

**SIB-RAHASTOT  
VAIKUTTAVUUSSIJOITTAMISEN  
INSTRUMENTTINA**

**Jyväskylän yliopisto  
Kauppakorkeakoulu**

**Pro gradu -tutkielma**

**2020**

**Tekijä: Janne Manninen  
Oppiaine: Laskentatoimi  
Ohjaajat: Liisa Kurunmäki & Jaana Kettunen**



JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO

## TIIVISTELMÄ

Tekijä Janne Manninen	
Työn nimi SIB-rahastot vaikuttavuussijoittamisen instrumenttina	
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro gradu -tutkielma
Aika (pvm.) 25.5.2020	Sivumäärä 91
Tiivistelmä - Abstract	
<p>Social Impact Bond eli SIB-rahastot ovat tulosperusteisia rahoitussopimuksia sosiaalisten vaikutusten aikaansaamiseksi. SIB-rahastoissa palvelun ostajalle, jona useimmiten toimii julkisen sektorin organisaatio, tarjotaan intervention muodossa jotakin palvelua, joka kohdistuu valittuun kohderyhmään. Intervention eli väliintulon suorittaa palveluntarjoaja, jonka toimintaa rahoitetaan yksityisten sijoittajien pääomilla. Hankehallinnoija vastaa kunkin SIB-hankkeen toiminnasta. Suomessa näkyvintä työtä SIB-rahastojen tunnettavuuden lisäämiseksi on tehnyt Suomen itsenäisyyden juhlarahasto, Sitra. Vuoden 2020 alussa Sitran vaikuttavuusinvestoimisen projekti päättyi ja kehitystyötä jatketaan työ- ja elinkeinoministeriön alaisessa vaikuttavuusinvestoimisen osaamiskeskuksessa, jonka toiminnan päämäärä on vaikuttavuussijoittamisen markkinan kasvattaminen. Suomessa SIB-rahastot on näiden tahojen toimesta nostettu vaikuttavuussijoittamisen kärkihankkeeksi. Tämän tutkielman tavoitteena oli tarkastella SIB-rahastoja sijoittajan näkökulmasta, mutta myöskin ymmärtää vaikuttavuussijoittamista SIB-rahastoja laajemmassa kontekstissa. Vaikuttavuussijoittamisen käsitettä lähestyttiin tutkimalla vaikuttavuussijoittajien tavoitteita ja motiiveja. Tämän jälkeen arvioitiin SIB-rahastoja sijoituskohteena erilaisten ulottuvuuksien, kuten rahastojen riski-tuotto-suhteen ja vaikuttavuuden mittaamisen kautta. Tutkimuksen tuloksina päädyttiin siihen, että sijoittajan näkökulmasta SIB-rahastot edustavat korkean riskin sijoituskohdetta, jossa tulevaisuuden tuottoihin liittyy monia epävarmuustekijöitä. Sijoittajia ajavat erilaiset tavoitteet ja motiivit, minkä vuoksi he sietävät riskejä ja epävarmuuksia eri tavoin. Yhteiskuntavastuuta painottavat sijoittajat ovat valmiimpia osallistumaan SIB-rahastojen pilotointivaiheen kehitystyöhön, kun taas markkinaehtoisemmat sijoittajat näkevät vaikuttavuussijoittamisen laveampana ilmiönä, jota mieluummin toteutetaan muunlaisilla rakenteilla kuin SIB-rahastoilla. Yleisellä tasolla tulosperusteinen vaikuttavuussijoittaminen nähtiin kuitenkin kiinnostavana ja selkeänä tapana saada samanaikaisesti aikaan tuottoa ja yhteiskunnallista vaikuttavuutta.</p>	
Asiasanat Social impact bond, Tulosperusteinen rahoitussopimus, Vaikuttavuussijoittaminen	
Säilytyspaikka	Jyväskylän yliopiston kirjasto

## SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	5
1.1	Yleistä.....	5
1.2	Tutkielman tavoitteet ja tutkimusongelma .....	8
1.3	Tutkimuksen kulku .....	9
2	VAIKUTTAVUUSSIJOITTAMISESTA SIB-RAHASTOIHIN.....	11
2.1	Vaikuttavuussijoittamisen määritelmä.....	11
2.2	Vaikuttavuussijoittamisen tavoitteet .....	14
2.2.1	Vaikuttavuustavoitteet .....	14
2.2.2	Taloudelliset tavoitteet .....	17
2.3	Tulosperusteiset rahoitussopimukset .....	19
2.3.1	SIB-rahoitusmalli.....	19
2.3.2	Riski-tuotto-suhde SIB-rahastoissa .....	21
3	LASKENTATOIMEN MUUTOS.....	25
3.1	Sosiaalisen vaikuttavuuden laskenta .....	25
3.2	Vaikuttavuuden mallintaminen ja mittaaminen.....	29
3.2.1	IRIS (Impact Reporting and Investment Standards).....	31
3.2.2	GIIRS (Global Impact Investing Rating System) .....	31
3.2.3	SROI (Social Return on Investment).....	32
4	AINEISTO JA MENETELMÄ.....	34
4.1	Aineiston keruu.....	34
4.2	Aineiston analysointi.....	37
5	TUTKIMUKSEN TULOKSET.....	41
5.1	Yleistä.....	41
5.2	Vaikuttavuussijoittaminen sijoittajien näkökulmasta .....	41
5.2.1	Vaikuttavuussijoittamisen strategiat ja toteutustavat.....	45
5.2.2	Vaikuttavuussijoittamisen mahdollisuudet ja haasteet.....	47
5.3	SIB-rahastot vaikuttavuussijoittamisen instrumenttina.....	49
5.3.1	Odotettu tuotto ja riski .....	54
5.3.2	Tuottokatto ja pääomaturva .....	58
5.3.3	Sijoitushorisontti.....	61
5.3.4	Sopimuksentekoprosessi .....	63
5.4	Laskentatoimen rooli vaikuttavuussijoituksissa .....	64
5.4.1	SIB-rahastojen seuranta ja raportointi .....	67
5.4.2	Vaikuttavuuden standardointi.....	70
6	JOHTOPÄÄTÖKSET JA ARVIOINTI.....	74
6.1	Johtopäätökset .....	74
6.1.1	SIB-rahastot vaikuttavuussijoittamisen mahdollisuutena .....	75
6.1.2	SIB-rahastot vaikuttavuussijoittamisen välimuotona.....	78

6.1.3 SIB-rahastot vaikuttavuussijoittamisen haasteena .....	80
6.2 Tutkimuksen rajoitukset .....	81
6.3 Aiheita jatkotutkimukselle .....	82
LÄHTEET .....	84
TAULUKOT .....	89
KUVIOT .....	89
LIITTEET.....	90

## LYHENTEET

CSR	Yritysten yhteiskuntavastuu ( <i>Corporate Social Responsibility</i> )
ESG	Ympäristölliset, sosiaaliset ja taloudelliset tekijät ( <i>Environmental, Social and Governance</i> )
GIIRS	Kansainvälinen vaikuttavuussijoittamisen arviointijärjestelmä ( <i>Global Impact Investing Rating System</i> )
IRIS	Vaikuttavuuden raportoinnin ja sijoittamisen standardit ( <i>Impact Reporting and Investment Standards</i> )
NPM	Uusi julkisjohtamisen oppi ( <i>New Public Management</i> )
SDG	Kestävän kehityksen tavoitteet ( <i>Sustainable Development Goals</i> )
SIB	Tulosperusteinen rahoitussopimus ( <i>Social Impact Bond</i> )
SPV	Erillisyhtiö ( <i>Special Purpose Vehicle</i> )
SRI	Vastuullinen sijoittaminen ( <i>Socially Responsible Investment</i> )
SROI	Sijoitetun pääoman sosiaalinen tuotto ( <i>Social Return on Investment</i> )
UNPRI	Yhdistyneiden kansakuntien vastuullisen sijoittamisen periaatteet ( <i>United Nations' Principles for Responsible Investment</i> )

# 1 JOHDANTO

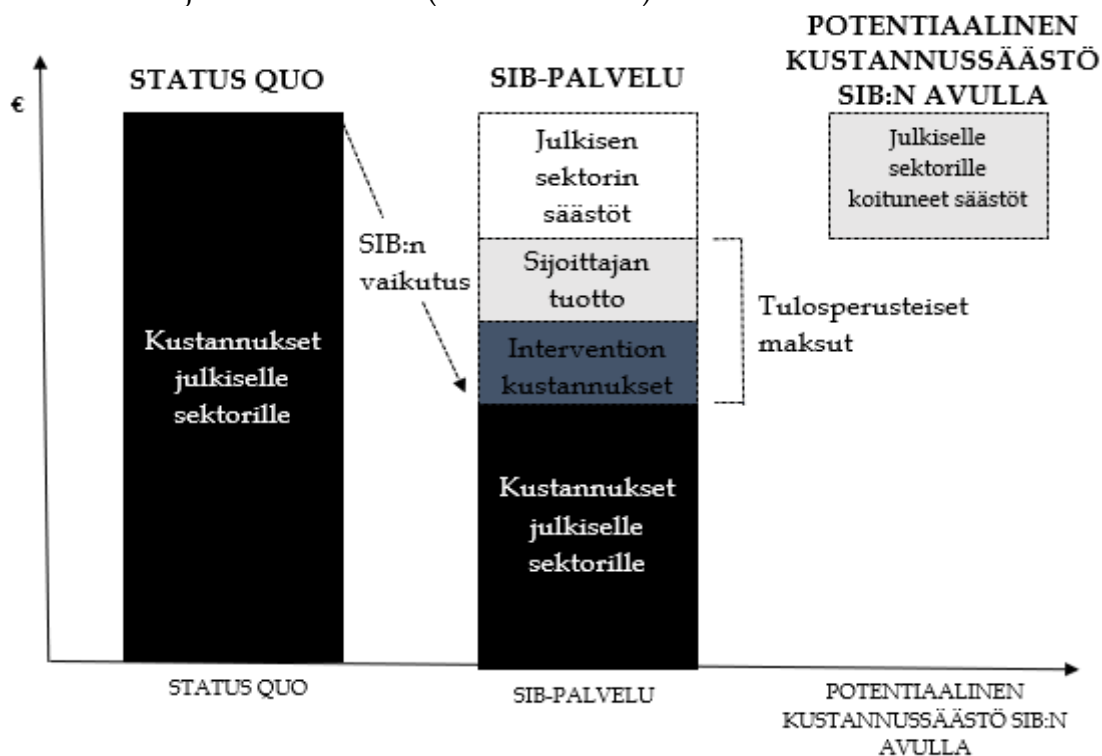
## 1.1 Yleistä

SIB-rahastot (Social Impact Bond) ovat sosiaalista vaikuttamista varten perustettuja tulosperusteisia rahoitussopimuksia, joihin sijoittamalla tavoitellaan samanaikaisesti tuottoa sijoitetulle pääomalle, mutta myös yhteiskunnallisesti mitattavaa vaikutusta ennalta määritetyn ongelman piirissä. Suomeen SIB-rahastoja on aktiivisesti lähtenyt tuomaan Suomen itsenäisyyden juhlarahasto Sitra. Sitran koordinoimat hankkeet tähtäävät muun muassa työhyvinvoinnin parantamiseen, maahanmuuttajien kotouttamiseen, ongelmalasten- ja nuorten hyvinvoinnin edistämiseen sekä pitkäaikaistyöttömien työllistämiseen. (Liang, Mansberger & Spieler 2014; Männistö 2016)

SIB-rahastojen historia juontaa Isoon-Britanniaan ja vuoteen 2010, jolloin tuottoa tavoittelematon organisaatio Social Finance sovelsi SIB-rahastoja uusintarikollisuuden vähentämiseen. Toisin sanoen taloudellisen insentiivin avulla Social Finance pyrki kannustamaan sijoittajia kohdentamaan varojaan osaksi sosiaalisen ongelman ratkaisua. Tässä yhtälössä sijoittajia motivoi samanaikaisesti mahdollisuus taloudelliseen tuottoon sekä sosiaaliseen vaikutukseen. SIB-rahastoja kuvaillaan julkisen ja yksityisen sektorin kumppanuudeksi, joilla ajetaan resursseja kohti tehokkaita sosiaalisia ohjelmia. Tällä tavalla yritetään kohentaa ihmisten hyvinvointia. Kirjallisuudessa ja tutkimuksissa esiintyvien näkemyksien mukaan SIB-rahastot antavat julkiselle sektorille uuden tavan hyödyntää korkean suorituskyvyn omaavia palveluntarjoajia, joiden avulla resurssit kohdentuvat niitä eniten tarvitseville. (Dear, Helbitz, Khare, Lotan, Newman, Sims, & Zaroulis 2016)

Kirjallisuudessa ja tieteellisessä tutkimuksessa esiintyy hyvin lähekkäisiä käsitteitä SIB-rahastoille. Lähekkäisiä termejä ovat esimerkiksi: DIB-rahastot (Development Impact Bonds), EIB-rahastot (Environmental Impact Bonds) ja englanninkieliset termit, kuten "Pay for Success", "Pay for Results" sekä "Outcomes Financing". Kyseisiä termejä yhdistää niiden taustalla vaikuttava periaate rahoitussopimusten tulosperusteisuudesta. Tulosperusteisten rahoitussopimusten ideana on, että sopimuksesta saatava mahdollinen tuotto määritellään prosentti-

osuutena kustannussäästöistä, joita palvelun ostaja saavuttaa ehkäisemällä halutun ongelman syntyä. Esimerkiksi Sitran ”Lapset-SIB” - hanke perustuu siihen, että sosiaalisten ongelmien riskiryhmään kuuluvien lasten ja nuorten hyvinvointia edistämällä palvelun ostajana toimiva julkisen sektorin organisaatio voi tulevaisuudessa säästää huomattavia summia. Nykyisen tiedon mukaan aikaisella puuttumisella ja ongelmien ennaltaehkäisemisellä voidaan saavuttaa merkittäviä kustannussäästöjä (Sitra 2019). Sijoittajan taloudellisena motivaattorina toimii se, että osa hyvinvointiin vaikuttamista saavutetuista kustannussäästöistä maksetaan sijoittajille tuottona, jos hanke on todennetusti onnistunut. Toisaalta osaa sijoittajista ajaa myös halukkuus saada aikaan positiivisia yhteiskunnallisia vaikutuksia. (Barclay & Symons 2013.) Tämänkaltaista sijoittamista kutsutaan *vaikuttavuussijoittamiseksi*. SIB-rahastot lukeutuvat yhdeksi vaikuttavuussijoittamisen instrumentiksi, jossa tavoitteena on yhteiskunnallisen vaikuttavuuden yhdistäminen sijoitustoimintaan (Männistö 2016).



Kuvio 1: SIB-rahoitusmalli (Barclay & Symons 2013, 18)

SIB-rahoitusmallissa osapuolina ovat palvelun ostaja, palveluntarjoaja, hankehallinnoija ja sijoittaja. Julkisen sektorin organisaatio toimii useimmiten palvelun ostajana. Heiltä tulee tarve, jota varten yhteiskunnallista parannusta ja sen myötä kustannussäästöjä lähdetään tavoittelemaan. Palveluntarjoaja puolestaan saa rahoitusta palvelun tuottamiseen. Palveluntarjoajana voi toimia yritys tai järjestö. Hankehallinnoija toimii hankkeessa operatiivisena pelurina, ja sen tehtävänä on kommunikoida eri osapuolien kanssa. Tässä tutkielmassa keskitymme sijoittajiin, joiden tehtäväksi muodostuu rahoituksen tarjoaminen ja siten myös riskien kantaminen. Hankkeen onnistuessa julkinen sektori saavuttaa kustannussäästöjä,

joista osa välittyy tuottona sijoittajille ja osa maksuna palveluntarjoajalle. (Sitra 2015; Warner 2013)

Fraser, Tan, Lagarde & Mays (2016) ovat kuvanneet SIB-rahastoista esiintyvää kirjallisuutta eri narratiivien avulla. Tarvetta SIB-rahastojen kaltaisella rahoitusmallille voidaan kuvata muun muassa julkisen sektorin uudistamisnarratiivilla. Se keskittyy kuvaamaan SIB-rahastoja mahdollisuutena julkisten palveluiden tuottamisen reformille. Premissinä on julkisen sektorin tehottomuus ja uskomus siitä, että soveltamalla yksityiselle sektorille ominaisia elementtejä, kuten kilpailu- ja tuloksellisuusjärjestelmiä, voidaan saavuttaa tehokkaampia ratkaisuja julkisten palveluiden tuottamiselle. Toinen narratiivi, jolla SIB-rahastoja kuvataan, on yksityisen rahoitussektorin uudistamisnarratiivi. Yksityiset yrittäjät ja sijoittajat voivat löytää uusia liiketoimintamahdollisuuksia yhteiskunnallisten yritysten kautta. Tämä tosin edellyttää yksityisen ja julkisen sektorin arvojen yhdistymistä. Kolmas narratiivi keskittyy kuvaamaan SIB-rahastojen riskejä ja kyseenalaistaa yksityisen sektorin arvojen sopivuuden julkiselle sektorille perinteisesti kuuluneisiin palveluihin. (Fraser ym. 2016)

Fraserin ym. (2016) ensimmäiseen narratiiviin peilaten; 2020-luvulle tultaessa kehittyneissä maissa on nähtävissä trendinomaisena ilmiönä yhteiskuntarakenteiden muuttuminen. Sosiaali- ja terveysministeriön tulevaisuuskatsauksen mukaan yhteiskuntaamme muokkaavia ilmiöitä ovat esimerkiksi: muuttuva väestörakenne, globalisaatio, työn murros ja teknologinen kehitys (Sosiaali- ja terveysministeriö 2018). Yhtenä vitsauksena suomalaisessa yhteiskunnassa voidaan nähdä ainakin alhainen syntyvyys. Tilastokeskuksen mukaan syntyvyys jatkaa seuraavina vuosina laskuaan ja vastaavasti kuolleisuuden ennustetaan jatkavan alentumistaan. Ilman minkäänlaisia toimenpiteitä tai muutoksia olosuhteissa, tämä johtaa tilanteeseen, jossa työikäisen väestön määrä alenee kasvavalla tahdilla, eli väestöllinen huoltosuhde muuttuu siten, että työikäisiä ihmisiä on yhä vähemmän (Tilastokeskus 2019). Edellä mainittu kehitys saattaa johtaa tilanteeseen, jossa valtion verokertymä oleellisesti heikkenee. Vastaavasti väestön ikääntymisen kustannukset haastavat hoiva- ja eläkejärjestelmien kestävyyttä. Jo vuosia poliittinen keskustelu onkin pyörinyt fiskaalisen kestävyuden ympärillä, puhuttaen niin sanotusta kestävyysvajeesta. Kestävyysvajeesta puhuminen on tullut osaksi poliittista retoriikkaa, mutta sen taustalla piilee huoli julkisen talouden tasapainosta ja yhteiskunnan kyvystä tuottaa vaikuttavia palveluita myös tulevaisuudessa. (Kivistö 2018)

Fraserin ym. (2016) toisessa narratiivissa yhteiskunnallinen yrittäminen on askel yksityisen rahoitussektorin uudistumiseen. Megatrendit kuten ilmastonmuutos vaikuttavat ihmisten käyttäytymiseen, johon myöskin sijoittajat reagoivat (Dufva 2020). Tähän verraten SIB-rahastot voivat osaltaan toimia vaikuttavuussijoittamisen suosion nostattajana sijoittajien keskuudessa. Tässä narratiivissa SIB-rahastot liitetään myös yritysten yhteiskuntavastuuseen. Fraserin ym. (2016) kolmas narratiivi on muodostettu SIB-rahastoja kohtaan kritiikkiä esittäneiden käsityksistä. SIB-rahastot edustavat tämän näkemyksen mukaan uusliberalistista kehitystä, joka osaltaan yhdistyy uuteen julkisjohtamisoppiin (New

Public Management). SIB-rahastoihin kriittisesti suhtautuvan narratiivin mukaan uutta julkisjohtamisoppia mukaileva tapa, jossa yksityiselle sektorille ominaista markkinaehtoisuutta korostetaan, ei sovi julkisen sektorin palvelutuotannon kanssa yhteen. Perinteisesti pohjoismaisessa hyvinvointimallissa julkisen sektorin vastuulle on kuulunut suuri osa sosiaalisten palveluiden tuotannosta. Pohjoismaiseen hyvinvointiyhteiskuntaa ja julkisen sektorin vastuuta painotta-vaan mielenmaisemaan peilaten on ymmärrettävää, että yksityisen pääomaan yhdistäminen sosiaalipoliittisesti herkille alueille herättää myös vastustusta.

## 1.2 Tutkielman tavoitteet ja tutkimusongelma

Tämän tutkielman pääpainopisteenä on perehtyä yksityiskohtaisesti SIB-rahastoihin vaikuttavuussijoittamisen instrumenttina. Tutkimuksen ensimmäisenä tavoitteena on kuvata sijoittajan näkökulmasta vaikuttavuussijoittamista ilmiönä. Vaikuttavuussijoittamista lähestytään tutkimalla vaikuttavuussijoittajien tavoitteita ja motiiveja. Tutkimuksen toisena tavoitteena on arvioida SIB-rahastoja sijoituskohteena erilaisten ulottuvuuksien, kuten rahastojen riski-tuotto-suhteen ja vaikuttavuuden mittaamisen avulla. Näin ollen pyrkimyksenä on muodostaa kokonaisvaltainen kuva SIB-rahastojen kiinnostavuudesta sijoitusinstrumenttina sekä tekijöistä, jotka vaikuttavat SIB-rahastojen kiinnostavuuteen. Tutkimusten perusteella SIB-rahastojen yleistymisen edellyttää niiltä kykyä houkutellessa institutionaalisia sijoittajia puoleensa (esim. Bafford 2012; Fraser ym. 2016). Institutionaaliset sijoittajat pystyvät tarjoamaan huomattavan määrän rahoitusta, mutta ne ovat myöskin ammattilaisia arvioimaan projekteihin liittyviä riskejä. Suuret institutionaaliset sijoittajat tuovat myös julkisuutta, joka osaltaan auttaa nostamaan rahastojen suosiota (Barajas, Barajas, Burt, Harper, Johnson, Larsen & Yeh 2014).

Aiheeseen liittyvää tutkimusta on vähän ja olemassa oleva tutkimustieto on hyvin tuoretta. Tutkimuskysymykset pyritään siksi jättämään mahdollisimman avoimiksi, jotta mitkään näkökulmat eivät rajautuisi pois. Tutkimuskehys on rakennettu kuvaamaan vaikuttavuussijoittamista prosessina. Erityisesti kiinnostus kohdistuu prosessin alkupäähän. Männistö (2016) on kuvannut selvityksessään vaikuttavuussijoittamisen vaiheita yksityiskohtaisesti. Prosessi alkaa sijoituskohteen valinnalla, jolloin on tärkeää tunnistaa rahastoihin liittyvät riskit ja tuottomahdollisuudet. Riski-tuotto-suhde ei kuitenkaan ole ainoa sijoituspäätökseen vaikuttava tekijä, vaan sijoitustoimintaa ohjaa yleensä päämäärä ja missio. Sijoituskohteen valintaan vaikuttavat sijoittajan periaatteet ja arvomaailma, joita voidaan kuvata esimerkiksi YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteilla. Tässä tutkielmassa keskeisenä asiana on siis taustoittaa SIB-rahastojen riski-tuottosuhdetta ja selvittää mitkä tekijät ajavat vaikuttavuussijoittajia. Sijoittajan kannalta merkityksellistä on pohtia, miten hän sijoitustoimissaan painottaa vaikuttavuutta ja taloudellista tuottoa. (Männistö 2016)



Olellainen ja koko vaikuttavuussijoittamisen prosessiin liittyvä ongelma on vaikuttavuuden mittaaminen. Sijoittajan näkökulmasta vaikuttavuuden mittaamiseen on olemassa erilaisia standardeja ja mittaristoja, esimerkiksi vaikuttavuuden raportoinnin ja sijoittamisen standardit (IRIS), kansainvälinen vaikuttavuussijoittamisen arviointijärjestelmä (GIIRS) sekä sijoitetun pääoman sosiaalinen tuotto (SROI). Tarkoituksena on selvittää, missä roolissa erilaiset vaikuttavuuden mittaamiseen kohdistuvat menetelmät ovat SIB-rahastosijoittamisen sekä yleisemmin vaikuttavuussijoittamisen suhteen, sillä vaikuttavuuden mittaaminen kytkeytyy tiiviisti sijoituspäätöksen tekemiseen. Vaikuttavuuden mittaamisen menetelmien tutkiminen ei tuota pelkästään tietoa menetelmien toimivuudesta, vaan tavoitteena on laajemmin ymmärtää vaikuttavuuden mittaamisen ekosysteemiä. Muun muassa Nicholls (2018) argumentoi, että ongelmana sosiaalisen vaikuttavuuden mittaamisessa on sovittujen ja yleisesti hyväksytyjen standardien puute.

Yhteenvedona esitetään, että tutkielman tavoitteena on SIB-rahastoihin liittyvien tuottomahdollisuuksien ja riskien kuvaaminen. Aikomuksena on lisäksi muodostaa käsitys vaikuttavuuden mittaamiseen liittyvien standardien ja mittaristojen hyödyntämisestä ja niiden tarpeellisuudesta. Edellä mainittuja asioita peilataan vaikuttavuussijoittajien tavoitteisiin ja motiiveihin. Näin pyritään löytämään vastaus taulukossa 1 näkyviin kysymyksiin.

<i>Nro.</i>	<i>Kysymys</i>
1.	Mitkä tekijät vaikuttavat SIB-rahastojen kiinnostavuuteen sijoituskohteena?
2.	Millaisena sijoituskohteena SIB-rahastot nähdään vaikuttavuussijoittajien toimesta?

Taulukko 1: Tutkimuskysymykset

### 1.3 Tutkimuksen kulku

Tutkielma alkaa johdannolla, jossa käsitellään lyhyesti SIB-rahastojen peruseriaatteita, taustaa sekä historiaa. Johdannossa esitellään myös tutkimuksen tavoitteet, tutkimusongelma sekä tutkimuksen kulku. Teoriaosuus lähtee liikkeelle vaikuttavuussijoittamisesta, jonka yhteydessä taustoitetaan vaikuttavuussijoittamisen historiaa ja määritellään tarkemmin vaikuttavuussijoittaminen käsitteenä. Lisäksi kuvataan vaikuttavuussijoittamiseen liittyviä yhteiskunnallisia ja taloudellisia tavoitteita. Vaikuttavuussijoittamisesta siirrytään tämän jälkeen vaikuttavuussijoittamisen instrumenttina toimiviin SIB-rahastoihin ja SIB-rahoitusmalliin. SIB-rahoitusmallin taustalla ovat tulosperusteiset rahoitussopimukset. Kappaleessa esitellään tulosperusteisen mallin peruseriaatteet ja lopuksi luodaan teoreettista perustaa riski-tuotto-suhteelle SIB-rahoitusmallissa. Kolmannessa kappaleessa siirrytään isommassa kuvassa pohtimaan laskentatoimen merkitystä osana vaikuttavuussijoittamista. Kappaleessa käsitellään laskentatoimen

muutosta, jolla viitataan siihen, miten laskentatoimen rooli muuttuu, kun vaikuttavuussijoittaminen sijoitustapana yleistyy. Kappaleen päätteeksi esitellään vaikuttavuuden mallintamisen ja mittaamisen perusteet sekä esitellään erilaisia sijoittajille suunnattuja menetelmiä vaikuttavuuden mittaamiseen, joita ovat muun muassa IRIS (Impact Reporting and Investment Standards), GIIRS (Global Impact Investing Rating System) ja SROI (Social Return On Investment). Kappaleet 1, 2 ja 3 muodostavat tutkielman teoriaosuuden, jonka kohdalla käydään läpi aihepiiriin liittyvää kirjallisuutta sekä luodaan viitekehystä taustoittamaan aihepiiriä siitä esiintyvien aiempien tutkimusten pohjalta. Teoriaosuuden tavoitteena on muodostaa vahva ymmärrys mainituista käsitteistä. SIB-rahastojen jalkauttamisprosessi Suomeen on vielä kesken, joten tutkimus on luonteeltaan kuvaileva tutkimus. Aiempaa tutkimustaustaa aihepiiristä on jonkin verran olemassa, mutta vaikuttavuussijoittaminen ja SIB-rahastot ovat etenkin Suomessa vielä ilmiönä nuoria, joten vahvaa teoreettista pohjaa on haastavaa muodostaa.

Teoriaosuuden jälkeen siirrytään tutkielman empiiriseen osaan. Aluksi käydään läpi tutkimukseen liittyvä aineisto, aineistonkeruu ja tutkimusmenetelmä. Tutkimusta varten on haastateltu vaikuttavuussijoittamisen ammattilaisia, jotka entuudestaan tuntevat vaikuttavuussijoittamisen ekosysteemin Suomessa. Tässä yhteydessä kuvataan aineistolle ominaiset asiat ja sitä koskevat rajoitukset. Tästä siirrytään aineiston analysointiin, jossa syvennytään tutkimaan tehtyjä haastatteluja. Haastattelut on tehty puolistrukturoituina teemahaastatteluin, joten myös analysointi suoritetaan tässä tutkimuksessa eri teemojen mukaisesti. Tutkimuksen tuloksia esitetään analysoinnin yhteydessä, joiden perusteella yritetään teoreettiseen viitekehukseen peilaten tehdä johtopäätöksiä SIB-rahastosijoittamisesta ja siihen vaikuttavista tekijöistä. Johtopäätöksien yhteydessä esitetään myös tutkimusta koskevat rajoitukset sekä mahdolliset aiheet jatkotutkimukselle.

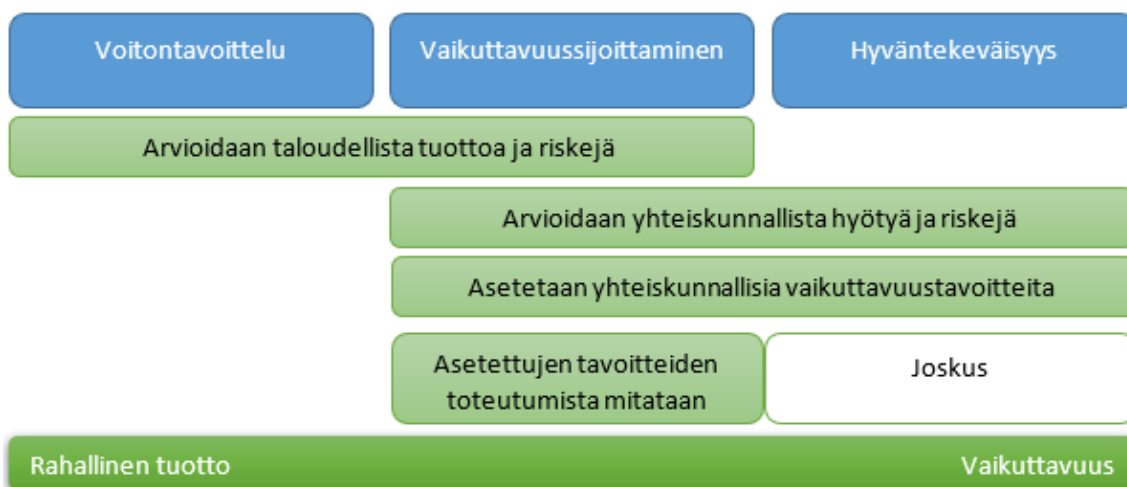
Tutkimusmenetelmä tässä tutkielmassa on laadullinen, jossa haasteena on usein aineiston analyysi (Eskola & Suoranta 1998). Tässä tutkimuksessa pyritään keskittymään aineiston huolelliseen analyysiin hyödyntäen järjestelmällisiä työskentelytekniikoita muun muassa aineiston jäsentämiseen ja käsittelyyn. Huolellisen sisällönanalyysin keinoin aineistosta pyritään löytämään vaikuttavuussijoittajia yhdistäviä sekä erottelevia tekijöitä. Tutkimuksen analyysiosuus perustuu teoriasidonnaisuuteen. Teoriasidonnaisessa sisällönanalyysissä aineistosta tehtyjä havaintoja sovitetaan teoriaosuudessa muodostettuihin käsitteisiin. Sen tarkoituksena on luoda aineistosta teoreettinen kokonaisuus, jossa aineistolähtöisesti yritetään löytää kytkentöjä teoriaviitekehukseen. Tässä tutkielmassa teoriasidonnainen sisällönanalyysi nojaa abduktiiviseen päättelyyn, jossa aineisto ja teoria ovat vuoropuhelussa keskenään. Aineistoa ja teoriaa pyritään abduktiivisessa tutkimuksessa liittämään yhteen. (Tuomi & Sarajärvi 2018, 82.) Puhtaasti aineistolähtöistä tutkimusta on hyvin vaikea toteuttaa, eikä siihen pyritä tässä tutkielmassa. Analyysi ei siis ole täysin induktiivista tai deduktiivista, sillä tehtyjä havaintoja täydennetään aiemmissa tutkimuksissa ja kirjallisuudessa esiintyneillä kuvauksilla tutkittavista kohdeilmiöistä.

## 2 VAIKUTTAVUUSSIJOITTAMISESTA SIB-RAHAS- TOIHIN

### 2.1 Vaikuttavuussijoittamisen määritelmä

Laajemmassa kontekstissa kuvattuna SIB-rahastosijoittaminen on yksi *vaikuttavuussijoittamisen* instrumenteista. Vaikuttavuussijoittaja pyrkii saamaan aikaan taloudellisen tuoton lisäksi mitattavissa olevaa sosiaalista tai ympäristöllistä, eli yhteiskunnallisesti mitattavissa olevaa hyötyä. Käsitteellisesti vaikuttavuussijoittaminen sijoittuu johonkin hyväntekeväisyyden ja perinteisen maksimaalista tuottoa tavoittelevan sijoittamisen välimaastoon. (Männistö 2016.) Vaikuttavuussijoittamisen nuori ikä tekeekin siitä hyvin mielenkiintoisen tutkimuskohteen. Etenkin sijoittajia palvelevia tutkimuksia on vähän tarjolla, joten tavoitteena tässä tutkimuksessa on avartaa uusia näkökulmia ja tarjota mahdollisimman päivitettyä informaatiota aihealueeseen liittyen.

Ehkäpä merkittävin vaikuttavuussijoittamisen tiedonlähde sijoittajille on kansainvälinen vaikuttavuussijoittamisen yhteistyöverkosto (GIIN), joka kerää vuosittain kyselytutkimuksella tietoa vaikuttavuussijoittamisen trendeistä ja sijoitusmarkkinoiden kehityksestä. Uusimman raportin mukaan 262 kyselyyn vastannutta hallinnoi vuoden 2018 lopussa 239 miljardin dollarin edestä vaikuttavuussijoituksina tehtyjä varoja. GIIN arvioi koko vaikuttavuussijoitusmarkkinan suuruuden vuoden 2018 lopulla olleen noin 502 miljardia dollaria. (GIIN 2019, 14) Kyselyyn vastanneiden osalta 66 % odotti sijoituksiltaan riskikorjattua markkinatuottoa, joten kyseisen tutkimuksen perusteella vaikuttavuussijoittamisen voidaan nähdä käsitteellisesti sijoittuvan lähemmäksi perinteistä sijoitustoimintaa kuin hyväntekeväisyyttä. Sijoittajien suurimpina motivaattoreina näyttäytyi halu toimia vastuullisena sijoittajana sekä vaikuttavuuden tavoittelu, mutta sijoittajat pitivät myös taloudellisia tavoitteita merkityksellisinä. (GIIN 2019)



Kuvio 2: Mitä on vaikuttavuussijoittaminen? (Männistö 2016, 4)

Vaikuttavuussijoittaminen käsitteenä elää edelleen. Toisaalta tämä aiheuttaa epävarmuutta markkinan kasvun kannalta, mutta osaltaan se myös mahdollistaa vaikuttavuussijoittamisen kehittymisen uusiin suuntiin. Sijoittajat saattavat kuitenkin kokea käsitteen epämääräisyyden ongelmalliseksi, kuten käy ilmi kansainvälisen vaikuttavuussijoittamisen yhteistyöverkoston kyselytutkimuksesta. Sen mukaan 77 % vaikuttavuussijoittajista kokee markkinan kasvun kannalta haasteelliseksi vaikuttavuussijoittaminen yleisen segmentoinnin ja määritelmän (GIIN 2019). Selvä ja yleisesti hyväksytty käsitys käytetystä terminologiasta siis mahdollisesti edesauttaisi markkinan kasvua.

Läpikäydyn kirjallisuuden mukaan vaikuttavuussijoittamisen termi on ensimmäisen kerran esitelty vuonna 2007 Rockefeller-säätiön kokoontumisessa, jossa käsiteltiin sosiaaliseen sijoittamiseen ja hyväntekeväisyyteen liittyviä aihekokonaisuuksia. (World Economic Forum 2013; Deloitte 2009). Tuolloin julkisessa keskustelussa olivat olleet sosiaaliseen sijoittamiseen ja hyväntekeväisyyteen liittyvät asiakokonaisuudet, joiden välimuotona vaikuttavuussijoittaminen käsitteenä on syntynyt. Sittemmin akateemiset tutkijat ovat pyrkineet määrittelemään termiä tarkemmin, mutta käsitteeseen liittyy edelleen tulkinnanvaraa ja epäselvyyttä. Kotiranta & Widgren (2015) toteavat, että termin tarkka määrittely on hankalaa sen tuoreuden vuoksi. Erilaisia määritelmiä yhdistää kuitenkin taustalla toistuvat samanlaiset teemat. Tässä kappaleessa perehdytään tarkemmin, miten tieteellisessä tutkimuksessa käsite vaikuttavuussijoittaminen on määritelty.

Kirjallisuudessa esiintyy melko yleistynyt käsitys siitä, että vaikuttavuussijoittamisen määrittely kietoutuu kahden ulottuvuuden ympärille. Nämä kaksi ulottuvuutta ovat taloudellinen tuotto ja ei-taloudellinen vaikuttavuus (Höchstädter & Scheck 2015). Kiinnostavaa on kuitenkin se, ettei odotettuun taloudellisen tuottoon yleensä liitetä rajoituksia. Vaikuttavuussijoittamiselle ei siis ole olemassa yleisesti määritettyä minimituotto-odotusta tai käsitystä siitä tulisiko vaikuttavuussijoittajan odottaa markkinoilta normaalitilanteessa saatavaa tuottoa vai ei (Esim. Clark, Emerson & Thornley 2012; Louche, Arenas & Van Cranenburgh 2012). Vaikuttavuussijoittaminen tuntuukin määrittävän enemmän ei-taloudellisen vaikuttavuuden ympärille. Kirjallisuuden perusteella vaikuttavuudelle ominaista on se, että sen odotetaan olevan tarkoituksenmukaista ja mitattavaa (Esim. Addis ym. 2013; O'Donohoe ym. 2010).

Vaikuttavuussijoittamisen kohdalla puhutaan tieteellisen tutkimuksen kontekstissa usein tuplamissiosta, jolla kuvataan pyrkimystä yhteiskunnalliseen hyvään ja taloudelliseen tuottoon (Kotiranta & Widgren 2015). Bugg-Levine & Emerson (2011) puolestaan esittelivät termin sekoitettu arvo, jolla tarkoitetaan yhteiskunnallisesti ja taloudellisesti koetun arvon sekoittumista. Heidän mukaansa kaikki organisaatiot, olivat ne sitten voittoa tavoittelevia tai voittoa tavoittelemattomia luovat taloudellista, sosiaalista tai ympäristöllistä arvoa. Sijoittajat kuitenkin tunnistavat useimmiten vain taloudellista tai sosiaalista arvoa, jolloin hukataan mahdollisuus täyteen arvon luontiin. Vaikuttavuuden tavoittelun tulisi täten olla tarkoituksellista ja vaikuttavuuden tulisi olla mitattavissa. Kai-

killä sijoituksilla voidaan nähdä olevan jonkinlainen, joko positiivinen tai negatiivinen vaikutus. Merkityksellistä on, että vaikuttavuussijoittajia ajaa nimenomaan positiivinen ja mitattavissa oleva vaikutus. (Bugg-Levine & Emerson 2011)

Vaikuttavuussijoittaminen on myös hyvin lähekkäinen käsite *sosiaalisen sijoittamisen* ja *vastuullisen sijoittamisen* kanssa. Terminologisesti vaikuttavuussijoittamiselle lähekkäisinä käsitteinä voi siis nähdä käytettävän sosiaalista sijoittamista ja vastuullista sijoittamista. Sosiaalisen sijoittamisen ja vaikuttavuussijoittamisen raja tuntuu olevan tieteellisessä tutkimuksessa hyvin häilyvä. Höchstädterin & Scheekin (2015) mukaan tähän vaikuttaa osaltaan kielelliset eroavaisuudet Yhdysvaltojen ja Ison-Britannian välillä, sillä Isossa-Britanniassa julkaistussa tieteellisessä tutkimuksessa puhutaan useammin sosiaalisesta sijoittamisesta, kun taas Yhdysvalloissa vastaavasti vaikuttavuussijoittamisesta. Konsensus terminologiasta vaikuttaisi olevan, että sosiaalinen sijoittaminen on alikäsite vaikuttavuussijoittamiselle. Sosiaaliselle sijoittamiselle ominaisempaa on ei-taloudellisten näkökulmien korkeampi prioriteetti verrattuna taloudellisiin prioriteetteihin, joten täysin samaa asiaa termeillä ei selvästikään tarkoiteta. (Höchstädter & Scheck 2015)

Vastuullinen sijoittaminen puolestaan on vaikuttavuussijoittamista ja sosiaalista sijoittamista laajempi ja vakiintuneempi kokonaisuus, jossa yhdistyvät Sandbergin, Juravlen, Hedesströmin & Hamiltonin (2009) mukaan eettisten, sosiaalisten tai ympäristöllisten tekijöiden integrointi osaksi sijoittamisprosessia. Tämä määritelmä on johdettu Yhdistyneiden kansakuntien vastuullisen sijoittamisen periaatteista, joissa vastuullinen sijoittaminen määritellään ympäristöllisten, sosiaalisten ja hallinnollisten kriteereiden ottamisella osaksi päätöksentekoa ja omistuskäytäntöjä. (Sandberg ym. 2009) Kotiranta & Widgren (2015, 25) argumentoivat, että ”vastuullinen sijoittaminen ei aina ole vaikuttavuussijoittamista”. He vetoavat siihen, että vastuullisella sijoittamisella pyritään välttämään jotakin epäsuotuisaa ilmiötä, esimerkiksi ympäristön saastuttamista tai ihmisoikeuksien loukkaamista. Vaikuttavuussijoittamisella pyritään heidän mukaansa keksimään ratkaisu yhteiskunnalliseen ongelmaan, jolloin tavoitteena on positiivisen vaikutuksen luominen. Näkemys siitä, että vastuullinen sijoittaminen rakentuu edellä kuvatun negatiivisen seulonnan ympärille, on hyvin perinteinen (Mm. Sandberg ym. 2009). Silvolan & Landaun (2019, 38) näkemyksessä negatiivinen seulonta on vain yksi vastuullisen sijoittamisen yleisimmin käytetyistä menetelmistä. Heidän mukaansa vastuullisen sijoittamisen menetelmiin kuuluu lisäksi positiivinen seulonta, aktiivinen omistajuus, ESG-kriteereiden integrointi, normipohjainen seulonta ja vastuullisuusindeksien hyödyntäminen.

Vastuullinen sijoittaminen on viime vuosina nostanut päätään. Vuonna 2018 Morgan Stanley teetti kansainvälisen kyselyn suurille sijoitusinstituutioille, ja vastanneista 84 % ilmoitti soveltaneensa tai aikovansa soveltaa kestäviä periaatteita sijoitustoimintoihinsa (Morgan Stanley 2018). Deloitte teettämän laajan selvityksen mukaan suurin osa millenniaali-ikäluokkaan kuuluvista ihmisistä toivoo, että yritykset tavoittelisivat taloudellisen tuoton lisäksi positiivista vaikutusta yhteiskuntaan ja ympäristöön (Deloitte 2018). Tämä kielii osaltaan nuorten

ihmisten muuttuneista asenteista, joka heijastuu myös sijoitustoimintaan ja vaikuttaviin trendeihin. Tutkimuksissa on myös huomattu, että vastuullisissa sijoitusstrategioissa piilee ylituoton mahdollisuus. (Esim. Clark, Feiner & Viehs 2015). Vastuullisilla sijoituksilla voidaan siis jopa ylittää markkinoilta normaalitilanteessa saatava tuotto ja aktiivisella omistajuudella voidaan parantaa liiketoiminnan operatiivisia tuottoja. Vastaavasti vastuullisuus heijastuu osakkeiden arvotuksiin arvoa korottavasti ja vastuullisiin sijoituksiin liittyvien riskien on myöskin nähty olevan alhaisempia (Silvola & Landau 2019, 205).

