vaikka

vaikuttavuussijoittaminen konseptina on jo tuttu suomalaisessa pääomasijoituskentässä, se ei vielä ole yleistynyt rahastojen strategioissa.

Vaikuttavuussijoittamisen tulevaisuus Suomessa

Kysyttäessä, miltä vaikuttavuussijoittamisen tulevaisuus näyttää pääomasijoittajan näkökulmasta, vastaukset olivat lähes pääsääntöisesti positiivisia. Vaikuttavuussijoittamisen nähdään tarjoavan uusia liiketoimintamahdollisuuksia, ja sen nähdään vaikuttavan tulevaisuudessa rahastojen strategioihin.

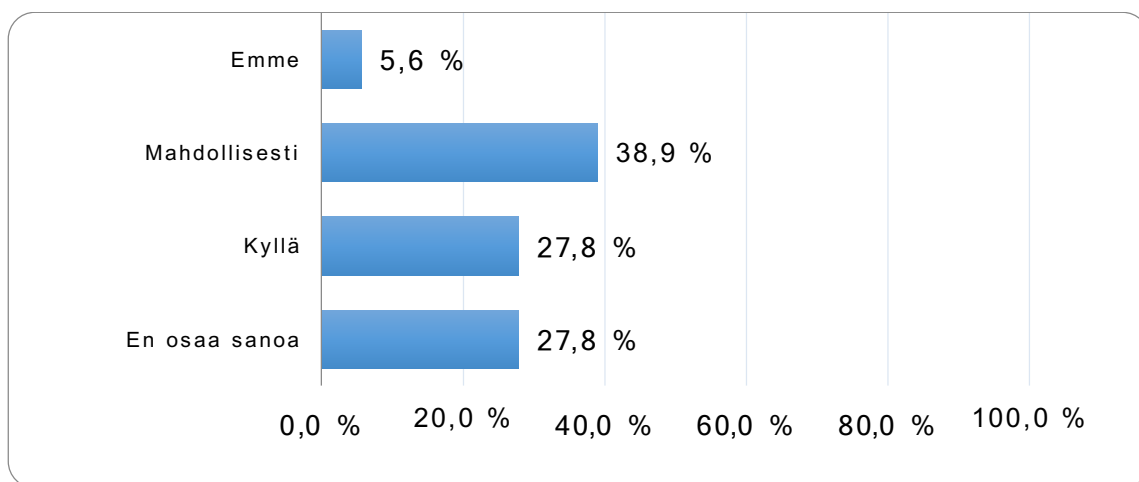
Sekä kyselyssä että haastatteluissa nousi tärkeimmäksi yksittäiseksi tekijäksi institutionaalisten sijoittajien suhtautuminen vaikuttavuuteen: institutionaaliset sijoittajat eivät haastattelujen perusteella ole vielä nykyisellään tuoneet vaikuttavuutta systemaattisesti kriteeriksi sijoituksille, mutta jos ne alkavat asettaa vaikuttavuusvaateita rahastoille, yleistyvät vaikuttavuuden tietoinen tavoittelu sijoittajakentässä tulevaisuudessa. Institutionaalisten sijoittajien haastattelut puoltavat tätä tulevaisuudenkuvaa: vaikuttavuuden integrointi on parhaillaan ”työn alla.” Eräs pääomasijoittajista totesikin, että vaikuttavuussijoittamisen kehittyminen riippuu paljolti institutionaalisten sijoittajien mielenkiinnosta aiheesta kohtaan. Kiinnostuksen kasvu synnyttää kysyntää vaikuttavuussijoittamiselle, ja kysyntä puolestaan luo tarjontaa. **Eräs haastateltava korosti, että ”vaatimukset tulevat sijoittajilta ja pääomasijoittajien toiminta riippuu siitä, mitä he pyytävät.”** Samaan tapaan kuin vastuullisen sijoittamisen kohdalla on tapahtunut, voidaan siis olettaa, että jos institutionaaliset sijoittajat alkaisivat korostaa vaikuttavuutta, tähän vastattaisiin.

”Vaikuttavuussijoittaminen laajenee melkoisella varmuudella yksityisten toimijoiden alueelle, ja on mielenkiintoista nähdä, minkälaisia muotoja se saa.”

Voidaan myös sanoa, että vaikuttavuussijoittamiseen kohdistuva mielenkiinto on vahvaa myös Suomessa, mutta siihen liittyy vielä paljon epävarmuuksia. Kysyttäessä, aikovatko vastaajat huomioida vaikuttavuuden seuraavassa rahastossaan (kuva 16), vastaajista lähes 40 prosenttia piti sitä mahdollisena ja 28 prosenttia vastasi myöntävästi. Toisaalta 28 prosenttia vastaajista ilmoitti, ettei vielä osaa sanoa. Ainoastaan 5,6 prosenttia asettui selkeästi sille kannalle, että vaikuttavuutta ei todennäköisesti huomioida.

