

Pääomasijoittajien kestävyyskäsitteet omistusstrategioissa

Taloussosiologian pro gradu -tutkielma
Master's Thesis
in Economic Sociology

Laatija/Author:
Aleksi Jokela

Ohjaajat/Supervisors:
VTT Pekka Räsänen

10.06.2026
Turku

Turun yliopiston laatuvarmistuksen mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.



☐	Kandidaatintutkielma
☒	Pro gradu -tutkielma
☐	Lisensiaatintutkielma
☐	Väitöskirja

Oppiaine	Taloussosiologia	Päivämäärä	10.05.2026
Tekijä(t)	Aleksi Jokela	Sivumäärä	70 + 2 liitesivua
Otsikko	Pääomasijoittajien kestävyyskäsitteet omistustrategioissa		
Ohjaaja(t)	VTT Pekka Räsänen		

Tiivistelmä

Pro gradu -tutkielmassa selvitettiin, millaisia kestävyyskäsitteitä suomalaisilla pääomasijoittajilla on ja miten nämä käsitteet ilmenevät sijoitustoiminnassa. Pääomasijoittajilla on merkittävä rooli siinä, millaiset hankkeet ja yritykset saavat rahoitusta. Kestävyys on saavuttanut jo oman aseman alalla, mutta se, millaisia käsitteitä toimijoilla aiheesta on muodostunut, on jäänyt vähälle huomiolle. Käsitteet eivät ole irrallisia mielipiteitä vaan ne limittyvät päätöksiin ja alan narratiiveihin, mikä voi näkyä siinä, millaisia sijoituksia suositaan ja mitkä yhtiöt saavat rahoitusta. Tutkielmaa ohjaavat teoriat olivat Max Weberin toiminnan teoria sekä DiMaggion ja Powellin uusi institutionaalinen teoria.

Tutkielma toteutettiin laadullisella tutkimusmenetelmällä ja analyysimetodina käytettiin teoriasidonnaista teemoittelua. Aineisto koostuu kahdeksasta puolistrukturoidusta asiantuntijahaastattelusta, jotka toteutettiin keväällä 2026. Haastateltavat olivat suomalaisen pääomasijoittamisen kentällä toimivia asiantuntijoita eri kokoisista rahastoista.

Tulokset osoittavat, että kestävyys ei rakennu pääomasijoittamisen kentällä yhtenäisenä normatiivisena periaatteena, vaan se on hahmotettavissa kolmena rinnakkaisena tulkintatapana: arvonluonnon välineenä, hallinnollisena velvoitteena ja arvopohjaisena orientaationa. Kestävyys saa hyväksynnän vasta, kun se on sovitettavissa olemassa olevaan tuotto-riski-kehikkoon.

Institutionaaliset paineet ohjaavat kestävyyskäytäntöjä voimakkaammin kuin toimijoiden sisäinen arvopohja. Aineistossa on havaittavissa kaikki kolme isomorfismin muotoa: pakottava paine syntyy sääntelyn ja LP-sijoittajien vaatimusten kautta, mimeettinen paine kentän tiiviistä rakenteesta ja normatiivinen paine yhteisistä ammattikäytännöistä. Kestävyyden asema kentällä kehittyy syklisesti poliittisten ja taloudellisten suhdanteiden mukana.

Asiasanat	Pääomasijoittaminen, Kestävä sijoittaminen, Kestävyyskäsitteet, Kestävyys, ESG, Laadullinen tutkimus, Asiantuntijahaastattelu
Muita tietoja	