Mikä sitten erottaa vaikuttavuussijoittamisen vastuullisesta sijoittamisesta? Silvola & Landau (2019) käsittelevät vastuullisen sijoittamisen kontekstia laajasti. He esimerkiksi esittelevät erilaisia ESG-analyysityökaluja, joiden avulla sijoittaja voi saavuttaa tuottoa ja pienentää sijoituksiin liittyviä riskejä. Vaikuttavuussijoittamisen he näkevät nuorena ilmiönä, jonka menetelmät ovat vielä kehittymässä. Etenkin vaikuttavuuden mittaamiseen liittyy vielä kysymysmerkkejä. Vaikuttavuussijoittamista kuvataan hybridiksi sijoitusmuodoksi, jossa yhdistyvät tuoton ja yhteiskunnallisen hyödyn tavoittelu (Silvola & Landau 2019, 41). Höchstädter & Scheck (2015) tiivistävät asian siten, että vaikka vaikuttavuussijoittamista ja vastuullista sijoittamista käytetään monesti päällekkäisinä termeinä, niin ne ovat kuitenkin käsitteinä selvästi erillään toisistaan. Vaikuttavuussijoittaminen on proaktiivisempi ilmiö, jolla pyritään ratkaisemaan yhteiskunnallinen tai ympäristöllinen ongelma, kun vastuullisella sijoittamisella puolestaan tarkoitetaan yritysten hallinnollisiin toimintoihin keskittymistä ESG-työkaluja apuna käyttäen. Vaikuttavuussijoitukset tehdään usein suorina pääomasijoituksina tai lainanantona. Vastuullisella sijoittajalla vaihtoehtona on sijoittaa esimerkiksi julkisesti listautuneisiin yrityksiin. Merkittävimpänä huomiona voi nähdä tuotto- ja riskisuhteen eroavuuden. Useimmat tutkijat näkevät vaikuttavuussijoittajan priorisoivan ei-taloudelliset vaikutukset taloudellisen tuoton edelle. Vastuullisessa sijoittamisessa lähtökohtana on yleensä kaupallisen markkinatuoton tavoittelu (Höchstädter & Scheck 2015).

Yhteenvedona vaikuttavuussijoittamisen ja vastuullisen sijoittamisen eroista sanottakoon, että vaikuttavuussijoittamisen ymmärretään useimmissa tutkimuksissa olevan vastuullista sijoittamista proaktiivisempaa toimintaa, jossa osallistutaan suoraan yhteiskuntaa vaivaavien ongelmien ratkaisemiseen. Vastuullisessa sijoittamisessa keskitytään lähinnä yritysten käytäntöjen parantamiseen vastuullisia periaatteita soveltamalla. Näitä kahta käsitettä erottaa myöskin sijoitusten koko ja muoto sekä eroavat käsitykset odotetusta tuotosta ja riski-tuotosuhteesta. (Höchstädter & Scheck 2015).

## **2.2 Vaikuttavuussijoittamisen tavoitteet**

### **2.2.1 Vaikuttavuustavoitteet**

Vaikuttavuussijoittamisella tavoitellaan taloudellisen tuoton lisäksi positiivista yhteiskunnallista vaikutusta. Männistö (2016) jakaa vaikuttavuussijoittamisen

tavoitteet kolmeen esimerkkiin: 1) hyvinvointiin, 2) ympäristöön ja 3) kehitysmaihin. Hyvinvointi-tavoitteeseen liittyy ongelmien ja sairauksien hoito sekä niiden ehkäisy. Hyvinvoinnin parannusvaikutusten hyötyjinä voivat olla esimerkiksi nuoret, vanhukset, heikompiosaiset, työttömät, maahanmuuttajat, vammaiset tai kodittomat. Ympäristöön liittyen tavoitteena voi olla esimerkiksi ilmastonmuutoksen ja saastumisen ehkäiseminen tai kiertotalouden edistäminen. Kehitysmaihin sijoittamalla pyritään puolestaan ehkäisemään köyhyyttä ja nälänhätää. (Männistö 2016) Edellinen jaottelu on kuitenkin hyvin karkea. Paremmin vaikuttavuussijoittajan intressejä voidaan kuvata esimerkiksi YK:n kestävän kehityksen tavoitteilla (SDG). Vuonna 2015 Yhdistyneet kansakunnat julkaisi tulevaisuusraportin seuraavalle 15 vuodelle, johon on listattu 17 tavoitetta. Näihin tavoitteisiin keskittymällä pyritään ohjaamaan kansakuntien kehittymistä entistä kestävämpään suuntaan. Tavoitteet lähtevät köyhyyden ja nälänhädän poistamisesta ja etenevät aina kansainvälisen rauhaan, yhteistyöhön ja kumppanuuteen asti (Yhdistyneet kansakunnat 2015).



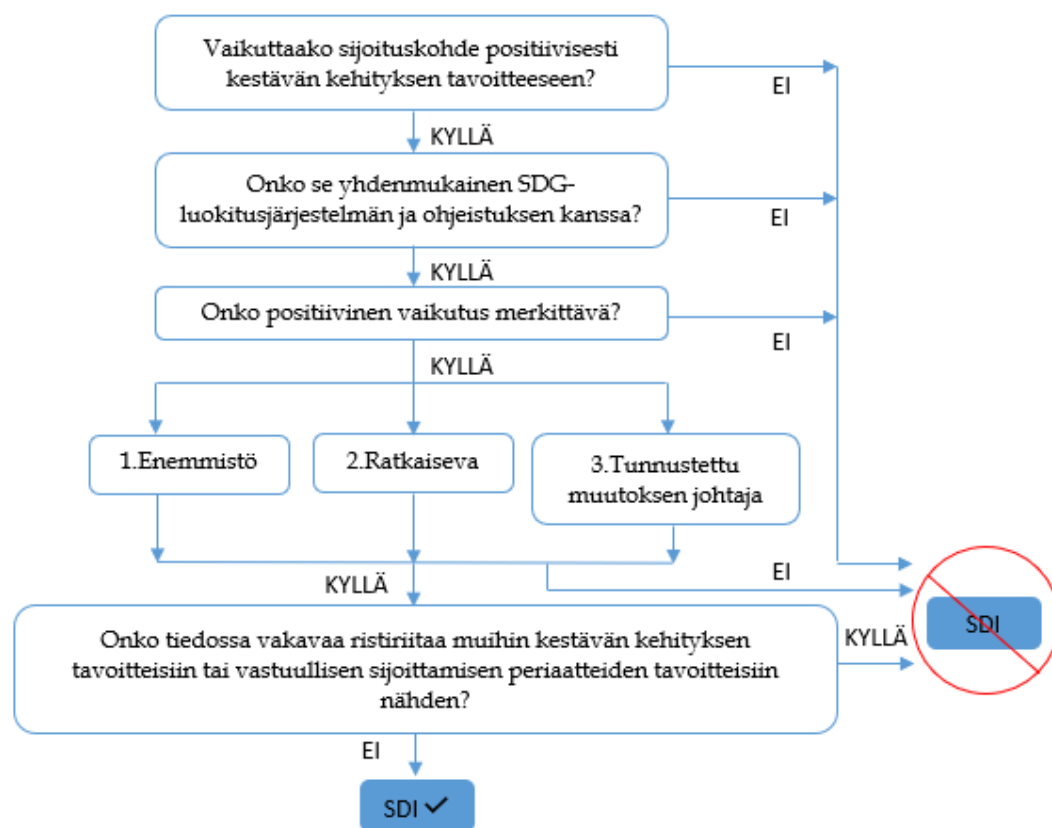
Kuvio 3: YK:n kestävän kehityksen tavoitteet (Yhdistyneet kansakunnat 2015)

Kestävän kehityksen tavoitteet lienee suosituin viitekehys vaikuttavuussijoittamisen tavoitteiden kuvaamiselle. GIIN:in selvityksen mukaan 42 % sijoittajista käytti kestävän kehityksen tavoitteita lähtökohtana kaikissa sijoituksissaan. Kyseisen viitekehityksen suurimpana hyötynä nähdään sen mahdollistama kommunikaatio ulkopuolisille toimijoille. Selkeän ja kansainvälisesti tunnustetun viitekehityksen avulla voidaan luotettavasti kommunikoida sijoitustoimintaa ohjaavia arvoja ulkoiselle yleisölle. (GIIN 2019)

Kestävän kehityksen tavoitteiden mukainen sijoittaminen luo sekä mahdollisuuksia, että altistaa uudelleenlaisille riskeille. UNPRI:n & PWC:n (2017) yhteistyössä tehdyssä raportissa kuvataan näitä riskejä ja mahdollisuuksia. Kestävän kehityksen tavoitteiden tähtäimenä on luoda pitkällä aikavälillä elinkelpoinen malli, jolla saavutetaan talouskasvua tulevaisuudessa vaarantamatta ympäristöä

sekä ilman tarpeetonta yhteiskuntien rasittamista. Tämän mallin mukaisesti sijoitukseen kohdentuu makrotason riskejä, jotka aiheutuvat, kun pääoma allokoituu sosiaalisesti tai ympäristöllisesti kestävämpään toimintaan. (UNPRI 2017). Silvola & Landau (2019, 25) mainitsevat universaaleina makrotason riskeinä muun muassa ilmatorisikin ja hiilirisikin. Näiden riskien realisoituessa sijoituskohteet voivat mahdollisesti menettää arvoaan, joka pahimmillaan johtaa rahoitusmarkkinoiden systeemiriskin realisoitumiseen. UNPRI:n mukaan on olemassa kasvava koulukunta, jonka mukaan ympäristölle ja yhteiskunnalle aiheutuvat ulkoisvaikutukset tulisi hinnoitella osana sijoitusprosessia (UNPRI 2017).

Mikrotasolla tarkasteltuna, mahdollisuutena voidaan nähdä kestävien periaatteiden luomat uudet tilaisuudet. Yrityksille ja täten myös sijoittajille avautuu uusia mahdollisuuksia uudenlaisten tuotteiden ja palveluiden myötä. Kestävän kehityksen tavoitteiden soveltaminen yrityksissä kiihdyttää innovointia, joka osaltaan auttaa ehkäisemään yhteiskunnalle syntyviä negatiivisia ulkoisvaikutuksia. Mikrotason riskit ja haasteet liittyvät kestävä kehityksen tavoitteiden vaatimiin muutoksiin yhteiskunnissa esimerkiksi sääntelyn muodossa. Lisäksi eettiset ja operatiiviset riskit voivat materialisoitua, mikäli yrityksissä tai yhteiskunnassa toimitaan huolimattomasti. (UNPRI 2017)



Kuvio 4: Kestävän kehityksen sijoitusten päätöspuu, Sustainable Development Investment, SDI (PGGM, Silvola & Landau 2019, 134)

Kestävän kehityksen tavoitteiden viitekehyksen avulla voidaan siis havainnollistaa vaikuttavuussijoittamiseen liittyviä vaikuttavuustavoitteita, niihin liittyviä



riskejä sekä mahdollisuuksia. Kestävän kehityksen tavoitteet voidaan nähdä kuitenkin myös riskienhallintatyökaluna. Silvola & Landau (2019,134) esittelevät päätöspuun kestävän kehityksen sijoitusten tekemiselle. Kyseinen analyysityökalu on hollantilaisen eläkesijoitusyhtiö PGGM:n kehittämä. PGGM:n työkalu on esimerkki siitä, miten kestävän kehityksen tavoitteet voidaan integroida osaksi sijoitusstrategiaa (PGGM 2017). Riskienhallintatyökaluna kestävän kehityksen viitekehys on lähde yhteisille arvoille ja kielelle, jolla voidaan identifioida niin ympäristöllisiä, sosiaalisia kuin hallinnollisia riskejä (UNPRI 2017).

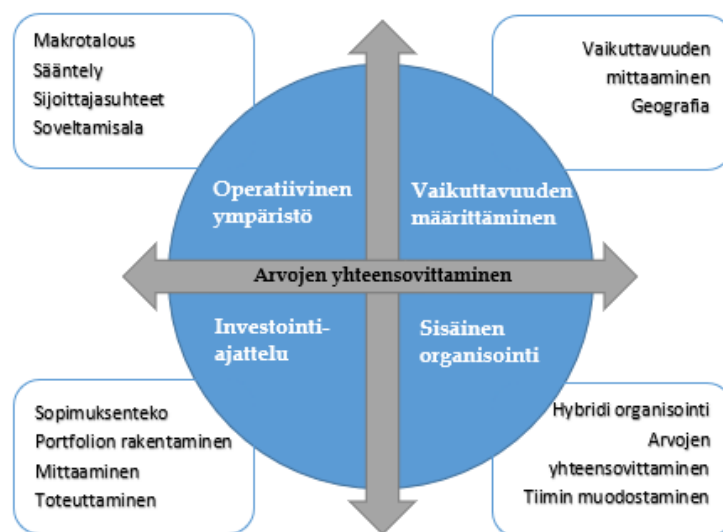
### 2.2.2 Taloudelliset tavoitteet

Vaikuttavuussijoittamisen käsitteen yhteydessä mainitaan useimmiten yhteiskunnallisen hyödyn tavoittelun lisäksi taloudellisen tuoton tavoittelu. Friedman (1970) totesi tunnetussa kannanotossaan, että yrityksen ainoana tavoitteena tulisi olla voitontavoittelu eli omistajien arvon maksimoiminen. Tässä ajattelutavassa sosiaalisten ongelmien ratkaisu jätetään julkisen sektorin ja voittoa tavoittelemattomien järjestöjen vastuulle. Vaikuttavuussijoittamisen kunnianhimoisena tavoitteena on kuitenkin yhdistää taloudellisen tuoton tavoittelu osaksi yhteiskunnallisten ongelmien ratkaisemista. Männistö (2016) toteaa, että vaikuttavuussijoittaja käyttäytyy kuten perinteinen sijoittaja eli odottaa sijoitukseltaan riskikorjattua tuottoa. Näin ollen vaikuttavuuden oletetaan pääsääntöisesti toteutuvan ilman tuottoasteeseen liittyviä uhrauksia. Osa vaikuttavuussijoittajista kuitenkin painottaa hyvän tekemistä, joka tarkoittaa korkeampaa valmiutta hyväksyä mahdollisuus tuottojen menettämiseen. Toisaalta, hyvän tekemistä korostava sijoittaja odottaa sijoitukseltaan korkeampaa ja todennettua vaikuttavuutta. (Männistö 2016)

Mogapin, Sutherlandin & Wilson-Prangleyn (2019) mukaan vaikuttavuusportfolioiden tuoton odotetaan usein alittavan tavanomaisten rahastojen tuoton, portfolioiden pienemmän hajonnan, suboptimaalisuuden ja korkeampien hallinnointikustannusten takia. Toisaalta, olemassaolevaa tutkimusta aiheesta on vähän. Vastuullisia sijoituksia (SRI) on puolestaan tutkittu enemmän kuin vaikuttavuussijoituksia. Vastuullisten sijoitusten kohdalla on havaittu ylituottojen mahdollisuus (Esim. Clark ym. 2015; Silvola & Landau 2019, 205). Havaintoja on kuitenkin myös toiseen suuntaan. Reenneboog, Horst & Zhang (2008) esittävät, että vastuullisen sijoittamisen portfoliot alittavat tavanomaiset portfoliot, mutta harvoin tilastollisesti merkitsevästi. Suuri osa tutkimuksista viittaa kuitenkin vastuullisten sijoitusten omaavan tuottopotentiaalia, kuten käy ilmi muun muassa Frieden, Buschin & Bassenin (2015) tekemästä laajasta 2200 tutkimusta sisältäneestä selvityksestä. Vastuulliset sijoitukset eivät ole suoraan verrattavissa vaikuttavuussijoituksiin, mutta ne antavat osviittaa siitä, että myös vaikuttavuussijoituksilla voidaan saavuttaa taloudellista tuottoa.

Vaikuttavuussijoittamisen kohdalla on tärkeää tunnistaa, että sijoittajia ajavat eri motivaatiotekijät. GIIN (2019) esittää, että 66 % vaikuttavuussijoittajista tavoittelee riskikorjattua markkinatuottoa. Suuri enemmistö, 84 % vaikuttavuussijoittajista mainitsee suurimmaksi motivaatiotekijäkseen vaikuttavuuden ta-

voittelun. Mielenkiintoiseksi kysymykseksi jää se, joutuvatko sijoittajat tekemään vaihdantaa taloudellisten tavoitteiden ja sosiaalisten vaikuttavuustavoitteiden välillä, joka on keskeinen asia etenkin taloudellista tuottoa painottavan sijoittajan kannalta. Mogapi ym. (2019) toteavat, että vaikuttavuussijoittajat joutuvat usein tekemään kompromisseja tavoitteidensa suhteen. Kokeneet vaikuttavuussijoittajat näkevät heidän mukaansa taloudellisten tavoitteiden ja vaikuttavuustavoitteiden liittyvien jännitteiden johtavan joko kompromisseihin tai synergioihin. Taloudellisten tavoitteiden ja vaikuttavuustavoitteiden välisiin jännitteisiin Mogapi ym. (2019) esittävät viitekehysten, jonka avulla sijoittaja voi pyrkiä hallitsemaan vallitsevia jännitteitä määritettyjen tavoitteiden välillä. Viitekehyksessä keskitytään viiteen eri näkökulmaan, ja sen päämääränä on taloudellisten tavoitteiden ja vaikuttavuuden samanaikainen optimointi. Viitekehyksessä otetaan huomioon operatiivinen ympäristö, vaikuttavuuden määrittelmä, sisäinen organisointi, investointiajattelu ja arvojen yhteensovittaminen. Viitekehysten luoneet tutkijat nostavat esiin, että sijoittajan tulisi keskittää huomiotaan etenkin sopimuksentekoprosesseihin, johtamiseen ja eri soveltamisalojen identifiointiin. Sopimuksentekoprosessit ovat avainasemassa, jotta missio ja tavoitteet olisivat vaikuttavuussijoituksen toteutuksen kanssa yhdenmukaisia. Esimerkiksi vaikuttavuuden mittaaminen ja sijoituksesta luopuminen määritetään sijoitussopimuksessa. Johtamisen merkityksellä Mogapi ym. (2019) tarkoittavat sitä, että sitoutuneen johtamisen avulla on mahdollista integroida sekä taloudellisia että yhteiskunnallisesti vaikuttavia elementtejä osaksi päätöksentekoa. Tämän merkitys korostuu etenkin suurissa sijoitusinstituutioissa. Soveltamisalan identifiomisella tarkoitetaan sitä, että sijoittajan tulisi tunnistaa sellaiset vaikuttavuussijoittamisen kohteet, joissa ei synny konflikteja tavoitteiden välille, ja joissa on mahdollista saavuttaa tavoitteiden välisiä synergioita. Näiden asioiden perusteella voidaan muodostaa strateginen lähestymistapa, joka mahdollistaa optimaalisen hallintaympäristön luomisen ja tasapainon taloudellisen tuoton ja sosiaalisten vaikutusten välille. (Mogapi ym. 2019)



Kuvio 5: Viitekehys vaikuttavuussijoituksiin liittyvien jännitteiden hallintaan (Mogapi ym. 2019, 413)

## 2.3 Tulosperusteiset rahoitus sopimukset

### 2.3.1 SIB-rahoitusmalli

Social impact bond (SIB) sopimukset eivät nimestään huolimatta ole joukkovelkakirjoja. Sen sijaan ne ovat tulevaisuuteen kohdistuvia rahoitus sopimuksia, sosiaalisten vaikutusten aikaansaamiseksi. Ominaista SIB-rahastoille on, että sopimukset ovat tulokseen sidonnaisia, eli palvelun ostaja maksaa vain toteutuneesta tuloksesta. SIB-rahastot ovat syntyneet vastauksena uudelle julkisjohtamisen opille (New Public Management), joka korostaa tulosperusteista rahoitusmallia sekä julkisen ja yksityisen sektorin yhteistyötä. (Del Giudice & Migliavacca 2019.) SIB-rahastot ovat markkinaperusteinen ratkaisu sosiaalisiin ja yhteiskunnallisiin ongelmiin. Näin ollen keskeisenä osana sosiaalisten ongelmien ratkaisua ovat muun muassa sopimukset, tuottokannustimet, riskinotto ja tulosten mittaaminen (Cooper, Graham & Himick 2016).

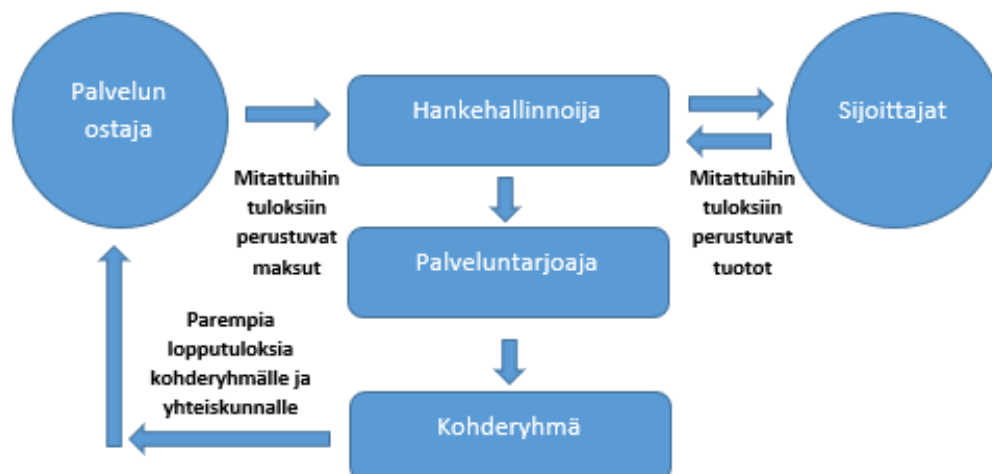
Tulosperusteisten rahoitus sopimusten mahdollistamalla julkisten palveluiden reformilla on kaksi keskeistä ominaisuutta. Ensinnäkin, tulosperusteiset sopimukset mahdollistavat sen, että fokus keskitetään palveluiden panos-tuotostajattelutavasta kohti kvantitatiivisesti määritettäviä sosiaalisia tuloksia, joiden avulla määrättyvät sijoittajille ja palveluntarjoajille maksettavat tuotot. Sopivia kannustimia hyödyntämällä tavoitellaan korkeampia palvelujen laadun standardeja ja resurssien tarkempaa kohdentumista sinne, missä niitä eniten tarvitaan ja jossa niiden vaikuttavuus on suurin. Toinen tärkeä ominaisuus on riskin siirtyminen. Tulosperusteisessa mallissa julkinen sektori maksaa ainoastaan toteutuneista tuloksista, jotka saavutetaan palveluiden interventiolla eli väliintulolla. Teoriassa tällä saavutetaan julkisten palvelujen kohdalla "vastinetta rahalle" sekä vahvistetaan tilivelvollisuutta. Tulosperusteisten sopimusten myötä voi olla mahdollista parantaa palveluiden tehokkuutta, vaikuttavuutta ja tasapuolisuutta, sillä välin kun ulkoiset sijoittajat kantavat suurimmat taloudelliset riskit. (Fox & Albertson 2011; Edmiston & Nicholls 2018)

Edmistonin & Nichollsin (2018) mukaan tulosperusteisillä sopimuksilla pystytään hyödyntämään innovatiivisia palveluita, joiden avulla voidaan ratkaista sosiaalisia ongelmia ja saavutetaan kustannussäästöjä julkiselle sektorille. Lisäksi SIB-rahastot tarjoavat mahdollisuuden rahoittaa palveluita, joihin nykyinen järjestelmä ei kohdenna varoja, esimerkiksi työhyvinvointiin. SIB-rahoitusmallin ongelmana on kuitenkin vielä vähäinen tutkimustieto siitä, ovatko saavutetut sosiaaliset lopputulokset riittävän tehokkaita. Syynä tähän on, että sosiaaliset ongelmat ovat hyvin komplekseja ja monisyisiä, jonka vuoksi sosiaalisten vaikutusten kuvaaminen ymmärrettävästi ja luotettavasti on hyvin hankalaa. Suurimmat vaikeudet liittyvät sosiaalisen vaikuttavuuden mallintamiseen ja mittamiseen. (Edmiston & Nicholls 2018)

Vaikkakin SIB-rahoitusmallissa ulkoiset sijoittajat kantavat suurimmat riskit, niin ilman mitattua todistusaineistoa sosiaalisen vaikutuksen onnistumisesta

julkiselle sektorille kantautuu riski SIB-rahastojen korkeista transaktiokustannuksista. SIB-rahastot ovat sopimusteknisesti hyvin raskaita. Sopimukset eri osapuolien kanssa sekä vaikuttavuusongelman mallintamis- ja mittausulottuvuuksien rakentaminen aiheuttavat transaktiokustannuksia. Jos vaikuttavuuden todentamisessa ei onnistuta, niin skenaarioanalyysiin perustuen huono lopputulema saattaa aiheuttaa julkiselle sektorille merkittäviä kustannuksia, jotka johtuvat SIB-sopimukseen liittyvistä kustannuksista. Näin ollen julkinen sektori joutuu kantamaan riskin siitä, että projekti epäonnistuu ja transaktiokustannukset ylittävät tavoitellut kustannussäästöt. (Edmiston & Nicholls 2018; Maier ym. 2016.) Toisaalta Bergfeld, Klausner & Samel (2016) esittävät, että SIB-sopimusten rakenteista aiheutuvat kustannukset tulevat laskemaan markkinan kasvun myötä. Sopimusten määrien ja arvojen noustessa transaktiokustannukset tulevat todennäköisesti jäämään prosentuaalisesti pienempään rooliin.

SIB-rahoitusmallissa on yleensä ainakin neljä erillistä toimijaa. Tavallisesti mukana ovat palvelun ostaja, palveluntarjoaja, ulkoinen sijoittaja sekä hankehallinnoija (kts. Kuvio 6). Normaalisti palvelun ulkoistamiseen liittyy päämies-agentti-suhteeseen liittyvää problematiikkaa (Mielityinen 2011). SIB-rahastojen kohdalla agenttisuhteiden kuvaaminen on tärkeää, koska sopimuksenteolla on iso merkitys esimerkiksi sijoittajien taloudellisen tuoton kannalta (Del Giudice & Migliavacca 2019). SIB-malleissa on Cooperin ym. (2016) mukaan yleensä ainakin kaksi kontingenttia sopimusta; palvelun ostajan ja hankehallinnoijan sekä hankehallinnoijan ja sijoittajan väliset sopimukset. Sopimuksenteko on täten keskeinen osa SIB-mallia, jossa laskentatoimella on suuri merkitys, sillä sopimusten eri osapuolilla on perinteisen agenttiteorian mukaisesti eriäviä intressejä (Cooper ym. 2016). SIB-rahoitusmalli on siitä mielenkiintoinen, että päämies-agentti-ongelma jakautuu kaikkien toimijoiden välille. Päämies-agentti-ongelma näkyy palvelun ostajan ja palveluntarjoajan välillä, mutta myös sijoittaja osaltaan vaikuttaa agenttisuhteeseen, koska osa korvauksesta maksetaan sijoittajalle, eikä suoraan palveluntarjoajalle kuten suorissa alihankintasopimuksissa. Sijoittaja ei voi vaikuttaa projektiin omatoimisesti, mutta käytännössä sijoittajan kannalta on merkityksellistä, että projektin toteuttajaksi valikoituu mahdollisimman tehokas palveluntuottaja. Tan, Fraser, Mchugh & Warner (2019) toteavat, että SIB-hankkeissa palveluntarjoajan johto kokee usein paineita organisaationsa sisältä, mutta myöskin hankehallinnoijilta sekä sijoittajilta silloin, kun heitä uhkaa tuottojen menettäminen.



Kuvio 6: SIB-rahoitusmallin osapuolet (Cooper ym. 2016, 12)

### 2.3.2 Riski-tuotto-suhde SIB-rahastoissa

SIB-rahastoissa taloudellinen riski kantautuu sijoittajien harteille. Sijoittajien taloudellisena kannustimena toimii julkisen sektorin lupaama tuotto, mikäli sovitut vaikuttavuustavoitteet saavutetaan. Toisaalta tulosperusteinen tuotto on sijoittajan näkökulmasta kaksijakoinen, sillä vaihtoehtona on myös sijoitetun pääoman menettäminen kokonaan. (Galitapoulou & Noya 2016.) SIB-rahoitussopimuksen rakenteesta riippuen tätä riskiä voidaan kuitenkin mahdollisesti hajauttaa, esimerkiksi rakentamalla sopimukseen pääomaturva, joka takaa ainakin tietyn prosenttiosuuden sijoitetusta pääomasta takaisin (Pennanen 2019). Sijoittajien motiivit kuitenkin vaihtelevat sosiaalisista taloudellisiin motiiveihin, jolloin SIB:eihin osallistuu sijoittajia erilaisilla riskiprofiileilla.

Mogapin ym. (2019) tekemän tutkimuksen mukaan taloudellinen riski ymmärrettiin SIB-rahastosijoittajien toimesta riskinä menettää sijoitettu pääoma kokonaan. Riskinottohalukkuus on heidän mukaansa riippuvainen rahoituksen lähteestä. Suuret sijoittajat, kuten eläkerahastot ovat konservatiivisempia ja valvonnan sekä sääntelyn rajoittamia. Ammattimaiset sijoittajat vaativat yleensä riskikorjattua tuottoa lyhyellä aikavälillä, kun taas kehitysrahastot ovat tyytyväisiä pitkällä aikavälillä saataviin tuottoihin. Hyväntekeväisyytenä sijoitetut varat ovat luonnollisesti vähiten keskittyneitä riski-tuottosuhteeseen. (Mogapi ym. 2019)

Bergfeld ym. (2016) jakavat kattavasti SIB-rahastojen riskit seitsemään eri ryhmään: operatiiviseen riskiin, julkishallinnon maksukyvyttömyysriskiin, systeemiseen riskiin, väliintulomallin riskiin, arviointiriskiin, likviditeettiriskiin ja maineriskiin. *Operatiivinen riski* jakautuu kahteen eri kategoriaan: toteutukseen liittyvään riskiin ja hankehallinnoijaan liittyvään riskiin. SIB-rahaston operatiivisesta toteutuksesta vastaa lopulta palveluntarjoaja. Vaikka hanketta varten suunniteltu väliintulomalli olisikin tehokas, niin riskinä on aina palveluntarjoajan epäonnistuminen esimerkiksi huonon johtamisen takia. Myös hankehallinnoijalla on keskeinen rooli SIB-hankkeissa. Hankehallinnoija voi mahdollisesti muo-

dostua pullonkaulaksi, ja siten heikentää projektin sosiaalisia ja taloudellisia tavoitteita. Sijoittajien sekä myös muiden osapuolien kannalta keskeistä on vaatia läpinäkyvää monitorointia ja arviointia hankkeen etenemisestä. *Julkishallinnon maksukyvyttömyysriskillä* tarkoitetaan tilannetta, jossa julkinen sektori ei syystä tai toisesta kykene maksamaan sovittua tulosperusteista osuutta hankkeen onnistuessa. *Systeminen riski* viittaa siihen, että lokaali tai kansainvälinen taloudellinen taantuma heijastuisi SIB-hankkeeseen. Esimerkiksi taantuma voi vaikuttaa negatiivisesti työllisyyden kohottamiseen tähtäävään hankkeeseen. Tätä riskiä voidaan kuitenkin karttaa sopimusteknisesti esimerkiksi siten, että vertailuryhmäksi valitaan hankkeen ulkopuolinen ryhmä. *Väliintulomalliin liittyvällä riskillä* tarkoitetaan sitä, että ennalta määritetyn ongelman ratkaisuun sovelletaan väärä toimenpiteitä, jonka takia tavoitteisiin ei päästä. *Arviointiriski* määritellään riskiksi, joka syntyy, kun väliintulolla saavutetaan halutut lopputulokset, mutta ne arvioidaan väärin. Toisin sanoen, sijoittaja ottaa riskin siitä, että hankkeen tosiasialliset vaikutukset ovat suuremmat, kuin mitä hankkeen loppuarvioinnin yhteydessä on niiden arvioitu olevan. *Likviditeettiriski* on olennainen SIB-rahastoissa, sillä SIB-rahastoihin sijoitettu pääoma sitoutuu hankkeeseen koko sen ajaksi. SIB-hankkeet voivat parhaimmillaan kestää yli kymmenen vuotta. Hankkeen aikana sijoittajilla ei ole mahdollisuutta realisoida sijoitustaan silloin, kun pääomalle saataisiin muualta suurempaa tuottoa. *Maineriski* kohdistuu suurimmaksi osin hankehallinnoijaan ja palveluntarjoajaan. SIB-rahastot ovat julkiselle yleisölle melko näkyviä, joten huonosti hoidettu hanke saattaa heijastua negatiivisesti osapuolien muihinkin toimintoihin. Asiakkaiden kaltoinkohtelu, korrupatio tai mittareiden manipulointi vaikuttavat myös sijoittajien imagoon. (Bergfeld ym. 2016)

Maailman ensimmäinen SIB-rahasto perustettiin vuonna 2010, ja se kosketti Englannin Peterboroughissa sijaitsevan vankilan uusintarikollisuuden ehkäisemistä. Peterboroughin SIB-hankkeen aikajänne oli 8 vuotta. Hankkeessa oli kolme kohorttia, jotka sisälsivät yhteensä 1000 vankia. Tavoitteena oli rikoksien uusiutumisasteen pudottaminen vähintään 7,5 prosentilla. Uusiutumisasteen muutoksen jäädessä alle 7,5 %, sijoittajille ei siis maksettaisi tuottoa ja samalla he menettäisivät sijoitetun pääoman kokonaan. Sijoittajille maksettava tuotto oli suoraan sidoksissa rikoksien uusiutumisasteeseen ja mahdollinen tuotto oli maksimissaan 13 %. (Harvie & Ogman 2019.) Projektin lopputuloksena sijoittajille päädyttiin palauttamaan tuottona sijoitetun alkupääoman lisäksi 3 % vuosittaista tuottoa vastaava rahasumma (Social Finance 2017). Harvie & Ogman (2019) argumentoivat, että maksettu tuotto oli kyseisessä hankkeessa yllättävän pieni, huomioiden sen, että Social Finance arvioi projektin alussa sijoittajien mahdollisen tuoton asettuvan 7,5 - 13 % välille. Vertailun vuoksi, Lontoossa kodittomien ihmisten olojen parantamiseen tähdänneessä SIB-hankkeessa sijoittajille maksettiin 6,5 % vuosituottoa (Cooper ym. 2016). Lontoon kodittomuushanke siis suoriutui sijoittajan tuoton kannalta katsottuna suhteellisen hyvin, kun taas Peterboroughin SIB-hankkeessa tuotto jäi alle arvioidun tason. Riski-tuottoprofiilin suhteen Harvie & Ogman (2019) lausuvat, että kaupallisten sijoittajien silmissä SIB-rahastot omaavat liian suuria riskejä liian pienellä tuotolla.

Berndt & Wirth (2018) puolestaan argumentoivat, että SIB-rahastoihin liittyvät sijoittajien luomaa painetta odotetun tuottoasteen korottamiseksi, jotta rahat kuvastaisivat paremmin niihin liittyviä riskejä. Samalla he kuitenkin toteavat odotettujen tuottoasteiden olevan korkeampia kuin yleisesti uskotaan. Heidän mukaansa SIB-rahastot tarjoavat institutionaalisille sijoittajille erilaisen ja suhteellisen turvallisen sijoitusvaihtoehdon, jotka takaavat tuottoa nykyisessä alhaisten korkojen tilanteessa. (Berndt & Wirth 2018.) Harvien & Ogmanin (2019) ja Cooperin ym. (2016) tutkimukset ovat kuitenkin osittain ristiriitaisia tämän väittämän kanssa. Harvie & Ogman (2019) argumentoivat korkeiden tuottovaatimusten syntyvän ”sosiaalisen sijoittamisen boostaajien” vaatimuksista (Isossa-Britanniassa esimerkiksi Social Finance ja Big Society Capital). Samalla he toteavat korkeiden tuottojen saamisen olemassa olevista SIB-rahastoista olevan todellisuudessa hyvin haastavaa (Harvie & Ogman 2019).

Suomessa ensimmäinen SIB-hanke käynnistyi vuonna 2015, ja se keskittyi työhyvinvoinnin parantamiseen neljässä julkisen sektorin kohdeorganisaatiossa. Hanke tuli viimeisen mukana olevan organisaation osalta päätökseen toukuussa 2020. TyHy-SIB-hankkeen arviointiraportti valmistui kuitenkin jo syyskuussa 2019. Neljässä eri kohortissa oli mukana yhteensä 1500 ihmistä. Tavoitteena oli sairauspoissaolojen pudottaminen kaikissa organisaatioissa tarkastelujakson aikana 2,1 päivällä. Tavoitteiden toteutuessa asiakas eli palvelun ostaja on ollut velvoitettu maksamaan rahastoon 175 euroa per päivä. Kohdeorganisaatiot ovat olleet velvoitettuja maksamaan myös pienemmästä kuin 2,1 sairauspoissaolopäivän vähenemisestä, mutta maksun suuruus on ollut tällöin pienempi. Jos sairauspoissaolot eivät ole vähentyneet lainkaan edelliseen periodiin verrattuna maksuvelvoitetta ei ole syntynyt, eli toisin sanoen sijoittajat jäivät ilman tuottoa. Ennen hankkeen aloitusta sairauspoissaolojen ja kustannusten pienenemisen tasoa mallinnettiin ottamalla huomioon esimerkiksi palveluntarjoajien tuottamien interventioiden kustannusrakenne ja arviot aiemmista hankkeista, palveluntuottajien palkkio, sijoittajien tuotto-odotukset sekä organisaatioille koituvat kohutuulliset kustannukset. Kaikki mukana olleet organisaatiot ovat jossain kohdassa tarkastelujaksoa maksaneet tulospalkkioita, mutta vuodesta 2016 vuoteen 2018 mennessä hankkeessa ei päästy asetettuun tavoitteeseen sairauspoissaolojen pienenemisestä 2,1 päivällä. Tämä tarkoittaa sitä, että sijoittajien tuotot jäivät kyseisellä aikavälillä negatiivisiksi. (Pehkonen, Horppu, Turunen, Ojajarvi, Toivio & Juvonen-Posti 2019)

Pehkonen ym. (2019) esittävät, että TyHy-SIB olisi saattanut kiinnostaa useampia organisaatioita, mikäli tulospalkkio olisi sovittu organisaatiokohtaisesti eri hintatasoille. Alempi korvaus olisi mahdollisesti lisännyt asiakasvolyyymia, joka olisi heidän mukaansa nostanut sijoittajille maksettua tuottoa. Suurimpana ongelmana TyHy-SIB-hankkeessa vaikuttaisi olleen puutteellisesti valittu vaikuttavuusmittari. Hankkeen tosiasiallinen tavoite oli työhyvinvoinnin parantaminen, mutta sen sijaan, että olisi mitattu työhyvinvoinnin kasvua, mitattiin sairauksista aiheutuneita poissaoloja. Vaikuttavuusongelmaa paremmin kuvaavat mittarit olisivat kuitenkin saattaneet hankaloittaa tavoitteiden mittaamista. Pehkonen ym. (2019) mukaan tämä olisi todennäköisesti tehnyt hanketta vähemmän

houkuttelevaksi sijoittajien kannalta, sillä sijoittajien on kyettävä tunnistamaan SIB-rahaston ansaintamekanismi arvioidakseen sijoitukseen liittyviä riskejä. SIB-rahaston tulee siis olla sopimusteknisesti selkeä, jotta sijoitustuotot osataan suhteuttaa vaikuttavuustavoitteisiin. Tärkeää on ymmärtää esimerkiksi rahaston volyymi, vaikuttavuusongelma, lähtötilanne, muutostavoite, palveluiden kustannusrakenne sekä rahaston ansaintalogiikka. (Pehkonen ym. 2019)

Edellä mainittujen asioiden lisäksi sijoittajien tulisi pohtia sijoitushorisontin pituutta, sekä sitä tulisiko sopimuksessa olla pääomaturva ja/tai tuottokatto. Sijoitushorisontti on SIB-rahastoissa yleensä pitkä, josta aiheutuu myös aiemmin kuvattu likviditeettiriski. Pääomaturva on mekanismi, jolla riskiä voi osittaisesti siirtää pois sijoittajalta. Esimerkiksi Yhdysvaltojen ensimmäisessä SIB-rahastossa Rikers Islandin vankilassa sijoittajana toimineelle Goldman Sachille annettiin lainatakaus, joka takasi 7,2 miljoonaa dollaria palautuksena yhtiölle, mikäli projekti epäonnistuisi. Takauksen antoi New Yorkin kaupungin silloisen pormestarin Michael Bloombergin tukema säätiö Bloomberg Philanthropies. Lainanantona tapahtuneen sijoituksen koko oli yhteensä 9,6 miljoonaa dollaria. Hankkeessa oli kuitenkin vastaavasti asetettu tuottokatto 2,1 miljoonaan dollariin. (Dagher 2013; Warner 2013)

Del Giudice & Migliavaccan (2019) tekemässä kattavassa tutkimuksessa käy ilmi, että institutionaaliset sijoittajat ovat kiinnostuneita SIB-hankkeista, jotka takaavat hyvät taloudelliset ehdot. Tällä tarkoitetaan sitä, että sijoittajat suosivat sijoitusmuotona vähemmän riskistä lainanantoa suoran pääomasijoittamisen sijaan. He kuitenkin toteavat, että tutkimuksessa muuttujina käytetyt sisäinen korkokanta, maturiteetti ja pääomaturva eivät tilastollisesti merkitsevästi vaikuta institutionaalisen sijoittajan tekemään sijoituspäätökseen. Tärkeimpänä huomiona he toteavat, että institutionaaliset sijoittajat osallistuvat SIB-hankkeisiin, jotka tarjoavat sijoittajalle näkyvyyttä ja joissa on mukana mahdollisimman pieni määrä erilaisia sidosryhmiä. Sidosryhmien vähyydellä pystytään välttämään agenttisuhteisiin liittyvää problematiikkaa. (Del Giudice & Migliavacca 2019)

Täysin kaupallisen institutionaalisen sijoittajan saaminen sijoittajaksi SIB-rahastoon saattaa kuitenkin vaatia kovia sopimuksellisia toimenpiteitä, kuten käy ilmi Rikers Islandin SIB-rahastosta. Toisaalta tämä osoittaa, että riskiä hajauttamalla SIB-rahastot ovat realistinen sijoitusvaihtoehto verrattuna muihin markkinaehtoisiin sijoituksiin, mutta toisaalta tämä tarkoittaa sitä, että osa rahoitusriskistä siirtyy edelleen jonkun kolmannen osapuolen kannettavaksi. Tulevaisuudessa SIB-mallin standardoituessa ja sijoittajien saadessa käsitystä SIB-mallien ansaintalogiikoista ja tulovirroista, myös rahastojen riski-tuotto-suhde tulee muotoutumaan entistä selveemmäksi. Tällä hetkellä sijoittajalta vaaditaan kuitenkin korkeaa riskitoleranssia sekä aitoa kiinnostusta saavuttaa yhteiskunnallista vaikuttavuutta, sillä SIB-rahastot omaavat pääomasijoituksille tyypillisen riskiprofiilin joukkovelkakirjoille tyypillisellä tuotolla. (Dagher 2013)



### 3 LASKENTATOIMEN MUUTOS

#### 3.1 Sosiaalisen vaikuttavuuden laskenta

Syyskuussa 2019 Financial Times julkaisi laajan kannanoton, jonka mukaan kapitalistinen talousjärjestelmä tarvitsee muutosta, jotta yhteiskunnallinen kehitys voi tulevaisuudessa pysyä kestäväällä ja inhimillisellä tiellä (Financial Times 2019). Tämä kieli laajemmasta yhteiskunnallisesta muutoshalukkuudesta, joka heijastuu myös laskentatoimeen. Yritysmaailma ja sitä myöten laskentatoimi ovat vuosien saatossa kehittyneet suuntaan, jossa entisestään korostuvat käsitteet kuten vastuullisuus, vastuullinen yritystoiminta ja yritysten yhteiskuntavastuu (CSR). Edellä mainituista aiheista esiintyykin paljon laskentatoimen kirjallisuutta (Esim. Gray 2002; Gray, Owen & Adams 1996; McGuire, Sundgren & Schneeweis 1988). Käytännössä tämä näkyy siten, että yritykset ovat alkaneet raportoidaan niin yhteiskunnallisesta kuin ympäristöllisestä jalanjäljestään yhä aktiivisemmin (Tschopp & Huefner 2015). Vastaavasti sijoittajat ovat ottaneet sijoitusanalyysin tekemiseen mukaan erilaisia ei-taloudellisia tekijöitä (Silvola & Landau 2019, 38). 2020-luvulle tultaessa CSR-raportointi tulee varmasti lisääntymään, mutta samanaikaisesti on mahdollisesti kehittymässä sosiaalisten vaikutusten ja vaikuttavuuden raportointi. Nicholls (2018) toteaa, että sosiaalisen vaikuttavuuden (tai arvon) laskentatoimi on vielä kehittymässä, eikä aiheesta esiinny juurikaan tieteellistä kirjallisuutta. Tyypillisesti sosiaalisia vaikutuksia on käsitelty yritys vastuun ja ympäristöllisten sekä hallinnollisten asioiden raportoinnin yhteydessä. Tässä yhteydessä on kuitenkin huomioitava, että kyseisissä viitekehyksissä keskitytään yleensä panosten ja tuotosten, eikä niinkään vaikutusten ja vaikuttavuuden arviointiin, ja epäonnistutaan erilaisten sosiaalisten vaikutusten laskennallisten ominaisuuksien tunnistamisessa (Nicholls 2018).