Vähintään on pidettävä todennäköisenä sitä, että esimerkiksi erilaiset teemarahastot, joiden kautta vaikuttavuuteen pyritään, yleistyvät nykyisestä, sillä niihin kohdistuva mielenkiinto on jo nyt suurta. Kyse- lyn ja haastatteluiden perusteella pääomasijoittajat

näkevät vahvasti vaikuttavuuden tuomat liiketoiminta- mahdollisuudet. Todennäköistä on, että eri toimijat lähestyvät vaikuttavuutta eri tavoin ja eri motivaatioin. Tähän liittyy myös ekosysteemin kehittyminen: esimerkiksi konkreettiset esimerkit vaikuttavuussijoit- tamisen kannattavuudesta tai se, että joku ottaa edelläkävijän roolin asiassa, voivat kasvattaa kiinnos- tusta tarjoamalla esimerkin ohella Suomen markki- noille sovitettuja toimintamalleja ja luomalla vaikutta- vuussijoittamisen ympärille parhaita käytäntöjä. Eräs haastateltavista arvioikin, että ”vaikuttavuussijoittami- nen laajenee melkoisella varmuudella yksityisten toimijoiden alueelle, ja on mielenkiintoista nähdä, minkälaisia muotoja se saa”



Kuva 16: Vaikuttavuuden rooli seuraavassa kerättävässä rahastossa – aiotteko huomioida vaikuttavuuden seuraavassa keräämässänne rahastossa?

4.4 Vastuullisuudesta vaikuttamiseen

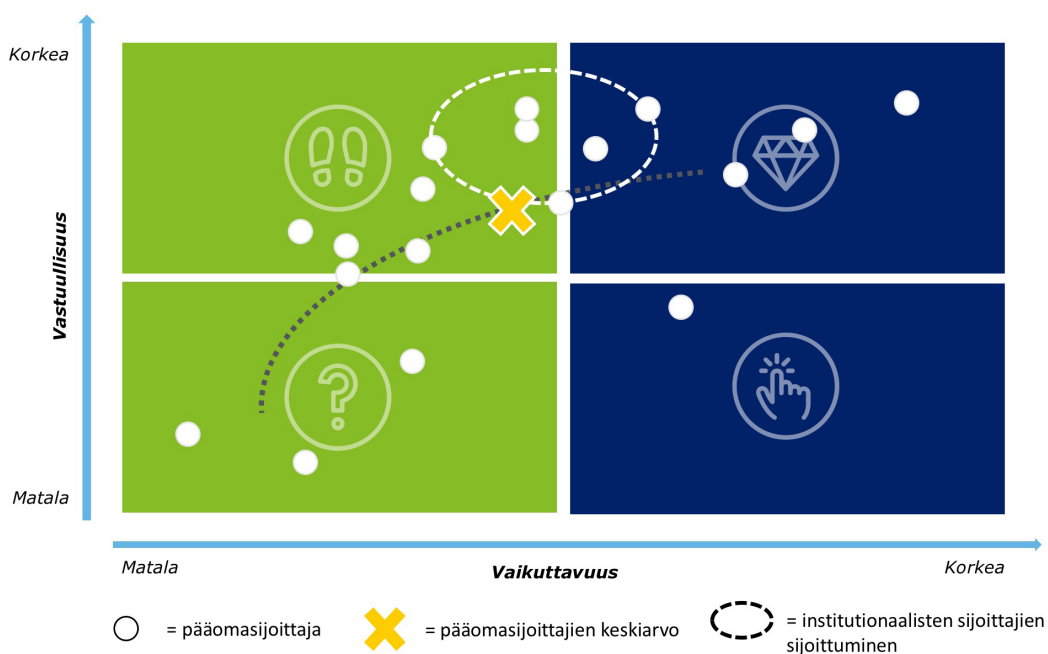
Kyselytutkimuksen ja pääomasijoittajien haastattelujen perusteella vastuullinen sijoittaminen nähdään perusedellytykseksi pääomasijoittajien toiminnassa, ja vastuullinen sijoittaminen on integroitunut keskeiseksi osaksi pääomasijoittajien toimintaa aivan viime vuosien aikana. Tämän taustalla vaikuttavat niin institutionaalisten sijoittajien asettamat vaatimukset kuin pääomasijoittajien kasvava ymmärrys vastuullisuuden ja arvонуonnin välisestä suhteesta. Keskeisenä havaintona voidaan erityisesti pääomasijoittajien haastattelujen perusteella todeta, että vastuullisuuteen liittyvät vaatimukset ovat voimakkaasti tulleet institutionaalisilta sijoittajilta pääomasijoittajille, mutta vaikuttavuuden suhteen tällaisia vaatimuksia ja toiveita ei toistaiseksi ole ollut.