1. JOHDANTO	5
2. PÄÄOMASIIJOITTAMISEN JA KESTÄVYYDEN TOIMINTAYMPÄRISTÖ	8
2.1 KESTÄVÄ SIIJOITTAMINEN.....	8
2.2 PRIVATE EQUITY- JA VENTURE CAPITAL	10
2.3 KESTÄVYYDEN SÄÄNTELY-YMPÄRISTÖ	11
2.4 VASTUULLINEN OMISTAJUUS JA HALLINNOINTIKÄYTÄNNÖT.....	13
2.5 KESTÄVYYSKÄSITYKSET	16
3 TEOREETTINEN VIITEKEHYS	17
3.1 MAX WEBERIN TALOUDELLINEN TOIMINTA	17
3.1.1 Rationaalisuuden muodot.....	17
3.1.2 Markkinatilanne ja arvopluralismi	21
3.2 UUSI INSTITUTIONAALINEN TEORIA.....	22
3.2.1 Organisaatiokenttä.....	22
3.2.2 Isomorfismin kolme mekanismia	23
3.2.3 Legitimiteetti ja irtikytkentä	25
4. TUTKIMUSASETELMA.....	27
4.1 TUTKIMUSKYSYMYKSET	27
4.2 AINEISTO JA AINEISTON KERUU	28
4.3 ANALYYSIMENETELMÄT	30
4.4 AINEISTON ANALYYSI	32
4.5 TUTKIMUKSEN EETTISET NÄKÖKULMAT.....	33
5. TULOKSET: KESTÄVYYSKÄSITYKSET	35
5.1 KESTÄVYYDEN MÄÄRITTELY	36
5.2 KESTÄVYYS SIIJOITUSLOGIIKASSA	39
5.3 RAKENTEELLISET EHDOT	42
5.4 OMISTAMISEN JA VAIKUTTAMISEN MEKANISMIT.....	46
5.5 TULEVAISUUDEN KESTÄVYYS	51
6 JOHTOPÄÄTÖKSET	55
6.1 TULKINNALLINEN YHTEENVETO.....	55
6.2 POHDINTA	61
6.3 TUTKIMUKSEN RAJOITTEET JA JATKOTUTKIMUS	64
LÄHTEET	67
LIITTEET.....	71

Taulukot

Taulukko 1. Ideaalityypit	19
Taulukko 2. Haastateltavien jakauma	30
Taulukko 3. Aineiston teemat	31
Taulukko 4. Pääomasijoittamisalan lyhenteitä ja käsitteitä	35

1. JOHDANTO

Suomalaisessa talouskeskustelussa on viime vuosina korostunut kasvun ja investointien välttämättömyys. Pääomasijoittajat ovat olleet aktiivisia tässä keskustelussa ja peräänkuuluttaneet rohkeampaa riskinottoa ja yksityisten investointien kasvattamista kansantalouden vauhdittamiseksi. Kasvunarratiivi on kentällä vahva, mutta kysymys siitä miten kasvua tehdään ja kuka siitä lopulta hyötyy jää usein taka-alalle. Sitran Kasvuatlas (2026) tiivistää tilanteen: varhaisen vaiheen rahoitus on laadukasta ja kilpailukykyistä, mutta pullonkaula on siirtynyt skaalautumisvaiheeseen ja valtiokapitalismin rinnalle tarvitaan osaavia korkean riskin rahoittajia. ETLA:n tutkimuksen mukaan pääomasijoitustausta selittää merkittävän osan suomalaisten yritysten orgaanisesta kasvusta (Ali-Yrkkö ym., 2025).

Pääomasijoittajilla on merkittävä valta siinä, millaiset hankkeet ja innovaatiot saavat rahoitusta. He eivät ainoastaan reagoi markkinoihin vaan muovaavat aktiivisesti sitä, millaista taloudellista toimintaa kehitetään ja mihin suuntaan yrityksiä viedään omistuskana. Kun pääomasijoittaja valitsee kohdeyrityksen, asettaa sille tavoitteet ja istuu sen hallituksessa, hän tekee samalla valintoja siitä, minkälainen kasvu saa tukea ja minkälainen jää ilman. Tässä mielessä pääomasijoittajat eivät ole neutraaleja pääomien välittäjiä vaan aktiivisia toimijoita, joiden päätökset vaikuttavat siihen, kuinka kestävästi talouskasvua rakennetaan (Kavadis & Thomsen, 2023). Heidän kestävyyskäsitteensä eivät siten ole vain yksilöllisiä mielipiteitä vaan rakenteellisesti merkittäviä kannanottoja siitä, millaista kasvua tuetaan ja millaista ei. Omistajan identiteetti ja omistusrakenne on osoitettu keskeisiksi tekijöiksi yritysten kestävyyspolitiikan taustalla ja eri omistajatyypeillä on toisistaan poikkeavia tapoja toteuttaa ESG-tavoitteita käytännössä (Villalonga ym., 2025). Pääomasijoittajat ovat tässä mielessä siis merkittävä toimijaryhmä.