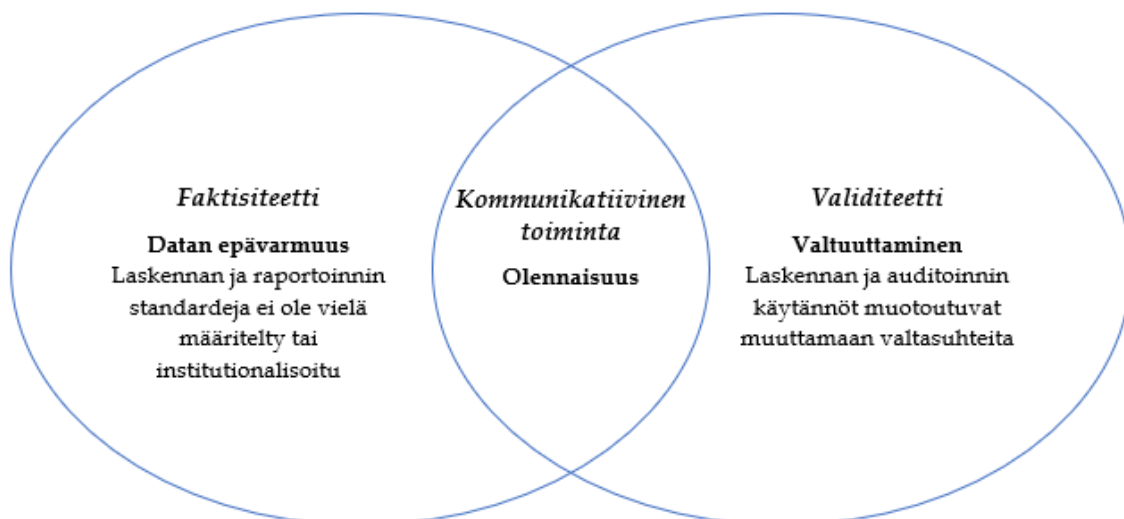
Nicholls (2018) toteaa, että kiinnostus sosiaalisen vaikuttavuuden laskentaa ja raportointia kohtaan on viime vuosina kasvanut. Ongelmana kuitenkin on vaikiintuneiden ja yleisesti hyväksytyjen, sosiaalisiin vaikutuksiin liittyvien laskenta- ja/tai auditointistandardien puute. Sosiaalisen yrittäjyyden ja vaikuttavuussijoittamisen kasvu tieteellisinä ja yhteiskunnallisina ilmiöinä ovat nostaneet julkista kiinnostusta sosiaalisen vaikuttavuuden laskentaa kohtaan. (Nicholls 2018.) Tästä on seurannut muun muassa se, että sijoittajat ovat alkaneet vaatia mitattavaa suoriutumistietoa ja standardeja, jotta vaikuttavuuden raportointi olisi todenmukaista (O'Donohoe, Leijonhufvud & Saltuk 2010). Tämän takia markkinoille on kehittynyt erilaisia viitekehyksiä standardoimaan, mittaamaan ja arvioimaan organisaatioiden vaikuttavuutta ympäröivään ympäristöönsä. Näistä viitekehyksistä selvästi tunnetuin on kansainvälisen vaikuttavuussijoittamisen verkoston kehittämät vaikuttavuuden raportoinnin ja sijoittamisen standardit (IRIS) (Nicholls, Paton & Emerson 2015).

Nicholls (2018) havainnollistaa sosiaalisen vaikuttavuuden laskennan kontekstia olennaisuuden käsitteen avulla. Olennaisuuteen liittyen hän identifioi

kaksi keskeistä asiaa, jotka ovat ominaisia sosiaalisen vaikuttavuuden laskennalle, ja siten erottavat sosiaalisen vaikuttavuuden laskentatoimen ulkoisesta laskentatoimesta. Sosiaalisen vaikuttavuuden laskennassa fokus on olennaisen datan epävarmuudessa ja mekanismeissa, jotka varmistavat loppukäyttäjänä olevien sidosryhmien osallistamisen. Loppukäyttäjänä olevien sidosryhmien valtuuttaminen muun muassa olennaisen datan keräämiseen ja metodologioiden suunnitteluun eroaa Nichollsin (2018) mukaan merkittävästi tavallisista ulkoisen laskentatoimen käytännöistä. Osallistamalla loppukäyttäjiä, voidaan kuitenkin huomioida kahden sosiaalisen vaikuttavuuden laskennalle merkittävän ulottuvuuden; datan luonteen ja mittaamisprosessin oikeanmukaisuus. Datan reliabiliteetti ja validiteetti saavutetaan parhaiten, kun tärkeimmät sidosryhmät ovat mukana tuottamassa dataa. Toiseksi, datan tarkka kvantifioiminen, eli muuttaminen rahamääräiseksi tai muuten mitattavissa olevaksi arvoksi, edellyttää päätöksentekoa liittyen olennaisuuteen, joka tulee ottaa huomioon vaikuttavuuden laskentaprosessissa. (Nicholls 2018)

Sosiaalisen vaikuttavuuden laskentatoimessa, toisin kuin ulkoisessa laskentatoimessa, olennaisuuteen liittyvät määritelmät eivät perustu standardeihin, eikä niitä myöskään operatiivisesti tarkasteta esimerkiksi tilintarkastajien toimesta. Tästä seuraa haasteena se, että nykyiset laskentatoimen institutionaaliset käytännöt laahaavat sosiaaliseen vaikuttavuuteen tähtäävän kehityksen perässä. (Nicholls 2018.) Nichollsin (2018) mukaan sosiaalisen vaikuttavuuden laskenta ja raportointi on noussut yhä tärkeämmäksi organisaatioiden sekä yhteiskunnan kannalta katsottuna. Ebrahim & Rangan (2014) argumentoivat, että nykyiset laskentatoimen ja raportoinnin käytännöt tyypillisesti epäonnistuvat tuottamaan vaikuttavuusdataa tehokkaasti. Tähän vaikuttaa myös osaltaan se, että sosiaalisen vaikuttavuuden mittaamiseen, laskentaan ja raportointiin liittyen ei ole olemassa sovittuja ja yleisesti hyväksytyjä standardeja (Nicholls, Nicholls & Paton 2015).

Nicholls (2018) esittelee demonstratiivisen mallin sosiaalisen vaikuttavuuden laskentatoimelle, joka on rakennettu Habermasin (1981) käsitykselle vallasta, totuudesta, tiedosta ja kommunikaatiosta. Habermasin (1981) kommunikatiivisen toiminnan teoriassa korostuvat käsitteet faktisiteetti (tosiasiallisuus) ja validiteetti (pätevyys). Nicholls (2018) perustaa teoriansa siihen, että käsitykset tosiasiallisuudesta heijastuvat datan epävarmuuteen. Validiteetti saavutetaan laskentaprosesseilla, jotka perustuvat loppukäyttäjänä olevien sidosryhmien sitouttamiseen ja valtuuttamiseen osaksi laskentaprosessia. Nicholls (2018) siis kiteyttää sosiaalisen vaikuttavuuden laskennan olevan kommunikatiivista toimintaa, joka näkyy olennaisuuden käsitteen ympärillä siten, että dataan sekä laskentaprosesseihin liittyvää epävarmuutta voidaan pienentää ottamalla laskentaprosesseihin mukaan loppukäyttäjänä olevia sidosryhmiä ja selkeyttämällä sosiaalisen vaikuttavuuden laskennan standardeja.



Kuvio 7: Yleinen teoria sosiaalisen vaikuttavuuden laskennasta (Nicholls 2018, 149)

Olennaisuuden käsite, jonka ympärille Nichollsin (2018) kehittämä sosiaalisen vaikuttavuuden laskennan malli keskittyy, on yksi laskentatoimen ja raportoinnin peruseräkkeistä. Olennaisuudella viitataan siihen, että tuotettu laskentainformaatio sisältää päätöksenteon kannalta merkitykselliset asiat (Virtanen 2002). Olennaisuuden periaate vaikuttaa erityisesti jaksotus- ja arvostuskysymyksiin. Käytännön tasolla tämä näkyy esimerkiksi institutionaaliselle sijoittajalle siten, että sijoitetut varat on kirjattava harkintaa käyttäen joko käypään arvoon tai hankintamenoon riippuen sijoituksen luonteesta (KPL 5:2a §).

Laskentatoimen kontekstissa raportointiin liittyviä periaatteita on muitakin esimerkiksi rahamääräisyys, suoriteperusteisuus ja kahdenkertaisuus. Hyvää kirjanpitoa tukevia periaatteita ovat muun muassa jatkuvuus, johdonmukaisuus ja varovaisuus (Virtanen 2002). Tässä vaiheessa vaikuttavuussijoittamisen ekosysteemin kehittymistä on hyvin kiinnostavaa ja tarkoituksenmukaista syventyä vaikuttavuussijoitusten raportoinnin yksityiskohtiin, sillä kokemusperusteista tietoa ei ole juurikaan saatavissa. Raportointiin vaikuttavien periaatteiden lisäksi sijoittajan kannalta on merkityksellistä ymmärtää *entiteetin* käsite, jolla viitataan siihen, mitä kokonaisuutta koskevaa tietoa kerätään.

Entiteetti -periaatteella tarkoitetaan sitä, että kirjanpitovelvollinen talousyksikkö muodostaa sellaisen itsenäisen kokonaisuuden, jolla on omat tulonsa, menonsa, varansa ja velkansa niin, että sen kirjanpito voidaan pitää erillään muista kirjanpitovelvollisista ja sille voidaan näin laatia omat tilinpäätöslaskelmat. (Valtiokonttori 2008)

Entiteetit voivat olla siis kirjanpitovelvollisia ja itsenäisiä juridisia toimijoita. Ulkoisen laskentatoimen kannalta tämä on merkittävää, koska laskentakohde määritetään juridisin perustein. Tällöin on merkityksellistä muun muassa se, minkä standardin perusteella raportointia tulee toteuttaa (esim. IFRS). Sen sijaan sisäisen laskennan kannalta katsottuna entiteetti voidaan määritellä vapaammin. (Ikäheimo, Malmi & Walden 2019, 18)

Johdon laskentatoimen osalta laskentakohde voi olla hyvin moninainen. Kohteena voi olla tuote, tuoteryhmä, asiakas, asiakasryhmä, maantieteellinen alue, yrityskokonaisuuden osa (tulosityksikkö, divisioona tai osasto), investointi, projekti, toimintatapa, yksittäinen henkilö tai henkilöryhmä. Laskentakohde määräytyy käyttötarpeen perusteella. Tässä suhteessa johdon laskentatoimi lähtee hyvin tarkoitushakuisesti liikkeelle. Johdon laskentatoimessa voidaan mitata toiminnan osalta monia seikkoja: kannattavuutta, laatua, oppimista tai toiminnan sitomaa pääomaa. (Ikäheimo ym. 2019, 18)

Toisin sanoen sijoittajan olisi hyvä miettiä esimerkiksi, että tarvitseeko vaikuttavuussijoituksia eriyttää omaksi lailliseksi oikeushenkilökseen, eli esimerkiksi omaksi yhtiökseen, jotta vaikuttavuuden raportointi olisi sujuvampaa. Kuten tämän kappaleen aikana on jo käynyt ilmi, vaikuttavuuden raportointi on vasta kehittymässä, joten tällä hetkellä sijoittaja voi hyvin vapaasti raportoida vaikuttavuudesta haluamassaan laajuudessa. *Laajuudella* tarkoitetaan tässä yhteydessä, että mitä toimintoja raportoidaan, milläkin aikavälillä (Nicholls 2018).

Entiteettiin liittyen SIB-rahastoille tyypillistä on, että hankehallinnoija on perustanut erillisyhtiön SIB-rahastoa varten. Erillisyhtiö on juridisesti itsenäinen oikeushenkilö, joka on luotu tiettyä tarkoitusta varten. Tämä merkitsee käytännössä sitä, että hankehallinnoija hallitsee rahavirtoja eri osapuolien välillä erillisyhtiön kautta. (Del Giudice & Migliavacca 2019) Del Giudice & Migliavacca (2019) esittävät tutkimustuloksena, että hankehallinnoijalla, joka järjestää SIB-rahaston erillisyhtiön kautta, on positiivinen vaikutus sijoitukseen, joka toimii heidän mukaansa sijoitusriskiä pienentävänä tekijänä PPP-mallissa (Public-private-partnership). Sitran käynnistämässä mallissa SIB-rahasto on rakennettu vaihtoehtorahastoksi, jossa yhtiömuoto on kommandiittiyhtiö. Hankehallinnoija toimii vastuullisena yhtiömiehenä ja hallinnoi yhtiöitä. Sijoittajat liittyvät rahastoon äänettöminä yhtiömiehinä antamiensa sitoumuksien mukaisesti (Männistö 2016).

Kirjanpidolliset periaatteet ja entiteetti ovat olennaisia asioita vaikuttavuuden raportoinnin, vaikuttavuussijoittamisen ja SIB-rahoitusmallin kohdalla, mutta mihin laskentatoimea sitten tarkalleen ottaen käytetään SIB-rahastoissa? Cooper ym. (2016) kiteyttävät, että laskentatoimella on ratkaiseva ja perustava rooli SIB-hankkeiden toteutuksessa. Laskentatoimen avulla ei pelkästään toteuteta kustannusarvioita, nykyarvolaskelmia ja suoriutumisen mittaamista, vaan sen avulla pystytään näyttämään toteen, että yhteiskunnallisen hyvinvoinnin parantamiseen, kuten kodittomuuden ehkäisemiseksi tähtäävillä hankkeilla voidaan saavuttaa samanaikaisesti tuottoa ja vaikuttavuutta. Tuoton avulla sijoittajille luodaan kannustin osallistua yhteiskunnallisten ongelmien ratkaisuun. Laskentatoimella ei suoraan määritellä sopimuksellisia lopputuloksia, vaan sen avulla pikemminkin osallistutaan yhteiskunnan uudelleenjärjestelyyn tuomalla heikoimmassa asemassa olevia ihmisiä sopimukselliseen suhteeseen palveluntarjoajien, valtion ja rahoittajien kanssa. (Cooper ym. 2016)

### 3.2 Vaikuttavuuden mallintaminen ja mittaaminen

Vaikuttavuuden mallintamiseen ja mittaamiseen on olemassa erilaisia tapoja ja menetelmiä. Vaikuttavuuden mittaaminen edellyttää tutkittavan ilmiön ymmärtämistä. Mallintamisella tarkoitetaan ongelman ymmärtämistä teoreettisessa ja tilastollisessa valossa sekä loppukädessä ongelman rahamääräistä arvioimista (Heliskoski, Humala, Kopola, Tonteri, & Tykkyläinen 2018). Tässä kappaleessa käydään ensiksi lyhyesti läpi vaikuttavuuden mallintamista, joka on tärkeä osa SIB-rahastojen rakennusprosessia ja vaikuttaa siten muun muassa sijoittajien sijoituspäätöksiin. Tarkemmin tässä luvussa keskitytään vaikuttavuuden mittaamisen menetelmiin. SIB-rahastoissa mittaristot ovat sijoitussopimuksiin sisäänrakennettuja. Mittaristojen perusteella arvioidusta vaikuttavuudesta maksetaan sijoittajille tuottoa. Sijoittaja voi osaltaan arvioida valittuja menetelmiä ja mittaristoja, ja arvioinnin päätteeksi päättää sijoittaako hän SIB-rahastoon vai ei. Kansainvälisessä vaikuttavuussijoittamisen kontekstissa on kehitetty sijoittajien käyttöön menetelmiä vaikuttavuussijoitusten arvioimiseen (Nicholls, Nicholls & Paton 2015). Nämä mittaristot on pääosin kehitelty pääomasijoituksina tehtyjä vaikuttavuussijoituksia varten, mutta tämän tutkimuksen kohdalla on osaltaan tarkoituksena selvittää, mikä on näiden mittaristojen rooli ja merkitys SIB-rahastoihin sijoittaessa.

Vaikuttavuutta on vaikea määritellä yksiselitteisesti. Käsitettä on pyritty ymmärtämään muun muassa kausaliteetin eli syy-seuraussuhteiden pohjalta. Yksinkertaista kausaliteettisuhdetta on luonnollisesti helpompi mallintaa ja mitata, kuin monimutkaista kausaliteettisuhdetta. SIB-rahastoille tyypillistä on, että arvioitavat vaikuttavuuskohteet ovat yhteiskunnallisina ilmiöinä hyvin moniulotteisia, ja näin ollen syy-seuraussuhteet ovat luonteeltaan vaikeasti ymmärrettäviä. Tämä ei toki tarkoita, että vaikuttavuuskohteena olevaa ilmiötä ei voisi ymmärtää ja mitata. Sen sijaan mittaaminen edellyttää ilmiön täsmällisempää mallinnusta. Suomessa vireillä olevia SIB-hankkeita on koordinoanut tähän mennessä Sitra, joka on painottanut vaikuttavuusongelman mallintamisen tärkeyttä. (Heliskoski ym. 2018)

Vaikuttavuutta kuvataan yleensä IOOI-ketjulla, joka viittaa sanoihin: panos (input), tuotos (output), vaikutus (outcome) ja vaikuttavuus (impact). Vaikuttavuusketju on tavoitelähtöinen, jossa keskiössä on vaikutuksen muuttuminen vaikuttavuudeksi. Keskeinen osa tavoitelähtöistä vaikuttavuutta on mallintaminen, joka kuvaa sitä, miten tavoite saavutetaan. Mallintamista tehdään vaikutusketjun eri vaiheissa ja siihen on olemassa useita eri tapoja. Heliskoski ym. (2018) esittävät, että tavoitelähtöisen vaikuttavuuden mallintamisessa on kolme vaihetta: 1) yhteiskunnallisen hyödyn mallinnus, 2) vaikutusten mallinnus ja 3) toiminnallinen mallinnus. Yhteiskunnallisen hyödyn mallinnuksella on tarkoitus muodostaa käsitys muutoksen taustalla olevista juurisyistä, mahdollisuuksista ja niitä seuraavista taloudellisista vaikutuksista. Sen avulla nimetään konkreettiset muutokset eli vaikutukset ja osoitetaan millaiset ovat toiminnan uudelleen suuntaa-

misella saavutettavat laadulliset sekä taloudelliset hyödyt. Toinen vaihe, eli vaikutusten mallinnus tehdään yhteiskunnallisen hyödyn mallinnukseen pohjautuen. Vaikutusten mallinnukseen sisällytetään muutosten aikaansaamiseksi tarvittavat toimet ja arvion niiden vaatimista investoinneista. Vaikutusten mallinnuksella näytetään toteen, miksi ja miten halutut muutokset saavutetaan. Viimeinen vaihe, eli toiminnallinen mallinnus on perusteltu esitys halutun tuloksen tuottamisesta. Sillä siis kuvataan tekojen ja panosten käyttöä. Toiminnallinen mallinnus sisältää myös useimmiten investointiin liittyvät tuottolaskelmat. (Heliskoski ym. 2018)

Yksi käytetyimmistä mallinnuksen työkaluista on muutosteoria (Theory of Change). Muun muassa Jackson (2013) korostaa muutosteorian hyödyllisyyttä arviointi- ja mallinnustyökaluna vaikuttavuussijoituksille. Muutosteoriaa käytetään vaikuttavuuskohteen kausaalisuhteiden identifioimiseen ja testaamiseen. Näin voidaan tehdä olettamia siitä, millä toimenpiteillä haluttu vaikuttavuus saadaan toteutettua. Muutosteorian hyvänä puolena on myös se, että sen avulla voidaan viestiä valitusta vaikuttavuusstrategiasta. (Jackson 2013.) Vaikuttavuussijoittajat voivat hyödyntää muutosteorioita sijoitusprosessin eri vaiheissa. Muutosteorian avulla sijoittajat voivat määrittää itselleen avaintulosmittareita, joiden avulla he pystyvät monitoroimaan ja seuraamaan vaikuttavuusketjun mukaisesti resurssien ohjautumista vaikuttavuudeksi. (So & Staskevicius 2015.) SIB-rahastohankkeissa suurimman työn vaikuttavuuden mallintamiseksi tekee rahaston liikellelaskija yhteistyössä eri toimijoiden kanssa, joten sijoittajan ei sinänsä tarvitse olla itse mukana mallintamisessa. Sijoituskohteen riskien ja tuottomahdollisuuksien ymmärtämisen vuoksi olisi kuitenkin suositeltavaa, että sijoittaja ymmärtäisi sijoituskohteen luonteen ja perehtyisi mallintamiseen, jotta sijoittaja voi osaltaan luotettavasti mitata syntynyttä vaikuttavuutta (Männistö 2016).

Vaikuttavuuden mallintaminen on perustana vaikuttavuuden mittaamiselle. Vaikuttavuuden mittaamisen keskeisin perusta on yhteiskunnallisten tai ympäristöllisten vaikutusten, eli ei-rahamääräisten ulottuvuuksien muuttaminen rahamääräisesti ymmärrettävään muotoon (Männistö 2016). Mitattavuus luo perustan aikaansaatuisten vaikutusten arvioinnille. Mittariston kohdalla olisi tärkeää, että reliabiliteetti ja valideetti toteutuvat. Toisin sanoen pyrkimyksenä tulisi olla oikean asian mittaaminen oikealla tavalla. Haasteena vaikuttavuuden mittaamisessa on standardisoinnin ja sääntelyn puute. So & Staskevicius (2015) argumentoivat, että yhteisten pelisääntöjen puuttuminen vaikuttavuuden mittaamiselle aiheuttaa riskin, jonka myötä vaikuttavuussijoittaminen on vaarassa muuttua ainoastaan markkinointityökaluksi kaupallisille sijoittajille. Vaikuttavuuden vertailu eri kohderyhmien ja ympäristöjen välillä on haastavaa (Kroeger & Weber 2014). Tämän vuoksi on muodostunut kasvava tarve vaikuttavuuden mittaamisen harmonisoinnille (Aalto Fellows 2019). Viime vuosina on kuitenkin alkanut vaikuttavuuden mittaamisen menetelmien yhteensovittaminen, josta vaikuttavuuden raportoinnin ja sijoittamisen standardit (IRIS) ja kansainvälinen vaikuttavuussijoittamisen arviointijärjestelmä (GIIRS) ovat hyviä esimerkkejä. Lisäksi sijoitetun pääoman sosiaalinen tuotto (SROI) on paljon käytetty menetelmä sosiaalisen tuoton mittaamiseen ja arvioimiseen.

### 3.2.1 IRIS (Impact Reporting and Investment Standards)

Kansainvälisen vaikuttavuussijoittamisen verkoston teettämän vuosittaisen tutkimuksen mukaan 49 % vaikuttavuussijoittajista hyödyntää sijoitustoiminnoissaan IRIS-viitekehystä (GIIN 2019). IRIS-viitekehysten eli vaikuttavuuden raportoinnin ja sijoittamisen standardit on rakentanut kansainvälisen vaikuttavuussijoittamisen verkosto. IRIS-viitekehys auttaa sijoittajia mittaamaan vaikuttavuustavoitteiden toteutumista. Vaikuttavuuden raportoinnin ja sijoittamisen standardit tarjoavat luotettavan ja vertailukelpoisen järjestelmän vaikuttavuuden arvioinnille. IRIS sisältää laajan kokoelman erilaisia mittareita, joiden avulla on mahdollista mitata sosiaalista, ympäristöllistä ja taloudellista suoriutumista. Tästä kokoelmasta kukin organisaatio voi valita tavoitteitaan vastaavat mittarit. (Reisman, Olazabal & Hoffman 2018)

Reisman ym. (2018) toteavat, että IRIS:n hyödyllisimpänä ja arvokkaimpana puolena on standardisointi, sen ollessa kuitenkin samanaikaisesti suurimman kritiikin lähde. Standardisointi ei mahdollista kunkin vaikuttavuusongelman vaatimaa räätälöintiä ja kontekstualisointia. Myös Glänzel & Scheuerle (2016) argumentoivat, että kyseinen mittaristo on usein aikaa kuluttava ja epäkäytännöllinen esimerkiksi sopimuksellisessa vaikuttavuussijoittamisessa. Toisaalta IRIS-viitekehys sisältää suuren määrän eri mittareita, joka tarjoaa mahdollisuuden vaikuttavuuden tarkkaan kuvaamiseen.

Sijoittajat ottavat aina riskin siitä, että valittu mittaristo ei onnistu todentamaan vaikuttavuuden toteutumista vaikuttavuusketjun mukaisesti. Saavutetut tulokset vaikuttavuuden mittarina sisältävät riskin siitä, että mittaristo ei vastaa tieteellisiä kriteerejä. Mittarit määrittävät vaikuttavuuden kokeilullisesta lähtökohdasta, jonka myötä pyritään todistamaan, että saavutetut tulokset ovat merkittävästi eroavaisia toiseksi parhaasta vaihtoehdosta, ja että ne johtuvat väliintulosta. Toisin sanoen on vaikea varmistua siitä, olisiko vaikutus toteutunut myös ilman suoritetun interventiota vai ei. (Clark, Emerson, Balandina, Katz, Milligan, Ruttman & Trelstad 2012)

### 3.2.2 GIIRS (Global Impact Investing Rating System)

IRIS-viitekehys tarjoaa lähtökohdan vaikuttavuussijoittamisen standardoinnille. Se toimii myös perustana kansainväliselle vaikuttavuussijoittamisen arviointijärjestelmälle (GIIRS), jonka on kehittänyt B Analytics. Arviointijärjestelmän käyttämä metodologia koostuu kolmesta eri osa-alueesta: yleisestä vaikuttavuuden ja liiketoimintamallin arvioinnista, toiminnan arvioinnista sekä rahastonhoitajan arvioinnista. (B Analytics, 2019) IRIS-mittariston yhtenä huonona puolena mainittiin aiemmin epäkäytännöllisyys liittyen esimerkiksi sopimuksellisiin vaikuttavuussijoituksiin. Tähän perustuen GIIRS voi tulevaisuudessa osoittautua hyödyllisemmäksi työkaluksi juurikin SIB-rahastojen kohdalla (Bergfeld ym. 2016).

Clarkin ym. 2012 mukaan GIIRS on vaikuttavuussijoitusten ”Morningstar”. Se tarjoaa vaikuttavuussijoituksille arvioinnin, antamalla niille luokituksen yhdestä viiteen tähteen. Arviointi perustuu kokonaisvaltaiseen käsitykseen yrityk-

sen tai rahaston vaikuttavuustoiminnasta ja sen suoriutumisesta. GIIRS mahdollistaa varteenotettavan vertailun ja avaintulosmittaristojen soveltamisen kunkin sijoituksen yhteydessä. GIIRS arviointijärjestelmän toimivuus perustuu sijoituskohteista kerättyyn dataan. GIIRS on siis hyvin riippuvainen siitä, onko sen keräämä data relevanttia, validia ja vertailtavaa. (Clark ym. 2012.) GIIRS arviointijärjestelmän huomattavin etu on siinä, että se tuottaa objektiivista ja standardoitua tietoa, joka on vertailtavaa ja läpinäkyvää (Jackson 2013). Huono puoli puolestaan on se, että GIIRS:n sisältämät eri osa-alueet ja niiden painotukset ovat huonosti muokattavissa (Kroeger & Weber 2016).

Tässä vaiheessa GIIRS soveltuu vielä parhaiten pääomasijoituksina tai lainanantona tehtyjen vaikuttavuussijoitusten arvioimiseen (Clarkin & Cangioni 2016). Bergfeld ym. (2016) kuitenkin esittävät, että jos GIIRS arviointijärjestelmää laajennettaisiin sisältämään SIB-rahastojen arviointi, se auttaisi SIB-rahastoja nousemaan helpommin lähestyttäväksi sijoituskohteeksi. Tässä piilee siis GIIRS:n potentiaali SIB-rahastojen arviointiin liittyen. Cooper ym. (2016) argumentoivat, että tulevaisuudessa voi mahdollisesti syntyä markkina sijoittajien ja hankehallinnoijien välisille sopimuksille.

### 3.2.3 SROI (Social Return on Investment)

Sijoitetun pääoman sosiaalinen tuotto (SROI) on tänä päivänä yksi käytetyimmistä laskentatoimen metodologioista kuvaamaan ja arvioimaan sosiaalista vaikuttavuutta. SROI:n avulla sovitetaan yhteen taloudellisia, sosiaalisia ja ympäristöllisiä periaatteita hyödyntämällä kustannus-hyötyanalyysimallia, joka perustuu nykyarvolaskentaan ja sekoitettuun arvoon. Vuosien saatossa SROI on kehittynyt puhtaasti rahamääräiseen arvottamiseen pyrkivästä laskentamenetelmästä kohti yleistettävissä olevaa viitekehystä, jota soveltamalla voidaan valita paras ja sopivin tapa käsitellä laskentakohteeseen liittyvää dataa. SROI on siis muuttunut menetelmästä periaatteelliseksi viitekehyykseksi, jonka taustalla on ymmärrys siitä, että yhä tarkempaan numeeriseen sosiaalisten vaikutusten kuvantamiseen pyrkineet mallit eivät ole kyenneet tarjoamaan vankkoja, standardoituja ja/tai vertailukelpoisia tuloksia. (Nicholls 2018)

Nicholls (2018) on kuvannut SROI-mallin 5 keskeisintä periaatetta:

- Sidosryhmien osallistaminen osaksi tulosten määrittelyä ja niiden merkityksen arviointia
- Muutosten merkitsevyyden ymmärtäminen tärkeimpien sidosryhmien kautta
- Sidosryhmille keskeisten asioiden arvioiminen
- Päätöksentekijöiden kannalta olennaisten asioiden sisällyttäminen
- Oman panoksen tunnistaminen ja kaksinkertaisuuden sekä yliarvioiden välttäminen



SROI perustuu tilivelvollisuuteen ja kustannus-hyötyanalyysiin, joiden kautta voidaan määrittää rahallisia arvoja sosiaalisille ja ympäristöllisille hyödyille. Näin kuvannetaan laajempaa yhteiskunnallista arvonluontia. Esimerkiksi suhdeluku 3:1 indikoi, että 1 € sijoitus on aikaansaanut 3 € edestä sosiaalista arvoa. (Millar & Hall 2013)

$$\frac{\text{Hyötyjen nettohyötyarvo}}{\text{Sijoituksen nettohyötyarvo}}, \text{ (Millar \& Hall 2013)}$$

Kustannus-hyötyanalyysiin perustuen SROI:lla voidaan arvottaa erilaisia vaikutuksia ja vertailla niitä kustannuksiin sekä hyötyihin perustuen. Näin ollen voidaan arvioida suunnitellun tai tehdyn intervention suotuisuutta rahamääräisessä muodossa. (Millar & Hall 2013)

SROI:n keskeisimpänä käytännön haasteena nähdään, että organisaatioiden on usein hankala sovittaa sitä osaksi suoriutumisen mittaamista. Tämä johtuu osaltaan asenteista ja ideologisista tekijöistä, mutta myöskin siitä, että SROI on hyvin aikaa vievä ja resursseja kuluttava menetelmä. Näin ollen, mikäli organisaatioissa ei pystytä näyttämään toteen SROI:lla lasketun vaikuttavuuden merkittävyyttä ja toteutumista, nähdään menetelmä monesti irrelevanttina. (Millar & Hall 2013.) Toisaalta, SROI on kansainvälisesti tunnustettu menetelmä, jossa piilee suurta potentiaalia sosiaalisen vaikuttavuuden tarkkaan kuvaamiseen. Tämä edellyttää kuitenkin sidosryhmien osallistamista ja ymmärrystä SROI:hin liittyvistä käytännöistä (Nicholls 2018).

## 4 AINEISTO JA MENETELMÄ

### 4.1 Aineiston keruu

Tässä pro gradu -tutkielmassa tutkimusmenetelmä on kvalitatiivinen eli laadullinen. Laadullisessa tutkimuksessa keskitytään tutkittavan ilmiön syvälliseen ymmärtämiseen, mutta laadulliselle tutkimukselle on ominaista, että tutkittavia tapauksia on vain muutama. (Eskola & Suoranta 1998, 18.) Laadullisella tutkimuksella yritetään syventyä ihmisten kokemaan todelliseen maailmaan, jolloin ollaan kiinnostuneita ihmisten käyttäytymisestä ja mielipiteistä (Alasuutari 2011, 69). Laadullinen tutkimus eroaa tietyissä suhteissa määrällisestä tutkimuksesta. Laadullisessa analyysissä aineistoa tarkastellaan kokonaisuutena; pyrkimyksenä kuvata tämän tietyn sisäisesti loogisen kokonaisuuden rakennetta. Vaikkakin aineisto koostuisi erillisistä tutkimusyksiköistä kuten yksilöhaastatteluista, niin argumentaatio ei ole suoraan perusteltavissa havainnollistamalla näiden yksikköjen eroja eri muuttujien suhteen. Laadullisessa tutkimuksessa otantakoko saattaa olla ajoittain hyvinkin pieni, jonka vuoksi tilastollinen argumentaatio voi olla hankalaa. Kuten sanottua, kvalitatiivisen tutkimuksen perimmäisenä ideana on muodostaa kokonaisvaltainen kuva tutkittavasta ilmiöstä. Kvalitatiivisessa analyysissä kaikki luotettaviksi katsotut seikat tulee kyetä selittämään niin, etteivät ne ole ristiriidassa esitettyjen tuloksien kanssa. (Alasuutari 2011, 30)

Laadullisessa tutkimuksessa huomionarvoista on, että sillä ei pyritä tai edes pystytään tuottamaan kovin yleistettävää tietoa. Laadullisessa tutkimuksessa yleistettävyyden ongelmaan pyritään vastaamaan pelkistämällä ja yhdistämällä tehtyjä havaintoja. Näin voidaan näyttää toteen pyrkimys siitä, että tutkittavaa ilmiötä tarkastellaan yksittäistapausta yleisemmällä tasolla. Toisin sanoen kysymys on myös tulosten suhteuttamisesta ja erittelystä. Tutkittavaa aineistoa tulisi käsitellä siten, että saadaan muodostettua käsitys yksittäistä kysymysvastausta laajemmasta ilmiöstä, jonka perusteella voidaan vetää johtopäätöksiä tutkittavasta ilmiöstä ihmisten kokeman todellisen maailman ja kokemusten perusteella. Laadullisessa tutkimuksessa siis aina selittävästi kerrotaan muustakin, kuin taupauskohtaisesti analysoidusta informaatiosta. (Alasuutari 2011, 180-194)

Empiiristä aineistoa vaikuttavuussijoittamisesta ja SIB-rahastoista on hankittu tämän tutkimuksen yhteydessä tehdyillä yksilöhaastatteluilla. Haastattelu aineistonkeruumenetelmänä on yksi käytetyimmistä tavoista kerätä aineistoa laadullista tutkimusta varten. Haastattelusta mielekkään metodin tekee erityisesti se, että se tuo tutkimuksen lähemmäksi arkisia käytäntöjä. Haastattelu perustuu kielelliseen vuorovaikutukseen, jolloin tutkijan on helppo lähestyä tutkittavaa ilmiötä, kuten haastateltavat ihmiset sitä ymmärtävät. Näin tutkija pääsee myös käsiksi merkityksiin, joita haastateltavat kokemuksilleen antavat. Vapaa- muotoinen haastattelu paljastaa mahdollisesti asioita, joita muilla tavoin voisi olla hankala saada selville. (Hirsjärvi & Hurme 2008, 11)

Tässä tutkimuksessa kerättiin rajallinen määrä aineistoa siten, että lopullinen aineisto sisälsi riittävän määrän informaatiota, jonka perusteella arvioida, mitkä asiat ovat tyypillisiä vaikuttavuussijoittajille ja miten nämä suhteutuvat SIB-rahastoihin. Hankittua aineistoa vertailtiin aiemmin esiintyneeseen kirjallisuuteen, tutkimustuloksiin ja teorioihin. Aineisto siis hankittiin haastatteluilla, jota varten potentiaaliin haastateltaviin oltiin yhteydessä sähköpostitse. Potentiaaliset haastateltavat löydettiin pitkälti julkisen informaation pohjalta, jota vaikuttavuussijoittamisesta ja SIB-rahastoista on saatavilla. Haastattelut toteutettiin osaksi kasvotusten ja osaksi Skypen välityksellä ja ne nauhoitettiin ääninauhurilla, jonka jälkeen haastattelut lähetettiin ulkoiselle palveluntarjoajalle litteroitavaksi. Haastateltavaksi valikoitui vaikuttavuussijoittamiseen perehtyneitä henkilöitä, joista osa on ollut organisaationsa kautta mukana sijoittamassa Suomessa vireillä oleviin SIB-rahastoihin. Haastattelut toteutettiin puolistrukturoituina teemahaastatteluina, joka tutkimusmenetelmänä sopii erinomaisesti tilanteisiin, jossa haastateltavalta edellytetään kattavia vastauksia valittuihin ja kohdennettuihin aihepiireihin.

Puolistrukturoitua haastattelua pidetään lomakehaastattelun ja strukturoimattoman haastattelun välimuotona, jossa kysymykset ovat kaikille samat, mutta vastausvaihtoehdoja ei ole rajattu. Puolistrukturoidun haastattelun etuna on etenkin se, että haastateltaville voidaan tarvittaessa esittää etukäteen suunniteltujen kysymysten lisäksi aihepiiriä tarkentavia kysymyksiä. Puolistrukturoitu haastattelumuoto mahdollistaa siis joustavuuden, jolloin voidaan keskittyä vastaajan erityiseen osaamisalueeseen, johon hän voi vastata täysin vapaasti omin sanoin. (Brinkmann 2013, 21.) Teemahaastattelu puolestaan viittaa siihen, että haastattelu on kohdennettu koskettamaan tiettyjä teema-alueita. Teemahaastattelu perustuu oletukselle, että kaikkia haastateltavan uskomuksia, ajatuksia, kokemuksia ja tunteita voidaan havainnoida. Puolistrukturoidussa teemahaastattelussa teema-alueet ovat kaikille samat, mutta samalla siinä annetaan mahdollisuus hieman vapaampaan kysymysten asetteluun haastattelukohtaisesti. (Hirsjärvi & Hurme 2008, 47-48.) Tämän tutkimuksen yhteydessä haastattelut toteutettiin niin, että kaikki haastattelut pohjautuivat samaan teema-alueittain suunniteltuun haastattelurunkoon. Teema-alueiden sisällä oli vakioidut kysymykset, joilla tähdättiin löytämään vastauksia kappaleessa 1.2 eriteltyihin aihekokonaisuuksiin. Haastattelutilanteet olivat kuitenkin hyvin yksilöllisiä, joka johti siihen, että keskustelu soljui eri haastatteluissa eri teema-alueiden ympärillä. Kaikkien haastatteluiden kohdalla onnistuttiin kuitenkin haluttujen teema-alueiden läpikäynnissä, ja erilaiset haastattelutilanteet toivat monimuotoista näkökulmaa tutkimukseen.

Tutkimuksen pääasiallisena lähtökohtana on tuottaa mahdollisimman objektiivista ja luotettavaa tietoa kohdeilmiöstä. Laadullisessa tutkimuksessa tutkijan asema onkin korostunut, sillä tutkija voi melko vapaasti päättää tutkimuksen suunnittelusta ja toteutuksesta. Objektiivisuuteen päästäkseen tutkijan olisi kyettävä kuvaamaan ilmiötä ulkopuolisen näkökulmasta. Tällöin tutkijan on pysyttävä suodattamaan pois omat uskomukset ja asenteensa parhaansa mukaan. (Eskola & Suoranta 1998, 17.) Tässä tutkimuksessa objektiivisuuden toteutumista

helpottaa eniten se, että tutkija on täysin riippumaton haastateltavista ja heidän edustamistaan organisaatioista. Luotettavuustavoitteeseen päästäkseen tutkijan on pohdittava tutkimuksen kohdetta, tarkoitusta ja motiivia. Myös menetelmällisillä valinnoilla on suuri merkitys tutkimuksen luotettavuuteen. Evidenttejä ulottuvuuksia ovat esimerkiksi haastateltavien määrä ja haastateltavien valinta-perusteet (Tuomi & Sarajärvi 2018, 122-124). Luotettavuuteen kytkeytyy osaltaan myös hyvään tieteelliseen käytäntöön liittyvät eettiset kysymykset kuten anonymiteetti, josta tulee pitää huolta (Tuomi & Sarajärvi 2018, 113-114). Tässä tutkimuksessa haastateltavien henkilöiden ja organisaatioiden nimet ja muut tunnistettavat tiedot on tarkoitus pitää salassa. Näin pyritään varmistamaan, että tutkimuseettiset periaatteet toteutuvat.

<b>Haastatteluiden teemat</b>	<b>Kuvaus</b>
<b>Vaikuttavuussijoittaminen</b>	Tarkoitus muodostaa käsitys siitä, miten vaikuttavuussijoittaminen nähdään haastateltavan organisaatiossa.
<b>Vaikuttavuussijoittajan tavoitteet ja motiivit</b>	Edellä muodostetun käsityksen perusteella peilataan haastateltavan käsitystä vaikuttavuussijoittamisesta heitä ohjaaviin tavoitteisiin ja motiiveihin.
<b>SIB-Rahastot sijoitusinstrumenttina</b>	Perehdytään yksityiskohtaisemmin SIB-rahastoihin sijoitusinstrumenttina. Keskustellaan, mitä ajatuksia tulospohjainen malli herättää sijoittajissa, miten sijoittajat näkevät riski-tuotto-suhteen SIB-rahastoissa, sekä missä roolissa sopimuksenteko on rahastoihin liityttäessä.
<b>SIB-Rahastojen suoriutumisen mittaaminen</b>	Päämääränä on yrittää saada selville, mikä on laskentatoimen rooli sijoitusprosessissa, miten rahastojen suoriutumista seurataan ja mitä mittaristoja seurantaan käytetään. Lisäksi keskustellaan vaikuttavuudesta ja sen mahdollisista mittaustavoista.
<b>SIB-Rahastojen kiinnostavuus sijoituskohteena</b>	Lopuksi tiivistetään yhteen ne tekijät, jotka ovat johtaneet päätökseen sijoittaa tai jättää sijoittamatta SIB-rahastoon. Sijoittajilta tiedustellaan myös SIB-rahastojen sisältämiä mahdollisuuksia sekä haasteita.

Taulukko 2: Haastatteluiden teemat

Empiirinen aineisto SIB-rahastoista vaikuttavuussijoittamisen instrumenttina kerättiin yksilöllisillä teemahaastatteluilla. Vaikuttavuussijoittamiseen erikoistuneita organisaatioita on Suomessa vielä melko rajallinen määrä. Kerätty otos sisältää yhden henkilön kuudesta eri organisaatiosta. Haastatteluihin valitut henkilöt ovat joko suoraan tekemässä vaikuttavuussijoituksia organisaationsa kautta tai sitten he omaavat kokemusta SIB-rahastojen rakentamis- ja/tai tilaamisfunktiosta. Kaikkia haastateltuja voi kuitenkin kuvailla vaikuttavuussijoittamisen ammattilaisiksi. Henkilöt valittiin eliittiotannalla, eli kohderyhmään on valittu henkilöitä, jotka ovat tutkimuksen kannalta sopivia tietolähteitä, ja joilla oletettavasti on parhaita ja tuoreinta tietoa tutkittavasta ilmiöstä (Tuomi & Sarajarvi 2018, 74). Haastattelupyyntöjä lähetettiin yhteensä kymmenelle eri henkilölle eri organisaatioista, joista kuudesta saatiin myöntävä vastaus haastattelupyyntöön.