Pitkälti luultavasti tästä johtuen, toisin kuin vastuullisuudessa, ollaan sijoitusten vaikuttavuuden huomioimisessa Suomessa vielä selvästi matalammalla tasolla. **Jos vastuullisuutta kuvailtiin jo sijoitustoiminnan perusedellytykseksi, voidaan vastausten pohjalta todeta, että vaikuttavuus nähdään pikemminkin sijoitustoiminnan ja tuoton**

tavoittelun sivutuotteena, jossa hyvin valittu sijoitus samalla tuottaa hyvää yhteiskunnalle esimerkiksi ympäristöön kohdistuvina positiivisina muutoksina tai kasvavana hyvinvointina. Samalla vaikuttavuudella sinänsä nähdään olevan arvoa, mutta sen mittaaminen koetaan usein vaikeaksi, ellei kyse ole puhtaasti esimerkiksi työpaikkojen määrän mittaamisesta.

Tätä kehityskulkua kuvaa myös vastaajaryitysten sijoittuminen luvussa 2.5 esiteltyyn jalanjälki-kädenjälki-viitekehukseen, eli vastuullisuus- ja vaikuttavuussijoittamisen nelikentälle (kuva 17): Sekä valtaosa vastaajista että vastaajien keskiarvo huomioivat vastuullisuuden keskeisenä osana sijoitustoimintaansa, mutta vaikuttavuus ei ole vielä näiden ESG-mestareiden⁶ sijoitustoiminnassa noussut merkittävään rooliin. Osa pääomasijoittajista puolestaan on vasta pyrkimässä niin sijoitustoimintansa vastuullisuuteen kuin vaikuttavuuteenkin, ja heitä voidaan luonnehtia vastuullisuuden aloittelijoiksi.

Sen sijaan vastuullisuutta enemmän vaikuttavuuteen toiminnassaan tähtääviä pääomasijoittajia – niin sanottuja vaikuttavuusmestareita – vastaajien joukosta löytyi vain yksi, ja tämäkin toimija oli vas-



Kuva 17: Pääomasijoittajien sijoittuminen jalanjälki-kädenjälki-nelikentässä.

⁶ Määritelmien tarkemmat esittelyt löytyvät luvusta 2.5.

tuullisuudessaan kuitenkin jo melko pitkällä. Osa vastaajista oli myös edennyt jo vastuullisten vaikuttajien joukkoon, jossa sekä sijoitusten vastuullisuus että vaikuttavuus ovat keskeisessä roolissa sijoitustoiminnassa.

Vastaajarytysten sijoittuminen tukeekin sekä tutkimuksen lähtöoletusta että institutionaalisten sijoittajien haastatteluissa näkemystä siitä, että vaikuttavuussijoittaminen rakentuu vastuullisuuden pohjalle, ja siirtymä vastuullisuus- ja vaikuttavuussijoittamiseen tapahtuu ESG-viitekehyksen kautta edeten ensin vastuulliseen sijoittamiseen ja siitä vaikuttavuuden tunnistamiseen ja edistämiseen. Voidaan myös todeta, että suomalainen pääomasijoituskenttä vaikuttaa kyselyn vastausten perusteella melko yhdenmukaiselta vastuullisuus- ja vaikuttavuuskysymyksissä ison osan toimijoista sijoittuessa melko lähelle toisiaan muutamia poikkeuksia lukuun ottamatta.

Samaten on nähtävissä, että pääomasijoituksiin sisältyy jo nykyisellään vaikuttavuutta, mutta sitä ei välttämättä tunnisteta tai tiedosteta tai sille ei ole ollut tarvetta diskurssin ollessa edelleen vahvasti tuoton ympärillä. Tästä johtuen mahdollisen piilovaikuttavuuden tuomista näkyväksi myös sijoittajatarinoissa tai sen hyödyntämistä yrityksen arvonnäärityksessä tai muussa erottautumisessa ei välttämättä ole koettu ajankohtaiseksi tai tarpeelliseksi tai sen hyötyjä ei ole tunnistettu. Vaikuttavuuden hyödyntämistä hankaloihtaa myös kokemus mittaamisen ongelmallisuudesta ja ekosysteemin kehittymättömyydestä.