Yksityisen pääoman hallinnoitavat varat ylittävät globaalisti 10 biljoonaa dollaria ja ala on kasvanut lähes kaksinkertaisesti suhteessa julkisiin osakemarkkinoihin vuodesta 2007 lähtien (Mirza ym., 2023). Eurooppalaisessa kontekstissa tilanne on erityinen: julkinen sektori dominoi VC-rahastojen LP-rakennetta noin kolmanneksella, kun Yhdysvalloissa vastaava osuus on vain neljä prosenttia (Schuster ym., 2026), mikä kertoo siitä, että yksityinen institutionaalinen pääoma ei ole vielä täysimääräisesti löytänyt tietään eurooppalaiseen kasvuyritysten rahoitukseen.

Alalla on tiivis ammattiyhteisö, jossa sijoittajat toimivat tiiviissä verkostoissa keskenään. Sijoittajat ovat tyypillisesti korkeasti koulutettuja ja heillä on syvä ymmärrys eri teknologioista ja toimialoista. Samalla alan kulttuuria määrittävät nopea kasvu ja taloudellinen tuotto keskeisinä onnistumisen mittareina (McGrath & Nerkar, 2023). Kestävyys on noussut viime vuosina osaksi alan puhetapaa sääntelyn, rahastosijoittajien eli limited partnereiden vaatimusten ja yhteiskunnallisen paineen myötä, mutta sen suhde taloudelliseen tuottologiikkaan on edelleen jännitteinen (Mirza ym., 2023; Abraham ym., 2024). Tässä ympäristössä herää kiinnostava kysymys: voiko pääomasijoittamista tehdä aidosti kestävästi, vai jääkö kestävyys väistämättä kasvutavoitteiden varjoon tai muotoutuu pelkäksi ulkoiseksi pakoksi? Tämä tutkielma lähestyy kysymystä tarkastelemalla pääomasijoittajien omia kestävyyskäsityksiä ja sitä, miten ne näkyvät käytännön sijoitustoiminnassa.

Tutkimuksen kohteeksi on valittu nimenomaan käsitykset, koska ne tavoittavat jotain sellaista mitä tilastot, ESG-raportit tai rahastojen oma viestintä eivät tuo esille. Rahastojen julkinen viestintä kertoo mitä halutaan sanoa, mutta ei välttämättä sitä miten yksittäiset sijoittajat todellisuudessa ymmärtävät kestävyuden ja miten se ohjaa heidän päätöksiään. Haastattelututkimus mahdollistaa pääsyn näihin henkilökohtaisiin tulkintoihin ja merkityksiin, joita alan sisäiset kyselyaineistot eivät tavoita.

Vaikka käytännön kehitys on ollut nousujohteista, akateeminen tutkimus aiheesta on kestävyysnäkökulmasta tarkasteltuna edelleen vähäistä. Alle yksi prosentti pääomasijoittamisen alan tutkimuksesta käsittelee kestävyyttä (Mirza ym., 2023). McGrath ja Nerkar (2023) nostavat ESG-kysymykset yhdeksi keskeisimmistä tulevaisuuden tutkimussuunnista ja toteavat, että toimijoiden omia kestävyyskäsityksiä ei ole juurikaan tarkasteltu. Tämä tutkielma vastaa tähän aukkoon.

Tutkimus rajautuu suomalaiseen kontekstiin, joka tarjoaa riittävän hallittavan ja yhteinäisen aineiston. Suomi on samalla riittävän edustava tapaus laajemmalle pohjoismaiselle vertailulle ja tämä tutkimus voi toimia pohjana laajemmalle jatkotutkimukselle.

Tutkimuksen ajankohtaisuus on ilmeinen. Suomen talous on kamppaillut kasvuhaasteiden kanssa jo pidemmän aikaa ja pääomasijoittajat ovat nousseet keskeisiksi toimijoiksi tässä keskustelussa. On tärkeää tarkastella paitsi sitä kasvaako talous, myös millaisilla keinoilla kasvua rakennetaan ja millaisiin arvoihin ja käsityksiin nämä valinnat perustuvat.

Seuraavissa luvuissa tarkastellaan ensin pääomasijoittamisen ja kestävyiden toimintaympäristöä, minkä jälkeen siirrytään teoreettiseen viitekehykseen ja tutkimusasetelmaan. Luvussa viisi esitellään tulokset ja luvussa kuusi johtopäätökset.