Kvalitatiivisen tutkimuksen yhteydessä tutkijan tulee miettiä aineiston merkittävyyttä, riittävyttä, kattavuutta, arvioitavuutta ja toistettavuutta. Merkittävyyttä varten on oleellista pohtia haastateltavien sopivuutta. Kaikki haastateltavat ovat työskennelleet vaikuttavuussijoittamisen tai SIB-rahastojen parissa. Haastateltuja voi siten pitää pätevinä tietolähteinä. Kenenkään haastateltavan osaamista ei ollut syytä epäillä, sillä kaikki omasivat pitkän koulutus- ja työhistorian tutkimukseen sopivilta aloilta. Aineistoa voi kuvata kylläiseksi silloin, kun se on riittävä. Aineisto kylläntyy, kun tehty haastattelu ei tuo enää lisää informaatiota tai uusia näkökulmia verrattuna jo kerättyyn aineistoon. Tämän tutkimuksen kohdalla kuusi haastattelua nähtiin sopivaksi määräksi. Tutkimusaihe oli tarkasti rajattu, jonka takia jo kuusi haastattelua riitti tuottamaan tarpeeksi informaatiota sekä erilaisia näkökulmia aihealueesta. Aineiston kattavuudella viitataan siihen, että tulkinnat eivät perustuisi vain satunnaisiin poimintoihin. Arvioitavuus voidaan puolestaan varmistaa siten, että tutkimuksen kulku pidetään mahdollisimman läpinäkyvänä ja avoimena. Näin ollen analyysiosiossa pyritään mahdollisimman tarkasti läpikäymään tutkimuksen kannalta oleelliset asiat. Aineiston toistettavuus kytkeytyy siihen, että tutkijasta riippumatta päädytään samaan lopputulokseen luokittelu- ja tulkintasäännöstenä noudattamalla. (Mäkelä 1990 47-53)

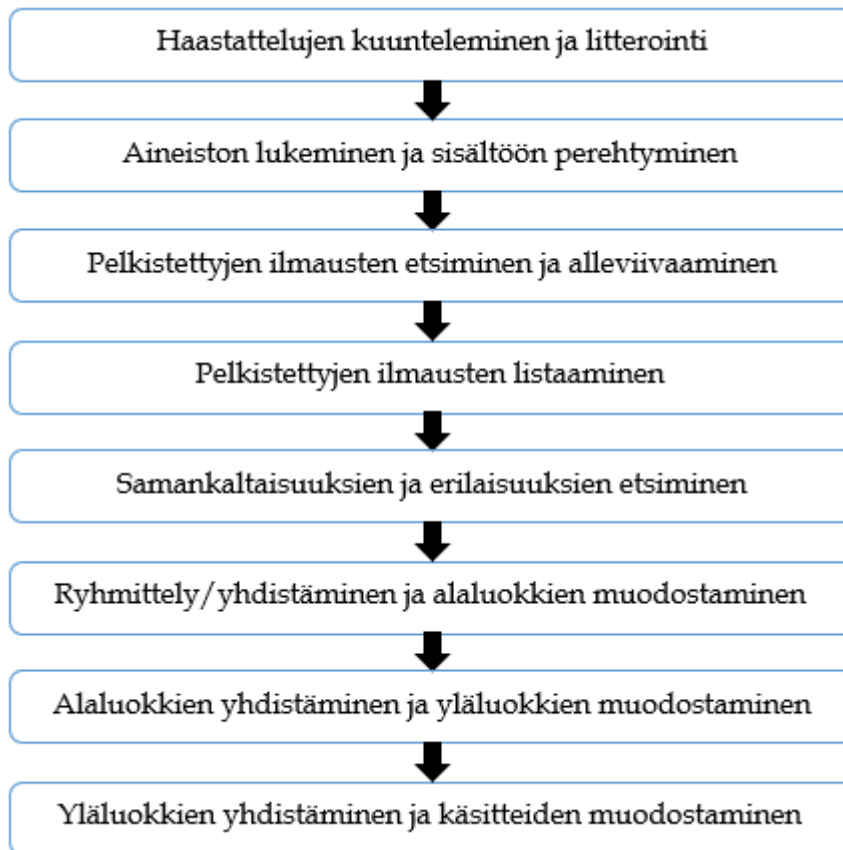
## 4.2 Aineiston analysointi

Sisällönanalyysi on useissa tutkimuksissa käytetty tiedon analysointimenetelmä, jossa pyritään tekemään päteviä tulkintoja kerätystä aineistosta hyödyntäen erilaisia menettelytapoja tiedon prosessointiin (Weber 1990, 9). Sisällönanalyysin tarkoituksena on olennaisen ja tärkeän sisällön tiivistäminen. Sisällönanalyysia voi toteuttaa eri tavoin. Tässä tutkimuksessa luonnolliseksi lähestymistavaksi valikoitui teemoittelu, sillä tehdyt yksilöhaastattelut oli toteutettu teema-alueittain. Teemoittelun avulla vertaillaan valittujen teemojen esiintymistä ja ilmenemistä aineistossa. Sen avulla voidaan poimia keskeiset aiheet ja erotella siitä tutkimus-

ongelman kannalta merkitykselliset osat. Sisällönanalyysin onnistuminen teemoittelua hyödyntäen edellyttää, että teoria ja empiria lomittuvat ja ovat vuorovaikutuksissa keskenään. (Eskola & Suoranta 1998, 126)

Sisällönanalyysiä voidaan toteuttaa aineisto- tai teorialähtöisesti tai teoriasidonnaisesti. Aineistolähtöisessä tutkimuksessa paino on nimensä mukaisesti aineistossa, tarkoittaen sitä, että tutkimuksen teoria rakennetaan lähtökohtaisesti aineiston perusteella. Edellä kuvattu tutkimusote on induktiivinen, joka tarkoittaa sitä, että yksittäisistä havainnoista edetään yleisempiin väittämiin. (Eskola & Suoranta 1998, 83.) Teorialähtöisessä tutkimuksessa aineiston analyysi perustuu olemassa olevaan teoriaan tai tutkimusmalliin. Teorialähtöistä tutkimusotetta kutsutaan deduktiiviseksi analysointitavaksi. Siinä pyritään yleensä todistamaan jonkin teorian tai väittämän toimivuus tai paikkansapitävyys, eli induktiiviselle tutkimusotteelle vastakkaisesti päättelyketju etenee yleisestä väittämästä yksittäiseen havaintoon. (Tuomi & Sarajärvi 2018, 80-84.) Aineisto- ja teorialähtöisen sisällönanalyysin väliin jää niin kutsuttu teoriasidonnainen tutkimusanalyysi. Teoriasidonnaisessa tutkimuksessa aineiston analyysi ei jää pelkästään teorian varaan, mutta yhteydet teoriaan ovat havaittavissa. Teoriasidonnaista tutkimusotetta kutsutaan abduktiiviseksi, jossa tarkoituksena on etsiä teoriasta tukea tehdyille tulkinnoille. (Tuomi & Sarajärvi 2018, 82.) Yleisesti ottaen aineiston ja teorian suhde tässä tutkielmassa sijoittuu induktiivisen ja abduktiivisen välimaastoon. Teoriaperustaa on muodostettu aiempien tutkimuksien ja kirjallisuuden perusteella, mutta teoreettinen viitekehys on hyvin hatara kuvattavien ilmiöiden tuoreuden vuoksi. Analyysiä tehdään kuitenkin teoriasidonnaisesti. Aineiston ja teorian vuoropuhelua pyritään siis ylläpitämään tutkimuksen taustalla.

Sisällönanalyysi koostuu Milesin ja Hubermanin (1994) mukaan kolmesta vaiheesta: aineiston pelkistämisestä, ryhmittelystä ja käsitteellistämisestä. Nämä vaiheet käsittävät esimerkiksi aineistoon tutustumisen, purkamisen ja koodaamisen sekä erilaisten kategorioiden muodostamisen ja niiden välisten linkitysten tulkitsemisen (Tuomi & Sarajärvi 2018, 91). Alasuutari (2011) puolestaan esittää yksinkertaisemmin laadullisen analyysin olevan kaksivaiheinen prosessi, jossa havainnot pelkistetään ja arvoitus ratkaistaan. Sisällönanalyysillä on tarkoitus pelkistää kohdeilmiö sitä kuvantaviksi esimerkeiksi ja havainnoiksi, joilla on yhteisiä piirteitä. Tämän jälkeen havainnot selittävästi tulkitaan ja niiden perusteella koitetaan muodostaa esimerkiksi kohdeilmiöön liittyviä kausaalisuhteita. Samalla myöskin suhteutetaan havainnot teoreettiseen viitekehykseen. (Alasuutari 2011, 26-27)



Kuvio 8: Aineistolähtöisen sisällönanalyysin eteneminen (Tuomi & Sarajärvi 2018, 92)

Kuviossa 8 on havainnollistettu aineistolähtöisen sisällönanalyysin kulku. Analyysi alkaa haastattelujen litteroinnista, joka tämän tutkimuksen yhteydessä tapahtui ulkoisen palveluntarjoajan toimesta. Kun haastattelut oli saatu litterointipalvelusta, aloitettiin sisältöön perehtyminen. Sisältöön perehtymisen yhteydessä on olennaista löytää ja listata tutkimukselle merkitykselliset pelkistetyt ilmaukset. Pelkistettyjen ilmauksien avulla voidaan nostaa esiin aineistosta ilmenviä samankaltaisuuksia ja eroavaisuuksia. Pelkistäminen ei tarkoita ainoastaan olennaisten asioiden löytämistä, vaan myöskin epäolennaisten tekstikatkelmien suodattamista pois aineistosta. Tällöin puhutaankin aineiston tiivistämisestä ja pilkkomisesta. (Tuomi & Sarajärvi 2018, 92.) Aineistoa käsiteltiin systemaattisesti hyödyntäen tekstinkäsittelyohjelmia sekä taulukointia. Näin pyrittiin kategorisoimaan aineistosta ilmenviä samankaltaisuuksia ja eroavaisuuksia eri teema-alueiden sisällä. Kategorisoinnilla viitataan aineiston ryhmittelyyn ja yhdistelyyn, joiden perusteella muodostetaan samaa ilmiötä kuvaavat alaluokat. Aineistolähtöisessä sisällönanalyysissä luokittelua jatketaan siten, että alaluokkien perusteella muodostetaan edelleen yläluokat ja niille pääluokat eli käsitteet. (Tuomi & Sarajärvi 2018, 92-94.) Tämän tutkimuksen kannalta merkityksellinen, eli teoriasidonnainen sisällönanalyysi ei lähtökohtaisesti eroa aineistolähtöisestä sisällönanalyysistä. Se etenee samoilla ehdoilla kuin edellä on kuvattu. Ero syntyy kuitenkin käsitteellistämisen yhteydessä. Aineistolähtöisessä sisällönanalyysissä käsitteet luodaan aineistosta, kun taas teoriasidonnaisessa sisällönanalyysissä

olennaiset käsitteet ovat jo etukäteen tiedossa. Näin ollen yläluokkia ja käsitteitä ei tarvitse muodostaa aineistosta, vaan ne tuodaan teoriaviitekehystä, joihin aineistosta luokiteltuja pelkistettyjä havaintoja peilataan (Tuomi & Sarajärvi 2018, 98)

Sisällönanalyysin keskeiset haasteet nivoutuvat aineiston luokittelun johdonmukaisuuteen ja luotettavuuteen. On tärkeää, että tutkija kykenee erottelemaan samankaltaisuudet ja erilaisuudet aineistosta riippumatta käytetyistä sanamuodoista, määritelmistä ja koodaustekniikoista. Luotettavuuden kohdalla korostuu kolme asiaa: pysyvyys, toistettavuus ja tarkkuus. Pysyvyydellä tarkoitetaan sitä, missä määrin sisällönanalyysin tulokset ovat muuttumattomia ajan myötä. Epäjohdonmukaisuudet kielivät siitä, että tulokset eivät ole luotettavia. Epäjohdonmukaisuudet voivat johtua esimerkiksi koodaussääntöjen epäselvyydestä, tekstin epäselvyydestä tai inhimillisestä koodausvirheestä. Toistettavuus viittaa siihen tuottaako sisällönanalyysi samoja tuloksia, kun samaa tekstiä koodataan useamman kerran esimerkiksi eri tutkijan toimesta. Toistettavuus on sisällönanalyysin vähimmäisstandardi, sillä pysyvyys indikoi yksittäisen tutkimustuloksen johdonmukaisuudesta, kun taas toistettavuus kielii tutkimustulosten yleistettävyydestä. Tarkkuus tarkoittaa sitä, vastaako tutkimustulos standardia tai normia. Kyse on siis siitä, onnistuuko tutkija järjestelmällisesti analysimaan aineistoa siten, ettei analysoinnissa tapahdu virheitä. (Krippendorf 1980, 130-154.) Tämän lisäksi haasteena on validiteetti, eli kerätyn aineiston pätevyyteen liittyvät ulottuvuudet. Validiteetin kohdalla on kysymys siitä, onnistuutaanko valitulla aineiston luokittelulla arvioimaan haluttua asiaa. Validiteetin kohdalla keskeisinä kysymyksinä on, onko tutkimus pätevä, onko se perustavanlaatuisesti tehty ja ovatko saatujen tulosten perusteella tehdyt päätelmät oikeita (Weber 1990, 15).

Luotettavuusongelmaan vastattiin tämän tutkimuksen yhteydessä järjestelmällisillä työskentelytekniikoilla ja huolellisesti noudatetuilla koodaussäännöstöillä. Koodaussäännöstöjen noudattamisella viitataan siihen, että pelkistettyjä ilmauksia muodostettiin niin, että ne kuvasivat parhaalla mahdollisella tavalla haluttua asiaa, ja että samaa tarkoittavat ilmaukset pystyttiin tunnistamaan. Litteroidusta aineistosta Excel-taulukoitiin teema-alueittain pelkistettyjä ilmauksia, joiden perusteella aineistoa ryhmiteltiin ja luokiteltiin. Systemaattisten työskentelymetodien lisäksi aineistoa analysoidessa noudatettiin varovaista, huolellista ja objektiivista tutkimusotetta. Tutkimuksen validiteettia mietittäessä on Eskolan ja Suorannan (1998, 210-211) mukaan keskeistä, että tutkija kykenee ottamaan huomioon avoimen subjektiviteettinsa. Toisin sanoen tutkijan tulee ymmärtää omien tekojensa, sanavalintojensa ja tulkintojensa vaikutukset tutkimukseen.



## 5 TUTKIMUKSEN TULOKSET

### 5.1 Yleistä

Tutkimukseen haastateltiin kuutta vaikuttavuussijoittamisen ammattilaista, jotka tunsivat entuudestaan vaikuttavuussijoittamisen suomalaisen ekosysteemin sekä SIB-rahastojen peruseriaatteet. Kaikki haastateltavat esittivät hyvin vapaasti näkemyksiään ja kokemuksiaan vaikuttavuussijoittamisesta ja SIB-rahastoista, niiden nykytilasta sekä tulevaisuudesta. Tulokset esitetään niin, ettei yksittäistä haastateltavaa tai hänen edustamaansa organisaatiota kyetä tunnistamaan vastausten perusteella. Litteroitua aineistoa on säilytetty luottamuksella. Haastatteluista esitetään lyhyitä katkelmia, joilla perustellaan saatuja tuloksia. Taulukossa 3 on esitelty ja nimetty haastateltavat kirjaimin A-F. Ainoana tietona haastatteluista esitetään heidän ylin koulutustasonsa. Haastateltujen henkilöiden työkokemuksesta ei tunnistettavuuden vuoksi kerrota tarkemmin. Yleisesti voidaan todeta, että kaikki haastateltavat ovat työskennelleet useita vuosia tai jopa vuosikymmeniä esimerkiksi pankkiliiketoiminnan tai sijoittamisen parissa.

Haastateltavat (A-F)	Koulutus	Haastattelun kesto
A	KTM	29 min
B	TkT	45 min
C	TkT	40 min
D	KTM	45 min
E	VTM	49 min
F	KTM	36 min

Taulukko 3: Tutkimushaastattelut

### 5.2 Vaikuttavuussijoittaminen sijoittajien näkökulmasta

Kappaleessa 2.1 on kirjallisuuden perusteella yritetty määrittää vaikuttavuussijoittamisen käsitettä. Muun muassa Höchstädterin & Scheckin (2015) mukaan vaikuttavuussijoittaminen määrittyy olennaisilta osin kahden ulottuvuuden ympärille, jotka ovat taloudellinen tuotto sekä mitattava vaikuttavuus. Kaikki kuusi haastateltua määrittelivät käsitteen omatoimisesti juurikin näiden kahden ulottuvuuden ympärille.

A: Vaikuttavuussijoittaminen on mun mielest sitä, että tuoton lisäksi saadaan aikaseks jotain mitattavaa vaikuttavuutta. Yhteiskunnallista vaikuttavuutta tai sitä mä lasken vielä et myös tämmöstä ympäristön vaikuttavuutta aikaseks.

B: Vaikuttavuussijoittaminen on sijoittamista, jossa on kaks tavoitetta. Toinen on se, että sijoitus tuottaa tuottoa, eli ei oo puhe hyväntekeväisyydestä. Että se on tärkeä

elementti tässä, että pyritään rakentamaan instrumentteja, jotka tuo sijoittajille tuoton, joka tavallaan myös heijastaa osittain sitä riskiä. Sitten toinen on mitattava vaikuttavuus.

C: Se on helppo kuvata semmosella kiteytyksellä, joka aika yleisesti on nykyään käytössä, että vaikuttavuussijoittaminen on sijoittamista, jossa taloudellisen tuoton ohella tavoitellaan joko ympäristöön tai yhteiskuntaan kohdistuvaa hyvää. Eli sillä tavalla tehdään tuottoa ja hyvää. Siinä mielessä sitä ei pidä sotkea hyväntekeväisyyteen, mikä usein saattaa tapahtua, tosin vähemmän ja vähemmän nykyään, mutta koska siinä nimenomaan periaatteena on, että tuotosta ei tingitä. Mutta lähetään tavoittelemaan sitä tuoton tekemistä sellaisissa kohteissa, jotka samalla sen sijoituskohteen toiminnan kautta synnyttää positiivisia välillisiä vaikutuksia tai suoria vaikutuksia ympäröivään yhteiskuntaan. On se sit luontoon tai ympäristöön, yhteiskuntaan, ihmisten hyvinvointiin, terveyteen ja niin pois päin.

D: Vaikuttavuussijoittaminen on käsitteenä aika selkee, eli taloudellisen tuoton lisäksi sijoittaja tavoittelee tietoisesti yhteiskunnallista tai ympäristöllistä hyvää tai vaikuttavuutta sille sijoitukselle.

E: Se on sellasta sijoittamista, jossa, no mä voisin lähteä liikkeelle sellasesta janasta, jossa toisessa ääripäässä on hyväntekeväisyys ja toisessa ääripäässä on sitten tällainen perinteinen tuottohakuinen sijoittaminen. Ja vaikuttavuussijoittaminen osuu tällä janalla suurin piirtein sinne puoliväliin sillä tavalla, että vaikuttavuussijoittaminen ei lähde liikkeelle tuottokärki edellä, vaan ne instituutiot tai sijoittajat ylipäänsä, jotka vaikuttavuussijoittamiseen haluaa rahojaan laittaa likoon, niin heille se vaikuttavuus, joka yleensä tarkoittaa jotenkin määritellyn yhteisen hyvän tavoittelua, on se ensisijainen motiivi lähteä siihen mukaan. Ja vaikuttavuussijoittaminen on sellasta toimintaa, jossa tää mitattava yhteinen hyvä yhdistetään rahalliseen, taloudelliseen tuottoon.

F: Se on sellasta sijoittamista, jossa tuottojen rinnalla haetaan myös positiivisia mitattavia yhteiskunnallisia vaikutuksia, ja ehkä nimenomaan positiivisia vaikutuksia just joko ympäristöön tai sosiaaliseen hyvinvointiin. Et pelkästään taloudelliset positiiviset vaikutukset nyt ei ehkä riitä vaikuttavuussijoittamiseen... Ehkä sit myös niiden vaikutusten lisäksi niin sit myös sen pitäis olla vastuullista, että se vaikuttavuus saavutetaan vastuullisesti, eli et ei saavuteta vaikka positiivisia vaikutuksia vaikka ympäristöön sitten sosiaalisen hyvinvoinnin kustannuksella.

Haastatelluilla oli siis hyvin iskostunut ja kirjallisuutta mukaileva käsitys siitä, että vaikuttavuussijoittamiseen liittyy kiinteästi sekä taloudellisen tuoton odottaminen, että mitattavan vaikuttavuuden toteutuminen. Kuten kappaleessa 2 on kuvattu, niin vaikuttavuussijoittajilla on erilaisia tavoitteita. Haastatteluista olikin tietyllä tasolla aistittavissa, että haastateltavien erilaiset tarkoitusperät heijastuivat tietyiltä osin siihen, miten taloudellisen tuoton suhde tavoiteltuun vaikuttavuuteen näyttäytyi haastateltujen silmissä. Osa sijoittajista tavoittelee ja painottaa aitoa vaikuttavuutta, jolloin taustalla on vahva sijoitusmissio. Osa puolestaan tekee vaikuttavuussijoituksia täyttääkseen lupaukset yrityksen yhteiskuntavastuusta. Lisäksi on täysin kaupallisia sijoittajia, jotka odottavat sijoitukseltaan mitattua vaikuttavuutta sekä markkinatuottoa.

B: Meillä on sijoittajina hyvin eri tyyppisiä sijoittajia. Meillä on suurimpana sijoittajana AAA, joka on täysin ammattimainen sijoittaja. Sitten BBB myös erittäin ammattimainen sijoittaja, jolle tuotto on varmasti yks tärkeä parametri tässä. Sitten meillä on tällomaisia firmoja niin kuin CCC ja DDD, jotka on sijoittanut enemmän yrityksen yhteiskuntavastuupolitiikan ajamina, jossa tuotto ja vaikuttavuus varmaan käy käsi kädessä. Sitten on tällomaisia enemmän missiovetosia niin kuin EEE, jolle tärkeintä on

varmasti se vaikuttavuus. FFF, jolle varmaan tuotto ja vaikuttavuus on molemmat tärkeitä. Ja sitten on järjestöjä ja yksityishenkilöitä, joilla se sitten vähän varmasti riippuu sijoittajasta, et miten ne painottaa näitten kahen asian tärkeyttä. Että siellä on erilaisia draivereita, mutta oleellista on se, että kaikille sijoittajille nää molemmat elementit on tärkeitä.

E: Kun tosiaan se vaikuttavuussijoittaja ei lähde pelkästään tuotto edellä siihen hankkeeseen, vaan yhteiskunnallinen vaikuttavuus ja sen mahdollisimman luotettava todentaminen, mittaaminen on äärimmäisen tärkeitä, että siihen kiinnitetään huomiota. Ja jos se saavutetaan, niin silloin sijoittajalle riittää, että hän saa rahansa pois ja siihen päälle muutaman prosentin tuoton niin se on ikään ku riittävä ja hyvä paketti.

A: XXX:ssa on semmonen voitonjakolupaus, jossa kymmenen prosenttia tuotosta annetaan lahjotuksina tai sitten yhteiskuntaa hyödyttävänä sijoituksina eteenpäin. Niin tää on meidän mielest semmonen yhteiskuntaa hyödyttävä sijoitus ja halutaan olla täs semmonen edelläkävijä, joka auttaa tätä SIB-mallia eteenpäin. Tai ainaki testaa sitä.

D: Yleisellä tasolla, meillä on vaikuttavuussijoituksille sama tuottotavoite, ku muillekin sijoitustuotteille, eli me ei olla valmiita niin sanotusti trade-offaamaan sitä vaikuttavuutta tuoton kustannuksella.

F: No taloudellisista tavoitteista, niin ollaan itse asias saatu asiakaskunnalta hyvin selkeitä palautetta...et sijoittajia kyllä tosi paljon kiinnostaa vaikuttavuussijoittaminen, niin kauan kunnes se ei mee hyväntekeväisyyden puolelle. Eli tavallaan se on meidän asiakkaille tosi tärkeitä, että se on sijoittamista. Ja sit ollaan myös tehty jotain asiakastutkimuksia yksityisasiakaskentässä ja sielt tulee hyvin samantyyppinen viesti, että tuottojen pitää olla kilpailukykyisiä. Ei välttämättä ihan yks yhteen kaiken muun kanssa, mut et täytyy olla kilpailukykyisiä, et se kiinnostaa asiakkaita. Ja sitten taas vaikuttavuustavoitteiden osalta et meil on tietyt noi YK:n kestävän kehityksen tavoitteet, mihin sitten pyritään... täs on sitten teemat eli uusiutuva energia, vastuullinen rahoittaminen ja kestävä maatalous.

Tässä vaiheessa on olennaista muistaa, että vaikuttavuussijoittamista voi tehdä monella tapaa. SIB-rahastot ovat yksi vaikuttavuussijoittamisen instrumenteista, ja niillä onkin Suomessa ollut iso rooli vaikuttavuussijoittamisesta puhuttaessa.

B: Oikeestaan mä oon koko elämäni ollu työurani alusta saakka jollain tavalla kiinnostunu siitä, että mitä se työ tuottaa. Ja koko urani ollu tekemisissä ympäristöasioitten kanssa. Ja se on ollu mulle se draiveri, että siinä pitää olla joku semmonen merkitys sillä työllä. Ja tätä vaikuttavuussijoitusta mä oon tehny 2006 lähtien tietämättä, että se on vaikuttavuussijoitusta, koska termiä ei ollu silloin. Silloin se oli ympäristösektorin sijoittamista. Ja sitten tämä yhteiskunnallinen dimensio siihen tuli vähän niin kuin...jatkomona sille mun missiolle tehä jotain semmosta työtä, jolla on merkitys. Siinä ne SIBit oli se ensimmäinen tuote, mikä tuotiin Suomeen silloin viis vuotta sitten. Mutta SIB on niin kuin yks välivaihe tässä vaikuttavuussijoituksessa, että mä uskon, että niitä vaikuttavuussijoitustuotteita mitä ite tuun tekemään ja XXX tulee tekemään, niin niitten kirjo varmasti kasvaa koko ajan.

F: Ja sit varmaan mun mielestä välttämättä se keskustelu siitä, että onko sitten tämän osakesijoittaminen vaikuttavuussijoittamista tai voiko se olla vaan tämmönen SIB-sijoittaminen tai private equity -tyyppinen sijoittaminen, niin mun mielestä se ei oo kauheen (siitähän keskustellaan) mielenkiintoinen, koska joka tapauksessa se on yhtiöt, jotka ne positiiviset vaikutukset aikaansaa.

Tutkielman alkuosassa oltiin kiinnostuneita vaikuttavuussijoittamisen käsitteestä. Käsitettä määriteltäessä haluttiin myös luoda rajanvetoa siitä, miten vaikuttavuussijoittaminen eroaa vastuullisesta sijoittamisesta. Kuten kappaleessa 2.1 kävi ilmi, niin käsitteet eroavat toisistaan monilta osin. Haastateltavat C, D ja F havainnollistivat eroa seuraavasti:

C: Se on aihe, tai sanotaanko haaste, jonka kanssa ihan melkeinpä päivittäin painiskellaan, että nää käsitteet tahtoo mennä sekasin. Ne on eri asioita, selkeesti mun mielestäni. Mut ne on, kuten sanoit ne on hyvin lähellä toisiaan ja ne on jopa kytköksissä toisiinsa. Yks tapa sitä eroa on havainnollistaa ja konkretisoida vaikkapa niin, että kaikki vaikuttavuussijoittaminen on lähtökohtaisesti vastuullista sijoittamista. Mut kaikki vastuullinen sijoittaminen ei ole lähtökohtaisesti vaikuttavuussijoittamista. Eli siis se, että tehdään, tavoitellaan vaikuttavuutta ja muuta sillä sijoitustoimella, niin se on jo vastuullista sijoittamista. Sillon vastuuta otetaan siitä mitä muuta tapahtuu, kun se, että sille sijoitetulle pääomalle saadaan tuottoa.

C: Toinen tapa, mitä joskus käytetään vastuullisen sijoittamisen ja vaikuttavuussijoittamisen välisen eron havainnollistamiseksi on se, et puhutaan foot printistä ja hand printistä, eli jalanjäljestä ja kädenjäljestä. Ja vastuullisen sijoittamisen pääideologiana tai -strategiana vähän yleistäen on se, että kannetaan huolta siitä jalanjäljestä. Et kun tehdään sitä sijoitustoimintaa niin pidetään huolta, et se jalanjälki on mahdollisimman positiivinen, pieni tai kuitenkin hyvä eikä huono. Kun sit taas vaikuttavuussijoittamisessa sitä voidaan kuvata, siinä tavoitellaan kädenjälkeä, joka tarkoittaa aktiivista tarttumista asiaan, ja siihen vaikuttamista sillä tavalla, että se kääntyy paremmaks ja sillä saadaan aikaan positiivisia vaikutuksia tässä ympäröivässä toimintaympäristössä. Et se on tavoitteellista, suunnitelmallista ja mitattua, todennettua vaikuttavuutta.

D: Vastuullinen sijoittaminen...periaatteessa ihan ylätasoinen määritelmä on sellanen, että huomioidaan sijoituspäätöstä tehdessä ympäristölliset, hallinnolliset ja yhteiskunnalliset tai sosiaaliset vaikutukset siihen sijoituspäätökseen, eli se ei tavallaan määrittele, tarviiko sillä olla positiivisia tai negatiivisia vaikutuksia. Et se on olennaista vaan, että se huomioidaan siinä tuottoa ja riskiä arvioitaessa. Eli se on hyvin laaja käsite. Vaikuttavuussijoittamisessa nimenomaan tavoitellaan positiivista vaikuttavuutta eli se on suppeampi osa-alue. Ja periaatteessa toi yleinen näkökulma on se, että vaikuttavuussijoittaminen on osa vastuullista sijoittamista.

F: No vaikuttavuussijoittamisessa on paljon voimakkaammin mukana se, että mikä niiden sijoitusten vaikutus on, kun ehkä vastuullisessa sijoittamisessa ensisijaisesti katotaan, et miten nää vaikka ympäristökysymykset vaikuttaa sijoittajaan, ja vaikuttavuussijoittamisessa se nuoli menee vähän toiseen suuntaan, et mikä on sijoittajan vaikutus ympäristöön. Et se on mun mielestä se isoin ero.

Haastatteluista kävi ilmi, että vaikuttavuussijoittamisen nähdään useimmiten olevan osa vastuullista sijoittamista. Toisaalta vastuullinen sijoittaminen ei siis aina ole vaikuttavuussijoittamista. Lisäksi mielenkiintoisena huomiona tehtiin se, että vastuullinen sijoittaminen nähdään pitkälti riskienhallintatoimenpiteenä, kun taas vaikuttavuussijoittamisen nähtiin haastateltujen toimesta olevan pidemmälle aikavälille tähtäävä strateginen lähestymistapa. Tätä väitettä tukee teoriaosuudessa, kappaleessa 2.2.1 esitelty kuvio 4 kestävä kehityksen sijoitusten päätöspuusta, jossa vastuullinen sijoittaminen on esitetty nimenomaisesti riskienhallintatyökaluna.

A: Vaikuttavuussijoittamisessa, niin siin täytyy olla se mitattava vaikutus ja vastuullinen sijoittaminen on sitten sellast sijoittamista, jossa kiinnitetään huomio näihin

E:hen, S:ään ja G:hen. Elikkä, miten yritys suhtautuu ympäristöön, miten se suhtautuu yhteiskuntaan ja miten sitä hallinnoidaan. Ja mun mielestä tässä vastuullisessa sijoittamisessa vaaditaan, että yritys pitää nää kolme E- S- ja G-asiaa kunnossa ja sitä kautta peilataan sitä yritysten riskiä. Näin mä sen jotenki näkisin. Mut siinä vastuullisessa sijoittamisessa se pyrkimys ei oo siihen vaikuttavuuteen suoranaisesti. Et se on enemmän mun mielest riskien hallintaa.

C: Vielä yks tapa tarkastella sitä, että mikä on ero vaikuttavuussijoittamisen ja vastuullisen sijoittamisen välillä on se, että vastuullisuus voidaan assosioida riskienhallintaan. Se ei oo pelkästään riskienhallintaa, mutta se on lähtösin siitä. Ja iso osa yritys vastuusta ja vastuullisesta sijoittamisesta assosioituu riskienhallintaan. Kun sit taas vaikuttavuussijoittaminen assosioituu sijoitusstrategiaan. Eli se on tämmönen tavote, strateginen tavote, strateginen päämäärä ja muodostaa sijoitusstrategian olennaisen osan.

Näin ollen tämän tutkielman ensimmäisenä tuloksena esitetään, että vaikuttavuussijoittaminen on sijoitusstrategiaan verrattavissa oleva lähestymistapa, jolla pyritään pitkällä aikavälillä mitattavan vaikuttavuuden ja taloudellisen tuoton yhdistämiseen. Vaikuttavuussijoituksille ominaista on selkeä tavoite, johon tähdätään, ja jonka toteutuminen pyritään todennetusti varmentamaan. Yksimielisyyttä siitä, odotetaanko vaikuttavuussijoituksilta riskikorjattua markkinatuottoa vai ei, on hankala muodostaa, sillä sijoittajilla on taustalla erilaisia tavoitteita ja motiiveja. Toisilla sijoittajilla painaa vaakakupissa vahva sijoitusmissio, jolla viitataan yhteiskunnallisen hyvän aikaansaamiseen, kun taas joidenkin sijoittajien tavoitteet ovat enemmän markkinaorientoituneita. Tässä yhteydessä on kuitenkin varteenotettavaa tiedostaa, että osa haastatelluista saattaa yhdistää vaikuttavuussijoittamisen käsitteen suoraan SIB-rahastoihin, kun puolestaan osa näkee vaikuttavuussijoittamisen laveampana käsitteenä, joka sisältää myös markkinaehtoisia sijoituksia. Toisaalta haastattelujen pohjalta kävi ilmi, että vaikuttavuussijoittamisen kohdalla on kyse nimenomaisesti sijoitustoiminnasta. Osa haastatelluista painottikin sitä, että kyse ei missään nimessä ole hyväntekeväisyydestä, vaikka sijoitustoimintaa ohjaisikin enemmässä määrin vaikuttavuustavoitteet. Taloudellisen tuoton merkitystä vaikuttavuussijoittamista ohjaavana tekijänä ei siten voi liikaa korostaa.

### 5.2.1 Vaikuttavuussijoittamisen strategiat ja toteutustavat

Tämän tutkielman keskeisimpänä kiinnostuksenkohteena ovat SIB-rahastot. On kuitenkin tärkeää ymmärtää, että vaikuttavuussijoituksia voidaan tehdä eri tavoin. Viime aikoina Suomessa on tutkittu eri tahojen toimesta vaikuttavuussijoittamista pääomasijoittamisen alalla (esim. Aalto Fellows 2019; Pääomasijoittajat Ry 2019). Vaikuttavuussijoittaminen on siis alkanut kiinnostamaan Suomessa myös yksityisillä pääomamarkkinoilla. SIB-rahastojen kohdalla on kysymys sijoittamisesta kommandiittiyhtiömuotoon rakennettuun instrumenttiin, joka olemukseltaan muistuttaa pääomasijoitusrahastoa ja viittaa nimeltään joukkovelkakirjaan, mutta joka ei tosiasiallisesti sovi suoraan kummankaan käsitteen alle.

C: ...Koska se ei oo bondi alkuunkaan. Bondihan on joukkovelkakirjalaina eikö niin? Insinöörinäkin on sen oppinu. Ja toisekseen Suomessa, ne on rakennettu tämmönsiksi

pääomasijoitusrahaston näköisiksi härveleiksi. Eli kommandiittiyhtiön muutosiks rahastoiksi. Ja sitä kautta ne muistuttaa teknisessä mielessä pääomasijoitusrahastoa. Mut se varsinainen tekeminen on sitten ihan kaikkea muuta, kun pääomasijoittamista. Eihän siinä sijoiteta yritysten omaan pääomaan, vahvisteta tasetta, ja lähdetä rahottamaan yrityksen kasvua. Ei, kun siinä rahotetaan sillä rahalla, joka sinne sijoittajilta on kerätty, niin sillähän rahotetaan erilaisia interventioita, koulutus- ja valmennus- ja kuntoutusinterventioita. Ja sitten toivotaan, että syntyy niitä mitattavia, todennettuja tuloksia, joista sitten loppuasiakas, joka yleensä on julkinen sektori, maksaa sitten tulospalkkion. Ja sitä kautta nää sijoittajat saavat sitten toivottavasti pääoman ja jopa tuottoa sitten sijoitetulle pääomalle takasin. Ja siinä mielessä tää ei edusta pääomasijoittamista meidän näkökulmasta. Maailmalta löytyy, paljon esimerkkejä, että näitä on toteutettu ihan muunlaisilla rakenteilla kuin tämmösillä rahastomuotosilla rakenteilla.

Kuten aiemmassa kappaleessa todettiin, niin vaikuttavuussijoittamista voi kuvailla strategiaan linkittyväksi sijoitustoiminnan lähestymistavaksi. Sijoitustoimintaa voi puolestaan harjoittaa eri tavoin. Yritysrahoituksen perusinstrumentit jaetaan usein oman pääoman ehtoihin sijoituksiin (osake), vieraan pääoman ehtoihin sijoituksiin (laina) sekä erilaisiin välirahoitusinstrumentteihin (Lautjärvi 2016). Tämän tutkielman kannalta ei ole tarkoituksenmukaista syventyä sen enempää erilaisiin rahoitusinstrumentteihin. Todettakoon kuitenkin, että vaikuttavuussijoittaminen assosioidaan Suomessa hyvin vahvasti juuri SIB-rahastoihin, vaikka vaikuttavuussijoituksen voi tehdä esimerkiksi sijoittamalla suoraan yritykseen, joka toteuttaa liiketoimintaa yhteiskuntaa sosiaalisesti hyödyttävällä tavalla. Tällöin on kysymys vaikuttavuussijoittamisesta pääomasijoittamisen strategiaana.

C: ...Käynnistimme sijoitusohjelman vuosi sitten kiertotalouden alueelle, jossa me tehdään sijoituksia, tavoitellaan niitä kiertotalousalan yrityksiin, jotka soveltaa kiertotalouteen perustuvaa liiketoimintamallia. Siinä me, lähdettiin nyt ensimmäistä kertaa pilotoimaan ja testaamaan käytännössä vaikuttavuussijoittamisen menettelyjä. Hyvin tämmösellä sanotaanko yksinkertaisella lähestymistavalla, et siinä kiertotalous on se fokusalue. Ja sitten jokaiselle sijoituskohteelle me asetetaan sijoitusvaiheessa jo tiettyjä tavoitteita, et minkälaisia positiivisia vaikutuksia, vaikuttavuutta lähdetään tavoittelemaan, joita sitten mitataan ja seurataan.

Pääomasijoittaminen on sijoitusmuoto, jossa sijoitetaan useimmiten kasvuvaiheessa oleviin julkisesti noteeraamattomiin yrityksiin. Pääomasijoittamisen yhteydessä puhutaan monesti englanninkielisistä termeistä, kuten *venture capital* ja *private equity* -sijoittamisesta. Molemmat termit käännetään Suomen kielessä tarkoittamaan pääomasijoittamista. Käytännössä termit eroavat toisistaan siten, että *venture capital* -sijoitus viittaa alkuvaiheen pääomasijoitukseen. Pääomasijoittamisessa on joka tapauksessa kysymys oman pääoman ehtoisesta sijoituksesta tai siihen liitännäisestä listaamattomaan yritykseen tehdystä sijoituksesta. Pääomasijoittamisen perusideana on rahoittaa sellaisia yrityksiä, joilla on hyvät liiketoiminnalliset edellytykset kasvaa. Potentiaalisia ja kasvavia yrityksiä tunnistamalla, pyritään hyötymään näiden yritysten arvonnoususta. Pääomasijoittamiselle tunnuksenomaista onkin sijoituksen väliaikaisuus. Tavoitteena on useimmiten arvonnousun realisoituminen 3-7 vuoden kuluessa. (Lauriala 2004, 19-21)

C: Esimerkkinä tämmösestä sijoituskohteesta voisi olla yritys, jonka nimi on XXX, joka on erikoistunut lasinkierätykseen...Tää jätelasi saapuu sinne ja sit sen jälkeen se

murskataan ja siit tehdään uusiolasia. Tyypillisesti ne on pakkauksia, esimerkiksi pulloja tai muita, joita sitten käytetään. Tää on viety tää prosessi sillä lailla pitkälle, et kaikki ne jakeet mitä siinä syntyy hyödynnetään. Viimesenä semmonen lasipöly, joka syntyy siinä murskausvaiheessa, jolla ei oo oikeestaan ollu mitään käyttöä. Mut heillä on prosessi, se ei oo mitenkään ainutlaatunen, sitä tehään muuallakin, mutta prosessi, jolla siitä tehään tämmöstä vaahtolasia. Ja sitä voidaan taas käyttää maanrakennuksessa ja talonrakennuksessa täyte- ja eristeaineena. Ja se on erittäin kevyttä, sen lämmöneristämiskyky on hyvä ja mekaaninen lujuuskin on hyvä. Ja tällä tavalla ne vaikuttavuustavoitteet liittyy kahteen asiaan, jotka siihen sijoitukseen on asetettu. Toisaalta on energiatehokkuus ja energiansäästö, jota voidaan mitata suoraan... megawattitunteina. Kun verrataan lasituotetta, joka sielt tulee, et kun se on tehty kierrätyslasista tai jos se on tehty niin sanotusta neitseellisestä lasista, niin kuinka suuri määrä energiaa siinä säästyy per joku tuotetonnei... Ja toinen tavoite on sitten tää kaatopaikalle päätyvän jätteen määrän pieneneminen. Eli kuinka paljon sitä, joka on aikaisemmin menny kaatopaikalle... niin paljonko sitä on pystytty kierrättämään uudelleen... Ja nää on sitten mitattavia tavoitteita.

Vaikuttavuussijoittamista tutkittaessa on tärkeää ymmärtää erilaiset sijoitusvaihtoehdot. Sijoittajan näkökulmasta pääomasijoittaminen vaikuttavasti toimiviin yhtiöihin on realistinen vaihtoehto SIB-rahastoille. Pääomasijoittamisessa ja vastaavasti SIB-rahastoissa on molemmissa omat haasteensa. Myöhemmissä kappaleissa käydään läpi haastateltujen näkemyksiä SIB-rahastojen mahdollisuuksista ja haasteista. Osittain nämä näkemykset kytkeytyvät myös pääomasijoittamiseen.

## 5.2.2 Vaikuttavuussijoittamisen mahdollisuudet ja haasteet

Vaikuttavuussijoittamisella tähdätään yhteiskunnallisten, sosiaalisten ja ympäristöllisten ongelmien ratkaisuun. Parhaimmillaan vaikuttavuussijoittaminen tuottaa sijoittajille riskiä vastaavan tuoton sekä mitatusti vaikuttavan aikaansaannoksen jonkin ennalta määritellyn ongelman piirissä. Haastateltavat näkivätkin paljon mahdollisuuksia liittyen vaikuttavuussijoittamiseen. Yleisellä tasolla haastateltavat näkivät, että on olemassa paljon yhteiskunnallisia ongelmia, joihin esimerkiksi SIB-rahastoja voitaisiin hyödyntää. Lisäksi tärkeänä nähtiin se, että yksityistä pääomaa saadaan tuotua mukaan osaksi yhteiskunnallisten ongelmien ratkaisua.

B: No mä nään paljon mahdollisuuksia, että on paljon tämmösiä yhteiskunnallisia ongelmia mihin sitä voitais hyödyntää, niin kuin kakkostyyppin diabetes, ikääntyneiden palvelut, niin pois päin. Eli yhteiskunnallisia ongelmia, joiden ehkäisyssä sitä voidaan käyttää työkaluna, niin niitä on paljon.

C: Mahdollisuuksia on mun mielestä se, että totta kai, julkisen sektorin, julkisen talouden kannalta sehän on aivan huikea juttu, että saadaan yksityinen pääoma mukaan ratkomaan yhteiskunnallisia ongelmia, eikä pelkästään julkisin varoin, veronmaksajien varoin yritetä ratkoo niitä ongelmia.