Vaikuttavuussijoittamisen sen puhtaassa muodossa ei voidakaan vielä nähdä rantautuneen Suomeen. Pääomasijoituskentässä vaikuttavuuden tuomat mahdollisuudet kuitenkin tiedostetaan ainakin jossain määrin, mikä luo pohjaa vaikuttavuussijoittamisen kehittymiselle myös Suomessa. Tätä tukee institutionaalisten sijoittajien näkemys vaikuttavuudesta seuraavana askeleena vastuulliselle sijoittamiselle. Vaikuttavuussijoittamisen tulevaisuudelta ennustetaan samanlaista kehityskulkua kuin vastuullisella sijoittamisella, ja tilanne voi muuttua nopeastikin. Huomioiden institutionaalisten sijoittajien aktiivisen kiinnostuksen vaikuttavuussijoittamista kohtaa voikin olla, että vaikuttavuus nousee vastuullisuuden rinnalle osana jokapäiväistä sijoitustoimintaa seuraavan kymmenen vuoden sisällä.

5. Yhteenveto

5.1 Tutkimuksen keskeiset löydökset

Vastuullisen sijoittamisen seuraava askel

Tutkimuksen pohjalta voidaan todeta, että suomalainen sijoituskenttä näyttää omaksuneen vastuullisen sijoittamisen osaksi sijoitustoiminnan peruseriaatteita. Tämä johtuu pitkälti sekä institutionaalisten sijoittajien että käytettyjen raportointimallien asettamista vaatimuksista, mutta taustalla luonnollisesti vaikuttaa ympäröivässä yhteiskunnassa käyty keskustelu vastuullisuudesta ja sijoittajakentän kiinnosus siihen. **Pääomasijoituskentässä on vastuullisuuden suhteen siirrytty voimakkaasti pelkäästä riskienhallinnasta kohti mahdollisuuksien sekä arvонуonin tunnistamista.**

Sen sijaan vaikuttavuussijoittaminen asettaa vielä omat haasteensa pääomasijoittajille, eikä ala pääsääntöisesti ole vielä tietoisesti pyrkinyt kohti vaikuttavuutta sijoitustoiminnassaan. Tällä hetkellä vaikuttavuus nähdään ennen kaikkea pitkäjänteisen sijoitustoiminnan sivutuotteena, eikä sitä välttämättä hyödynnetä esimerkiksi osana sijoittajatarinaa tai -strategiaa. Isolta osin tämä johtuu vaikuttavuussijoittamiskosysteemin kehittymättömydestä Suomessa. Sen seurauksena sekä vaikuttavuuden mittaamista että ymmärrystä tuoton ja vaikuttavuuden välisestä suhteesta ollaan vasta kehittämässä. Voidaankin sanoa, että näistä syistä vaikuttavuussijoittaminen yleistyy tällä hetkellä Suomessa verrattain hitaasti, joskin avauksia esimerkiksi vaikuttavuutta lähenevän teemasijoittamisen kautta on kentällä tehty.

Oma tekijänsä kehityksessä on se, että toisin kuin vastuullisuuden kohdalla, institutionaaliset sijoittajat eivät toistaiseksi ole edellyttäneet pääomasijoittajilta vaikuttavuutta. Erityisesti tutkimushaastattelujen pohjalta voidaan myös sanoa, että pääomasijoittajat odottavat institutionaalisten sijoittajien aloitetta asiassa. Toisaalta vaatimusten yleistymiseen vaikuttaa myös resurssien rajallisuus: vastuullisuuteen liittyvä sääntely ja raportointi nähdään jo nykyisellään rajallisoin resurssein toimivia pääomasijoittajia kuormittavana, eikä vaikuttavuudesta toivotaakaan samanlaista asiaa. Institutionaalisten sijoittajien haastatteluiden perusteella voidaan todeta, että myös

institutionaaliset sijoittajat tiedostavat useiden pääomasijoittajien pienet resurssit, eikä pääomasijoittajia halutakaan kuormittaa esimerkiksi ylimääräisillä raportointivaatimuksilla.

Odottavasta ja jopa tarkkailevasta tunnelmasta huolimatta on kuitenkin nähtävissä, että siirtymä kohti vaikuttavuutta on tapahtumassa vähitellen vastuullisuuden kautta, johon liittyvä kriteeristö tai vaatimustaso on jo muodostunut osaksi toiminnan perusedellytyksiä aiemmin käsitellyistä syistä. Vaikuttavuus voidaankin nähdä jatkumona vastuullisuudelle, mitä tukevat sekä institutionaalisten sijoittajien haastattelut että pääomasijoittajille tehdyn kyselyn tulokset, jotka osoittivat pääomasijoittajien pääjoukon sijoittuvan tällä hetkellä vastuullisen sijoittamisen alueelle, mutta lähenevän jo vaikuttavuutta.