2. PÄÄOMASIJOTTAMISEN JA KESTÄVYYDEN TOIMINTAYMPÄRISTÖ

Seuraavissa alaluvuissa tuodaan esille, millaisessa toimintaympäristössä tutkimuksen haastateltavat työskentelevät ja toimivat. Aloitan kestävän sijoittamisen käsitteellisestä kentästä, sillä toimijoiden kestävyyskäsitteitä on vaikea tulkita ilman ymmärrystä siitä, millaisia määritelmiä kestävyydellä alalla ylipäätään on. Tämän jälkeen tarkastellaan pääomasijoittamisen ekosysteemiä sekä sääntely-ympäristöä ja vastuullisen omistajuuden käytäntöjä. Luku päättyy kestävyyskäsitteelliseen määrittelyyn, joka toimii tutkielman tulkinnallisena rakenteena.

2.1 Kestävä sijoittaminen

Kestävä sijoittaminen on käsitteenä laaja ja monitulkintainen. Euroopan komission määritelmän mukaan kestävällä rahoituksella tarkoitetaan ympäristöön, yhteiskuntaan ja hallintotapaan liittyvien tekijöiden huomioimista sijoituspäätöksissä tavalla, joka ohjaa pääomavirtoja pitkäjänteisesti kestäviin taloudellisiin toimintoihin (European Commission, n.d.). Määritelmä on hallinnollisessa mielessä selkeä, mutta se häivyttää sen, että käytännössä eri toimijat voivat tarkoittaa kestävyydellä hyvin erilaisia asioita. ESG-tekijät koostuvat kolmesta ulottuvuudesta.

Ympäristöulottuvuus kattaa ilmastonmuutoksen hillinnän, luontokadon ja kiertotalouden. Yhteiskunnallinen ulottuvuus viittaa tasa-arvoon, ihmisoikeuksiin ja työoloihin. Hallintatapa puolestaan koskee organisaatioiden päätöksentekoprosesseja, palkitsemisjärjestelmiä ja läpinäkyvyyttä (European Commission & Pääomasijoittajat ry, 2022). Käytännössä ESG, vastuullinen sijoittaminen, eettinen sijoittaminen ja sosiaalisesti vastuullinen sijoittaminen (SRI, *socially responsible investing*) termejä käytetään alalla sekavasti ja rinnakkain, eikä niiden välille tehdä johdonmukaista eroa (Ylä-Anttila, 2026).

Kestävällä sijoittamisella ei tarkoiteta vain valmiiksi ympäristöystävällisten kohteiden rahoittamista. EU-komissio erottaa toisistaan vihreän rahoituksen ja siirtymärahoituksen. Vihreällä rahoituksella tarkoitetaan investointeja toimintoihin, jotka jo täyttävät kestävyyskriteerit kuten uusiutuva energia. Siirtymärahoituksella on tarkoitus tukea yrityksiä, jotka ovat matkalla kohti kestävämpää toimintaa mutta eivät vielä täytä tiukimpia

kriteereitä (European Commission, n.d) Tämä on merkityksellinen pääomasijoittamisen kontekstissa, jossa sijoittajat usein tulevat mukaan sellaisiin yrityksiin, joilla on kasvupotentiaalia ja kehitettävää.

Käytännössä vastuullinen sijoittaminen voi toteutua useilla erilaisilla strategioilla. Pääomasijoittajat ry:n suosituksien mukaan tyypillisiä lähestymistapoja rahastoille on poissulkeminen, normipohjainen arvottaminen, suosiminen, ESG-integrointi sekä aktiivinen omistaminen. Poissulkemisessa rajataan tietyt toimialat tai yritykset sijoitusfokuksen ulkopuolelle eettisillä tai riskiperusteisilla kriteereillä. ESG-integroinnissa kestävyystekijät sisällytetään osaksi perinteistä sijoitusanalyysiä tuotto-riskisuhteen parantamiseksi. Aktiivisessa omistamisessa sijoittaja pyrkii vaikuttamaan kohdeyhtiön toimintaan hallitustyön, omistajaohjauksen ja strategisten valintojen kautta omistamisen aikana. Ylä-Anttila (2026) paikantaa poissulkemiskriteerien historialliset juuret 1920-luvun pohjoisamerikkalaiseen kristilliseen sijoittamiskäytäntöön. Havainto on tutkimukseni kannalta kiinnostava sillä se osoittaa, että vastuullisuuden sisältö on kulttuurisesti ja ajallisesti määräytynyttä eikä palaudu neutraaliin tekniseen kategoriaan. Tämä historiasta tehty löydös muistuttaa, että kun pääomasijoittajat puhuvat kestävydestä niin he ammentavat käsitteestä, jonka merkitys on ollut pitkään kiistanalainen.