Erään haastateltavan näkemyksen mukaan vaikuttavuussijoittaminen tulee valtavirtaistumaan tulevaisuudessa samalla tavoin, kuin vastuullinen sijoittaminen viime vuosina. Tämä näkemys on hyvin linjassa kappaleessa 3.1 läpikäydyn laskentatoimen muutoksen kanssa, jonka perustana oli Nicholls (2018) tutkimus siitä, että laskentatoimi ja raportointi ottaa tulevaisuudessa huomioon entistä suuremman laajuudessa vaikuttavuusulottuvuuden.

C: Jos katotaan vastuullist sijottamista, mistä puhuttiin jo aikasemmin. Niin siinä meni jotain, mitähän mä uskaltaisin sanoa, kymmenen vuotta tai vähemmän, kun siitä tuli valtavirtaa. Ja kaikki nyt liputtaa ja ilmottavat ”me tehdään vastuullist sijottamista”. Se on integroitu. Se on alkuun tämmönen mitä lanseerattiin ja jotkut lähti aikasemmin ja jotkut myöhemmin ja muuta. Mä nään et vähän verkkasemmas tahdissa tästä vaikuttavuussijottamisesta tulee samanlainen, että nää sijottajat alkaa raportoimaan ja seuraamaan sijoitustensa aikaansaamaa vaikuttavuutta.

Valtavirtaistuminen luo kuitenkin samanaikaisesti haasteita. Haasteet liittyvät erilaisten vaikuttavuussijoitusten spesifeihin yksityiskohtiin, joita käsitellään tässä tutkielmassa tarkemmin SIB-rahastojen kohdalla. Haastateltava B kiteytti asian seuraavasti:

B: Haasteena mä nään sen, että se on vielä aika monimutkainen rakenne ja nää SIB-rahastot on sillä tavalla monimutkasia, että esimerkiksi finanssivalvonta ei vielä anna oikeutta myydä noita rahastoja tämmöselle piensijoittajalle. Eli niitä sijoitusinstrumentteja pitäis kyllä aika paljon vielä yksinkertaistaa siitä, mitä ne on tällä hetkellä markkinoilla. Ja vasta silloin me pystytään tän vaikuttavuussijoituksen kokonaispotentiaali jollain tavalla kattamaan, jos me saadaan niistä sijoittajaystävällisempiä tuotteita, joissa sijoittajilla, muillakin kuin ammattimaisilla sijoittajilla on kyky arvioida sen instrumentin riskit ja mahdollisuudet. Et hirveen paljon on vielä tehtävää.

Tällä hetkellä piensijoittajalla on huonot mahdollisuudet tehdä vaikuttavuussijoituksia. SIB-rahastoissa piensijoittajat on kokonaan poissuljettu. Ehkäpä merkityksellisin aineistosta esiin noussut huolenaihe oli viherpesulle rinnakkainen käsite *impact washing*. Termi *impact washing* ei esiinny suomalaisessa kirjallisuudessa, eikä sille näin ollen löydy yleistynyttä käännettä. Kansainvälinen vaikuttavuussijottamisen verkosto on käsitellyt aihetta vuoden 2018 tutkimuksessaan. Käsitteellä viitataan viherpesua vastaavaan ilmiöön, jossa vallitsevia trendejä hyödynnetään ja väärinkäytetään osana yritysten liiketoimintaa. Tässä tapauksessa ”vaikuttavuuspesulla” tarkoitetaan, että yritys-, järjestö- tai minkä tahansa muun toiminnan vaikuttavuutta liioitellaan ja siitä pyritään taloudellisesti hyötymään. (GIIN 2018)

B: Sitten yks riski minkä mä nään on tämmönen vähän, sanotaanko leväperäinen vaikuttavuussijoitus-termin käyttö, että mitä ikävä kyllä näkee markkinoilla vielä aika paljon, että puhutaan vaikuttavuussijoituksista tai Impact-sijoittamisesta tai millä termillä tahansa sitä kutsutaankin. Mutta silti rahaston hallinnoijat eivät muuta mitään omissa toimenpiteissään, että ei vaikuttavuutta hirveästi mitata eikä siihen kiinnitä huomiota sijoitusta tehtäessä, vaan sijoitetaan se vaan täysin tuottoperusteisesti. Niin siinä on se riski, että vaikuttavuussijottaminen-termi menettää merkityksensä jollain aikavälillä, et siitä tulee vähän niin kuin kestävä kehitys, että voi sanoa, että se on fine, nice. Tai mitä cleantechille oikeastaan kävi, että kaikki rupes olemaan jossain vaiheessa cleantechiä, että se ei enää sanana merkinny hirveesti mitään kenellekään. Et sillä tavalla semmonen tietty aika määrätietoinen lähestymistapa pitäis olla, että määritettäis mitä vaikuttavuussijoituksella ymmärretään. Ja sitten niitä sääntöjä pitäis noudattaa. Nyt se on vähän niin kuin villi länsi sillä tavalla, että aika monet semmoset cleantech-yritykset, ne on nykyään vaikuttavuussijoitusyrityksiä, kun se vaan kuulostaa paremmalta. Ja mä oon sen verran kauan ollu ympäristöasioitten kanssa tekemisissä, että oon nähny monta tämmöstä buzzwordia tulevan ja menevän, ja mä toivon, että vaikuttavuussijoituksista ei tuu yks semmonen.

C: Tää on ihan sama ilmiö tällä puolella. Se on nähtävissä nyt jo. Sitä mukaa, kun kiinnostus ja tietoisuus siitä lisääntyy, niin samassa tahdissa lisääntyy tää *impact*



washing. Eli tulee sellasia toimijoita ja sellasia rahastoja ja sijoitustuotteita tarjolle sijoittajille, jotka on meikattu naamioita, tai tavallaan puettu tällaiseen vaikuttavuussijoittamisen kaapuun, jotta se tekisi niistä houkuttelevampia. Mut se et onko ne todella sellasia sitten, jossa tää koko filosofia toteutuu aidolla ja oikeella tavalla, niin se pitäs aina sitten arvioida erikseen.

D: Täs on oikeestaan se iso haaste, et kun meil markkina kehittyä kovaa vauhtia, meil on iso hype vaikuttavuussijoittamisen ympärillä, mut samaan aikaan tapahtuu sitä, tavallaan vois sanoo impact washia, taikka tän käsitteen dilutoitumista. Eli tavallaan kaikkee uusiutuvaa energiaa ja muita sijoituksia ruvetaan leimaamaan tän vaikuttavuussijoittamisen alle. Niin...siel ei välttämättä oo kauheesti niitä mittareita, välttämättä ei seurata. Jos seurataan niin ei välttämättä seurata oikeita asioita. Eli se on vähän semmosta päälle liimattua. Ja sit toisaalta meil on taas sitä hyvin vakavaa lähestymiskulmaa mitä esimerkiks SIBeissä ja muissa, missä se hanke tai prosessi lähtee ihan siitä muutosteoriasta, siitä vaikuttavuuden ymmärtämisestä ja sitä kautta miten sitä voidaan edistää sijoitustoiminnalla, ja sitten sitä seurataan ja reagoidaan, jos ei sitä vaikuttavuutta synny.

F: Joo ihan varmasti on sitä (Impact washing) vaaraa totta kai. Mut sitten kuitenkin loppupeleissä ajattelen, et se on mielenkiintosta, et mihin suuntaan tää maailma kehittyä. Et ei tavallaan oo mun mielest toisaalta ihan kauheesti järkevää miettiä, että mikä on, vähän et jäädään tappelemaan siitä, et mikä on vaikuttavuussijoittamista ja mikä ei. Ja sitten unohtaa, et jos se aika on sitten pois niin sanotusti maailman pelastamiselta. Mutta joo ilman muuta siinä on sitä vaaraa, että myydään vaikuttavuussijoitustuotteita sit aika hepposin vaikutuksin...Mut en usko et menee monta vuotta, et aletaan ihan vertailemaan sitä, että paljon vaikka nyt mikäkin tuote on vähentäny päästöjä vaikka per yks sijoitettu euro, et tulee varmaan semmosta tarkempaa vertailua tulevaisuudessa.

Vaikuttavuussijoittamisen mahdollisuudet ovat siis siinä, että on olemassa paljon yhteiskunnallisia ongelmia, joihin tarvittaisiin ratkaisuja. Yhteiskuntaa hyödyttäisi, jos yksityistä pääomaa saataisiin mukaan palvelujen tuotantoon, joka mahdollistaisi samalla myös täysin uusien palveluiden kehittymisen ja innovaation (Pyykkönen 2016). Mahdollisuuksia tukevat megatrendit kuten väestörakenteen muutos ja ilmastonmuutos, jotka herättävät ihmisissä suurta huolta. Vaikuttavuussijoittamisen tulevaisuuden haasteet liittyvät esimerkiksi vaikuttavuussijoittamisen termin väärinkäyttöön ja olemassa olevien instrumenttien monimutkaisuuteen, joka hankaloittaa muun muassa piensijoittajien osallistamista. Tämän lisäksi olennaisia haasteita aiheuttaa vaikuttavuuden mallintaminen ja mittaaminen, joita käydään tarkemmin läpi myöhemmissä kappaleissa.

### 5.3 SIB-rahastot vaikuttavuussijoittamisen instrumenttina

Suomessa SIB-rahastot ovat olleet vaikuttavuussijoittamisen kärkihanke. SIB-rahastoissa on kysymys yleensä julkisen sektorin ja yksityisen pääoman saattamisesta yhteen. Pennanen (2019) käsittelee SIB-rahoitusmallia peilaten sitä Fraserin ym. (2016) kuvaamaan julkisen sektorin uudistamisnarratiiviin. SIB-mallin tavoitteet ovat tästä näkökulmasta katsottuna: sosiaalisten ongelmien ennaltaehkäisy, tehokkuus, räätälöidyt palvelut ja julkisen budjettivajeen pienentäminen

(Pennanen 2019). Haastatellut näkivät SIB-rahastojen avulla tapahtuvan yhteiskunnallisen uudistumisen tärkeänä.

C: On kaikki syy olettaa ja uskoa, että nää rakenteet mitä SIBeillä on pantu pystyyn, niin ne tehostaa sitä toimintaa. Kun ostetaan tuloksia, niin silloin se (julkinen sektori) ostaa tulokselliseen toimintaan jo vähän niin kuin by definition. Kun se vaihtoehto, se perinteinen tapa on et ostetaan suoritteita. Välittämättä siitä, että johtaako ne mihinkään tulokseen: mitattavaan, positiiviseen muutokseen siinä tavoitellussa asiassa.

D: Isoin mahdollisuus niissä on tää julkisen sektorin ajattelutavan muutos ja tehokkaampi verovarojen käyttäminen, eli viedään sinne julkiselle sektorille ajattelua tästä tulosperusteisesta hankinnasta. Eli voisi tehdä asioita eri tavalla ja sitä kautta saada enemmän tehokkuutta aikaiseksi.

E: ...Mä näkisin tän vaikuttavuussijoittamisen ihan perimmäisen tavoitteen niin, että tällä mallilla valmennetaan julkisen sektorin organisaatioita ostamaan todennettavia tuloksia, tietynlaisten yhteiskunnallisten ongelmien hoitamisessa. Ja se on julkiselle sektorille valtava muutos, koska koko se koneisto, kaikki se budjetointi, rahankäyttö on perinteisesti, ja vielä tänäkin päivänä melkein 100 prosenttisesti perustunut siihen, että haalitaan budjettirahaa erilaisilla veroilla ja sitten se raha käytetään erilaisien suoritteiden ostamiseen. Ostetaan vaikkapa yksityiseltä sektorilta jotakin hoitunteja tai palvelukäyntejä ja maksetaan niistä toimenpiteistä eli suoritteista, ja sitten yleensä jää kokonaan arvioimatta ja mittaamatta, että mitäs tällä rahalla saatiin aikaseksi. Suoritteita syntyy, rahaa kuluu, mutta mitä sitten?

F: ...SIBin vielä hyväksi puoleksi, niin onhan se siis tosi nerokas idea yhteiskunnan kannalta, että olisihan se hienoa, jos niillä löytyis jotain toimivampia tapoja, et voitais tavallaan testata erilaisia toimintatapoja, jotka sitten säästää verorahoja ja sitten niitä voitais skaalata koko maan laajuisiksi toimintatavoiksi.

Haastateltujen silmissä tulosperusteisuuden nojaava SIB-rahoitusmalli nähtiin ensisijaisesti mahdollisuutena. Haastateltava A näki tulosperusteisen mallin jopa välttämättömyytenä, jotta pystytään varmistumaan vaikuttavuuden toteutumisesta. Toisaalta tulosperusteisuus aiheuttaa myös sen, että rahastojen rakenteet muuttuvat sijoittajien silmissä monimutkaisiksi.

A: Mun mielestä se on, et jos puhutaan vaikuttavuussijoittamisesta, niin se (tulosperusteisuus) on ainoa oikea tapa. Että sitten ne tuotot täytyy olla myös sidottuja siihen vaikuttavuuteen. Et se on se positiivinen puoli. Se mikä siinä on haastavaa on, että ne mallit on niin monimutkasia, millä se vaikuttavuus lasketaan ja se euromäärä mikä palautetaan. Nii on tosi vaikea arvioida sitä, mikä näitten tuotto tulee olemaan ja mikä niitten riski on.

D: Tulosperusteisuushan tos koko hommassa on se juju, eli SIB-rahastot on vaan yks tapa testata sitä tulosperusteista toimintamallia. Eli kun periaatteessa, jos yritys myy tuloksia asiakkaalle, niin se tarkoittaa sitä, että se tulos pitää ensin pystyä validoimaan ennen, ku rahat liikkuu eli siinä on sellanen käyttöpääomahaaste. Ja tää SIB-rahasto nyt pyrkii ratkasemaan sitä käyttöpääomahaastetta siinä välissä. Toinen missä SIB-rahastot, mikä niitten tavallaan erikoisuus on se, että ne myös kantaa riskiä siitä...intervention onnistumisesta.

SIB-rahastojen asemaa vaikuttavuussijoittamisen työkaluna kuitenkin myös kyseenalaistettiin. Haastateltavan C mielestä SIB-rahastojen asema vaikuttavuussijoittamisen toteutustapana on Suomessa korostunut.

C: SIB-rahastot on oikeestaan, jos katotaan sitä vaikuttamissijottamisen koko spektriä ja koko kenttää, niin ne on oikeestaan semmonen kuriositeetti. Ne on vähän semmonen niche-alue siellä, semmonen spesiaalialue. Suomessa se maisema on ehkä vähän, no kai voi käyttää sanaa vääristynyt johtuen siitä, siis positiivisessa mielessä vääristynyt. Et Sitrahan on tehnyt hyvää työtä vaikuttavuussijottamisen edistämisenä... Ja he ovat tulleet valinneeksi silloin alussa noin viis vuot sitten, kun he lähti siihen, nää SIBit kärjeksi sille vaikuttavuussijottamisen edistämiseksi Suomessa. Ja siksi niiden asema on korostunut mitä tulee vaikuttavuussijottamiseen. Me ollaan tosin nyt sitä yhteistyössä Sitran kanssa lavennettu merkittävästi ihan tässä viimesen puolentoista vuoden, kahden vuoden aikana. Niin, että on haluttu lisätä sitä tietoisuutta markkinassa siitä, että vaikuttavuussijottaminen on paljon muutakin, kun vain SIBejä.

Haastatteluista ilmeni eriäviä syitä, miksi SIB-rahastoihin oli haluttu sijoittaa. Merkittävimpänä syynä oli yhteiskunnallisen vaikuttavuuden aikaansaaminen. Kärjistetysti ilmaistuna voisi myös sanoa, että tällä hetkellä sijoittajat odottavat, mutta eivät kuitenkaan oleta saavansa ainakaan merkittävää tuottoa SIB-rahastoista. Tämä johtopäätös on perujaan siitä, että SIB-rahastot ovat vielä pitkälti pilotointivaiheessa.

A: ...paino on enemmän siinä vaikuttavuudessa ja siinä uuden mallin testaamisessa ja sen eteenpäin viemisessä. Että se on tosi vaikea arvioida, mikä on sen (SIB-rahaston) oletettu tuotto-riski-suhde. Pelkillä sijotuksellisilla kriteereillä on tosi vaikee tehdä näitä SIBejä. Niin et se paino on ollu enemmänki siinä kokonaisuudessa. Arvostetaan sitä, että saadaan tuottoa ja meidän mielest se on tärkeitä, et niistä pitää saada tuottoa. Niitä vaikuttavuusasioita pidetään hyvinä mitä siinä tehdään, plus sitten et siinä tuodaan sitä uutta mallia. Et jostaki täytyy saada niitä kokemuksia, jotta niihin uskaltaa muutki sijoittaa.

D: Täs meidän sijoitustoiminnassa tavoitellaan tuottoa, eli markkinaehtosta tuotto-riski-suhdetta, mutta meillä on myöskin mahdollisuus, koska XXX on tällänen yhteiskunnallinen toimija, niin meillä on mahdollisuus ottaa tietyissä tilanteissa enemmän riskejä, jos me halutaan edistää jotain osa-alueita. Esimerkiksi näissä SIBeissä, koska nää on ihan uus, uudenlainen, uuden tyyppinen instrumentti, se on ihan selvää, että näihin liittyy enemmän epävarmuutta, kun näihin tälläsiin tuttuihin ja turvallisiin instrumentteihin, missä on jo tuottohistoriaa takana, joten näissä me ollaan hyväksytty se, että se tuottotavoite on alhaisempi, ku meidän muissa sijoituksissa. Mutta tää koskee nimenomaan tätä käynnistysvaihetta, eli kun halutaan kokeilla tätä uutta instrumenttia

Sijoituspäätöstä tehdessään sijoittaja joutuu miettimään, mihin hankkeisiin hän haluaa lähteä mukaan. Sen lisäksi, että halutaan saada aikaan vaikuttavuutta ja tuottoa, sijoittajalla voi olla myös preferenssejä siitä, mihin kohderyhmään hän haluaa sijoittaa. Haastateltava E esitti myös analogian pääomasijoittamiseen, jonka mukaan SIB-rahastoissa palveluntarjoaja on erityisenä tarkastelukohteena.

E: Sijoittaja katsoo ensinnäkin sitä ikään kun hanketta ja tavoitetta, jota lähdetään taklaamaan, onko se nyt sitten joku lapsiperheiden aseman parantaminen tai pitkäikäistyöttömien työllistäminen. Sijoittaja katsoo ensin, että onko tuo hanke semmonen, että mä haluan olla siellä mukana. Jos se on sellanen, että se kiinnostaa sijoittajia, niin sitten se oleellinen juttu sijoittajille on, että se miettii, minkälaiset palveluntuottajat pystyy sen homman tuottamaan sillä tavalla, että niitä mitattavia tuloksia todella syntyy. Eli siinä vähän ku rinnastuu, jos ajatellaan pääomasijoittajia, jotka sijoittaa rahaa yksittäisiin pk-yrityksiin, niin tottakai ne katsoo sitä pk-yrityksen sitä tiimiä, sitä porukkaa joka sen työn tekee ja sen tiimin laatua sijoittaja katsoo hyvin tarkkaan. Ja vaikuttavuussijottamisessa se analogia on se, että sijoittaja katsoo niitä

hankkeeseen tulevia palveluntuottajia, että onko nuo sellaisia organisaatioita, että ne on niin päteviä, että ne pystyy sen tuloksen tekemään, että sijoittaja saa rahansa pois. Ja ennen kaikkea se yhteiskunnallinen hyöty, jota lähdetään tavoittelemaan niin to-della toteutuu.

Haastateltava C osoitti kuitenkin hieman kritiikinomaisesti, että SIB-rahastot eivät kykene täysin toteuttamaan vaikuttavuussijoittajan lähtökohtaisia tavoitteita samanaikaisesta tuotosta ja vaikuttavuudesta. Tätä väitettä perusteltiin sillä, että SIB-rahastoihin sijoittavilla vaakakupissa painaa enemmän vaikuttavuuteen tähtäävä sijoitusmissio. Tässä vaiheessa on hyvä palata takaisin kappaleeseen 5.2, jossa käsiteltiin vaikuttavuussijoittajien tavoitteita. Osa sijoittajista selvästikin tavoittelee markkinaehtoista tuottoa, kun osalle riittää pienempi tuotto ja mitattu vaikuttavuus. Tähän liittyen haastateltava D tiivisti asian siten, että on SIB-hankkeissa voi olla haastavaa yhteensovittaa sijoittajien erilaisia insentiivejä.

C: SIBeihin sijoittavat tahot, tyypillisesti heillä on tämmönen muukin missio taustalla, kuin vain pelkästään se tuotto, joka on ylikorostunut. Et vaikuttavuussijoittajat, kuten sanoin tossa alussa, lähtökohtaisesti hakee tuottoa siitä tinkimättä, tän vaikuttavuuden rinnalla. Niin SIBit ei ihan toteuta tätä. Et sen takia siinä tarvitaan enempi sitä missiota, kun mitä ehkä keskimäärin vaikuttavuussijoittamisessa tarvitaan.

D: Yks haaste mikä mun mielestä näihin liittyy on tää, mihin on muutaman kerran tässä nyt palattu, et kun voi olla sijoittajia erilaisilla insentiiveillä liikkeellä, eli voi olla näitä puhtaasti taloudellisesti ajattelevia sijoittajia ja sit voi vastaavasti olla täl-läsi enemmän hyväntekeväisyys tai yritysvastuu tai jollain muulla tämmösellä fo-kuksella olevia sijoittajia, joita se tuotto ei niinkään kiinnosta. Vaan, jotka saattaa jopa olla enemmän sillä kannalla, että ne pelkää enemmän niitä ylituottoja ja sitä huonoo mainetta. Ja se et meil on erilaisia sijoittajia, joilla on erilaiset motiivit, niin se voi olla vaikee yhteensovittaa niiden tahtotiloja.

SIB-rahastojen positiivisena puolena haastateltava A näki sen, että vaikuttavuus ja taloudellinen tuotto kulkevat niissä käsi kädessä. A myös totesi, että hän näkee SIB-rahastot ja pääoma- /vaikuttavuusrahastot erillisinä kokonaisuuksina. Tämä toisaalta vahvistaa C:n näkemystä siitä, että SIB-rahastojen kohdalla taloudellinen näkökulma ei ole yhtä korostunut, kuin muunlaisissa vaikuttavuussijoituksissa.

A: Niin ku totesin tässä niin ne SIBit on rakennettu, et jos tulee se taloudellinen tuotto niin silloin on myös tullu vaikutusta...Et vaikka kiinnostaa ne eurot, näissä SI-Beissä se mitä mä aina haluan on, että ne eurot vastaa sitten sitä vaikuttavuutta. Et se on tärkeä et ne menee käsi kädessä. Ei niin ku näis vaikuttavuusrahastoissa, mistä aikasemmin on puhuttu, et ne on vähän niin ku erikseen. Et on sijotustuotto ja sitte vaikuttavuus. Et se on vähän hankalaa. Totta kai kaikki tykkää, et sulla on jotain vai-kuttavuutta, mutta niitä mä ehkä enemmän kattosin sijotuskulmalla ja vaikuttavuus on sit semmonen mukava lisä.

SIB-rahastojen ja koko vaikuttavuussijoittamisen konkreettisimmat ongelmat liittyvät vaikuttavuuden mallintamiseen ja mittaamiseen. Kuten kävi ilmi, niin SIB-rahastoissa vaikuttavuus ja taloudellinen tuotto kulkevat käsi kädessä, jonka vuoksi on tärkeää, että mallinnus ja mittarit on tehty oikein. Mallintamisen ja mittaamiseen liittyen mainittiin myös se, että SIB-rahastojen rakentaminen on

hyvin työläs prosessi, joka kuvastaa sitä, että mallintamisen tekeminen ja mittaristojen rakentaminen ei ole helppoa.

C: Ongelmissa kun ollaan, niin mallintaminen ja mittaaminen on varmasti se yks iso Akilleen kantapää. Et miten se saadaan tehtyä sellaiseksi, et se oikeesti ja aidosti mittaa sitä ja on proxy sille, että joku asia muuttuu maailmassa parempaan suuntaan. Ja tässä tapauksessa nyt siis viel tämmönen yhteiskunnallinen asia. Et miten esimerkiksi nuorten hyvinvointi parane... Ja sitten siinä mittaamisessa on vielä se, että tosiaan sen lisäksi et sen täytyy olla mahdollisimman relevantti mittari et se oikeesti indikoi sitä muutosta, niin sen pitää olla semmonen et se voidaan helposti todentaa, ja sillä tavalla rakennettu et se kohtuullisella onnistumistasolla tuo ne pääomat takasin sijoittajille. Ja sit ku tulee hyvää onnistumista, niin alkaa tulla sitä tuottookin siinä.

E: Toi on oikeestaan koko SIB-ideologian ydin, että se tulosperusteisuus täytyy pysyä määrittelemään mahdollisimman selkeästi, mahdollisimman hyvin ja luotettavasti mitattavaksi...että jos siinä ei sen ongelman mallintamisessa ja sitä kautta tulosten mitattavuudessa päästä kovin pitkälle, niin silloin tää koko hanke on vähän hataralla pohjalla. Se lähestyy sitten tällästä hyväntekeväisyyttä, että heitetään rahaa johonkin juttuun, joka näyttää hyvältä, ja josta sanotaan, että se tavoittelee hyvää, mutta sen hyvän todentaminen on jotenkin puutteellista tai jää kokonaan tekemättä. Eli sillä tavalla tää tulosperusteisuus ja mitattavuus on mun mielestä ehkä se tärkein juttu.

E: Yks ongelma on se, että jokainen SIB on omanlaisensa ja jokainen SIB on aika työläs rakentaa. Et SIB-rahastot ja vaikuttavuussijoittaminen SIB-rahastojen kautta ei ole mitenkään kätevää eikä helppoa toimintaa, vaan se on aina aikamoinen prosessi laittoa se rahasto pystyy ja se rahastohan laitetaan pystyy sillä ajatuksella, että rahaston kautta sijoitettavilla varoilla saadaan jotakin yhteiskunnallista ongelmaa merkittävästi korjattua.

SIB-rahastoissa vaikuttavuusmittaristot ovat sisäänrakennettuja, eli rahastosopimukseen on määritelty vaikuttavuusmittarit, joiden perusteella tuloperusteisia maksuja suoritetaan. Haastateltava D totesi, että SIB-rahastoissa taloudellinen tuotto on pikemminkin sidottu suoriin vaikutuksiin ja tuloksiin, eikä niinkään pidemmällä aikavälillä tapahtuvaan vaikuttavuuteen (vrt. IOOI- ketju). Haastateltava E puolestaan totesi, että esimerkiksi maahanmuuttajien kotouttamiseen ja pitkäaikaistyöttömien työllistämiseen tähtäävissä SIB-rahastoissa mittaristot ovat helppoja ja selkeitä.

D: Sehän näissä usein on, että raha ei välttämättä liiku sen vaikuttavuuden perusteella, vaan esimerkiksi vaikutusten tai jopa tämmösten outputtien perusteella. Koska se vaikuttavuus voi syntyä vasta niin pitkän ajan kuluttua, että se ei oo järkevää eikä mahdollista odottaa siihen asti, jolloin se voi olla, että siinä on kuitenkin joku tämmönen proxy, jonka mukaan rahat liikkuu ja se on se itse asiassa mitä tässä yleensä seurataan. Toi on ihan totta, että joka tapauksessa siellä on joku tällänen vaikuttavuuden mittari, jota seurataan, koska ne rahavirrat on sidottu niihin mittareihin niin sen takia se on sisäänrakennettuna

E: Mallintamisen merkitys on se, että ensinnäkin täytyy pystyä löytämään järkevät indikaattorit eli mittarit, joita seurataan. Ja sekä tossa maahanmuuttajien kotouttamisessa, että tässä pitkäaikaistyöttömien, eli työ-SIBissä, niin mittareina on olleet työttömyyskorvauksissa saavutetut säästöt ja sitten toisaalta verotulojen kasvut, kun porukka työllistyy. Eli nää on ihan yksilötasolla kiistattomia ja todennettavia mittareita, kun ne pystytään henkilötasolla katsomaan, että paljonko on henkilölle x maksettu aikasemmin työttömyyskorvausta, paljonko ne korvaukset on vähentyneet, kun ihminen on töissä. Ja siihen päälle katsotaan se verotuotto sitten, niin näissä hankkeissa

ne mittarit on ollut hyvinkin, vois sanoo helppoja ja suoraviivaisia ja todennettavia. Et ne mittarit on selkeät ja toimivat ja ymmärrettävät. Et tähän asti kaikki hyvin.

Sijoittajan on luonnollisesti tärkeää perehtyä kussakin hankkeessa käytettyihin mittareihin sekä tehtyyn mallinnukseen. Haastateltava A kuitenkin totesi, että ongelmana mittareissa ja mallintamisessa on niiden vaatima osaaminen. Loppupeleissä kysymys on siis myös siitä, luottaako sijoittaja SIB-hankkeen muihin osapuoliin

A: Kyllä niihin kannattaa perehtyä. Ne on vaan niin pirun monimutkasia. Vaatii tilastollista osaamista ja vaatii sen alla olevan ilmiön tuntemista. Että siin kyll sijoittajal oikeesti loppuu eväät kesken, että se on pakko tunnustaa. Et siinä joutuu sitte luottaa siihen rahastonhoitajaan, että ne mittarit on luotu oikein. Ja myös siihen maksajaan, että ne on sitten tasapainossa molemmin puolin. Mut mun mielestä niissä on sitte selvää se onnistuminen. Et ku tää toimii näin ja rahat palautetaan, niin silloin ku rahaa tulee sijoittajalle nii on myös ollu vaikuttavuutta ja se on aina selkeätä.

F: Ne (SIB-rahastot) on vähän niin ku startuppeja, tai et nehän on ihan uusia toimintatapoja. Ja sit ne tuotot riippuu tosi paljon siitä mallinnuksesta, että miten se on mallinnettu, mitä siellä on tajuttu huomioida ja mitä ehkä ei oo tajuttu huomioida, ku teidän ekaa kertaa ja näin. Et se on huomattavasti vaikeempi sijoittajalle analysoida.

Tässä kappaleessa käytiin läpi aineistosta ilmenneitä SIB-rahastoille tyypillisiä ominaisuuksia. Haastatelluista suurin osa ajatteli tulosperusteisuuden pohjaavien SIB-rahastojen muun muassa tehostavan julkisen sektorin toimintaa. Tulosperusteinen malli nähtiin mahdollisuutena siinä mielessä, että mallissa taloudellinen tuotto ja vaikuttavuus kulkevat käsi kädessä. Myös soraääniä esiintyi, sillä SIB-rahastojen kohdalla sijoitustoiminnalta tunnutaan vaadittavan missiopainotteisuutta. Useamman haastattelun kohdalla havaittiin, että vaikka tuotosta ei olla valmiita tekemään kompromissia, niin sijoittajat tuntuivat kuitenkin tiedostavan kantavansa tuottoon nähden ylisuurta riskiä. Toisaalta sijoittajat ovat valmiimpia tekemään riskisijoituksia, kun SIB-rahastot ovat vielä pilotointivaiheessa. Seuraavassa kappaleessa syvennyttään tarkemmin SIB-rahastojen riski-tuotto-suhteeseen.

### 5.3.1 Odotettu tuotto ja riski

Sijoittajan näkökulmasta on keskeistä tuntea sijoituskohteen tuottomahdollisuudet ja siihen liittyvät riskitekijät. Teoriakappaleessa 2.3.2 on koottu olemassa olevan kirjallisuuden pohjalta tietoa sekä SIB-rahastojen tuottohistoriasta että riskeistä. Yleistettävästi on vielä mahdotonta sanoa SIB-rahastojen keskimääräisestä tuottotasosta mitään. Se voidaan kuitenkin sanoa, että useimmissa SIB-rahastoissa tuottoa on porrastettu, joka tarkoittaa sitä, että parempi vaikuttavuus takaa korkeamman tuoton. Tällä rakenteella pienennetään hieman sijoittajan riskiä menettää koko sijoitettu pääoma verrattuna siihen, että vaikuttavuudelle olisi määritelty pelkästään yksi tavoitetaso. Yleisesti sijoittajat kuitenkin totesivat riski-tuotto-suhteen kuvaamisen olevan haastavaa, sillä kokemuserusteista tietoa ei vielä ole.

A: No en pysty kuvaamaan (riski-tuotto-suhdetta), koska ei oo riittävästi kokemuksia siitä, että miten ne toteutuu, et sen arvioiminen on kyl tosi vaikeeta. Mut ehkä sen mitä vois sanoo siitä, et miten nää mallit on kehittyny, että ensimmäinen Koto-SIB siinä, jos mä oikein muistan nii jaettiin puolet säästöistä sijoittajille, niin nyt tää toimii paljon etupainotteisemmin et tässä Lapsi-SIBissä jaetaanko siinä nyt ensin sata prosenttia vai 90 prosenttia mut kuitenkin. Ja sitte siinä on capattu sitä mahdollista tuottoon niin, se ehkä hieman parantaa sitä sijoittajan profiilia kuitenkin. Mut loppupeleissä sen arvioiminen, et paljoks sieltä tulee nii on todella vaikeeta.

D: Tällä hetkellä tosiaan niitä on vasta kourallinen tehty. Kaikki on käytännössä erilaiselle tämmöselle kohdealueelle tehty ja pikkusen erilaisilla rakenteilla. Voi sanoo, että nää on tällasia kokeiluhankkeita tässä vaiheessa, eli se on itse asiassa hyvin vaikee edes sijoittajan tässä vaiheessa arvioida, mikä se tuotto-riski-suhde on, koska ei oo semmosta vertailukohtaa. Tässä kokeillaan uudenlaisia interventioita, joiden lopputulema on epävarma niin se on hyvin vaikeeta.

F: ...Siinä on tosiaan aika kova riski siinä mielessä just, et ku ne on uusia toimintatapoja. Ihan uusia, että sä et oikeestaan tiedä yhtään niistä. Et se on vaikeeta, kun ei oo vertailua, et miten nää on historiassa menny. Ku sit tämmösistä perinteisistä sijoituksista on enemmän tavallaan osaamista ja kokemusta.

Kaksi haastateltua arvioivat suomalaisten SIB-rahastojen odotetun vuosituottotason olevan noin 4 - 10 % välillä. Verrattuna Berndtin & Wirthin (2018), Cooperin ym. (2016) ja Harvien & Ogmanin (2019) tutkimuksiin, odotettu vuosituottotaso on loogisella tasolla. SIB-rahastojen odotettua tuottotasoa pidettiin haastateltujen toimesta kohtuullisen hyvänä. Haastateltavat C ja D kuitenkin painottivat sitä, että SIB-rahastojen tuottotaso jää sen verran alhaiseksi suhteutettuna riskeihin, että vaihtoehtoisiin sijoituskohteisiin verrattuna tuotto-riski-suhde jää heikoksi. Haastateltava C totesi, että maksimaaliset eli keskimääräisen markkinatuoton ylittävät tuotot ovat moraalisesti poissuljettu vaihtoehto, jonka lisäksi SIB-rahastoissa on usein myös määritelty sopimustekninen tuottokatto.

B: Sit tuottopuolella nää SIBit, ne tavoitetuotot on ollu siellä 5-10 prosentin välimaastossa vuosituottotasolla. Eli sillä tavalla ihan markkinalähtöisiä tuottoja haetaan siitä.

E: Se tuotto mihinkä vaikuttavuussijoittaja voi tyytyä, niin mä sanoisin, että se on josain, sanotaan neljän ja kymmenen prosentin vuotuisen tuoton välillä. Et jos semmonen tuotto irtoaa kohtuullisella riskillä, niin silloin vaikuttavuussijoittaja on tyytyväinen.

D: Nää on pyritty rakentaa kuitenkin semmosista, jos nää onnistuu nää SIBit, niin niistä tulee ihan kohtuullisen hyvä tuotto. Mut tää tuotto-riski-suhde ei välttämättä oo ihan muiden sijoitustuotteiden tasolla, mut tietysti tän tuotto-riski-suhteen arvioiminen riippuu ihan täysin sijoittajasta, koska nää on vaihtoehtoisii sijoitustuotteita. Ei voi ulkopuolisesti arvioida, mikä se todellinen tuotto-riski-suhde näissä on.

C: Kun taas sit se tuottopuoli, niin se on aika selvää, et mitään maksimaalisia tuottoja, siis tän tyyppisiä mitä joku Supercell-pelilyhtiö tai joku Spotify on tarjonnu sijoittajille. Se on päivän selvää, et se on luonnonlakien vastasta, et sieltä syntys tällasia. Plus, kun me ollaan SIBeissä sosiaalisten ongelmien kanssa tekemisissä ja ratkomassa niitä. Kuten vaikka lapsiperheiden hyvinvointia tai pienentämässä lasten huostaanottoa tai muuta. Niin se on moraalisesti arveluttavaa tehdä kovaa tuottoa. Ja sen takia siel on tämmönen moraalinen tuottokatto, mut usein siel on myös ihan sopimustek-

ninen, faktinen tuottokatto. Josta seuraa, että tää tuotto-riski-balanssi on ihan muualla, kun mihin sijoittajat tyypillisesti tavoittelevat sen olevan. Ja sen takia se on vähän haasteellista.

Haastateltava F kuvaili sijoitukseen liittyvää riskiä volatiliteetin kautta. SIB-rahastojen yhtenä puolena haastateltava F näki mahdollisuuden hajauttaa markkinariskiä, eli SIB-rahastosijoituksen voi nähdä korreloivan vähäisesti muun markkinan kanssa. Haastateltava D totesi, että SIB-rahastoja on kuitenkin vaikea ajatella tällä hetkellä hajautusinstrumenttina, koska hankkeet ovat pieniä ja epäsatunnaisia.

F: Ainakin tuotosta osaan sen verran sanoa, et onhan niitä joitain (SIB-hankkeita) tavallaan eräännytynyt tai mitä se nyt tarkoittaa. Briteissä ainakin on joku ollu ja se tuotti positiivisesti ja ilmeisesti tää maahanmuutto (SIB), niin on ilmeisesti jotain tuottamassa mikä on sinänsä positiivista, et tulee tuottoa. Mut riskihän tavallaan...miellettään volatiliteetiksi, mutta volatiliteettihan tässä on alhanen, koska ei se arvostus heilu sen mukaan, mitä osakemarkkinat heiluu. Mut jos riski kuvaa sitä, että missä määrin tuotto poikkeaa odotetusta, se on se riskin tavallaan sanallinen määritelmä, niin siihen en sit osaa sanoa.

F: Toki tietenkin hyvänä puolena sitten voi sanoa, et koska tosi monet sijoituskohteet noin muuten on aika korreloituneita osakkeisiin, vaikuttaa se yleinen taloudellinen tilanne tosi paljon. Niin SIBissä se riippuu siitä vaikuttavuudesta, niin se korrelaatio muihin sijoituksiin on alhanen. Toki esimerkiks siinä maahanmuuttaja-SIBissä, niin kylhän siihen työllistymiseen vaikuttaa taloudellinen tilanne. Et eihän se täysin oo siitä riippumaton, mut kuitenkin se ehkä on vähäempää, mitä monissa muissa sijoituksissa sitten se korrelaatio. Ja just jossain lapsi-SIBissä nyt varmaan, se on vielä pienempi sitten.

D: Se mikä aikasemmin myös oli tuossa yhtenä motiivina, oli se, että nykyisessä markkinatilanteessa, kun tarvittais hyviä tuotto-/sijoituskohteita, että tää ois semmonen vähän muun markkinariskin kanssa korreloiva sijoitustuote. Koska nyt se on jäänyt aika pieneks toistaseks, nää on hyvin pieniä hankkeita ja niitä tulee harvakseltaan, niin sitä ei oikeen voi hajautusinstrumenttina ajatella.

SIB-rahastoissa haasteellisena nähtiin se, että sijoittaja ja julkinen sektori asettuvat vastakkain. Sijoittajat näkevät hankkeissa paljon riskejä, joita vastaavaa tuottoa julkinen sektori saattaa olla haluton maksamaan. Kysymys on osaltaan myös kommunikaatiosta sijoittajien ja julkisen sektorin välillä eli siitä, että kumpikin osapuoli tunnistaa hankkeeseen liittyvät riskit ja osaa siten arvioida hankkeesta odotettavia tuottoja.

D: Pieni haaste on tässä ollut tämmönen kommunikaatio julkisen sektorin ja sijoittajien välillä. Eli julkinen sektori pelkää näitä sijoittajien ylituottoja, eli et tämmösestä hankkeesta sais liikaa tuottoa liian helposti. Ja sijoittajat taas näkee näissä hankkeissa paljon riskiä, koska näissä kokeillaan uudenlaista toimintatapaa uudella rakenteella. Ei tiedetä minkälaisia epävarmuustekijöitä...Ja tosiaan on usein riski jopa menettää kaikki tai lähes kaikki pääomista, niin sieltä sitten sijoittajat haluaisivat saada riittävän kovan kompensaaation, että uskaltas lähteä mukaan.

A: Mut mikä näis on mielenkiintosta on se, että hyvin monet sanoo, että noihan on ihan päivänselviä juttuja, että kannattaa tehdä noita asioita, niillä saa vaikuttavuutta. Nii sit herää kysymys, että no miksi niitä ei sitten tehdä? Ja niille päättäjille ehkä vois sanoa viestiä, jotka on siellä kunnassa ja miettii, että no miks me maksetaan täst sijoittajille, et täst tulee niille niin paljon tuottoa nii, jos se on niin tuottavaa toimintaa niin eikö sitä kannattaisi sitten tehdä itse? Et, jos se kerran on riskitöntä ja tuotot on kovia,



niin kyllä sitä siinä vaiheessa kannattaa tehdä itse. Ja näissähän kannattaa aina muistaa se, ku valitetaan niist tuotoista, että ne rahat lasketaan niist laskennallisista säästöistä, ja jos ne mallit on suurin piirtein oikein ja osaa laskea ne säästöt niin ku nyt oletetaan että osaa, niin sillonhan tää on kunnalle ilmasta toimintaa, jos se sijoittaja hyötyy. Päinvastoin kassavirtaposiitivista toimintaa. Et sijoittajaa ei ehkä kannattais syyllistää niin paljon siitä, et sijoittaja saa tuottoa. Ja jos se on se suurin paha nii sit ne kannattaa tehdä itse, jos se on niin tuottavaa toimintaa.

SIB-rahastoissa sijoittajalla on lähtökohtaisesti riski menettää sijoitettu pääoma kokonaan tai osittain. Ongelma tässä on se, että takeita vaikuttavista tuloksista ja taloudellisesta tuotosta ei ole. Kappaleessa 2.3.2 avattiin Bergfeldin ym. (2016) näkemyksiä SIB-rahastoihin liittyvistä riskeistä. Haasteltavat nostivat erityisesti esiin ”designiin” liittyvän riskin, jolla voidaan joko viitata Bergfeldin ym. (2016) kuvaamaan operatiiviseen riskiin tai väliintulomallin riskiin. Jo aiemmin haasteltava D totesi, että taloudellinen tuotto saattaa olla sidottu ”output”-tuloksiin ja vaikutuksiin, ei niinkään pidemmän aikavälin vaikuttavuuteen. Haastateltava B täydensi tätä siten, että on hankalaa arvioida merkittäväällä tarkkuudella pidemmällä aikavälillä toteutuvaa vaikuttavuutta. Sijoittajan kannalta tämä näyttäytyy kahdella tavalla. Bergfeld ym. (2016) ovat kuvanneet arviointiriskin tarkoittavan sitä, että vaikuttavuuden arvioinnissa epäonnistutaan, jolloin toteutunut vaikuttavuus on suurempi kuin sijoittajalle tosiasiallisesti maksetut tuotot. Arviointiriski kytkeytyy luonnollisesti ongelman mallinnukseen ja vaikuttavuuden mittaamiseen. Pitkä aikaväli liittyy toisaalta myös sijoituksen likviditeettiin, joka muuttuu sijoittajan kannalta ongelmalliseksi silloin, kun pääoma sitoutuu hankkeeseen pitkäksi aikaa ilman, että sijoituksesta on mahdollista irtaantua.

C: No nyt SIBeissä tää (riski-tuotto) balanssi ei oo ihan toteutunut. Koska siellä ei oo mitään takeita, mistään tuloksista. Et sijoittaja laittaa rahan sinne ja voi olla, että sillä SIBillä ei saada mitään mitattavaa tulosta aikaseks tai, että se on väärin. Se on niin uutta vielä, että ne käytännöt on niin haparoivia tai tämmösiä, ei vielä vakiintuneita. Niin se voi olla, et se design menee ihan pieleen, ja ei synny mitään tuottoja. Koska ei synny mitään mitattavia tuloksia, mistä se sopimusosapuoli sitten maksaisi.