Vaikuttavuussijoittaminen on tulevaisuuteen suuntautuvaa toimintaa tuotosta luopumatta

Vaikka vaikuttavuussijoittaminen sellaisenaan tai sen puhtaassa muodossa ei vielä ole integroitunut osaksi suomalaista sijoituskenttää, nousi sekä kyselyssä että haastatteluissa selvästi esiin ajatus siitä, että vaikuttavuussijoittaminen yleistyy tulevaisuudessa. Tämä tapahtuu tuotosta tinkimättä, sillä sekä institutionaaliset sijoittajat että pääomasijoittajat lähestyvät vaikuttavuutta ensisijaisesti järkevien liiketoimintamahdollisuuksien ja tuoton kautta. Vaikuttavuus nähdäänkin muun muassa tulevaisuuden liiketoimintamahdollisuuksien tunnistamista edesauttavana ja erottautumisen mahdollistavana tekijänä. Tässä vaiheessa erityisesti temaattisen sijoittamisen kautta tavoiteltavaan vaikuttavuuteen kohdistuu selvää mielenkiintoa. Lisääntyvä ymmärrys siitä, miten tuotto ja vaikuttavuus kohtaavat mm. temaattisissa sijoituksissa, mahdollistaa pääomasijoittajien siirtymän kohti vastuullista vaikuttamista jalanjälki-kädenjälki -nelikentässä.

Osaltaan vaikuttavuus nähdäänkin myös sijoitusstrategisena valintana pitkän tähtäimen sijoituskohteiden tunnistamisessa. Kuten eräs haastateltava

kuvaili vaikuttavuussijoittamista: on järkevää etsiä vaikuttavuutta tavoittelevia sijoituskohteita. Niiden arvioidaan tuottavan pitkällä aikavälillä lisäarvoa, joka siirtyy myös yrityksen arvoon. Toisaalta vaikuttavuuden ja tuoton välisen suhteen ymmärtäminen ja mittaaminen nähdään edelleen haasteellisena, mikä todennäköisesti hidastaa vaikuttavuussijoittamisen yleistymistä ja kohdistaa sijoittamista helpommin mitattaviin ja siten todennettaviin sijoituskohteisiin. Vaikuttavuussijoittamiseen liittyvän vaikuttavuuden ja tuoton välisen suhteen ymmärtäminen edellyttäisi vahvempaa ymmärrystä tulevaisuuden markkinoista, jotta sijoittaminen voisi tapahtua tuotto-odotuksista luopumatta. Esimerkkinä näiden markkinoiden tunnistamisesta voidaan käyttää esimerkiksi SDG-viitekehyksen hyödyntämistä ongelmien ratkaisusta nousevien sijoitusmahdollisuuksien ja samalla vaikuttavuuden tunnistamisessa. Yleisesti voidaan todeta, että SDG-tavoitteet näyttäisivät olevan paremmin tunnettu institutionaalisten sijoittajien keskuudessa verrattuna pääomasijoittajiin. Kestävän kehityksen tavoitteet muodostavatkin luontevan viitekehyksen erityisesti institutionaalisille sijoittajille, jotka voivat hyödyntää tätä viitekehystä myös pääomasijoittajakenttään kohdistuvien sijoitusten kartoittamisessa.

Ekosysteemin alkuvaiheisuus

Konkreettisena haasteena sille, että vaikuttavuussijoittaminen yleistyisi Suomessa merkittävästi tai otettaisiin tietoisesti osaksi sijoitustoimintaa, voidaan pitää ennen kaikkea vaikuttavuussijoittamisen ekosysteemin alkuvaiheisuutta. Tästä kielii niin vakiintumaton käsitteenmäärittely, eli terminologian vaihtelevuus ja sen vaihteleva hahmottaminen, kuin vaikuttavuuden mittaamistapojen kehittymättömyys Suomessa ja tuoton ja vaikuttavuuden välisen suhteen ymmärtämisen ja hahmottamisen hankaluudet. Yhteisen ymmärryksen kehittymättömyyttä havainnollistaa myös se, millä tavoin Sitran SIB-ponnistukset ohjaavat vielä Suomen vaikuttavuussijoittamiskustelua erityisesti SIB:ien suuntaan, vaikka ne edustavat vain pientä osaa vaikuttavuussijoittamisen kentästä.