B: Sillä tavalla siihen sisältyy riskejä. Esimerkiksi lasten ja nuorten syrjäytymisen ehkäisy, koska interventiot kestää vuoteen 2031 saakka ja tulosten seuranta kestää vuoteen 2031 saakka, niin me ei voida etukäteen arvata eikä arvioida merkittäväällä tarkkuudella sitä, että minkälaisia ongelmia ja haasteita lapset, nuoret ja heidän vanhempansa kokee tällä aikavälillä, että siinä on aika suuri tämmönen epävarmuustekijä. Ei pysty ennustamaan tarkkaan, että miten ihmisillä menee tolla aikavälillä. Ja siinä mielessä siinä on tämmönen merkittävä riski, joka on sisäänrakennettu siihen instrumenttiin.

Haastattelut tukevat teoriapohjaa SIB-rahastoihin laajalti liittyvistä riskeistä. Kirjallisuudessa ei kuitenkaan juuri esiinny konkreettisia riskienhallintamenetelmiä. Jo aiemmassa kappaleessa esitettiin, että SIB-rahastoissa sijoittajan tulisi kiinnittää erityistä huomiota palveluntarjoajiin ja heidän toimintaansa. Tämän mukaisesti haastateltava B mainitsi yhtenä riskienhallintatoimenpiteenä palveluntuottajan monitoroinnin. Palveluntarjoajien kannattavuutta voidaan tarkastella ja tarvittaessa muuttaa

palveluntuotantoa tai palveluntuottajia. Myös haastateltava A kertoi tutustuneensa palveluntarjoajien kassavirtoihin

B: Siinä on tietysti erilaisia riskienhallintamekanismeja. Esimerkiksi se, että jos joku interventio ei tuota tuloksia, niin me voidaan lopettaa sen intervention rahoitus. Eli, jos huomataan, että koko homma ei toimi, niin voidaan muuttaa palveluntuottajia, voidaan kontraktoida uusia palveluntuottajia ja katsoa, että tekeekö he parempaa työtä kuin nää aikasemmat palveluntuottajat. Ja sit jos joku tekee hyvää työtä ja toinen tekee huonompaa työtä, niin me voidaan lisätä sen hyvää työtä tekevän osuutta ja vähentää huonoo työtä tekevän osuutta. Et se on tämmöstä hands on -hallinnointia tää riskienhallinta.

A: ...Vaikka kassavirtojen ennustaminen on hankalaa, niin ollaan tutustuttu palveluntarjoajan kassavirtamalleihin ja sen tyyppistä laskentatoimea on tietysti käytetty.

Tiivistäen voitaneen todeta, että SIB-rahastot ovat selvästi korkean riskin rahastoja. Haastateltava B vetosi siihen, että tehdyt interventiot eivät ole uusia, mutta toimintamallina SIB-rahastot ovat uusia, joka aiheuttaa epävarmuutta. Haastateltava C painotti riskin ja tuoton suhteen olevan epätasapainossa, joka on pääomasijoittajan kannalta keskeinen kysymys. SIB-rahastot eivät tässä mielessä täysin tyydytä sijoittajan vaateita, sillä odotettu tuottotaso ei kohtaa SIB-rahastojen riskien kanssa. Toki tämä väite tarvitsee tuekseen empiiristä tietoa SIB-rahastoista maksetuista tuotoista, jota ei vielä tällä hetkellä ole saatavilla.

B: No se on rahastokohtainen kysymys, että nää on kyllä enemmän selkeesti tämmösiä korkean riskin rahastoja, koska ne interventiot mitä tehään tietyn ongelman ehkäisyyn, niin niitä on nää palveluntuottajat toteuttanut aikasemminkin. Mut tämmönen SIB-kokonaisuus on aika uus kaikille sijoittajille, ja toimintamallinakin se on aika uus, et siinä ei oo semmosta selkeätä track recordia historiassa, niin kuin esimerkiksi on pörssiosakkeissa.

C: No siinä se ongelma yksityisten sijoittajien kannalta onkin, kun siinä tää riskituotto-suhde ei oo ollenkaan balanssissa, mikä on tavallaan pääoma- ja sijoittajien yleensä keskeinen lähestymistapa. Et katotaan riskejä ja katotaan tuotto-odotusta ja niitten pitää olla balanssissa. Jos ajatellaan tämmöstä esimerkiksi pankkien lainarahoitusta, niin sehän on matalan riskin rahoitusmuoto, kun vakuudet on ja muuta kaikkee, niin silloin riittää pienempi tuotto, joka on sitten yhtä kun se lainan korko. Taas kun pääomasijoittaja sijoittaa, niin ne riskit, kun ei oo mitään vakuuksia ja se bisnes menee miten menee, niin silloin riskit on aika korkeella, niin silloin ne tuotto-odotuksetkin pitää olla korkeella.

### 5.3.2 Tuottokatto ja pääomaturva

Tuottokatto ja pääomaturva ovat sopimusteknisiä elementtejä, joita voidaan sovittaessa käyttää SIB-rahastoissa. Haastateltava C kiteytti aiemmassa kappaleessa SIB-rahastoissa olevan sekä moraalinen että sopimustekninen tuottokatto. Moraalisella tuottokatolla viitattiin siihen, että sosiaalisten ongelmien ratkaisusta on sijoittajan kannalta moraalisesti arveluttavaa hyötyä liiallisesti. Sopimustekninen tuottokatto puolestaan tarkoittaa sijoitussopimukseen kirjattua maksimituottoa, joka rahastosta maksetaan sijoittajalle tuottona, mikäli asetetut tavoitteet saavutetaan. Haastateltava E puolsi tuottokaton tarpeellisuutta. Tuottokattoa onkin Suomessa käytetty muun

muassa lasten ja nuorten SIB-rahastossa, johon sitä oli toivottu sijoittajien puolelta. Kyseisessä rahastossa tuottokatto on asetettu 8 % tasolle.

E: Tuottojen leikkaaminen on oleellista. Se on oleellista sen takia, kun monissa hankkeissa, mitä nyt Suomessakin on saatu liikkeelle, joku maahanmuuttajien työllistämisen tai lapsiperheiden ongelmien ja syrjäytymisen estäminen tai pitkäaikaistyöttömien työllistäminen, niin ne on kaikki sellasia operaatioita, joista ajatellaan, että ei ole hyvä että ulkopuolinen sijoittaja tekee tolkkottomasti rahaa tällaisilla alueilla. Et siin on lähtökohtaisesti jotakin vaikeasti hyväksyttävää. Et se ei saa olla tuottojen lähde, tämmösten sanotaan maksimaalisten tuottojen lähde, tämmösten yhteiskunnallisten ongelmien hoitaminen ja siksi täytyy tuottoa leikata sillä tavalla, että jos hanke onnistuu ikään kuin yli odotusten, niin silloin se odottamaton hyöty jää tavallaan hankkeen tilaajalle, joka on yleensä joku julkisen sektorin organisaatio, ja sitä ylituottoa ei ikään kuin makseta ulos, vaan se jää yhteiskuntaan yhteiseksi hyväksi. Ja vaikuttavuussijoittaja yleensä tyytyy tähän, että se tuotto on leikattu siltä varalta, että se operaatio onnistuukin reilusti paremmin, ku mitä etukäteen on ajateltu.

B: Suomessa tuottokatto on siinä lasten ja nuorten SIBissä, jonka itse asiassa on toivonu sijoittajat. Niin siinä on kaheksan prosentin tuottokatto siinä lasten ja nuorten SIBissä.

Tuottokatto yhdistyy mielenkiintoisesti Bergfeldin ym. (2016) kuvaamaan maineriskiin. Sijoittajat pelkäävät jossain määrin ylisuurten tuottojen aiheuttavan negatiivista mainehaittaa.

E: Sijoittajatkin ajatteli, että ei ole heille eduksi, että he ovat mukana sellaisissa hankkeissa ja sitten sieltä tulee tolkkottomasti rahaa, se ei ole sijoittajan maineelle hyvä. Kun vaikuttavuusinvestoimisessa sijoittaja lähtee taas kerran, vielä toistaen, lähtee liikkeelle sitä yhteiskunnallista hyvää tekemään, ja jos siihen kohtuullisella riskillä saa pienen tuoton niin hyvä on. Et se liiallinen tuotto tavallaan pilaa tämmösen instrumentin ja järjestelmän mainetta, se voi pilata sijoittajan mainetta. Eli sillä tavalla kaikki oli aika nopeasti yhtä mieltä siitä, että tuottojen leikkaaminen on ihan perusteltu ja hyvä juttu.

Haastateltava D oli kriittinen tuottokattoa kohtaan. Tuottokatto koettiin ongelmalliseksi silloin, kun sijoitettuun pääomaan kohdistuu riski menettää se kokonaan. Haastateltava F pohti kärjistetysti, että mikäli julkinen sektori on saavuttanut merkittäviä säästöjä, niin syntykö silloin tarvetta tuottojen rajoittamiselle.

D: Periaatteessa henkilökohtaisesti mä en oo sen tuottokaton iso ystävä silloin, kun joutuu kantaan paljon riskiä. Eli, jos sijoittajalla on riski menettää koko sijoittamansa pääoma, niin silloin se on huono yhtälö, että siellä sitten vastaavasti rajotetaan kuitenkin sitä tuottoa.

F: Tuottokatosta...varmaan on ihan järkevääkin voi olla just, et ei nyt ainakaan sitte ihan huikkeesti tuota, et olis sekin vähän outoa, jos maahanmuuttaja-SIB tuottais 200 % sijoittajille. Mut toki tietenkin, jos se valtio on sit saanu siinä vielä isommat hyödyt niin miksi ei.

Pääomaturvalla puolestaan viitataan rakenteeseen, jolla turvataan se, ettei sijoittaja menetä sijoittamaansa pääomaa kokonaan. Suomessa suoraa pääomaturvaa ei ole sovellettu missään SIB-rahastossa, koska ei ole löytynyt tahoja, joka olisi ollut valmiina toimimaan takaajana. Sen sijaan olemassa on

erilaisia maksumenetelmiä, joilla turvataan epäsuorasti sijoitetun pääoman palautuminen. Haastateltava D puhui epäsymmetrisestä hyödynjakomallista, jolla voidaan parantaa SIB-rahastojen riskiprofiilia sijoittajan näkökulmasta.

B: Pääomaturvaa suoranaisesti ei oo missään, mutta tossa pitkäaikaistyöttömien työllisyyttä parantavassa SIBissä, niin siinä on kumminkin semmonen pääomaturvan kaltainen parametri, että valtio joka siinä on tilaajana on luvannu, että jos tulokset ei johda tulospalkkioon, niin silloin valtio voi maksaa korkeintaan puolet niistä toteutetuista interventioista rahastolle. Mikä tarkoittaa, että epäsuorasti siinä on noin 50 prosentin pääomaturva.

D: Mut tähän on sitten ollut erilaisii tapoja yrittää tehdä siitä houkuttelevampaa sijoittajan näkökulmasta. Pääomaturvaa varsinaisesti ei ole varmaan käytetty vielä yhdesäkään. Siel on erilaisia maksumeکانismeja, jossa asiakas sitten maksaa myös epäonnistumistilanteissa tietyistä palveluista, jolloin ainakin osa pääomist saadaan takaisin. Ja sitten on käytetty tämmöstä epäsymmetristä hyödynjakomallia, eli missä sitten asiakas maksaa alkuvaiheessa isomman osuuden siitä kokemastaan hyödyistä sille rahastolle, kunnes on saatu pääomat takaisin ja sitten se suhdeluku vaihtuu niin päin, että se asiakas saa isomman hyödyn. Ja nää on tavallaan ihan hyviä instrumentteja siihen, et millä pystytään sitä riski-tuotto-suhdetta saamaan sijoittajan näkökulmasta houkuttelevammaks.

E: Pääomaturvasta keskusteltiin kyllä näiden hankkeiden yhteydessä myös, ja mäkin monenlaisia organisaatioita kävin läpi ja sitä pääomaturvaa ei pystytty rakentamaan näihin hankkeisiin mukaan. Ei löytynyt semmosta tahoa, joka olis ollut valmis sijoittamaan tai sitoutumaan jonkunlaiseen takuuseen siitä, että sijoittajat saa x prosenttia rahoistaan takasin kaikissa tapauksissa. Sitä ei löytynyt. Mutta se nyt ei ole osoittautunut ongelmaksi, että rahaa on löytynyt jopa, vois sanoo yllättävän paljon, et se oli mulle ehkä semmonen yks havainto ja opetuskin.

F: No yleisesti vaikuttavuussijoittamisessa ni mun mielestä instituution näkökulmasta, niin olis varmasti hyvä, jos valtio esimerkiksi pystyis näitä jotain riskinjakomeکانismeja tarjoamaan. Mä tiedän, että siellä on taas omat rajotuksensa. Varmaan tuolta virkamiehiltäkin löytyis mielenkiintosa kommentteja, ku niil on näistä budjetitulkinnoista, et jos on semmonen raha, jota ei saada varmuudella takasin ni sit se menee jotenkin kuluna valtion budjetista ymmärrettävästi. Ja sit se taas nostaa noita valtion menoja, mikä taas on hankala, et siihenkin liittyy haasteita. Ja sit et haluuko valtio... vähän niinku subventoida sijoittajia, et miten sä myyt sen vähävarasille ihmisille, et hei me subventoidaan nyt sijoittajia, joita pidetään pahiksena. Et siihen liittyy tämmösiä haasteita, mut sanoisin et instituutiosijoittajien just pääomaturva kyl lisäis sitä intoa.

Olenlaisin havainto tuottokaton ja pääomaturvan suhteesta oli se, että SIB-rahaston kokonaisrakenne ratkaisee. Mikäli pääoma on kokonaan riskin alla, niin silloin tuottoa ei tulisi rajoittaa. Vastaavasti, jos tuottoa rajoitetaan, niin myös pääomaa halutaan turvata. Kysymys on siis siitä, että riskin ja tuoton suhde saadaan sijoittajan kannalta mahdollisimman järkevälle tasolle, jotta SIB-rahastoja voidaan ylipäänsä arvioida sijoituksellisin kriteerein. Tuottokatto ja pääomaturva ovat sopimusteknisiä elementtejä, jotka voidaan rakentaa, mikäli kaikkien sopimusosapuolien intressit kohtaavat. Tärkeintä olisi löytää tasapaino, jossa sopimuksellinen lopputulos olisi jokaisen osapuolen kannalta optimaalinen.

A: No siin tietysti aina pitäis kattoo se koko ja sitä kokonaisrakennetta, miten se toimii. Pääomaturvaa näissä rakenteissa ei oo ollu vielä olemassa. Eli pääoma on kaikki riskin alla, että ei ole mitään turvaa niis rakenteis, mitä mä oon törmänny. Se on tie-

tysti ihan ok, että jos semmonen pääomaturva ois, mutta joku sen turvan antaa, se jostain maksaa. Niin siinä pitäis sitte arvioida sitä kokonaisuutta, et kuinka innokas semmosta on saamaan. Sitten tuottokatto taas riippuu siitä, et miten se kokonaisuus on rakennettu. Et jos sul on pääomaturva nii sit tietysti voi olla tuottokatto. Jos nyt puhutaan siitä et jaetaan niit säästöjä, mitä siellä syntyy, ja jos kaikki säästöt jaetaan sataprosenttisesti sijoittajalle nii sit on ihan ok, et jossain vaihees tulee katto vastaan. Jos jaetaan 50/50-suhteissa, niin silloin mun mielestä ei tarvii mitään kattoa, koska molemmat hyötyy joka tapauksessa. Niin se kokonaisrakenne on se, mikä siinä merkitsee ja miten se on tehty. Et lähtökohtasesti mun mielestä tärkeintä on, että se tuotto-riski-suhde olis suurin piirtein järkevä sijoittajan kannalta. Että nää on kuitenkin sijoituksia ja niitä pitää pystyä myös sijoituksellisin kriteerein miettimään, ja silloin se tuotto-riski-suhde täytyy olla kohdallaan ja sitä kautta ne parametrit oikein asennettu. Jos sul on merkittävä riski siitä, et sä menetät pääomas, niin silloin mun mielestä ei voi käyttää tuottokattoa ollenkaa, et silloin pitää olla myös mahdollisuus saada tuottoa et kaikki riippuu kaikesta.

B: No ne voidaan rakentaa oikeastaan mihin tahansa SIBiin. Se riippuu siitä, että mitä tilaaja, joka maksaa tuloksista ja sijoittajat toivovat ja silloin, jos ne sattuu toivomaan samaa asiaa, niin silloin ne voidaan rakentaa siihen sisälle.

### 5.3.3 Sijoitushorisontti

Kappaleessa 5.3.1. sivuttiin lyhyesti SIB-rahastojen likviditeettiä. Likviditeettiriski aiheutuu siitä, että SIB-rahastoissa sijoitettu pääoma sitoutuu hankkeisiin koko niiden elinkaaren ajaksi. Tämän vuoksi pitkä sijoitushorisontti saattaa muodostua ongelmalliseksi sijoittajan kannalta. Tällä hetkellä ei ole myöskään olemassa jälkimarkkinoita, jossa SIB-rahastosopimuksilla voisi käydä kauppaa. Hyvin yhtenevästi haastatellut totesivat, että sijoittajat katsovat sijoituskohteita mieluiten alle 10 vuoden horisontilla

C: Ja siinä tulee sit tää aikadimensio-ongelma sijoittajan näkökulmasta. Et nää ongelmat, jota ratkastaan, niin niiden lopulliset tulokset ja toteumat voi näkyä vasta monien vuosien päästä, viidentoistakin vuoden päästä. Ja se on sijoittajan näkökulmasta vähän turhan pitkä. Sijoittajat tahtoo ajatella asioita mieluummin viiden, kun ehkä kymmenen vuoden aikaperspektiivillä, niin ku sen tuoton toteutumisen.

A: No jos se on alle kymmenen vuotta niin se on ihan okei. Että normaalissaki sijoittamisessa, pääomasijoittamisessa, rahastosijoittamisessa joutuu tottumaan siihen, et se sijoitushorisontti on pitkä. Et sit täs Lapsi-SIBissä mä en nytte ihan tarkkaan muista, kuinka pitkä se on, mut siinä se on jo yli kymmenen vuotta. Niin ainahan se muuttuu haastavammaksi, kun se todella paljon pitenee. Et kunhan se pysyy alle kymmenen vuoden, niin silloin mun mielestä siinä ei oo mitään ongelmaa.

F: Sijoitushorisontti just SIBeissä, ku se on pitkä...mut se on myös private equity -tyyppisissä vaikuttavuussijoituksissa se on pitkä. Et kyl sekin on haaste, mutta ei siihen oikein ehkä oo ratkasua. Ellei sit valtio turvaa takaa jotain likviditeettiäkin sitten ja näin.

E: No siinä on sellanen vähän, kun markkinoiden rakentamisen urakka vielä kesken, että taas karkeasti pelkistäen, niin mitä pidempi sijoitushorisontti, sitä hankalampi se on sijoittajille. Sijoittaja lähtee mieluummin mukaan muutaman vuoden mittaiseen hankkeeseen, jos siinä ajassa pystytään luotettavasti tuloksia saamaan aikaseksi. Se on jotenkin houkuttelevampi, kun joku 10, 15 vuotta. Kun pitkällä (aikavälillä) ehtii tapahtua niin paljon siinä asiakasryhmässä, jonka tilannetta lähdetään parantamaan siinä ympäröivässä yhteiskunnassa. Kaikki verotus, tukijärjestelmä, palvelujärjestelmät... kaikki ehtii muuttumaan niin paljon, että se on jotenkin ehkä, hämäämpi ja vaikeammin hahmotettava mitä pidemmästä aikavälisestä puhutaan. Että sijoittajille

olisi mukavampaa, jos pystyttäisiin näitä hankkeita paketoimaan, sanotaan muutaman vuoden mittaisiksi.

Haastateltava D vertasi SIB-rahastoja pääomarahastoihin. Pääomarahastojen kohdalla on jossain määrin mahdollista myydä sijoitettuja osuuksia myöhemmin jälkimarkkinoilla. SIB-rahastojen kohdalla tällaista mahdollisuutta ei ole. SIB-rahastoja voi siis kuvata epälikvidiksi sijoitustuotteeksi. Sijoitushorisontin pituus on kuitenkin SIB-hankkeesta riippuvainen. Osa SIB-rahastoista on räätälöity sijoittajille sopivaksi, jolloin sijoitushorisontti on lyhyempi. Kohderyhmän mukaan vaadittavat interventiot voivat kuitenkin venyttää SIB-rahaston kestävänsä yli kymmenen vuotta.

D: Sehän vaihtelee ihan, että meillä ne sijoitushorisontit on noin viidestä vuodesta kahteentoista vuoteen näissä hankkeissa ollu, ja se 12 vuotta on sijottana mun mielestä haasteellinen. Eli epälikvidi tuote ja 12 vuotta niin se on vähän ongelmallinen. Ja ilmeisesti mä oon ymmärtäny, et se on monille muillekin. Eli tyypillisestihän tietysti näissä epälikvideissä tuotteissa, esimerkiksi pääomarahastoissa niin sehän on kyllä 10+1+1, ku on melkeen ne rahastojen kestot, mutta niissä on parempi läpinäkyvyys siihen, mitä siellä rahastojen sisällä on ja tarvittaessa on tämmösiä secondary transaktioita, eli pystytään myöskin myymään niitä osuuksia myöhemmin. Eli siellä on jonkunlaista likviditeettiä tarjolla kuitenkin. Ja sit taas näissä SIBeissä toistaseks ei oo minkäänlaista likviditeettiä, ku nää on näin eksoottisii instrumenttejä ja itse asiassa se pisin, no esimerkiks 12 vuotta varmaan tällä hetkellä, kun se käynnistys viivästyi, mutta se oli alun perin lähempänä 15:ta vuotta ja se tosiaan on haasteellinen. Mut sit toisaalta nää SIBit, kun näis puhutaan yhteiskunnallisista muutoksista, niin niitä tuloksia ei yleensä näe kauheen nopeesti. Eli se voi olla tosiaan, että se todellinen tulos nähdään vasta yli kymmenen vuoden päästä. Ja haasteelliseksi tulee, et miten yhdistetään tää sijottajien vaatimus riittävän lyhyestä sijoitushorisontista ja toisaalta siihen asiakkaan tarpeeseen nähdä se oikea tulos ennen kun rahat liikkuu, et tää on tämmönen yks haaste mikä täs on ollut.

B: No sijoitusten realiteetit liittyy siihen, mitä ongelmaa pyritään ehkäisemään. Lasten ja nuorten kanssa on selvä, että tuloksia ei voi saada millään lyhyellä interventioilla ja sen takia se rahasto on yli 10 vuotta pitkä. Sitten tämmönen työllistämiseen tähtäävä rahasto, niin siinä ne interventiot voi olla lyhyempiä. Se pitkäaikaistyöttömiin sijoittava rahasto niin se jatkuu vuoteen 2025 saakka. Eli se ei oo läheskään niin pitkä kuin se lasten ja nuorten. Ja sitten maahanmuuttajien työllistämisen interventiojakso oli kolme vuotta (tästä) eteenpäin, sen tuloksia seurataan vielä 2022 syksyyn. Eli nää rahastot on eri pituisia riippuen siitä, että minkä tyyppistä interventio tarvitaan sen tietyn ongelman ehkäisyyn. Ja kaikkiin me ollaan löydetty sijottajia. Eli ehkä ne sijoitustyyppit on semmosia...yksityishenkilöt sijottaa ja pienemmät sijottajat sijottaa mieluummin lyhyempiin instrumentteihin, koska yksityishenkilön on aika vaikea odottaa vuoteen 2032, että saadaan tulokset loppujen lopuksi selville. Sitten institutionaaliset sijoittajat, niin heille se aikajänne ei välttämättä ole samanlainen ongelma kuin pienemmille sijoittajille. Se riippuu hyvin paljon interventioista ja siitä mitä ollaan tekemässä, ja siitä minkälainen sijoitusajanjänne yksittäisellä sijottajalla on.

Vaikka vaikuttavuudelle on yleensä ominaista, että se toteutuu pitkällä aikavälillä, niin sijoittajille on myös tarjolla SIB-rahastoja lyhyellä aikahorisontilla. Sijoitushorisontin pituus riippuu kohderyhmästä ja ongelman sekä intervention laadusta. Esimerkiksi, jos sijoittaja tavoittelee vaikuttavuutta lasten ja nuorten kohderyhmään, joutuu hän todennäköisesti tyytymään sijoituksen pitkään ikään. Sijoitushorisontin suhteen vastakkain asettuvat jälleen sijoittaja ja julkinen sektori, sillä asiakas haluaa odottaa ja nähdä toteutuneen vaikuttavuuden ennen kuin tulosperusteisia maksuja suoritetaan.

### 5.3.4 Sopimuksentekoprosessi

Sopimuksenteko on SIB-rahastoissa avainasemassa, sillä sopimukselliset suhteet ovat SIB-rahastoissa tavallista monimutkaisempia (Cooper ym. 2016). Mogapi ym. (2019) painottavatkin sopimuksenteon tärkeyttä. SIB-rahastoissa suurimmat jännitteet ovat sijoittajan ja palvelun ostajan, eli useimmissa tapauksissa sijoittajan ja julkisen sektorin välillä. Kappaleessa 5.3.1 kuvattiin sijoittajan ja julkisen sektorin välistä kommunikaatio-ongelmaa. Lisäksi kappaleessa 5.3.1 esiteltiin riskienhallintamenetelmänä se, että palveluntarjoajan rahoitus voidaan katkaista, mikäli interventiot eivät ole tarpeeksi tehokkaita tai kohdistu oikein. Toinen jännite kohdistuu siis sijoittajan ja palveluntarjoajan välille, jota varten sijoittajalle olisi tärkeää olla perillä palveluntarjoajan toiminnasta.

Sopimuksentekoprosessista haastateltavat totesivat, että SIB-rahastot ovat vielä alkuvaiheessa, joten sijoittajilla on ollut mahdollisuuksia vaikuttaa sopimusten sisältöön. Haastateltava B kommentoi kuitenkin, että sopimusten ehtojen tulee olla samat kaikille mukana oleville sijoittajille. Jos siis sopimusehtoja aletaan yksittäisen sijoittajan toimesta muuttamaan, niin astuvat muutokset myös muille sijoittajille voimaan.

A: No me ollaan tietysti alkuvaiheessa, niin kyllä meillä on ollu siinä mahdollisuuksii neuvotella niitä. Nimenomaan sen rahaston sopimuksia ja niitä myös muutettiin sen mukaan mitä me haluttiin sitä muutettavaksi. Et totta kai sillä on merkitystä, ja jos sijottaa tarpeeks niin niistä pääsee neuvottelemaan.

B: No kaikki sijoittajat tulee mukaan samoilla ehdoilla, eli sillä tavalla ei oo niin, että joku vois yksittäinen sijoittaja neuvotella itselleen paremmat ehdot kuin muut sijoittajat. Mutta toisaalta sitten siinä rahannostokierroksella, jos sijoittaja haluaa sanoa, että he aikoo sijottaa suuren summan tähän, mutta heillä on joku tietty elementti sopimuksessa mahdoton, niin kyllä me varmasti semmonen otetaan huomioon ja pyritään muuttamaan sopimuselementit semmoseks, että se sopimus on hyväksyttävissä tän sijoittajan puolella. Mut silloin se sama muutos tulee kaikkien sopimukseen.

Haastateltava D kertoi, että SIB-rahastosopimuksien kohdalla ei ole vielä vakiintunutta dokumentaatiota, eli standardimuotoista sopimuskäytäntöä, jota noudatettaisiin. SIB-rahastoissa huomionarvoista on myös se, että niihin liittyy yleensä julkisiin hankintoihin sovellettava lainsäädäntö. Tämä tarkoittaa sitä, että rahastonhoitaja valitaan kilpailutuksen kautta, joka aiheuttaa haasteita sijoittajille. Rahastonhoitajan kilpailutuksen yhteydessä sovitaan jo sopimuksellisista raameista, josta ei myöhemmin voida poiketa kuin kilpailuttamalla hanke uudelleen. Jos siis rahastonhoitajan kilpailutuksen yhteydessä sovitaan jostakin asiasta, joka näyttäytyy sijoittajalle mahdottomalta, niin hanke joudutaan kokonaan uudelleenkilpailuttamaan.

D: Siis tavallaan tää dokumentaatio, eli nää rahastosopimuksethan tottakai sijoittajat pystyy määrittelemään tietyiltä osin. Se mikä täs on haasteellista verrattuna tavalliseen, siis täähän on tyypillistä pääomarahastoissakin, että siin on muodostunut tietty alastandardi, jota suunnilleen noudatetaan. Jokaisessa hankkeessa käytännössä käytään ne sopimukset läpille ja räätälöidään tarpeen mukaan, sijoittajien tarpeen mukaisesti. Mutta näissä SIBeissä nyt on se, kun nää on vähän erityyppisiä instrument-

teja kuitenkin, näihin ei oo vielä muodostunut semmosta varsinaista sopimusstandardia mitä noudatettais. Eli näis on pääasiassa otettu pääomarahastoista tuttuja rakenteita ja muokattu niitä SIB-rahastoihin sopivaks.

D: Se mikä näissä on erilaista, on se kilpailutus. Nää on julkisii hankintoja niin se rahastonhoitaja pitää kilpailuttaa, ja sieltä kilpailutuksesta tulee usein tietynlaisia raameja, mistä ei sitten enää voida poiketa. Se on taas sijoittajan näkökulmasta haasteellista, koska se voi olla, että siinä kilpailutuksessa on sovittu jostain asiasta, mikä sijoittajan näkökulmasta ei olekaan mahdollista tai kohtuullista, jolloin joudutaan vaikeisiin neuvotteluihin siitä, että pitäisikö kilpailutus tehdä uudestaan vai hyväksyvätkö sijoittajat kuitenkin ne epäedulliset ehdot. Eri hankkeissa on ollut erilaisia haasteita, mut tää poikkeee nyt siinä mielessä, kun niissä ei ihan täysin vapaasti voida sopia sen kilpailutuksen takia niistä eroista.

D: Mä voisin sen verran vähän korostaa, että esimerkiks tommoset ku joku tuotto-katto, mikä voisi olla ongelmallinen, että jos se on, no näissä nyt ei ollut, mutta siis sanotaan, että jos on joku 10 prosentin tuottokatto tai joku tämmönen ja sijoittajat haluisin 12 prosenttia tuottokatoksi. Sitä ei voida muuttaa ilman uutta kilpailutusta, niin tän tyyppiset asiat aiheuttaa ongelmia.

Kaiken kaikkiaan voidaan siis todeta, että sijoittajilla on ollut mahdollista vaikuttaa pilotointivaiheen SIB-rahastosopimusten ehtoihin. SIB-rahastojen sopimuskäytäntöjen standardoituessa tämä mahdollisuus voi kuitenkin pienentyä. Yleisesti ottaen sijoittajan tulee myös ymmärtää, että SIB-rahastoihin sovelletaan julkisiin hankintoihin liittyvää lainsäädäntöä, joka saattaa hankaloittaa sopimuksentekoprosessia.

## 5.4 Laskentatoimen rooli vaikuttavuussijoituksissa

Käsitteen määrittelyn yhteydessä todettiin, että vaikuttavuussijoittaminen kie-toutuu taloudellisen tuoton ja mitattavan vaikuttavuuden ympärille. Kappaleessa 3.1 on esitetty Nichollsin (2018) näkemyksiä sosiaalisen vaikuttavuuden laskennasta, ja siinä todettiin, että mitattava vaikuttavuus ja vaikuttavuuden to-dentaminen aiheuttavat osaltaan sen, että laskentatoimen käytännöt muuttuvat, kun taloudellisen raportoinnin osaksi otetaan vaikuttavuuden ulottuvuus. Seu-raavaksi käydään yleisellä tasolla läpi laskentatoimen merkitystä osana vaikut-tavuussijoittamista. Tämän jälkeen syvennyttään yksityiskohtaisemmin, miten laskentatoimi näyttäytyy osana SIB-rahastojen seuranta ja raportointia.

Kappaleessa 3.1 esiteltiin laskentakohteen, eli entiteetin käsite. Entiteetin osalta on tärkeää ymmärtää, mitä vaikuttavuussijoituksella tarkoitetaan, sillä entiteetti määrittää sen, mitä informaatiota kerätään. Haastateltavilta kysyttiin mie-lipidettä siihen, miten he näkevät entiteetin käsitteen osana vaikuttavuussijoitta-mista. Tämä lisäksi tiedusteltiin, tulisiko vaikuttavuussijoituksia tarkastella omana entiteettinä. Haastateltava D lähestyi asiaa siten, että mikäli sijoitustoiminnan tavoite ei poikkea tavanomaisesta sijoitusstrategiasta eikä vaikutta-vuutta tarkoituksenmukaisesti seurata, niin silloin ei ole tarvetta kohdella sijoi-tusta omana entiteettinä. Toisaalta vaikuttavuussijoitukset, joiden kohdalla si-



joitusstrategia erii selvästi muusta portfoliosta esimerkiksi missiopainotteisuuden takia, tulisi haastateltavan D mukaan erottaa salkun hallinnassa omaan portfolioon.

D: Ja tässä tullaan taas sitten, sä oot varmaan nähnyt niitä semmosii spektrikuvia...missä on toisella puolella hyväntekeväisyyttä ja toisella puolella kovaa sijoittamista ja mennään siihen väliin. Niin periaatteessa, et jos me mennään sillä ihan laveella tulokinnalla, että kunhan vaan jotain vaikuttavuutta ehkä syntyy, niin se on vaikuttavuussijoittamista. Niin ei silloin oo mun mielestä tarve erottaa sitä mihinkään.

D: Esimerkiksi meilläkin on salkussa paljon sijoituksia, mitkä me voitais leimata vaikuttavuussijoituksiksi sen takia, että niistä syntyy kyllä positiivista vaikuttavuutta, mutta eipä niitä oikeesti seurata eikä me olla asetettu niille tällaisia tavoitteita, niin me ei pidetä niitä vaikuttavuussijoituksina. Mut että silloin ei siihen oo mitään tarvetta erottaa niitä muualle. Ja sit taas on tää toinen puoli...esimerkiksi joku säätiö taikka joku strateginen sijoittaja, joka haluaa edistää jotain asiaa ja on valmis itse asiassa hyväksyy pienemmät tuotot tai jopa sen, että ei tuu tuottoja ollenkaan, jos sitä vaikuttavuutta syntyy. Eli ne on valmiita tekee sen trade-offin. Ja silloin, jos on tää tyyppisiä instrumenttejä, niin silloin se ois tärkeä erottaa ne jollakin tavalla joko niin, että ne on salkun hallinnassa eri portfoliossa tai muuten, että ei menis sekasin nää kaks sijoitustapaa, eli semmoset missä tavoitellaan tuottoa ja taas semmonen missä on joku muu motiivi.

Haastateltava C totesi, että tällä hetkellä hän näkee vaikuttavuussijoitukset omana entiteettinä, jolle on määrätty oma sijoitusstrategia. Samalla hän kuitenkin esitti näkemyksensä siitä, että tulevaisuudessa kaikki sijoitustoiminta tulee menemään kohti vaikuttavaa sijoittamista, jolloin vaikuttavuussijoittaminen sulautuu osaksi sijoittajien normaalia toimintatapaa.

C: Et jos me rajautetaan pääomasijoitustoimialaan niin...tällä hetkellä nää vaikuttavuussijoittamiseen keskittyvät rahastot, puhutaan vaikuttavuusrahastoista, impact fundeista. Niin ne on omia entiteettejään ja sillä lailla...rajattuja, ja sijoitusstrategia sille rahastolle on määritelty, ja jos siellä on se vaikuttavuustavoitteet osana sitä sijoitusstrategiaa, niin silloin se on vaikuttavuusrahasto ja se on oma entiteettinsä.

C: Mutta, taas kerran se voidaan nähdä tällaisena välivaiheena. Joka sitten johtaa siihen, että jatkossa nää vaikuttavuusjutut ei oo enää omia erillisiä juttujaan, vaan kaiken pääomasijoitustoiminnan pitäis täyttää niitä kriteereitä, mitä me tänä päivänä asetetaan vaikuttavuusrahastoille. Eli kaiken pääomasijoitustoiminnan pitäisi tuottajien ohella tavoitella jatkossa myös positiivista vaikuttavuutta. Ja tähän on tietysti ihan olemassa faktiset perusteet, joka kiertyy takas tuottoihin. Jos me ajatellaan tää ajan maailmankuvaa isossa kuvassa, ajatellaan ilmastonmuutosta ja ajatellaan väestönkasvua ja ajatellaan monen näköisiä, ajatellaan köyhyyttä, ajatellaan koulutustasoa ja kaikkea tällaisia. Niin kyllähän ihmiskunta tavallaan tässä yltäkylläisyydessä on tulossa aikaisempaa koko ajan tietoisemmaksi näistä haasteista. Ja alkaa kiinnittää yhä enemmän huomiota tää tyyppisiin asioihin. Kai se perustuu jopa ihan johonkin Maslowin tarvehierarkian tyyppisiin asioihin. Ja silloin ihmiset alkaa tekemään valintoja, joka vaikuttaa suoraan kuluttajakäyttäytymiseen ja tää tyyppisiin asioihin. Ja silloin kun näin käy, niin sehän aiheuttaa tässä koko ketjussa muutoksia. Ja silloin tullaan tilanteeseen, jos haluaa tehdä tuottoa, niin sitä ei ole enää mahdollista tehdä muuten, kun sijoittamalla sellaisiin kohteisiin, jotka edustaa kestävä kehitystä ja näitä valintoja, mitä ihmiset haluavat jatkossa tehdä, jotta nää epäkohdat korjaantuisivat mitä me nähdään maailmassa tällä hetkellä.

Edellä olevat näkemykset kuvaavat entiteettiä salkun hallinnan näkökulmasta, joka on verrattavissa johdon laskentatoimen näkökulmaan. Ulkoisen

laskentatoimen näkökulmasta vaikuttavuussijoituksilta ei vaadita tällä hetkellä omaa erillistä raportointia. Haastateltava D myös totesi, ettei vaikuttavuussijoitusten eriyttäminen omaksi erilliseksi yhtiökseen ole edes tarkoituksenmukaista.

D: Mutta se et tarvitaanko siihen erillistä yhtiötä tai entiteettiä, niin se ei oo välttämätöntä. Eikä välttämättä edes tarkoituksenmukaista. Koska sä pystyt kuitenkin ihan hyvin seuraamaan niitä saman entiteetin sisällä, mutta eri portfolioissa. Kyllähän meilläkin on tää sama ajattelu, et meillä on pieni allokaatio mikä on tuotonlaskennan ulkopuolella, missä me voidaan ottaa paljon riskejä, just kokeiluhankkeissa. Niin ei me haluta, että se taas sotkee meidän koko salkun tuottoa ja menee sekasin niiden taloudellisin perustein tehtyjen sijoitusten kanssa.

D: Mut et vastaavasti meil on paljon siinä meidän ihan perus tuottavassa salkussa tällasii rahastoja, jotka on esimerkiks ihan Impact Investing -rahastoja, eli mittaavat vaikuttavuutta, asettaa vaikuttavuustavoitteita jopa niin, että siellä on tää rahastomanagereiden tuotto, eli tää Carry-tuotto, mitä ne saa sitten voitonjakoina, jos kaikki menee tosi hyvin. Niin se voitonjako on ehdollinen sille, että syntyy tuoton lisäksi myös vaikuttavuutta. Eli jos ei synny vaikuttavuutta, niin sit se leikattuu se niiden samaa taloudellinen hyöty.

Laskentatoimen rooli vaikuttavuussijoituksissa liittyy itsessään kirjanpitoliiännäisiin asioihin sekä rahastoraportointiin, joita käydään seuraavassa luvussa tarkemmin läpi SIB-rahastojen kontekstissa. Vaikuttavuuden raportointiin liittyy luonnollisesti myös vaikuttavuuden mallintaminen ja mittaaminen. SIB-rahastoissa mittaristot tulevat sijoittajalle ”annettuna”, joiden perusteella sijoittaja voi raportoida vaikuttavuudesta. Sen sijaan pääomasijoituksissa mallintaminen ja mittaristot laaditaan yhteistyössä yrityksen kanssa, johon on sijoitettu.

C: Joo, tässä tapauksessa se on yhdessä yrityksen kanssa sovittu, että nää on tämmösiä tavoitteita, johon me pyritään ja niitä me seurataan, mitataan ja raportoidaan. Mutta näähän on tapauskohtaisesti määriteltäviä, koska yritysten liiketoimintamallit on niin erilaisia. Ja siinä se haaste onkin vaikuttavuussijoittamisen, suurin haaste on se mittaaminen ja siihen liittyvä mallintaminen.

Nicholls (2018) näkemyksen mukaan sosiaalisen vaikuttavuuden laskenta edellyttää kommunikatiivista toimintaa eri sidosryhmien välillä, jossa olennaisena asiana on datan saatavuus. Haastateltava A totesi, että laskentatoimen rooli sijoitusanalyysissä on vielä vähäinen, koska dataa on huonosti saatavilla eikä sitä vielä osata hyödyntää. Haastateltava F täydensi tätä näkemystä palaten vielä entiteetti kysymykseen siten, että vaikuttavuussijoituksista kerätään erikseen dataa juuri sen takia, että datan saatavuuden eteen vaaditaan työtä.

A: No pakko tunnustaa, että nää on niin alkuvaiheessa olevia sijoituksia ja tämmösii, et on hyvin vaikeeta tietää, että mitä sillä laskentatoimella vois laskea, ku ei oikeen oo sitä dataa.

F: Jos mä mietin tämmöstä hajautettua sijoittajaa niin...että varmasti, jos se data olis saatavilla kaikista ni mä uskon, et sitä helpommin kerättäski sitten kaikista, mut koska sitä ei oo saatavilla, niin sit se kerätään näistä vaikuttavuussijoituksista erityisesti. Mut toki tietenkin toinen olis, että se olis helposti saatavilla kaikille sijoituksille

niin. Et mun käsitys on, että monet just näistä, jotka sit tekee näitä tämmösiä private equity -tyyppisiä sijoituksia, niin he sitten ihan kerää yhtiökohtaisesti yksitellen niitä datapisteitä ja pyytää, että raportoikaa pliiis tämä ja näin.

F: ...Vois sanoo vielä, et kyllä yleisesti ottaen vastuullinen sijoittaminen ja vaikuttavuussijoittaminen on tosi dataintensiivistä ja se vaatii panostuksia dataan ja järjestelmiin ja resursseja.

#### 5.4.1 SIB-rahastojen seuranta ja raportointi

D: Rahastothan raportoi, sekin vaihtelee rahastoittain, miten sovitaan siitä raportoinnista, mutta se on neljä kertaa vuodessa tai kaks kertaa vuodessa tyyppillisesti. Rahasto raportoi, miten ne rahavirrat menee ja miltä tilanne näyttää. Se on se mitä me seurataan.

SIB-rahastoissa laskentatoimen tarve on suurempi kuin tavanomaisissa pääomarahastoissa. Haastateltava D kiteytti laskentatoimen tehtävien liittyvän erityisesti sisäiseen rahastoraportointiin ja vuosittaiseen tilinpäätökseen. Erityistä huomiota SIB-rahastoissa vaaditaan rahaston taseessa olevien osakkeiden arvostamiseen ja kassavirtojen raportointiin. Tämän lisäksi laskentatoimena tarvitaan kohdeyritysten analysoimisessa, manageroinnissa ja yleisesti portfolionhallinnassa. Haastateltava D totesi myös sijoittajan kannalta laskentatoimen tarpeen olevan lähempänä yrityksen johdon laskentatoimea.

D: Eroja on itse asiassa aika paljon ja SIB-rahastoissa laskentatoimen tarve on selvästi suurempi. Tavanomaisessa pääomarahastossa sijoitetaan kohdeyhtiöiden osakkeisiin ja laskentatoimen rooli on vähäisempi. Laskentatoimen tehtävät liittyvät toisaalta sisäiseen rahastoraportointiin (rahastoraportit menevät sijoittajille) sekä vuosittaiseen tilinpäätökseen, joka on pääsääntöisesti ulkoistettu kirjanpito toimistolle. Pääosa tehtävistä liittyy kassavirtojen raportointiin sekä rahaston taseessa olevien osakkeiden arvostamiseen. Luonnollisesti laskentatoimen osaamista tarvitaan myös kohdeyritysten analysoimisessa, manageroinnissa ja portfolionhallinnassa. Nykyisenkaltaisissa SIB-rahastoissa laskentatoimen tarve on lähempänä yritysten johdon laskentatoimea, jonka lisäksi tarvitaan myös osaamista rahastoraportoinnista sijoittajille. SIB-rahaston taseessa ei ole osakkeita, vaan rahasto harjoittaa yrityksen kaltaista liiketoimintaa ja se edellyttää jatkuvaa tarkkaa kuvaa taloudellisesta asemasta ja kassavirroista. Myös kirjanpito ja tilinpäätös on vaativampaa kuin tavanomaisella rahastolla.