Vaikuttavuussijoittamisen ekosysteemin alkuvaiheisuutta Suomessa kuvastaa hyvin kysynnän ja tarjonnan kohtaamattomuus institutionaalisten sijoittajien ja pääomasijoittajakentän välillä. Kuten edellä on todettu, molemmin puolin kiinnostusta ja mielen-

kiintoa vaikuttavuussijoittamista kohtaan on. Institutionaaliset sijoittajat kuitenkin toteavat, että heille ei ole tarjolla managereita tai instrumentteja, joihin he voisivat tällä hetkellä sijoittaa. Pääomasijoittajat puolestaan kokevat, että vaikuttavuuden ympärille ei vielä ole rakentunut toimintamalleja eikä institutionaalisten sijoittajien kiinnostus ole vielä löytänyt perille pääomasijoittajakenttään. **Tilanteessa korostuikin ennen kaikkea yhteisen kielen ja ymmärryksen luominen vaikuttavuussijoittamisen ympärille sekä suomalaisen markkinaa sopivien käytäntöjen muodostaminen.** Vaikuttavuuslottuvuuden huomioiminen osana sijoitustoimintaa ja vaikuttavuuden tuominen osaksi sijoitus- ja arvontuontitarinaa voi tarjota pääomasijoittajille mahdollisuuden erottautua muista toimijoista sekä mahdollisuuden tunnistaa yhteiskunnallisten ja ekologisten ongelmien kautta uusia tarpeita eli liiketoimintamahdollisuuksia.

Voidaankin sanoa, että Suomen sijoituskentältä puuttuu konkreettisia esimerkkejä tai edelläkävijöitä, jotka tarjoaisivat muille toimijoille toimintamalleja ja esimerkkejä siitä, miten tavoitella vaikuttavuutta tuoton rinnalla – tai jopa tuoton kasvattamisen osatekijänä tai mahdollistajana.

6. Suositukset ja tulevaisuuden tutkimuskohteet

Tutkimuksen keskeisten löydösten ja analyysin pohjalta voidaan antaa seuraavat suositukset:

1. Vakiinnutetaan käsitteistö: On tähdittävä vaikutavuussijoittamisen ympärillä käytettävän käsitteistön vakiinnuttamiseen niin, että aihepiiristä puhuttaessa voidaan sanoa, että toimialalla on jaettu käsitys ja ymmärrys vaikuttavuussijoittamisen kentästä ja ulottuvuuksista.
2. Kasvatetaan tietoisuutta: Edelliseen kiinteästi liittyä tietoisuuden kasvattaminen vaikuttavuussijoittamisen käytännöistä ja mahdollisuuksista erityisesti pääomasijoittajien keskuudessa mutta myös institutionaalisten sijoittajien parissa.
3. Laajennetaan lähestymistapaa: Vaikuttavuussijoittamisen diskurssia tulisi Suomessa ohjata kohti laajempaa lähestymistapaa välttämällä hyvien tekeväisyyttä tavoittelevaa tuotosta luopumisesta ja painottaen sekä SIB-mallin että pääomasijoittamisen vaikuttavuusluottuvuutta ja jo olemassa olevan vaikuttavuuden tunnistamista.
4. Rakennetaan vastuullisuuden luomalle perustalle: Vaikuttavuussijoittamista kannattaa lähteä rakentamaan ESG-käytäntöjen päälle, sillä tutkimus todensi lähtöoletuksen siitä, että siirtymä vaikuttavuussijoittamiseen tapahtuu luontaisesti vastuullisuuden kautta.
5. Hyödynnetään maailmalta saatuja esimerkkejä: Maailmalla tapahtuvan vaikuttavuussijoittamisen tiivistä seuranta kannattaa jatkaa. Vaikutavuussijoittamisen kenttä elää edelleen, ja Suomen vasta vahvistuvan kentän tueksi on tunnistettava maailmalta toimivia esimerkkejä, joiden tarjoamaa mallia voidaan Suomessa hyödyntää.
6. Asetetaan järkevät tavoitteet: Tavoitteita ei ensivaiheessa tule asettaa liian korkeiksi. Vaikuttavuussijoittaminen on Suomessa vielä verrattain uusi lähestymistapa sijoittamiseen, ja nykyiset toimijat voivat lähestyä aihepiiriä esimerkiksi tunnistamalla jo nykyisiä, olemassa olevia vaikuttavuuksia.
7. Konkretisoidaan vaikuttavuutta SDG-viitekehyksen avulla: SDG-viitekehyksen ympärillä käytävä dialogi kannattaa yhdistää osaksi vaikuttavuussijoittamista. Viitekehys tunnetaan jo institutionaalisten sijoittajien keskuudessa varsin laajasti, ja se, että ne omaksuvat viitekehyksen käyttöönsä, voisi auttaa myös pääomasijoittajia jäsentelemään, millaista vaikuttavuutta tavoitella.
8. Tunnistetaan uusia liiketoimintamahdollisuuksia: Vaikuttavuuden ympärillä käytävä keskustelu kannattaa yhdistää keskusteluun siitä, miksi esimerkiksi kiertotalous ja sen kaltaiset lähestymistavat ongelmien ratkomiseen tarjoavat kiinnostavia mahdollisuuksia myös liiketoiminnan näkökulmasta. Sijoitusten ”kädenjäljen” ymmärtäminen ja mallinnus auttavat ymmärtämään, mitkä alat ovat tulevaisuuden nousevia toimialoja.
9. Tunnistetaan ja valitaan tahot koordinoimaan vaikuttavuussijoittamisen edistämistä Suomessa: Hyvin käynnistynyttä toimintaa kannattaa jatkaa, ja samalla varmistaa se, että Suomen kokoisessa maassa yhteistyöllä luodaan mahdollisuuksia ja resurssit ja tietotaito hyödynnetään tehokkaasti. Tältä osin vaikuttavuussijoittamisen esilletuomiseksi tarvitaan edelleen työtä, jota Sitra ja FVCA ovat Suomessa tähän asti tehneet. Jatkossa jonkin toimijan on järkevää Suomessa ottaa vastuu asian edistämisestä ja koordinoimisesta.