Kaksi erityistä asiaa, joihin SIB-rahastoissa tulisi haastateltavien mielestä kiinnittää huomiota ovat jaksottaminen ja rahaston taseessa olevien osakkeiden arvostaminen. Jaksottamisella tarkoitetaan sitä, että rahaston tuotot kohdistetaan sille tilikaudelle, jolloin tuotot ovat syntyneet. SIB-rahastojen kohdalla jaksottaminen on hankalaa, koska tuottoja maksetaan tulosperusteisesti ja ne ovat siten hyvin epävarmoja. Tämä tekee tuottojen arvioimisesta kullakin ajanjaksolla haastavaa.

B: ...SIBit on sillä tavalla ihan vastaava sijoitus mihin tahansa muuhun rahastoon tai rahoitusinstrumenttiin sijoittaminen. Ainoita semmosia eroavia parametreja siinä on oikeastaan normaalista rahoitussijoittamisesta se, että siinä tuotot voi olla hyvinkin pitkän aikavälin päässä. Ja...jos nyt esimerkiksi klousataan vuoden 2019 kirjat, niin silloin siinä pitää jossain arvioida myös sitä tulevia tuottovirtoja lyhyellä aikavälillä. Ja pitkä aikaväli on sitten vähän vaikeampi, koska siitä ei vielä tällä hetkellä tänään voida sanoo viime vuoden tulosten perusteella, että mikä on se pitkän aikavälin lopullinen tulospalkkio.

B: ...Jos puhutaan esimerkiksi 2019 työn tuloksista niin voi olla, että siinä SIBissä 2019 tulokset pitää maksaa rahastolle 2020. Sillon pitää olla tällä tilaajalla, kunnalla tai valtiolla 2019 kirjanpitoa tehtäessä jonkun näkönen mielikuva siitä, että millä tavalla sen vuoden tulos rahaston osalta kehittyi ja tuleeko siitä maksuvelvoite, joka pitää tänä vuonna maksaa. Ja sillon, jos tulee ja arvioidaan, että tulee, niin sitten pitää tehdä jonkun näkönen varaus vuodelle 2020, 2019-tulosten perusteella. Et nää SIB-prosessit on semmosia, että ne aina pitää käydä läpi näitten tilaajien taloustiimien kanssa hyvissä ajoin, jotta taloustiimi osaa varautua näihin kaikkiin, sanotaan laskennallisiin hommiin, jotka tulee siitä, että nää tulospalkkiot tulee maksuun vasta viiveellä.

Toinen erityislaatuinen kysymys on sijoituskohteen arvostaminen. Kappaleessa 5.2.1 todettiin, että SIB-rahastot muistuttavat tekniseltä olemukseltaan pääomarahastoja. SIB-rahastot kuitenkin toteuttavat liiketoimintaa, eli interventioita, jolloin rahasto itsessään myy tulosperusteista palvelua ja ostaa alihankkijoilta palveluita. Haastateltava D kertoi haasteena olevan taseen arvon voimakas heikkeneminen negatiivisen tuloksen kautta. Negatiivinen tulos on väistämätön, koska tulospalkkiot realisoituvat viiveellä, jolloin sijoituksen tuottokäyrä on haastateltavan D mukaan huomattavasti jyrkempi kuin muissa rahastosijoituksissa.

B: Näitten SIBien sisällyttäminen yritysten tilinpäätökseen vaatii pikkusen sillä tavalla miettimistä, että ensinnäkin onks ne niin kuin FASin mukaista tai IFRS:n mukaista se arviointi, ja sitten kun pitää arvioida fair value, niin siinä pitää hetken miettiä, että millä tavalla se arvioidaan. Eli arvioidaanko se sen sijoituksen suuruiseksi vai arvioidaanko se sitten sijoitusta suuremmaks tai pienemmäks se tän hetken sijoituksen arvo. Nää muutokset...sijoitetun pääoman arvottamiseen tulee yleensä vastaan silloin, kun rahasto on loppuvaiheessa ja rupeaa sijoittajalla ja rahastohallinnollisella olemaan parempi mielikuva siitä, että päädytäänkö rahastoelinkaaren yli plusalle vai miinukselle.

D: Ehkä yks mikä tällä hetkellä ollaan havaittu haasteeks, menee ehkä liian detailikohtaiseksi tässä, mut mitä ei oo vielä ratkastu on tuottolaskennan näkökulmasta nää SIB-rahastot. Eli kun tyypillisestihän pääomarahastot...ostaa yhtiöiden osakkeita, ja niillä on tietty hankinta-arvo. Ne on siellä yhtiön tai sen Ky:n taseessa hankintameno arvostettuna. Niihin voidaan tehdä tiettyjä arvonnkorotuksia tai arvonalennuksia tämmöseen Invest European tai IPEVIN ohjeiden mukaisesti. Mut pääsääntöisesti kuitenkin se on sellanen, et kun on jotain rahastotaseessa, se pysyy siinä arvossaan.

D: Se mikä näissä SIB-rahastoissa on haaste, näis ei osteta osakkeita, vaan nää rahastot itseasiassa harjoittaa sitä liiketoimintaa. Eli ne myy tulosperusteista palvelua ja ne ostaa alihankkijoilta palveluita. Niin se tarkoittaa sitä, että niissä itse asiassa se arvo, mikä taseessa on, niin se muuttuu sen negatiivisen tuloksen kautta, aika voimakkaasti alenee, jolloin siin tulee hyvin jyrkkä tämmönen J-käyrä. Eli puhutaan J-käyrästä näitten sijoitusten yhteydessä. Se on paljon jyrkempi, ku mitä meidän pääomarahastoissa. Ja tietysti tuottolaskennan näkökulmasta se, että...se tekee ensimmäisen vuoden tappio sen takia, kun ei oo vielä realisoitunut noi tulospalkkiot, on vähän ongelmallista. Me nyt mietitään mikä se tapa siihen hahmottamiseen olis sitten, jotta ne ei tavallaan olisi verrokkina huonompia kuin meidän muut rahastot.

Yhteenvedona voitaneen todeta, että tulosperusteisuuden perustuvat palkkiot ovat epävarmoja, joka aiheuttaa vaikeuksia liittyen tulevien tuottojen arvioimiseen ja ajalliseen kohdistamiseen. Tulosperusteisuus aiheuttaa rahaston alkuvaiheessa negatiivisen tuloksen, koska tuotot maksetaan vasta sen jälkeen, kun tulokset on pystytty todentamaan. Tästä seuraa se, että SIB-rahaston (kommandiittiyhtiön) taseen arvo heilahtelee voimakkaasti. Haastateltava D

kuitenkin totesi vielä lopuksi, että sijoittajat eivät ole niin kiinnostuneita tilinpäätöksestä ja kirjanpidollisesta tuloksesta, vaan rahastoraportista, joka on laadittu yleensä Invest European ohjeiden mukaisesti.

D: (Haasteena) laskentatoimen näkökulmasta on näitten tulevien epävarmojen tulospalkkioiden arvottaminen. Eli siihen ei oo varmaan kehitetty vielä mitään yksioikoista, selkeätä tapaa, et miten se pitäis ratkasta. Meil on esimerkkejä siitä, jossain rahastossa ainakin, et niil on ennuste siitä, miten se tulospalkkio tulee muodostumaan ja siitä kirjataan sitten...saamisiksi se tavallaan oletettu tulos, mitä joskus 10:n tai 15:sta vuoden päästä tulee. Sillä pystytään pikkusen sitä tulosta pitämään, ja sitten se ei mee niin huonoks ja niissä taseissa on jotain arvoa, koska siellä on ne saamiset. Mut toi on tietysti hankalaa sen takia, et kun se tulospalkkiomaksu riippuu ihan täysin siitä, et minkälaiset ne mittarit sitten jossakin vaiheessa on....Tää on pikkusen sellanen hankala alue, mut mun mielestä laskentatoimella on iso merkitys...koska helppointa ois tietysti se, että ei kirjata mitään epävarmoja saamisista, että kirjataan ne tuloks siinä vaiheessa, kun ne tulee liikevaihdon kautta. Mutta se näyttää tosi rumalta...sijoittajien taseessa, eli se J-käyrä menis tosi jyrkkään, et sielt voi pikkusen auttaa, ku sinne voidaan kirjata niitä tulevia tulospalkkioita saamisiks jo ennakkoon.

D: Mut tossa tosiaan, et mikä on se oikee tapa ja riittävät varovaisuuden periaatteet ja muut, niin se on semmonen, mitä joudutaan aika paljon tilintarkastajan kanssa sitten jumppaamaan, et mitä sinne saa kirjata ja mitä ei. Mut sijoittajana taas me ei olla kauheesti kiinnostuneita siitä tilinpäätöksestä ja kirjanpidollisesta tuloksesta ja muusta, et meillä on muodostunut tämmönen formaatti rahastoraportista, mikä taas sitten on meidän näkökulmasta sellanen relevantimpi. Tosiaan tää mikä toimitetaan kaks tai neljä kertaa vuodessa. Se on vapaamuotoisempi kuin tilinpäätös tai kirjanpito, niin ne ei välttämättä mee ihan yks yhteen sitten. Ja niissä rahastoraporteissa noudatetaan näitä Invest European raportointiperiaatteita siltä osin, kun ne sopii SIB-rahastoihin, eli nehän on tehty alkuperäisesti pääomarahastoihin, mutta me ollaan otettu sit sieltä soveltuvien osin myöskin näihin SIB-rahastoihin niitä raportoitavia asioita.

Vaikuttavuusmittaristoista on tämän tutkielman yhteydessä puhuttu jo useampaan otteeseen. SIB-rahastoissa ja muissa vaikuttavuussijoituksissa raportointi ei koostu pelkästään taloudellisesta informaatiosta. Haastateltavan B mukaan sijoittajille raportoidussa informaatiossa on kolme tasoa. 1.) Rahalliset vaikuttavuusmittarit, jotka määrittävät maksettavan tulospalkkion. 2.) Palveluntarjoajien mittaristot, joilla palveluntarjoajat mittaavat ja seuraavat oman työnsä tuloksia. 3.) Asiakaskunnan kokemukset toteutusta interventiosta, joka kiteytyy yksilötasolla tehtävänä tulosten tarinoittamisena. Kaikki edellä mainitut asiat siis raportoidaan sijoittajalle, jota he sitten omassa raportoinnissaan hyödyntävät mieltymyksiensä mukaan.

B: Meillä on oikeastaan kolme elementtiä, mitkä noissa SIBeissä on ja etenkin tossa lasten ja nuorten syrjäytymistä ehkäisevässä SIBissä. Siinä ensinnäkin on nämä rahalliset mittarit, eli lastensuojelun palveluitten käytön pieneneminen. Ja ne on ne, jotka määrittää maksettavan tulospalkkion. Sitten meillä on nämä tärkeimmät palveluntuottajat, heillä on omat mittaristonsa, niin kuin esimerkiksi XXX:llä on oma tämmönen tapa seurata oman työnsä tuloksia, ja ne myös raportoidaan. Sitten...on tämmösiä soft value -tyyppisiä mittareita, niin nekin raportoidaan sitten sijoittajille sillä tavalla, kun sijoittajien kanssa sovitaan. Kolmas taso on oikeastaan tämmönen tulosten tarinoittaminen, joka on enemmän tämmösiä niin kuin...asiakaskunnan kertomia siitä, että miten he kokee nämä palvelut, että onko tän SIBin rahoittamat palvelut auttanut esimerkiksi yksinhuoltajia heidän elämänhallintansa parantamisessa ja minkä näköistä tukea heidän lapsensa on tässä saanu. Ja näkeekö vanhemmat ne...tän rahaston maksaman työn tulokset positiivisena, vai onko siellä mahdollisesti jotain negatiivista. Tarinat on myös semmosia mitä nämä sijoittajat haluaa kuulla.

B: Millä tavalla yksittäiset sijoittajat sitten antaa arvoa näille kolmelle eri muotoiselle vaikuttavuuden konkretisoinnille, niin sitä on vaikea sanoa. Kaikki nää tiedot menee heille muodossa, jos toisessa ja sitten he jokainen hyödyntää niistä tietyn osan. Toki taloudelliset arvot ja sitä kautta tää lastensuojelupalveluitten vähentäminen on semmonen merkittävä kaikille. Mutta sitten tarinoittaminen ja semmonen yksilötason vaikuttavuuden ilmituonti on varmasti sekkin tärkeä. Itse asiassa luulisi, että se on kaikille sijoittajille tärkeä kuulla myös näitä yksilötason tarinoita.

A: Et kyl me seurataan niit molempia vaikutuksia ja sit tietysti, jos miettii vaikka Lapsi-SIBiä, jossa on monta hanketta. Et siellä tehdään yhdessä XXX:n kanssa ja yhdessä tehdään YYY:n kanssa, niin kyl me ainaki sitte raportoinnissa halutaan, et me pystytään seuraamaan, että miten nämä erilaiset hankkeet on onnistunu. Että seki tuo sitte uutta tietoa.

#### 5.4.2 Vaikuttavuuden standardointi

Edellisen kappaleen päätteeksi todettiin, että SIB-rahastoista sijoittajille raportoidussa informaatiossa on kolme tasoa, jota kukin sijoittaja hyödyntää omalla tavallaan. Informaatiota on siis sijoittajien käytettävissä, mutta kysymys kuuluu, että miten sitä hyödynnetään sijoittajien raportoinnissa. Tästä tullaankin vaikuttavuussijoittamista joka tasolla koskettavaan aiheeseen, eli standardointiin. Vaikuttavuuden standardointi lähtee siitä, että vaikuttavuuden mittaamiselle olisi olemassa yhtenäiset toimintatavat. Pitkälle vietyinä standardointi voisi haastateltavan C mukaan tarkoittaa jopa sitä, että vaikuttavuusindikaattorit integroitaisiin osaksi yritysten taloudellista raportointia ja tilinpäätöstä. Hän viittasi tällä Serafeimin, Trinhin & Zochowskin (2020) luomaan viitekehykseen, jossa tarkoituksena on muodostaa niin kutsuttu *vaikuttavuuspainotettu tilinpäätös* (impact-weighted financial statement). Vaikuttavuuden sisällyttäminen tilinpäätökseen edellyttää vaikuttavuuden mittaamista ja muuttamista rahamääräisen muotoon saatavilla olevan datan perusteella. Tämä ajattelu perustuu siihen, että vaikuttavuuden muuttaminen rahamääräiseksi ja sen sisällyttäminen tilinpäätökseen, muuttaa vaikuttavuuden päätöksentekijöille tutummaksi kieleksi.

C: (Harvardissa)...on eräs proffa, joka kehittää tämmöstä impact-weighted accounting -konseptia. Joka kuulostaa aika mielenkiintoselta ja sinänsä yhtäkkiä se kuulostaa mahdottomalta. Mutta siis se tarkoittaa sitä, että vaikuttavuuden mittaaminen ja raportointi vietäs samalle tasolle, kuin yritysten taloudellinen raportointi, joka konkretisoituu tilinpäätöksessä. Niin olis standardit, jonka mukaan yritys voi raportoida oman vaikuttavuuteensa, ja sit sillä tavalla, et se on integroitu siihen tilinpäätökseen ja tulokseen. Ja sitä kautta sitten se pystyy palvelemaan myöskin yritysten arvottamista, arvostusta, valuation-asioita, jotka esimerkiksi pääomasijoittajille on hyvin tärkeitä ja toisaalta osakemarkkinoille ja muille. Et minkä arvosia yritykset on.

Käytännön tasolla vaikuttavuuden mittaamiseen on sovellettu erilaisia menetelmiä. Tässä tutkielmassa esillä ovat olleet IRIS, GIIRS ja SROI. Tutkielman aikana kävi selväksi, että kyseisiä menetelmiä ei ole kovin käytännöllistä soveltaa SIB-rahastoissa. Haastateltava D totesi, että IRIS on edellä mainituista laajin ja standardinomaisin, jota voisi mahdollisesti hyödyntää SIB-rahaston käynnistysvaiheessa. Vastaavasti SROI-ajattelu osana SIB-rahastojen vaikuttavuuden rahamääräistämistä voisi olla mahdollista. Kyseisillä

menetelmillä on kuitenkin suurempi rooli pääomasijoituksena tehtyjen vaikuttavuussijoitusten arvioinnissa.

B: Joo. No kyllä ne on tuttuja. Joitain oon kattonu tarkemmin, Principles of Responsible Investments muun muassa, ja toki mietitään näitä näitten YK:n kestävän kehityksen tavoitteitten kautta. Mutta noi SIBit, niin siellä se ydin kyllä on niissä mitattavissa elementeissä niin kuin työllistämisen määrissä, verojen nousussa ja lastensuojelun kustannusten pienenemisessä, valtion kustannusten pienenemisessä. Me ei mitata näitä SIBejä noilla kansainvälisillä mittareilla, mutta sitten meillä on mietinnässä tämmönen eri tyyppinen vaikuttavuussijoitusinstrumentti, jossa sijoitetaan ruokasektorilla toimiviin yrityksiin, jotka tuo yhteiskunnallista tai ympäristöllistä vaikuttavuutta. Eli se on tämmönen venture capital -tyyppinen rahasto, vaikuttavuussijoitusrahasto, jossa sijoitetaan yrityksiin ja sitten autetaan yritykset kasvuun ja kansainvälistymään, ja sitten arviolta viiden vuoden kuluttua pyritään exitoimaan näistä sijoituksista. Niin siinä sitten koko ajan mietitään, että mikä on se oikea tapa mittaroida. Ja siinä varmaan nää kansainväliset mittarointistandardit tulee ajankohtaisemmaks.

A: Niin onko ne näis SIBeissä, koska tietysti semmoseen vaikuttavuussijoitukseen on törmätty, ei olla sijoitettu, jotka tekee sijoituksia yrityksiin, jotka sitten pyrkii tekemään jonkunlaista yhteiskunnallista vaikuttavuutta, ja sit näiden rahastojen palkkio on sidottu johonkin siihen, että tulee tuotto plus että tulee vaikuttavuutta. Niin tää on ehkä mulle vähän konseptina haastava. Et eurot on euroja. Ja sit se mittaminen, et se on tosi tärkeä sitten se niitten tavoitteiden asettaminen ja oikee mittaaminen...Et nyt ku puhutaan näist SIBeistä, nii niissähän on sisäänrakennettu jo se mittaristo, että tällä tavalla mitataan tän vaikuttavuuden onnistuminen ja se mitataan sit myös euroina. Eli sillä samalla mittaristolla lasketaan ne eurot, paljonko palautetaan sijoittajille. Et siellähän on se mittaristo valmiina ja totta kai se on erittäin tärkeää, että miten se on muodostettu.

E: Ne on käsitteinä tuttuja, mä olen aikanaan niitä jonkun verran katsonut ja siellä on ihan hyviä periaatteita, mut sitten kuitenkin, kun lähdetään yksittäistä SIBiä rakentamaan, niin lähtökohta tahtoo olla sellanen, että jokainen SIB on oma kokonaisuutensa. Jokaiseen SIBiin täytyy löytää järkevät mittarit ja sitten täytyy löytää se menetelmä, jolla sitten todennetaan, että mitä on saatu aikaseks. Eli nää yleiset periaatteet on ihan valideja, ne on perusteltuja, mutta ne ei usein tarjoa sitten valmista käytännön ratkaisua siihen, miten joku yksittäinen SIB rakennetaan alusta loppuun asti.

IRIS-viitekehys oli haastattelujen perusteella selvästi tunnetuin. Haastateltava D oli sitä mieltä, että IRIS-mittaristoja voisi hyödyntää SIB-rahastojen mittaristoja rakennettaessa. Samalla hän kuitenkin totesi, että IRIS toimii paremmin pääomasijoitusten alalla. Haastateltava C kertoi, että hänen edustamassaan organisaatiossa ollaan rakentamassa omaa tapaa määritellä ja mitata asetettuja vaikuttavuustavoitteita.

D: IRIShän oli alun perin, siis ykkös IRIS oli tämmönen kirjasto vaan erilaisii vaikuttavuuden mittareita, mut se IRIS+ on nyt mun mielestä aika hyvä ja mielenkiintonen, et siin on nyt tuotu enemmän sitä älyä, et miten niitä valitaan ja muuta...Toi IRIS nyt lähinnä mun mielestä vois soveltua siinä rahaston tai SIB-hankkeen käynnistysvaiheessa, kun mietitään niitä mahdollisia mittareita, niin se on ihan hyvä työkalu siihen hommaan.

C: IRIS+ on nyt se uusin versio, joka sielt on tullu. Ja kyllä, kaikkia näitä me ollaan tutkittu XXX:ssä aktiivisesti. Ja ollaan parhaillaan kehittämässä tätä meidän omaa tapaa mitata ja määritellä näitä tavoitteita. Mut se on...nimenomaan konseptuaalisella tasolla. Kuten sanoin niin se on aina sijoituskohdekohtaista, et mitä voidaan mitata ja mitä vaikuttavuutta tavoitellaan kulloinkin.

D: Se IRIS varsinkin toimii tossa pääomasijoituskentässä paremmin, kun ehkä SIB-maailmassa.

Teoriakappaleessa 3.2.2 vedottiin kirjallisuuden pohjalta siihen, että GIIRS voisi toimia hyödyllisenä työkaluna tilanteessa, jossa SIB-rahoitus sopimuksilla olisi mahdollista käydä kauppaa. Haastateltava D ei kuitenkaan nähnyt GIIRSiä hyödyllisenä työkaluna. Perusteluna hän käytti sitä, että GIIRS ei kykene aidosti selittämään syntyneitä vaikuttavuutta.

D: Se GIIRS on vähän ongelmallinen sen takia, että se on semmonen, ruksitaan loma-ketta ja sitten sieltä tulee joku score, vaik 48. Niin se ei oikeen kerro siitä vaikuttavuudesta, et se on lähinnä tämmönen, no en mä tiedä onks se sitten lähempänä sitä vastuullista sijoittamista tai mitä se on. Et tavallaan, ku se ei kerro siitä aidosta vaikuttavuudesta...ruksitaan ruutua ja saadaan sitten vertailukelpoisia (tuloksia) kahden yrityksen välillä, et kummalla on isompi score. Mut se ei kerro, et mitä ne vaikuttavuudet tai vaikutukset on ollut.

Aiemmin kappaleessa 3.2.3 SROI-viitekehyksen yhtenä hyvistä puolista nähtiin sen tuottaman lopputuloksen tulkitsemisen yksinkertaisuus, koska SROI:n avulla vaikuttavuus muutetaan kustannus-hyötyanalyysiin perustuen rahamääräiseksi. SROI:n käytännön soveltaminen on kuitenkin osoittautunut ongelmalliseksi. Haastateltava D oli näiden näkemysten kanssa hyvin pitkältä samoilla linjoilla.

D: Sinälläänhan se SROI on mielenkiintoinen, kun se on niin simppele, tavallaan lopputuloksena on euroja, niin on helppo vertailla, mutta tosiaan sen käytännön sovellukset on osoittautunut vaikeemmiksi, kun mitä ehkä ainakin itse ajatteli...Se on ehkä jäänyt enemmän nyt sitten tonne kolmannen sektorin, eli noitten yhdistysten ja järjestöjen työkaluks.

D: Toi SROI, se periaatteessa vois olla hyödyllinen siinä, kun julkinen sektori laskee vaikuttavuuden, paljonko ollaan valmiita maksamaan siitä tulospalkkiosta, niin toi SROI-ajattelu ois hyödyllistä siinä, kun euroistetaan niitä hyötyjä mitä siitä saadaan. Toisaalta siinä vaiheessa ei oo välttämättä sitä investointimäärää käytettävissä. No ei nyt ihan suoranaisesti toimi tässä niin hyvin kuin tossa normi, esimerkiks yrityssijoituspuolella.

Edellä käsitellyt vaikuttavuuden mittaamisen menetelmät eivät siis suoranaisesti istu SIB-rahastosijoittajien työkaluiksi, vaan niiden merkitys näkyy korkeintaan rahaston rakennusvaiheessa. Sijoittajan olisi tärkeää perehtyä kussakin SIB-hankkeessa käytettyyn mittaristoon. Pääomasijoittajan kannalta edellä mainitut viitekehykset voivat tosin olla hyvinkin käyttökelpoisia. Ylipäänsä kaikkien vaikuttavuusmittaristojen perimmäisenä ajatuksena on ollut muodostaa yleistettävä tapa mitata ja tarkastella syntyneitä vaikuttavuutta. Haastateltavat näkivätkin vaikuttavuuden mittaamisen standardoinnin hyvin tavoiteltavana, mutta haastavana asiana.

C: Toivottavasti se on mahdollista. Se on erittäin kannatettava ja tavoiteltava asia, mut helppoo se ei missään nimessä ole. Just se et saatas luotettavaa, yhteismitallista mittaustulosta, joista voitais sitten tavallaan päätellä, että miten ne asiat on kehittyneet.

B: Se on aika vaikeeta, koska niitä yrityksiä on hyvin erikaltaisia, että jos mä katon ruokasektoria, niin siellä on toisaalta tämmösiä niin kuin kasvisproteiinia valmista-



via uusia ratkaisuja...Sitten siellä on tämmösiä automaatiojärjestelmiä, joilla optimoidaan lannoitteitten käyttö ja kastelujärjestelmät. Sitten siellä on tämmösiä ruokajätteen minimointiratkaisuja toisessa päässä ketjua, ja esimerkiksi ruokajätteen minimointia uusilla pakkausteknologiolla, jotka pitää ruuan tuoreempana ja syöntikelpoisena pidempään. Ja sitten sanotaan vielä niin kuin uusiutuva energia, erilaiset ledi-ratkaisut, aurinkoenergia. Ne on hyvin eri tyyppisiä yrityksiä, mihin vois mahdollisesti sijoittaa, ja sen takia semmoinen yhtenäisen standardin luominen, vaikka ite toivon että semmoinen tulis, niin se on aika vaikeeta.

B: Jos katotaan YK:n näitä kestävän kehityksen tavoitteita, jossa on naisten ja lasten aseman parantaminen ja ympäristöasiat, kasvihuoneilmiön pienentäminen ja niin pois päin, niin niitä vaikuttavuustyyppisiä on niin monta erilaista ja sitten näitä vaikuttavuussijoituskohteita on monia eri tyyppisiä, että standardista tulee helposti hirvittävän monimutkainen. Ja sit kun se on hirvittävän monimutkainen niin se on aika mahdoton täytettävä pienemmille yrityksille. Et vaikka standardia toivon, niin sen konkretisointi on kyllä haastavaa.

F: Ilmeisesti ihan näiden kehitysrahoitusinstituutioidenkin keskuudessa, niin kaikki vähän mittaa omilla laillaan. Et ilmeisesti he kyllä tekee yhteistyötä ja näin, mutta et kai se on tosi hajallaan se kenttä, niin en mä sitten oo sen takia nähny, et alkas nyt siten erityisesti näitä penkomaan näitä eri standardeja kai niit on satoja kaiken kaikkiaan. Mut toki hyvä tietenki, et tulee standardointia, ja sitten se on kans mielenkiintonen se projekti...Briteissä on joku projekti, missä ne mieltii, et tulis tää vaikuttavuus jo osaksi tuloslaskelmaa, et saatas käännettyä ne siihen suoraan...ni se on kans mielenkiintonen lähestymistapa.

Standardin syntymistä siis toivottiin haastateltujen osalta. Haastateltava D vielä osuvasti tiivistäen eritteli kahden eri näkökulman kautta, miksi vaikuttavuuden mittaamisen standardointi olisi tärkeää. Pääomasijoittajien kannalta standardit takaavat sen, että yrityksiä pystytään luotettavasti arvioimaan ja vertailemaan. Toisaalta tulosperusteisissa vaikuttavuussijoituksissa, esimerkiksi SIB-rahastojen kohdalla olisi toivottavaa, että standardoinnin avulla voitaisiin selkeyttää mittaustapoja ja muita käytäntöjä niin, että julkisen sektorin hankintaprosessi ja sijoittajien sijoitusprosessi yksinkertaistuisi ja vakiintuisi selkeämmäksi.

D: Mun mielestä se ois tärkeetä, että saatais kehitettyä (standardi). Ja kyllähän tossa on paljon ollut kehitystä viime vuosina, positiivista kehitystä. Mutta miten se käytännössä tulee ja koska se tulee niin vaikee sanoo. Siin on ehkä kaks erotettavaa asiaa tai hyvä huomioida kahta eri näkökulmaa. Eli toisaalta noi IRIS-viitekehykset ja myös muutkin tälläset standardoinnit, niin siellä yritys sijoituspuolella on tärkeitä, jotta sijoittajat pystyy arvioimaan niitä sijoituskohteita ja sitä vaikuttavuutta ja benchmarkaamaan keskenään. Sit toinen puoli on, missä standardointi ois tärkeetä, mut pikku sen eri kulmasta, on tää tulosten hankintapuoli. Eli miten julkiselle sektorille saatais standardoitua nää prosessit ja mittaustavat ja muut niin, että se tulosten ostaminen, oli se sitten SIBiä taikka sitten suoraan yrityksiltä, niin miten niiden ostaminen olis helpompaa. Eli nyt se on aikamoista käsityötä ollut näissä hankkeissa vakuuttaa ne tilaajat, eli se julkinen sektori siitä, että mistä tässä on kyse ja miten nää mitataan ja miten nää tehdään, niin sille puolelle ois hyvä, kun saatais tälläsiä standardityökaluja.

## 6 JOHTOPÄÄTÖKSET JA ARVIOINTI

### 6.1 Johtopäätökset

Tutkielman alussa tutkimuksen tavoitteeksi määriteltiin SIB-rahastoihin liittyvien tuottomahdollisuuksien ja riskien kuvaaminen. Tavoitteena oli peilata riski-tuotto-suhdetta sijoittajien tavoitteisiin ja motiiveihin. Lisäksi tarkoituksena oli muodostaa käsitystä vaikuttavuuden mittaamiseen liittyvistä mittaristoista ja standardeista. Tutkimuskysymyksiksi muodostuivat seuraavat kysymykset:

1. Mitkä tekijät vaikuttavat SIB-rahastojen kiinnostavuuteen sijoituskohteena?
2. Millaisena sijoituskohteena SIB-rahastot nähdään vaikuttavuussijoittajien toimesta?

Haastattelujen perusteella sijoittajien keskeinen lähestymistapa on tarkastella sijoituskohteen riski-tuotto-suhdetta. Sijoittajat tunnistavat laajalti SIB-rahastoihin liittyviä riskejä, jotka aiheuttavat epävarmuutta. Tämän lisäksi sijoittajat kaipaavat kokemuksia toteutuneista SIB-hankkeista, jotta SIB-toimintamalliin liittyvää epävarmuutta saataisiin pienennettyä sekä muodostettua käsitystä keskimääräisestä tulosperusteisten maksujen tasosta. Riski-tuotto-suhteen hallinnointiin on olemassa konkreettisia riskienhallintamenetelmiä, joita hankehallinnoijat voivat toteuttaa, esimerkiksi keskeyttämällä intervention tai vaihtamalla palveluntarjoajaa. Sopimuksellisia elementtejä, joilla riski-tuotto-suhteeseen voidaan vaikuttaa ovat muun muassa pääomaturva ja tuottokatto. Haastateltavat totesivat, että sopimuksellisesti SIB-rahastoissa kokonaisrakenne ratkaisee. Sijoittajat ovat esimerkiksi valmiimpia hyväksymään tuottokaton, mikäli pääomalle tarjotaan turvaa. Yleisesti ottaen sopimuksenteolla on vielä alkuvaiheen SIB-rahastoissa merkitystä, mutta sijoittajan tulisi myös muistaa, että SIB-rahastoissa on usein kyseessä julkisten hankintojen kilpailutus, joka aiheuttaa sopimuksenteolle rajoitteita. SIB-rahastojen kiinnostavuuteen vaikuttaa myös sijoitushorisontin pituus. Haastatellut näkivät, että alle kymmenen vuoden pituinen sijoitushorisontti on sijoittajalle sopiva, ja vastaavasti sijoittajat tuntevat karsastavan tätä pidempää sijoitushorisonttia. Tässä yhteydessä tulee kuitenkin muistaa, että sijoitushorisontti riippuu pitkälti siitä, mikä on sijoituksen kohderyhmä. Kohderyhmä vaikuttaa nimittäin tehdyn intervention luonteeseen. Esimerkiksi lapsiin ja nuoriin kohdistettuja hankkeita on vaikea toteuttaa lyhyellä aikavälillä. Tässä suhteessa sijoittajan tulisikin miettiä, mikä kohderyhmä on hänelle mieluisin. Toisaalta kohderyhmä ja se millaista vaikuttavuutta tavoitellaan, ovat itsessään merkittäviä tekijöitä, jotka vaikuttavat kunkin SIB-rahaston kiinnostavuuteen (Männistö 2016).

Tehtyjen haastattelujen perusteella sijoittajat näkevät SIB-rahastot korkean riskin sijoituskohteena, joissa tulevaisuuden tuotot ovat riskiin suhteutettuna

huomattavan epävarmoja. SIB-rakenne ja siihen liittyvät ulottuvuudet, mallintaminen ja mittaaminen nähdään sekä SIB-rahastojen että koko vaikuttavuussijoittamisen tasolla ongelmallisina ja kaikista merkityksellisimpinä asioina. Näihin on pyritty kehittämään erilaisia ratkaisuja, ja sijoittajille onkin tarjolla erilaisia SIB-rahastoja, joissa muun muassa kohderyhmät, mittaristot ja sijoitushorisontin pituus vaihtelevat. Haastatellut näkivät, että SIB-rahastot ovat parhaimmillaan hyvin suotuisa tapa saada aikaan tuottoa ja vaikuttavuutta jossakin kohderyhmässä sekä samalla parantaa julkisen sektorin tehokkuutta. SIB-rahastojen avulla sijoittajat pystyvät lisäksi toteuttamaan esimerkiksi yhteiskuntavastuuseen liittyviä tavoitteitaan. Toisaalta haastatteluissa esiintyi myös näkemyksiä, joiden mukaan SIB-rakenne saatetaan nähdä ylimääräisenä tai turhana rakenteena, josta aiheutuu esimerkiksi transaktiokustannuksia, joka aiheuttaa malleihin tehottomuutta ja pienentää osaltaan myös sijoittajien tuottoa. Tämän vuoksi tutkielman aikana käsiteltiin myös pääomasijoituksina toteutettavaa vaikuttavuussijoitustoimintaa, jonka osa sijoittajista näkee selvästikin vaihtoehtona SIB-rahastosijoittamiselle. Vaikuttavuussijoittamisesta esiintyy ylipäänsä erilaisia näkemyksiä, tavoitellaanko sillä markkinaehtoista tuottoa, sekoitettua arvoa (blended value) ja/tai tiettyä vaikuttavaa sijoitusmissiota. Tämän vuoksi haastattelujen perusteella on muodostettu kolme näkökulmaa, joilla yritetään kuvata sitä, millaisena sijoituskohteena erilaiset vaikuttavuussijoittajat näkevät SIB-rahastot.

### 6.1.1 SIB-rahastot vaikuttavuussijoittamisen mahdollisuutena

Ensimmäinen näkökulma keskittyy kuvaamaan SIB-rahastojen mahdollisuuksia vaikuttavuussijoittamisen instrumenttina. SIB-rahastojen potentiaalia on ensisijaisesti siinä, että sijoittajat näkevät yhteiskunnallisen vaikuttavuuden aikaansaamisen ja tuoton yhdistämisen tavoiteltavana asiana.

B: No mahdollisuuksia on tietysti se, että jos nää onnistuu nää hankkeet, niin sehän on aivan huikea tapa saada tuottoa ja vaikuttavuutta.

E: Jos sijoittaja lähtee liikkeelle sillä ajatuksella, että se haluaa satsata varojaan johonkin yhteiskunnalliseen hyvään, niin SIB-rahastot fiksusti rakennettuna on sellanen mekanismi, josta se yhteiskunnallinen hyvä on todennettavissa ja silloin se lisää sijoittajan halukkuutta lähteä mukaan.

SIB-rahastoissa vaikuttavuus ja taloudellinen tuotto ovat sidoksissa toisiinsa, jolloin sijoittajalle on selvää, että taloudellisen tuoton syntyessä on syntynyt mitattua ja todennettua vaikuttavuutta. Samalla julkisen sektorin palvelun tuotannon tehostaminen yksityisen pääoman avulla nähdään sijoittajien kannalta positiivisena asiana. Kuitenkin, jotta SIB-rahastot kykenevät tulevaisuudessa saavuttamaan täyden potentiaalinsa, niin edellyttää se julkisen sektorin asennemuutosta, jossa suoritteiden ostamisesta siirrytään kohti tulosperusteista hankintaa. Edellytys tälle siirtymälle on perusteltavissa esimerkiksi yhteiskunnan rakenteiden muutoksella (Fraser ym. 2016).

Haastateltava D näki, että tulosperusteisuus tulee tulevaisuudessa korostumaan julkisen sektorin toiminnassa.

D: ...Tulosperusteisuus, mä veikkaan, että se on semmonen, mikä varsinkin julkisen sektorin toiminnassa tulee korostumaan, koska verovarot on vaan rajalliset ja niit ei voi rajattomasti nostaa, niin pitää keksiä parempia ja tehokkaampia tapoja toimia, ja yks tapa on tää tulosperusteisuus.

Sijoittajan näkökulmasta ongelmana on se, että SIB-rahastojen riski-tuotto-suhdetta on vielä tässä vaiheessa vaikeaa täsmällisesti arvioida. Tämä edellyttää kokemuksia toteutuneista SIB-hankkeista, jotta voidaan varmistua luotujen rakenteiden toimivuudesta ja rahan palautumisesta sijoittajille. Osa haastatelluista kertoi sijoituspäätöksen takana olleen motiivina uuden mallin testaamisen, jotta kokemuserusteista tietoa kertyy. Tähän kytkeytyy olennaisesti myös kysymys SIB-rahastojen skaalautuvuudesta, eli siitä pystytäänkö SIB-rahastojen transaktiokustannuksia laskemaan toteuttamalla samankaltaisia hankkeita. Haastateltava A totesi, että monet sijoittajat ovat valmiita sijoittamaan vasta toiseen rahastoon, jotta etukäteen tiedetään miten rahastot toimivat. SIB-rahastot ovat tällä hetkellä työmäärään nähden melko pieniä, josta suuret transaktiokustannukset aiheutuvat.

A: Monet sijoittaa vasta aina toiseen rahastoon, mutta vaikka Koto-SIB... voiko samanlaista enää tulla toista? Ei herkästi tuu. Lapsi-SIBei voi tulla vaikka täsmälleenki samanlaisia. Mut siinäki on pitkä aika ennen, ku tiedetään tulokset.

E: Täytyy saada kokemuksia useammastakin hankkeesta, että opitaan, mikä missäkin onnistu ja mikä meni pieleen ja minkälaisia tuottoja tuli, minkälaisia yllätyksiä suuntaan ja toiseen. Tää vaatii aika monta läpikäytyä yksittäistä casea ennen, kun meillä on eväitä laittaa pystyyn sellainen yleinen rahasto, johonka myös sitten piensijoittajat vois rahojaan pistää likoon.

Yhtenä ratkaisuna rahastojen suuriin transaktiokustannuksiin sekä sopimuksentekoon liittyvään kilpailutukseen haastateltava D näki, että olisi mahdollista perustaa yksi suurempi SIB-rahasto, josta sijoitettaisiin erilaisiin hankkeisiin.

D: Yks ratkaisu olis, mitä jo silloin ihan alkuvaiheessa pohdittiin, että koska me tiedetään, että nää on pieniä nää hankkeet. Et jos on viis miljoonaa, kymmenen miljoonaa, niin ei niistä saa kauheen järkeviä siihen työmäärään nähden. Mutta se, että mitä mietittiin vaihtoehtosena on se et ois isompi rahasto, joka sitten sijoittais yksittäisiin, pienempiin SIB-hankkeisiin. Eli ettei tarttis jokaista SIB-hanketta varten perustaa uutta rahastoo. Ja Englannissa tää malli on ollut käytössä ja se on toiminut hyvin. Mut Suomessa ongelmana oli se, et kun ei meillä ollut sijoittajia, jotka olis ollut tässä vaiheessa valmiita laittamaan riittävästi rahaa rahastoon ilman, että nähdään millasia hankkeita siellä alla on.

D: ...Ja tää on vaan työlästä ja tää on hidasta ja mä en tiedä voisiko tulevaisuudessa mennä siihen, nyt kun näitä on kohta viis käynnissä, että rupeisko sitten oleen riittävä näyttöö siihen, että näitä syntyy tarpeeksi, jotta olisi järkevää kerätä semmonen yksi rahasto, vaikka 50 miljoonaa euroo, mikä sitten rahottais 10 tämmöstä SIB-hanketta. Jolloin se helpottais sitä tilannetta, koska silloin se rahasto, joka hallinnoi niitä rahoja, sen rahaston edustaja vois olla mukana jo siellä kilpailutusvaiheessa ja pys-

tyis jo siinä vaiheessa sanomaan, mikä on sijoittajan näkökulmasta riittävä ja hyväksyttävä taho, hyväksyttävät ehdot, ja sitten, kun se kilpailutus on ohitte, niin se toiminta voisi käynnistyä hyvin nopeasti. Kun nyt on hyvin usein viivettä sitten kuukausikaupalla, kun ruvetaan sitä sen jälkeen, kun se kilpailutus on tehty, niin sit vasta alkaa se varainkeruuvaihe, missä sitten yritetään saada niitä sijoittajia. Ja toki kun ne ehdot on osittain fiksattu siinä vaiheessa, niin voi käydä niin, että niitä sijoittajia ei koskaan saada, jolloin koko työ menee sitten sitä kautta hukkaan.

SIB-rahastojen menestyminen sijoitusinstrumenttina on siis pitkälti kiinni siitä, että rahastojen rakenteet ja mekanismit kehittyvät, ja että samalla pystytään näyttämään toteen tulosperusteisen mallin mahdollistama tehokkuus ja syntynyt vaikuttavuus. Tämä edellyttäisi myös julkisen sektorin käytäntöjen muuttumista, eli tulosperusteisen hankinnan vakiintumista normaaliksi toimintavaksi. Haastateltava C näki mahdollisena tulosten ostomarkkinan syntymisen, jolloin yritykset voisivat tarjota palveluitaan suoraan julkiselle sektorille ostettavaksi. Sijoittajien näkökulmasta kysymyksenä on kuitenkin, että jääkö SIB-rakenne tällöin ylimääräiseksi välikerrokseksi.

C: Ja sitten kun näkee SIB-mekanismit kehittyä, niin mun tämmönen ehkä vähän naiivikin, toivottavasti vähän vaan naiivi uskomus, et me päästään sellaseen vaiheeseen, jossa tää outcomes contracting, tulosten hankinta vakiintuisi tonne julkiselle sektorille toiminta- ja työkalupakkiin. Niin et siellä osataan ostaa tuloksia suoritteiden sijasta. Ja tehdä se niin, et sinne syntyy markkina. Syntyy tämmönen tulosten ostomarkkina. Nyt julkinen sektori, on ne sitten kuntia tai valtionhallintoa, niin ostaa ja pyytää yrityksiä tarjoamaan tällaisia ja tällaisia tuloksia, jotka liittyy vaikka tyypin 2 diabeteksen torjuntaan ja ennaltaehkäsemiseen, erilaisten terveysasioiden ennaltaehkäsemiseen, vanhusten itsenäisen selviytymisen edistämiseen ja niin poispäin. Ja sitten syntyy toimijoita, jotka tähän markkinan kysyntään vastaa, ja tarjoo niitä. Ja toteuttaa niitä sitten parhaaks katsomallaan tavalla. Joillakin yrityksillä voi olla itsellään niin vahva tase ja taloudellinen asema, et ne pystyy itse kantamaan sen riskin ja rahottamaan sen tekemisen siihen asti, kunnes tuloksista alkaa kertyä tulovirtaa. Ja hakevat sen sitä kautta. Jotkut on taas sit sellasia että voi olla, että sijoittajat lähtee mukaan ilman tämmöstä välikerrosta, jonka tää SIB muodostaa, vaan lähtevät suoraan niihin yrityksiin mukaan, kun on tällanen markkina syntynyt, ja nähdään et siel on sitä julkisen sektorin kysyntää näille tuloksille. Sijoittaja havaitsee, et meil on tässä yritys, jolla on erinomainen konsepti ratkasta niitä ongelmia, niin et ne tulokset mitä julkinen sektori siellä markkinassa haluaa ostaa, saadaan aikaseks tehokkaasti, ja sijoittaa siihen yritykseen ja fundaa sen niin, et se pystyy lähtee tekee sitä tekemistä. Ja tavoittelemaan niitä tuloksia, josta sitten julkinen sektori maksaa. Ja sillan tää SIB-rakenne ja -kerros voi olla semmonen, et sitä ei enää tarvita. Ja siitä johtopäätös on et me voidaan nähdä, et tää SIB-rakenne ja -malli jääkin tämmöseks siirtymävaiheen väliaikaseks tavaks, jolla on päästy pykälä eteenpäin.

Kuten haastateltava C totesi, niin näkemys tulosten ostomarkkinan syntymisestä on vielä hyvin naiivi ja se sisältää monta kysymysmerkkiä liittyen esimerkiksi siihen, että ovatko yrittäjät valmiita kantamaan osan riskistä samalla, kun tulovirrat ovat hyvin epävarmoja. Näkemys edustaa kuitenkin hyvin pääomasijoittajien näkökulmaa, jossa pääomasijoittamisena tapahtuva vaikuttavuussijoittaminen nähdään SIB-rahastoja houkuttelevampana sijoitustapana.

### 6.1.2 SIB-rahastot vaikuttavuussijoittamisen välimuotona

Tehdyissä haastatteluissa nousi useammassa kohdassa esille se, että nykyisen kaltaiset SIB-rahastot nähdään vielä pitkälti keskeneräisinä sijoitusinstrumentteina. Useimmat haastateltavista toivoivat SIB-rahastojen edelleen kehittyvän sijoituskohteena esimerkiksi siten, että piensijoittajilla olisi mahdollisuus sijoittaa niihin. Haastateltava F totesikin yksityisillä piensijoittajilla olevan jopa paremmat mahdollisuudet sijoittaa SIB-rahastoihin, sillä heillä ei ole ammattinsa puolesta velvoitetta sijoittaa rahojaan tuottavasti, ja sietävät siten mahdollisesti korkeampia sijoitukseen liittyviä riskejä. Haastateltava B totesi, että vaikuttavuussijoitusten kehittämiskohteet ovat mittaustapojen kehittämisessä sekä sijoitusinstrumenttien yksinkertaistamisessa. Näihin tavoitteisiin päästäkseen tulisi standardoinnin ja mittaustulosten rahamääräistämisen kehittyä edelleen.

F: ...Ja sit täs itse asiassa ehkä haluan viel sanoo, et just toi Suomen rahastolainsäädäntö ei mahollista hirveän hyvin sitä, et yksityishenkilöt näihin vois SIB-rahastoihin sijoittaa, et pitäis olla ammattimainen sijoittaja. Sit taas monet ammattimaiset sijoittajat on instituutiosijoittajia, ja heil on tavallaan tämmönen velvollisuus sijoittaa rahat tuottavasti. Niin ku esimerkiksi Asset Managereilla, sä hoidat muiden rahoja, niin menet jollekin vaikka Pekalle sanoon, et hei muuten mä laitoin sun rahat muuten nyt hyväntekeväisyyteen ei kai haittaa, et sä et saa nyt tuottoja. Nii se ei oo vaihtoehto. Et sitten yksityishenkilöt, kun sijoittaa omia rahojaan, niin he ei vastaa sit niistä omista sijoituspäätöksistään muuta ku itselleen. Mutta sitten tietenkin ymmärrettävästi, kun halutaan, että heille markkinoidaan ja myydään varovaisesti ja prudentisti, mikä on tietenkin hyvä asia, mut sit se saattaa ehkä näis tän tyyppisis tuotteis sitte hidastaa sitä. Et uskon, että just monen yksityissijoittajan olis helpompi sijoittaa näihin SIB-Beihin, kuin instituutiosijoittajien.

B: Vaikuttavuussijoitusten yks kehittämiskohde on, tai oikeestaan kaks kohdetta... Toinen on se, että kehitetään parempia ja tarkempia tapoja mitata sitä vaikuttavuutta. Standardointi on yks suunta, mutta toinen on myös se, että tämmöset mittaustulokset, joita saadaan näistä tekemisistä, niin pyrittäis löytämään tapoja muuttaa ne mittaustulokset euromääräisiksi. Eli se mitattavuus ja mittaustulosten euro-määräistäminen on yks suunta. Ja toinen yhtä tärkeä suunta on se, että näistä sijoitusinstrumenteista tehään yksinkertaisempia ja tavallaan semmosia niin kun helpompia sijoittajan näkövinkkelistä, jotta saadaan tätä sijoituspohjaa laajemmaksi. Jos saadaan mitattavuus paremmaksi ja mittaukset muutettua euroiksi, niin meillä on enemmän sijoituskohteita. Ja sitten jos saadaan instrumentti yksinkertaisemmaks niin meillä on enemmän sijoittajia. Ja silloin siitä tulee tämmönen tuote, jonka markkina varmasti tulee kasvamaan lujaa.

Yhdessä haastattelussa esiintyi näkemys, jonka mukaan SIB-rahastot voivat jäädä sijoittajan näkökulmasta turhaksi rakenteeksi. Edellisen kappaleen lopussa haastateltava C esitti johdatteluna, että sijoittajat saattavat nähdä suorien pääomasijoitusten tekemisen vaikuttavasti toimiviin yrityksiin SIB-rahastoja houkuttelevampana sijoitusmuotona, mikäli rakentuu markkina tulosten ostamiselle. Haastateltava C viittasi myös siihen, että jo käsitteen tasolla SIB-rahastojen tulisi muuttua kohti tulosten hankintasopimusten käsitettä (Social outcomes contracting).

C: Nykyisin kun kansainvälistä kehitystä, ja Suomessakin ollaan menossa siihen suuntaan, että tavallaan tää SIB jäisi tämmöseks vähän niin kun välivaiheeksi. Ja jatkossa se termi ehkä, joka sen tilalla pitäisi olla, on tulosten hankinta tai social outcomes contracting tai jotain tän tapasta. Koska silloin se fokusoituu siihen olennaiseen, eikä siihen rahastoon tai varsinkaan bondiin, johon se nimi viittaa, jotka on ihan hukassa, vaan se nimi viittaa juuri siihen ytimeen... Ja sit se et minkälaisia rahoitusrakenteita ja sijoittajainstrumentteja siinä sitten käytetään, niin se on vähän toisijasta.

Dagherin (2013) mukaan SIB-rahastoissa riskiprofiili vastaa pääomasijoituksille luonteenomaista korkeaa riskiä, mutta tuotto-odotus on joukkovelkakirjoille tyypillisellä tasolla. Kappaleen 5.3.1 lopussa haastateltava C lausui tähän yhtenäisesti, että SIB-rahastojen riski-tuotto-suhde ei ole yksityisen sijoittajan kannalta katsottuna ollenkaan tasapainossa. Tämän lisäksi melko yleistettävästi sijoittajat kokevat, että sosiaalisten ongelmien ratkaisemisesta on moraalisesti arveluttavaa hyötyä. Tämä merkitsee sitä, että niin sanotun ylituoton mahdollisuus on SIB-rahastojen kohdalla käytännössä poissuljettu. Edellä mainitut syyt muodostavat perustan sille, miksi markkinaehtoiset sijoittajat eivät näe SIB-rahastoja erityisen kiinnostavana sijoituskohteena, vaan enemmänkin välivaiheena kohti aidosti vaikuttavia markkinaehtoisia pääomasijoituksia. Toisaalta SIB-rahastoissa vaikuttavuus on melko luotettavasti todennettavissa, kuten haastateltava E edellisen kappaleen alussa totesi. Vaikuttavien pääomasijoitusten ongelmat painottuvatkin enemmän vaikuttavuuden mittaamiseen ja todentamiseen, ja kuten kappaleessa 5.2.2 kerrottiin, niin niissä piilee vaikuttavuuspesun (Impact washing) riski. Haastateltava B kertoi vaikuttavuussijoittamisen kehittämiskohteiden olevan luotettavien mittaustapojen ja standardien luomisessa. Kysymykseksi jääkin, onko standardointi ja yleistettävissä olevien mittaustapojen kehittäminen ylipäänsä mahdollista.

Mikäli SIB-rahastot eivät menesty markkinaehtoisena sijoituksena, vaan ne jäävät vaihtoehtoiseksi sijoituskohteeksi, on kuitenkin mahdollista, että ne voisivat olla tulevaisuudessa sijoittajille ja yrityksille väylä toteuttaa niiden yhteiskuntavastuuta. SIB-rahastot ovat hyviä kanavia saada aikaan todennettua vaikuttavuutta ja positiivista näkyvyyttä. Tällöin taustalla sijoitustoimintaa ohjaavana tekijänä onkin useimmiten vahva sijoitusmissio. Haastateltava A kertoikin sijoituspäätöksen takana tärkeimmän tekijän olleen yhteiskuntavastuuseen liittyvän voitonjakolupauksen täyttäminen.

A: No se tärkein syy on se, et tää XXXn yhteiskuntavastuu, että halutaan nimenomaan se meidän voitonjakolupauksen mukaan palauttaa osa tuotoista takasin yhteiskuntaan joko sijoituksina tai lahjoituksina, ja tää on nyt se sijoitusmuoto. Nii se on ylivoimaisesti tärkein syy se voitonjakolupaus. No voin mä sanoo...kyl täs vaihees voi sanoo, et se on myös ainoa syy. Ja et siihen tietysti sisältyy se, että me uskotaan, että näitten SIBien kautta saadaan aikaseks sitä vaikuttavuutta. Lapsi-SIBit auttaa lapsia. Koto-SIB auttaa maahanmuuttajia kotoutumaan, ja se vaikuttavuus on siinä se tärkeä tekijä. Ja plus sitte pystytään tätä uutta mallia, saamaan siitä kokemuksia ja ehkä ottamaan, jos kokemukset on hyviä, nii ehkä ottaa se myös laajemmin käyttöön. Et näissähän molemmissa on se ennaltaehkäisevä...toiminta on tärkeä, nii jos se osoittautuu hyväksi niin silloin toivotaan, että ei niiden välttämättä tarvii olla SIBejä, jota kautta se käytetään, mut tärkeintä ois, että ne kunnat ottais niitä malleja käyttöön siten, oli rahoitus mikä hyvänsä.

SIB-rahastosijoittaminen tarjoaakin osaltaan houkuttelevan mahdollisuuden sijoittajille. SIB-rahastojen avulla sijoittajat pääsevät osallistumaan tarkoituksenmukaisten sosiaalisten ongelmien ratkaisuun ja kerryttämään siitä samalla tuottoa. Vaikka asetettuihin tavoitteisiin ei päästäisikään, niin sijoittajat ovat kohdistaneet varojaan hyvän tekemiseen heikommassa asemassa oleville ihmisille. Muun muassa Goldman Sachs raportoi saaneensa paljon positiivista huomiota osakseen sijoittaessaan Rikers Island SIB-hankkeeseen. Parhaimmassa tapauksessa positiivinen maine vaikuttaa sijoitusinstituution muuhun toimintaan taloudellisesti suotuisasti. (Dagher 2013.) Johtopäätöksenä todettakoon, että tilanteessa, jossa SIB-rahastot jäävät tulosperusteisen vaikuttavuussijoittamisen välimalliksi, ne voivat silti säilyttää paikkansa vaihtoehtoisena sijoituskohteena, joilla sijoittajat ja yritykset voivat toteuttaa yhteiskuntavastuuseen liitännäistä sijoitusmissiotaan.

### 6.1.3 SIB-rahastot vaikuttavuussijoittamisen haasteena

Viimeisessä näkökulmassa kuvataan SIB-rahastojen haasteita. Kappaleessa 5.3.1 käytiin läpi SIB-rahastojen riskejä, ja yhtenä merkittävänä riskinä haastateltava C näki, että hankkeiden toteutus epäonnistuu täysin johtuen esimerkiksi väliintulomallin tai mallinnuksen epäonnistumisesta. Palvelun ostaja ei tällöin saavuta haluamiinsa tuloksia tai kustannussäästöjä, mutta palvelusta ei myöskään synny maksuvelvoitetta. Sijoittajien kannalta hankkeen epäonnistuminen on huonoin mahdollinen skenaario, sillä hyvän tavoittelussa epäonnistutaan ja pahimmassa tapauksessa myös sijoitettu pääoma menetetään kokonaan. Kukaan haastatelluista ei itsearvoisesti toivonut SIB-rahastojen epäonnistumista, sillä lähtökohta, eli heikommassa asemassa olevien tukeminen on toivottava ja arvostettava. Myös sijoittajat tunnistavat tarpeen sille, että julkisen sektorin palveluntuotannon kuormaa on kevennettävä. Kukaan haastatelluista ei kuitenkaan ollut luovuttamassa rahaa hyväntekeväisyyteen, vaan kaikki näkivät SIB-rahastot puhtaasti sijoitusluonteisena instrumenttina, jolloin rahastoilta vaaditaan suoriutumista. Missiopainotteisetkin sijoittajat odottavat tehtyjen haastateltujen perusteella useimmiten saavansa jonkin asteista tuottoa sijoitukselleen.

Ehkäpä kovimman kritiikin SIB-rahastoja kohtaan ovat esittäneet Harvie & Ogman (2019). Kritiikki kohdistui Peterboroughin SIB-hankkeeseen, ja sitä perusteltiin valittujen kontrolliryhmien puutteellisella valinnalla, tulosperusteisen hankintamallin mahdollistaman innovaation vähäisellä merkityksellä sekä kustannussäästöjen syntymättä jäämisellä isommassa kuvassa. SIB-rahastosijoittamiseen liittyy monia haasteita, joita on kuvattu tämän tutkielman aikana. Tiivistäen, haastateltava A:ta mukaillen voidaan todeta SIB-rahastojen rakenteiden olevan melko monimutkaisia ja ne saattavat käydä kalliiksi sijoittajalle. Nähtäväksi jää, suoriutuvatko SIB-rahastot niille asetetuista tavoitteista.

A: Ongelmia on vaan sit se, että ne rakenteet on kohtalaisen monimutkasia ja osittain myös sijoittajalle kalliita. Että kestäkö se sitä sitten.



SIB-hankkeiden kokoluokat ovat vielä jääneet pieniksi, jonka lisäksi jokainen yksittäinen hanke vaatii osaltaan muun muassa matemaattista mallintamista, kilpailutusprosessin läpikäymisen ja varainhankinnan toteuttamisen. Tästä aiheutuu se, että rakenteena SIB-rahastot ovat vielä melko tehottomia. Tulevaisuudessa SIB-hankkeiden kannalta olisi siis olennaista, että hankekoot kasvaisivat ja SIB-rahastojen skaalautuvuutta pystyttäisiin lisäämään.

D: Se mikä on haasteena niin on just tää, että ne on jäänyt tosi pieniks. Eli ne on muutamasta miljoonasta vähän yli kymmeneen miljoonaan hankekokona ja se et niistä on aikamoinen työ saada ne käyntiin. Eli koska siel tarvitaan sitä ennakkovalmistelua, tämmöstä matemaattista mallintamista yhteiskunnallisista ongelmista, sit tarvitaan kilpailutusta, varainhankintaa, sitten sitä varainhoitoa rahastomanagerilta ja niin edelleen. Niin ne on tosi työläitä pystyttää ja vielä, kun jokainen on tällä hetkellä noussut tämmösenä omana rahastonaan, yksittäisenä rahastona, niin se on aika tehotonta.

F: ...Sit mä mietin taas näiden SIB-rahastojen hoitajia, nehän on ollut itse asiaa aika pieniä rahastoja, että ne on aika varmasti kalliita pyörittää. Että ei välttämättä, et sanoaanko, et jos mä uskon et ne voi olla kaks tai kolme kertaa työläämpiä mitä perusrahoja ja sit ne kapasiteetit niissä on aika pieniä, et ei sinne voiskaan ottaa paljon rahaa...niin se ei välttämättä oo kovin kannattavaa sitten näitä luodakaan. Mutta siis toki niinku sanoin ni tossa tosi paljon positiivista yhteiskunnan kannalta, mut on tiettyjä haasteita sijoittajien kannalta ja sitten ihan näille SIBejä hallinnoivillekin tahoille, et ei varmasti oo tuottosin liiketoiminta tässä vaihees toki, jos ne kasvaa ja näin niin voi olla huikeitakin.

Tutkielman aikana on kuvattu SIB-rahastoihin liittyviä ulottuvuuksia ja pyritty selvittämään SIB-rahastojen kiinnostavuutta sekä sijoituspäätökseen vaikuttavia tekijöitä. SIB-malli on vielä uusi ja se on herättänyt eri asteista kiinnostusta sijoittajissa. Uudenlainen malli tuo mukanaan mahdollisuuksia toteuttaa interventioita valituissa kohderyhmissä siten, että toteutunut vaikuttavuus pyritään todentamaan. Tulospäätös voi mahdollistaa pääomien tehokkaalla käytöllä kustannussäästöjä, joista hyödytään yhteiskunnallisella tasolla. Epävarmuus ja monenlaiset riskit asettavat haasteita kaikille osapuolille, mutta tähän mennessä on hankkeisiin löytynyt yhteiskunnallisesti valveutuneita sijoittajia, jotka haluavat osallistua pilotointivaiheen kehitysohjelmaan. Lopuksi todettakoon, että kokemuksia SIB-rahastojen suoriutumisesta tarvitaan. Monet sijoittajat kaipaavat vertailukohtia ja he sijoittajat vasta, kun tietoa aiemmista SIB-hankkeista on kertynyt.

## 6.2 Tutkimuksen rajoitukset

Tämän tutkimuksen tuloksiin ja johtopäätöksiin tulee suhtautua varauksella. Aineistoa kerättiin haastatteleamalla vaikuttavuussijoittamisen ammattilaisia eri organisaatioista, ja täten on mahdollista, että haastateltavien taustat ovat vaikuttaneet vastauksiin. Toisaalta haastattelujen yhteydessä ilmoitettiin haastateltaville anonymiteetistä, joka on antanut haastateltaville

mahdollisuuden puhua vapaasti käsiteltävistä aihepiireistä. Haastateltavat valikoituivat kaikki eri organisaatioista ja jokainen haastateltava kuvasi aihetta hieman erilaisesta näkökulmasta, mikä tuo aineistoon edustavuutta. Yhtenä rajoitteena aineistoon liittyen voi nähdä sen, että se ei sisällä sellaisen sijoittajan näkökulmaa, joka ei tunne entuudestaan vaikuttavuussijoittamisen käsitettä ja kenttää Suomessa. Tämä tarkoittaa sitä, että esimerkiksi piensijoittajat ovat rajautuneet tutkimuksen ulkopuolelle.

Haastattelut suoritettiin teemahaastatteluina, joka on strukturoitua haastattelua joustavampi menetelmä. Tästä aiheutuu kuitenkin se, että vastaukset eivät ole täysin verrattavissa toisiinsa, joka on myös aiheuttanut haasteita aineiston analysoinnissa. Puolistrukturoitu haastattelu vaatii haastattelijalta perehtyneisyyttä ja osaamista aiheesta. Haastattelija oli kuitenkin tutkimuskirjallisuuden perusteella muodostanut vahvan osaamisen käsiteltävistä aihepiireistä, mikä tuo tehtyihin haastatteluihin luotettavuutta. Haastatteluiden perusteella on mahdollista saada laaja yleiskuva SIB-rahastoista sijoittajan näkökulmasta tutkimuksen tekohetkellä. On kuitenkin huomioitava SIB-rahastojen uutuus ja vaikuttavuussijoittamisen toimialan nopea kehittyminen, joten tutkimustulokset kuvaavat ainoastaan hetkeä, jolloin tutkimus on tehty. Tutkimustulokset ovat hyvin relevantteja tällä ajanhetkellä, mutta on mahdollista, että ne vanhenevat ajan kuluessa hyvinkin nopeasti, mikä on selvä rajoite tutkimuksen yleistettävyydelle. Myös aikaisemman tutkimuksen vähäisyys heikentää tutkimuksen laatua ja sovellettavuutta.

Tutkimuksen luotettavuutta yleisellä tasolla arvioitaessa on otettava huomioon luotettavuutta parantavat ja heikentävät tekijät. Luotettavuutta parantavat tutkimuksen toteuttamisen vaiheiden tarkka kuvaus ja suurimmilta osin hyvin tuore, alle 10 vuotta vanha ja kansainvälinen tutkimuskirjallisuus. Luotettavuuden haasteina puolestaan nousevat esiin laadullisen tutkimuksen subjektiivisuus ja sisällönanalyysiin liittyvät haasteet, joita on kuvattu sisällönanalyysin yhteydessä. Tuomi & Sarajärvi (2018) ovat todenneet laadullisella tutkimuksella tuotetun objektiivisen tiedon olevan haastavaa, sillä laadullisissa menetelmissä tutkijan oma käsitys tutkittavasta ilmiöstä, tutkimusmenetelmistä, analysoinnista ja johtopäätöksistä vaikuttaa tutkimuksen kulkuun.

### **6.3 Aiheita jatkotutkimukselle**

Tutkielman aikana sivuttiin useita ajankohtaisia aiheita. Vaikuttavuussijoittamisen konsepti on jossain määrin kiistelty aihe. Esimerkiksi tulkinnat vaikuttavuussijoittamisen käsitteen yhteydestä taloudelliseen tuottoon tuntuvat vaihtelevan. Jatkotutkimuksen tekeminen onkin tärkeää johdonmukaisuuksien löytämiseksi. Vaikuttavuussijoittamisen mittaamis- ja standardointikysymykset ovat lisäksi äärimmäisen keskeisiä, jonka vuoksi tulevaisuudessa tulisi tutkia standardoitujen ratkaisujen mahdollisuuksia sekä vaikuttavuussijoittamisen että SIB-rahastojen kohdealueella.

Lisätutkimuksen kannalta voisi olla kiinnostavaa tutkia SIB-rahastojen suoriutumista eri maantieteellisillä alueilla. Esimerkiksi miten Suomalaiset SIB-rahastot eroavat Isossa-Britanniassa toteutetuista SIB-rahastoista. Ensin toki vaaditaan kokemuksia Suomessa toteutuneista SIB-hankkeista, joita tulisi analysoida tapauskohtaisella tasolla. Tutkimusta voitaisiin tehdä myös piensijoittajien suhtautumisesta vaikuttavuussijoittamiseen. Olisi mielenkiintoista saada tietoa, miten yksityishenkilöt näkevät vaikuttavuussijoittamisen ja SIB-rahastot. Ymmärtävätkö piensijoittajat, mitä termeillä tarkoitetaan ja miten vaikuttavuussijoittamista toteutetaan? Vaikuttavuussijoittaminen kehittyi kovaa vauhtia ympäri maailmaa, joten tutkimuksen tekeminen olisi tällä hetkellä erittäin tärkeää ja ajankohtaista.

## LÄHTEET

- Aalto Fellows. 2019. Impact investing in Finnish private equity. Saatavilla: <https://www.aaltofellows.com/impact>
- Addis, R., McLeod, J., & Raine, A. 2013. Impact – Australia: Investment for social and economic benefit. Canberra: Department of Education, Employment and Workplace Relations.
- Alasuutari, P. 2011. Laadullinen tutkimus 2.0. Tampere: Vastapaino. Jyväskylän yliopisto, e-kirja, kirjaston kokoelma. Saatavilla sähköisesti: <https://www.ellibslibrary.com/fi/book/978-951-768-385-2>.
- B Analytics. 2020. GIIRS funds. <https://b-analytics.net/content/giirs-fund-rating-methodology>
- Bafford, B. 2012. The feasibility and future of social impact bonds in the United States. *Sanford Journal of Public Policy*, 31, 3-19.
- Barajas, A., Barajas, L., Burt, K., Harper, T., Jr., Johnson, P., Larsen, E., & Yeh, C. 2014. Social impact bonds: A new tool for social financing. Princeton, NJ: PPIA Program, Princeton University. Saatavilla: <https://www.princeton.edu/sites/default/files/content/Social%20Impact%20Bonds%202014%20Final%20Report.pdf>
- Barclay, L. & Symons, T. 2013. A Technical Guide to Social Impact Bond Development. Social Finance. Saatavilla: <https://www.social-finance.org.uk/sites/default/files/publications/technical-guide-to-developing-social-impact-bonds1.pdf>
- Berndt C and Wirth M. 2018. Market, metrics, morals: The Social Impact Bond as an emerging social policy instrument. *Geoforum*, 90, 27–35.
- Bergfeld, N., Klausner, D. & Samel, M. 2016. Improving Social Impact Bonds: Assessing Alternative Financial Models to Scale Pay-for-Success. Harvard Kennedy School, M-RCBG Associate Working Paper Series, No. 65.
- Brinkmann, S. 2013. Qualitative interviewing. Cambridge University Press. Saatavilla sähköisesti: <https://www.dawsonera.com/abstract/9780199344000>
- Bugg-Levine, A., & Emerson, J. 2011. Impact investing: Transforming how we make money while making a difference. *Innovations: Technology, Governance, Globalization* 2011, 6(3), 9-18.
- Clark, C., Emerson, J., Balandina, J., Katz, R., Milligan, K., Ruttman, R. & Treststad, B. 2012. Investing for impact. How social entrepreneurship is redefining the meaning of return. Research Institute Thought leadership from Credit Suisse Research and the world's foremost experts.
- Clark, C., Emerson, J. & Thornley, B. 2012. A market emerges: The six dynamics of impact investing. Saatavilla: [http://www.pacificcommunityventures.org/wp-content/uploads/sites/6/2015/07/The\\_Six\\_Dynamics\\_of\\_Impact\\_Investing\\_October\\_2012\\_PCV\\_CASE\\_at\\_Duke\\_ImpactAssets.pdf](http://www.pacificcommunityventures.org/wp-content/uploads/sites/6/2015/07/The_Six_Dynamics_of_Impact_Investing_October_2012_PCV_CASE_at_Duke_ImpactAssets.pdf)
- Clark, G. L., Feiner, A. & Viehs, M. 2015. From the stockholder to stakeholder. How sustainability can drive financial outperformance. Oxford University

- Smith School of Enterprise and the Environment. Saatavilla: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2508281](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2508281)
- Dagher, P. G. Jr. 2013. Social impact bonds and the private benefit doctrine: Will participation jeopardize a nonprofit's tax-exempt status. *Fordham Law Review*, 81(6), 3479–3519.
- Dear, A., Helbitz, A., Khare, R., Lotan, R., Newman, J. C., Sims, G., & Zaroulis 2016. Social Impact Bonds: The Early Years. Social Finance. Saatavilla: [https://www.socialfinance.org.uk/sites/default/files/publications/sibs-early-years\\_social\\_finance\\_2016\\_final.pdf](https://www.socialfinance.org.uk/sites/default/files/publications/sibs-early-years_social_finance_2016_final.pdf)
- Del Giudice, A., Migliavacca, M. 2019. Social Impact Bonds and Institutional Investors: An Empirical Analysis of a Complicated Relationship. *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 48(1), 50-70.
- Deloitte 2009. Investing for social & environmental impact. Monitor Institute. Saatavilla: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Financial-Services/gx-fsi-monitor-Investing-for-Social-and-Environmental-Impact-2009.pdf>
- Deloitte 2018. Deloitte Millennial Survey. Saatavilla: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/About-Deloitte/gx-2018-millennial-survey-report.pdf>
- Dufva, M. 2020. Megatrendit 2020. Sitran selvityksiä 162.
- Ebrahim, A. & Rangan, V. 2014. What Impact? *California Management Review*, 56(3), 118–141.
- Edmiston, D. & Nicholls, A. 2018. Social Impact Bonds: The Role of Private Capital in Outcome-Based Commissioning. *Cambridge University Press Journals*. Doi: 10.1017/S0047279417000125
- Eskola, J. & Suoranta, J. 1998. *Johdatus laadulliseen tutkimukseen*. Tampere: Vastapaino. Saatavilla sähköisesti: <https://www.ellibslibrary.com/book/978-951-768-035-6>.
- Financial Times 2019. New Agenda. <https://aboutus.ft.com/en-gb/new-agenda/>
- Fox, C. and Albertson, K. 2011. Payment by results and social impact bonds in the criminal justice sector: New challenges for the concept of evidence-based policy? *Criminology and Criminal Justice*, 11(5), 395–413.
- Fraser, A., Tan, S., Lagarde, M. & Mays, N. 2016. Narratives of Promise, Narratives of Caution: A Review of the Literature on Social Impact Bonds. *Social Policy & Administration*, 52(1), 4-28.
- Friede, G, Busch, T & Bassen, A. 2015. ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233.
- Friedman, M. 1970. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*.
- Galitapoulou, S. & Noya, A. 2016. Understanding Social Impact Bonds. OECD Working Papers.

- GIIN 2019. Annual impact investor survey. [https://thegiin.org/assets/GIIN\\_2019%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey\\_webfile.pdf](https://thegiin.org/assets/GIIN_2019%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey_webfile.pdf)
- GIIN 2018. Annual impact investor survey. [https://thegiin.org/assets/2018\\_GIIN\\_Annual\\_Impact\\_Investor\\_Survey\\_webfile.pdf](https://thegiin.org/assets/2018_GIIN_Annual_Impact_Investor_Survey_webfile.pdf)
- Clarkin, J. E., & Cangioni, C. L. 2016. Impact investing: A primer and review of the literature. *Entrepreneurship Research Journal*, 6(2), 135-173.
- Glänzel, G. & Scheuerle, T. 2016. Social Impact Investing in Germany: Current Impediments from Investors' and Social Entrepreneurs' Perspectives. *International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations*, 27(4), 1638-1668.
- Gray, R. 2002. The social accounting project and Accounting Organizations and Society Privileging engagement, imaginings, new accountings and pragmatism over critique? *Accounting, Organizations and Society* 27 (7) 687-708.
- Gray, R., Owen, D. & Adams, C. 1996. *Accounting & Accountability: Changes and Challenges in Corporate Social and Environmental Reporting*. Prentice Hall.
- Habermas, J. 1981. *The Theory of Communicative Action*. Vol.1-3. London: Polity Press.
- Harvie, D. & Ogman, R. 2019. The broken promises of the social investment market. *Environment and Planning A: Economy and Space*, 51(4), 980-1004.
- Heady, L. & Savell, L. 2016. Evaluating impact bonds. Balancing evidence and risk. *Social Finance*. Saatavilla: [https://www.socialfinance.org.uk/sites/default/files/publications/ciff\\_report\\_final.pdf](https://www.socialfinance.org.uk/sites/default/files/publications/ciff_report_final.pdf)
- Heliskoski, J., Humala, H., Kopola, R., Tonteri, A. & Tykkyläinen, S. 2018. Vaikuttavuuden askelmerkit. Työkaluja ja esimerkkejä palveluntuottajille. *Sitran selvityksiä* 130.
- Hirsjärvi, S. & Hurme, H. 2008. *Tutkimushaastattelu: Teemahaastattelun teoria ja käytäntö*. Helsinki: Gaudeamus Helsinki University Press. Saatavilla sähköisesti: <https://www.ellibslibrary.com/book/9789524958868>.
- Höchstädter, A., K. & Scheck, B. 2015. What's in a Name: An Analysis of Impact Investing. *Understandings by Academics and Practitioners Journal of Business Ethics*, 132(2), 449-475.
- Ikäheimo, S., Malmi, T. & Walden, R. 2019. *Yrityksen laskentatoimi*. Alma Talent Oy, 8. uudistettu painos.
- Jackson, E. T. 2013. Interrogating the theory of change: Evaluating impact investing where it matters most. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 3(2), 95-110.
- Kirjanpitolaki. 1339/1997. Helsinki. Eduskunta. 30.12.1997.
- Kivistö, J. 2018. Suomen julkisen talouden kestävyys. *Euro & Talous* 26(5), 52-58.
- Kotiranta, A. & Widgren, J. 2015. Esiselvitys yhteiskunnallisesta yrittämisestä Katsaus yhteiskunnallisiin yrityksiin ja vaikuttavuusinvestoimiseen Suomessa. Etlä. Raportit No. 46.
- Krippendorff, K. 1980. *Content analysis: an introduction to its methodology*. Sage.

- Kroeger, A. & Weber, C. 2014. Developing a conceptual framework for comparing social value creation. *Academy of Management. The Academy of Management Review*, 39(4), 513-540.
- Kroeger, A. & Weber, C. 2016. *Routledge handbook of social and sustainable finance*. Routledge.
- Lauriala, J. 2004. *Pääomasijoittaminen*. Helsinki: Edita Prima Oy
- Lautjärvi, K. 2016. *Välipääomarahoitusinstrumentit*. Alma Talent.
- Liang, M., Mansberger, B. & Spieler, A. C. 2014. An Overview of Social Impact Bonds. *Journal of International Business and Law*. 13(2), 267-281.
- Louche, C., Arenas, D. & Van Cranenburgh, K. C. 2012. From preaching to investing: Attitudes of religious organisations towards responsible investment. *Journal of Business Ethics*, 110(3), 301-320.
- Maier, F., Barbeta, G. P. & Godina, F. 2018. Paradoxes of Social Impact Bonds. *Social Policy & Administration*, 52(7), 1332-1353.
- Millar, R. & Hall, K. 2013. Social Return on Investment (SROI) and Performance Measurement. *The Opportunities and Barriers for Social Enterprises in Health and Social Care*. *Public Management Review*, 15(6), 923-941.
- McGuire, J.B., Sundgren, A. & Schneeweis, T. 1988. Corporate social responsibility and firm financial performance. *The Academy of Management Journal*, 31 (4), 854-872.
- Mielityinen, M. 2011. Tuotannon johtaminen Tampereen ja Oulun kaupungeissa. *Sitran selvityksiä 40*.
- Miles, M. B. & Huberman, A. M. 1994. *Qualitative data analysis: an expanded sourcebook*. Sage 2. painos.
- Morgan Stanley 2018. *Sustainable Signals Asset Owners Embrace Sustainability*. Saatavilla: <https://www.morganstanley.com/assets/pdfs/sustainable-signals-asset-owners-2018-survey.pdf>
- Mogapi, E. M., Sutherland, M. M. & Wilson-Prangley, A. 2019. Impact investing in South Africa: managing tensions between financial returns and social impact. *European Business Review*, 31(3), 397-419.
- Mäkelä, K. 1990. Kvalitatiivisen analyysin arviointiperusteet. Teoksessa Mäkelä, K. & Apo, S. *Kvalitatiivisen aineiston analyysi ja tulkinta*. Helsinki: Gaudemus, 42-61.
- Männistö, H. 2016. *Vaikuttavuusinvestoimisen opas sijoittajille*. *Sitran selvityksiä 120*.
- Nicholls, A. 2018. A General Theory of Social Impact Accounting: Materiality, Uncertainty and Empowerment. *Journal of Social Entrepreneurship*, 9(2), 132-153.
- Nicholls, A., Nicholls, J. & Paton, R. 2015. *Measuring Social Impact*. Kirjassa *Social Finance*, 253-281. Oxford, UK: Oxford University Press.
- Nicholls, A., Paton, R. & Emerson, J. 2015. *Social Finance*. Oxford, UK: Oxford University Press

- O'Donohoe, N., Leijonhufvud, C., Saltuk, Y., Bugg-Levine, A., & Brandenburg, M. 2010. *Impact investments: An emerging asset class*. New York, NY: J.P. Morgan.
- Pehkonen, I., Horppu, R., Turunen, J., Ojajärvi, A., Toivio, P. & Juvonen-Posti, P. 2019. Työkykyjohtamisen monitoimijaista kehittämistä. Työhyvinvointi-SIB-hankkeen arviointi. Työterveyslaitos. Helsinki.
- Pennanen, P. 2019. Sosiaalipolitiikan järjestäminen muuttuvassa hyvinvointivaltiossa: tarkastelussa tulosperusteinen rahoitussopimus. *Janus*, 27(2), 127-143.
- PGGM 2017. Sustainable Development Investments (SDIs). Taxonomies. Saataavilla: [https://www.pggm.nl/english/what-we-do/Documents/SDI-taxonomies-APG-PGGM-mei\\_2017.pdf](https://www.pggm.nl/english/what-we-do/Documents/SDI-taxonomies-APG-PGGM-mei_2017.pdf)
- Pyykkönen, J. 2016. Vaikuttavuuden hankinta. Käsikirja julkiselle sektorille. Sitran selvityksiä 115.
- Pääomasijoittajat Ry 2019. Vaikuttavuussijoittaminen pääomasijoituslalla. Saatavilla: [https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/2019/09/20190906\\_Vaikuttavuussijoittaminen\\_p%C3%A4omasijoituslalla\\_FINAL-1.pdf](https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/2019/09/20190906_Vaikuttavuussijoittaminen_p%C3%A4omasijoituslalla_FINAL-1.pdf)
- Reenneboog, L., Horst, J.T. & Zhang, C. 2008. The price of ethics and stakeholder governance: the performance of socially responsible mutual fund. *Journal of Corporate Finance*. 14(3), 302-322.
- Reisman, J., Olazabal, V. & Hoffman, S. 2018. Putting the "Impact" in Impact Investing: The Rising Demand for Data and Evidence of Social Outcomes. *American Journal of Evaluation*, 39(3), 389-395.
- Sandberg, J., Juravle, C., Hedesström, T. M. & Hamilton, I. 2009. The heterogeneity of socially responsible investment. *Journal of Business Ethics*, 87(4), 519-533.
- Serafeim, G., Trinh, K. & Zochowski, R. 2020. A Preliminary Framework for Product Impact-Weighted Accounts. Harvard Business School. Working Paper 20-076.
- Silvola, H. & Landau, T. 2019. Vastuullisuudesta ylituottoa sijoituksiin. Alma Talent.
- Sitra 2015. SIB-opas julkiselle sektorille. Tulosperusteinen rahoitussopimus käytännössä. Sitran selvityksiä 106.
- Sitra 2019. Lohjan Lapset-SIB-ohjelmasta tukea 5-8-vuotiaille lapsille ja heidän perheilleen. <https://www.sitra.fi/uutiset/lohja/> (viitattu 1.10.2019)
- So, I. & Staskevicius, A. 2015. Measuring the "impact" in impact investing. Harvard Business School.
- Social Finance 2017. World's 1st social impact bond shown to cut reoffending and to make impact investors a return. <https://www.social-finance.org.uk/sites/default/files/news/finalpress-release-pb-july-2017.pdf> (viitattu 17.1.2020)
- Sosiaali- ja terveysministeriön tulevaisuuskatsaus 2018. Eheä yhteiskunta ja kestävä hyvinvointi. Valtioneuvoston julkaisusarja 22 | 2018



- Tan, S., Fraser, A., Mchugh, N. & Warner, M. 2019. Widening perspectives on social impact bonds. *Journal of Economic Policy Reform*. DOI: 10.1080/17487870.2019.1568249
- Tilastokeskus 2019. [http://www.stat.fi/til/vaenn/2019/vaenn\\_2019\\_2019-09-30\\_fi.pdf](http://www.stat.fi/til/vaenn/2019/vaenn_2019_2019-09-30_fi.pdf) (Viitattu 9.10.2019)
- Tschopp, D. & Huefner, R. J. 2015. Comparing the Evolution of CSR Reporting to that of Financial Reporting. *Journal of Business Ethics*, 127(7), 565–577.
- Tuomi, J. & Sarajärvi, A. 2018. Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi. Tammi. Saatavilla sähköisesti: <https://www.elibrary.com/book/9789520400118>
- United Nations 2015. Transforming our world: The 2030 agenda for sustainable development. A/RES/70/1. <https://sustainabledevelopment.un.org/>
- UNPRI 2017. The SDG Investment Case. <https://www.unpri.org/download?ac=6250>
- UNPRI 2018. Annual report 2018. [https://d8g8t13e9vf2o.cloudfront.net/Uploads/g/f/c/priannualreport\\_605237.pdf](https://d8g8t13e9vf2o.cloudfront.net/Uploads/g/f/c/priannualreport_605237.pdf)
- Valtiokonttori 2008. Valtion laskentatoimen sanasto. Hallinnon ohjaus. Saatavilla: <https://www.valtiokonttori.fi/palvelut/valtion-konsernipalvelut/maaraykset-ja-ohjeet/valtion-laskentatoimen-sanasto/>
- Virtanen, A. 2002. Laskentatoimi ja moraali: laskenta-ammattilaisten käsityksiä hyvästä kirjanpitoavasta, hyväksyttävästä verosuunnittelusta ja hyvästä tilintarkastustavasta. Saatavilla: <http://urn.fi/URN:ISBN:951-39-1224-8>
- Warner, M. E. 2013. Private finance for public goods: social impact bonds. *Journal of Economic Policy Reform*, 16(4), 303-319.
- Weber, R. P. 1990. Basic content analysis. Sage. 2. painos.
- World Economic Forum 2013. From the Margins to the Mainstream Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investor. [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_II\\_FromMarginsMainstream\\_Report\\_2013.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_II_FromMarginsMainstream_Report_2013.pdf)

## TAULUKOT

Taulukko 1: Tutkimuskysymykset.....	9
Taulukko 2: Haastatteluiden teemat.....	36
Taulukko 3: Tutkimushaastattelut .....	41

## KUVIOT

Kuvio 1: SIB-rahoitusmalli (Barclay & Symons 2013, 18) .....	6
Kuvio 2: Mitä on vaikuttavuussijoittaminen? (Männistö 2016, 4).....	11
Kuvio 3: YK:n kestävä kehityksen tavoitteet (Yhdistyneet kansakunnat 2015)15	

Kuvio 4: Kestävän kehityksen sijoitusten päätöspuu, Sustainable Development Investment, SDI (PGGM, Silvola & Landau 2019, 134) .....	16
Kuvio 5: Viitekehys vaikuttavuussijoituksiin liittyvien jännitteiden hallintaan (Mogapi ym. 2019, 413) .....	18
Kuvio 6: SIB-rahoitusmallin osapuolet (Cooper ym. 2016, 12) .....	21
Kuvio 7: Yleinen teoria sosiaalisen vaikuttavuuden laskennasta (Nicholls 2018, 149).....	27
Kuvio 8: Aineistolähtöisen sisällönanalyysin eteneminen (Tuomi & Sarajärvi 2018, 92).....	39

## LIITTEET

### Liite 1: Haastattelurunko

#### 1. Haastateltava

- Kuka olet?
- Millainen on koulutus- ja työhistoriasi?

#### 2. Vaikuttavuussijoittaminen

- Miten kuvailisitte vaikuttavuussijoittamista?
- Miten vaikuttavuussijoittaminen eroaa läheisistä konsepteista, kuten vastuullisesta sijoittamisesta?
- Minkälaisia vaikuttavuussijoituksia olette tehneet?

#### 3. Vaikuttavuussijoittajan tavoitteet & motiivit

- Minkälaisia taloudellisia tavoitteita ja vaikuttavuustavoitteita teillä on vaikuttavuussijoittamiseen liittyen?
- Onko teillä keskiössä taloudelliset vai ei-taloudelliset tavoitteet?
- Tapahtuuko ”trade-offeja”, oletteko valmiita tekemään kompromissejä taloudellisen tuoton suhteen?

#### 4. SIB-Rahastot sijoitusinstrumenttina

- Oletteko sijoittaneet SIB-rahastoihin?
- Mitkä syyt sijoituspäätöksen / sijoittamatta jättämisen taustalla?
- Miten näette tulosperusteisen SIB-mallin osana vaikuttavuussijoittamista?
- Mitä riskejä SIB-rahastoihin liittyy?
- Millaista tuottoa odotatte?
- Miten kuvailisitte riski-tuotto-suhdetta SIB-rahastoissa?
- Pääomaturva, tuottokatto, sijoitushorisontti ja sopimuksenteko?

#### 5. Vaikuttavuuden mittaaminen

- Laskentatoimen rooli SIB-rahastoihin tai muihin vaikuttavuussijoituksiin sijoittaessa?

- Entiteetti / mitä tietoa kerätään / eriytetäänkö vaikuttavuussijoituksia muista sijoituksista?
- Käytetäänkö vaikuttavuuden mittaamiseen menetelmiä? Jos, niin mitä?
- IRIS / GIIRS / SROI?
- Vaikuttavuuden mittaamisen standardointi?

#### **6. SIB-Rahastojen kiinnostavuus sijoitusinstrumenttina**

- Miksi olette tai ette ole lähteneet mukaan SIB-Rahastoihin?
- Näettekö SIB-rahastot kiinnostavana sijoitusinstrumenttina?
- Mitä mahdollisuuksia ja ongelmia näette SIB-rahastoissa?