10. Tunnistetaan julkisen sektorin merkitys: Julkisen sektorin roolia vaikuttavuussijoittamisen yhtenä moottorina on nostettava esiin, sillä yleistymiseen vaikuttavat niin rahoitusmahdollisuudet, julkisen sektorin rooli asiakkaana kuin julkiset hankinnat ja niiden mahdollinen miettiminen uudelleen ja vaikuttavuusnäkökulman huomioiden.
11. Tuodaan vaikuttavuus sijoittajatarinoihin: Kiinnostusta vaikuttavuuteen voidaan herätellä nostamalla esiin sen merkitystä ja mahdollisuuksia sijoittajatarinan esiintuomisessa. Esimerkiksi sijoitusten nykyinen vaikuttavuus kannattaa tunnistaa ja tuoda esiin ja osaksi sijoittajatarinaa.
12. Hyödynnetään nykyiset yhteistyömahdollisuudet: Olemassa olevia yhteistyö- ja muita mahdollisuuksia kannattaa korostaa. Esimerkiksi monet hallituksen kärkihankkeet tarjoavat selkeitä vaikuttavuuteen liittyviä kiinnekohtia myös sijoittajille.
13. Tarkastellaan vaikuttavuutta pitkän tähtäimen kannattavuuden rakentajana: Vaikuttavuuden tarkastelua voidaan hyödyntää ikään kuin testinä sille, onko liiketoiminta pitkällä tähtäimellä kestävä ja onko sille kysyntää myös tulevaisuudessa.
14. Proaktiivinen viestiminen ja markkinointi: Institutionaaliset sijoittajat ovat kiinnostuneita vaikuttavuudesta ja pääomasijoittajilla on hyvät valmiudet vaikuttavuuden tavoitteluun. Kysynnän ja tarjonnan kohtaamiseksi edellytetään aktiivisempaa otetta oman arvomaailman, toimintatapojen ja tavoitteiden viestimiseksi puolin ja toisin.

Tutkimuksessa nousi myös esiin joitakin seikkoja, joihin tämän tutkimuksen puitteissa ei ole mahdollista vastata, mutta joiden selvittäminen hyödyttäisi alan kehitystä Suomessa. Joidenkin vastausten pohjalta näyttäisi siltä, että pääomasijoittajien keskuudessa käsitykset ja ymmärrys vaikuttavuudesta vaihtelevat selvästi. Oman sijoitustoiminnan vaikuttavuus saateen hahmottaa esimerkiksi lähinnä uusien työpaikkojen ja hyvinvoinnin lisääntymisen kautta, vastaavasti kestävään kehitykseen kohdistuvan liiketoimin-

nan (kädenjälki) tuomaa vaikuttavuutta ei välttämättä hahmoteta niin selkeästi. Tulevaisuudessa olisikin tärkeä pystyä luomaan kaikkien vaikuttavuussijoittamisen ekosysteemin toimijoiden välille yhteinen kieli ja ymmärrys vaikuttavuuteen liittyen.

Tärkeänä jatkotutkimustarpeena on lisäksi ymmärryksen lisääminen juurikin yritystoiminnan kädenjäljen roolista sekä siihen liittyvistä liiketoimintamahdollisuuksista. Tätä voitaisiin tarkastella mm. erilaisten tapaustutkimusten avulla. Mielenkiintoista olisi lisäksi kartoittaa pääomasijoittajien portfolioissa jo nykyisellään olevaa vaikuttavuutta. Nämä auttaisivat toimijoita ymmärtämään tulevaisuudessa paremmin vaikuttavuuden tarjoamia mahdollisuuksia myös sijoitustoiminnan näkökulmasta.

Vaikuttavuussijoittamisen yleistymisen seuranta kannattaa myös jatkaa, sillä muutokset sijoituskentällä voivat tapahtua nopeastikin, kuten vastuullisuussijoittamisen kehitys on osoittanut. Olennaisena osana vaikuttavuussijoittamisen ekosysteemin kehityksessä voidaan nähdä myös ymmärryksen lisääminen mittaamisesta ja vaikuttavuuden mallintamisesta. Esimerkiksi tutkimus vaikuttavuuden mallintamisesta tukisi ymmärrystä ja voisi auttaa hahmottamaan mitkä alat ovat tulevaisuudessa sijoittajan kannalta houkuttelevia mahdollisuuksia.

Lähteet

- [1] Deloitte, "Deloitte 2017 Millennial Survey," 2017. [Online]. Available: <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/about-deloitte/articles/millennialsurvey.html>.
- [2] Morgan Stanley, "Sustainable Signals: The Individual Investor Perspective," helmikuu 2015. [Online]. Available: https://www.morgans-tanley.com/sustainableinvesting/pdf/Sustainable_Signals.pdf.
- [3] Finsif, "Vastuullisen sijoittamisen opas: Ensimmäiset askeleet kohti vastuullisempaa sijoitussalkkua," [Online]. Available: https://www.finsif.fi/wp-content/uploads/2017/02/Finsif_taitto_vedos_lowres.pdf.
- [4] "Principles for Responsible Investment," [Online]. Available: <https://www.unpri.org>.
- [5] YK, "Kestävän kehityksen tavoitteet," [Online]. Available: <http://www.un.org/sustainabledevelopment/>.
- [6] C. B. Wahlén, "Dutch Financial Institutions Recommend SDG Investment," International Institute for Sustainable Development, 17 tammikuu 2017. [Online]. Available: <http://sdg.iisd.org/news/dutch-financial-institutions-recommend-sdg-investment/>.
- [7] Global Impact Investing Network (GIIN), "The GIIN History," [Online]. Available: <https://thegiin.org/giin/history>.
- [8] Bridges Ventures & The Parthenon Group, "Investing for Impact: Case studies across Asset," 2010. [Online]. Available: <https://thegiin.org/knowledge/publication/investing-for-impact-case-studies-across-asset-classes>.
- [9] Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), "2016 Global Sustainable Investment Review," [Online]. Available: http://www.ussif.org/files/Publications/GSIA_Review2016.pdf.
- [10] Global Impact Investing Network, "Annual Impact Investor Survey," [Online]. Available: https://thegiin.org/assets/GIIN_AnnualImpactInvestorSurvey_2017_Web_Final.pdf
- [11] Cambridge Associates & GIIN, "Introducing the Impact Investing Benchmark," [Online]. Available: https://thegiin.org/assets/documents/pub/Introducing_the_Impact_Investing_Benchmark.pdf.
- [12] G. L. Clark, A. Feiner ja M. Viehs, "From the Stockholder to the Stakeholder: How sustainability can drive financial performance," University of Oxford & Arabesque Partners, maaliskuu 2015. [Online]. Available: http://www.arabesque.com/docs/From_the_stockholder_to_the_stakeholder.pdf. [Haettu 27. huhtikuuta 2017].
- [13] Bridges Ventures, "Annual Impact Report 2016," 2017. [Online]. Available: <http://www.bridgesfundmanagement.com/wp-content/uploads/2017/02/Bridges-Ventures-Impact-Report-2016-print.pdf>.

Liite: Lista haastatelluista

Institutionaaliset sijoittajat

- eQ
- LähiTapiola
- Varma
- Ilmarinen
- Veritas

Pääomasijoittajat

- VNT Management Oy
- Conor Venture Partners Oy
- Dasos Capital
- Sentic Partners
- Innovestor Ventures

Taustahaastattelut

- Wermuth Asset Management
- European Investment Fund
- Taaleri Oyj
- Nordea Oyj

Työryhmä

- Pia Santavirta, FVCA
- Jonne Kuittinen, FVCA
- Henri Grundstén, FVCA
- Harri Männistö, Sitra
- Juuso Janhonen, Sitra
- Riikka Poukka, Deloitte & Touche Oy
- Miikka Simanainen, Deloitte & Touche Oy