Euroopan pääomasijoitusalan kattojärjestö Invest Europe on nostanut vastuullisen sijoittamisen keskiseksi prioriteetiksi alalla. Järjestön mukaan ESG-tekijöillä on merkitystä paitsi sijoituskohteiden alkuarvioinnissa myös omistusajan aktiivisessa kehittämisessä ja sijoituksesta irtautumisen jälkeen. (Invest Europe, n.d) EU komissio on tunnustanut Invest European roolin yksityisen pääoman suuntaamisessa ilmastotavoitteiden mukaiseksi, joka on osoittaa sen, että vastuullinen sijoittaminen on institutionalisoitunut osaksi alan normistoa ja odotuksia.

ESG-integraatiota motivoivat sekä eettiset että taloudelliset tekijät. EIF:n kyselyaineiston perusteella pääomasijoittajia ohjaavat eettiset ja yhteiskunnalliseen vastuuseen liittyvät näkökohdat, halu edistää vastuullisia liiketoimintakäytäntöjä sekä sijoituspolitiikkaan, maineeseen ja LP-sijoittajien paineisiin liittyvät tekijät (Bolsari & Lang, 2020). Motivaatioiden moninaisuus heijastaa, ettei kestävä sijoittaminen ole pääomasijoittamisen kentällä yksiselitteinen tai varsinaisesti vakiintunut käsite vaan päällekkäisistä tulkinnoista koostuva kokonaisuus. (Mirza ym., 2023). Ylä-Anttila (2026) osoittaa, että tämä

moninaisuus jää alalla pitkälti tunnistamatta eli kun kestävyys esitetään yhtenäisenä ja arvoneutraalina kategoriana, sen poliittinen ja moraalinen lataus piiloutuu teknisen raportoinnin taakse. Ennen kuin voidaan tarkastella, miten kestävyys ohjaa sijoitustoimintaa, on ymmärrettävä, että toimijat eivät välttämättä puhu samasta asiasta edes käyttäessään samoja käsitteitä.

2.2 Private Equity- ja Venture Capital

Yksityisen pääoman hallinnoitavat varat ylittävät globaalisti 10 biljoonaa dollaria ja ala on kasvanut lähes kaksinkertaisesti suhteessa julkisiin osakemarkkinoihin vuodesta 2007 lähtien (Mirza ym., 2023; OECD, 2025). Pääomasijoittaminen jakautuu käytännössä useisiin sijoitusmuotoihin, joista keskeisimmät ovat private equity (PE) ja venture capital (VC). PE-sijoittajat tekevät tyypillisesti enemmistö-sijoituksia jo toimintansa vakiinnuttaneisiin yrityksiin ja sijoitushorisontti ulottuu yleensä neljästä seitsemään vuotta. VC-sijoittajat puolestaan keskittyvät aikaisen vaiheen kasvuyrityksiin, joista he omistavat vähemmistöosuuden ja sijoitushorisontti on tyypillisesti viidestä kymmeneen vuotta (Pääomasijoittajat ry, n.d.; Dell'Acqua ym., 2026). Molemmille sijoitusmuodoille on yhteistä se, että sijoitustiimi kerää institutionaalisilta sijoittajilta eli rahastosijoittajilta pääoman rahastoon, josta tehdään sijoituksia lupaaviin kohdeyrityksiin. Rahastonhoitajaa kutsutaan yleisesti general partneriksi (GP) ja rahastosijoittajia limited partnereiksi (LP).

Suomen kielessä pääomasijoittaminen toimii kattokäsitteenä, joka sisältää sekä private equity- että venture capital-sijoittamisen, vaikka ne eroavat toisistaan toimintatavaltaan, sijoitusstrategioiltaan ja kohdeyritysten kehitysvaiheelta (Pääomasijoittajat ry, n.d.). Tässä tutkimuksessa tarkastellaan molempien sijoitusmuotojen edustajien kestävyyskäsitteitä, mutta tutkimuksen tavoitteena ei ole vertailla PE- ja VC-sijoittajia systemaattisesti toisiinsa. Koska molemmat sijoitusmuodot kuuluvat suomenkielisen pääomasijoittamisen käsitteen alle, käytetään tässä tutkimuksessa termejä private equity (PE), venture capital (VC) sekä pääomasijoittajat rinnakkain sen mukaan, mikä kussakin yhteydessä on tarkoituksenmukaisinta.

PE ja VC toimijat eroavat merkittävästi toisistaan sijoitusstrategialtaan, omistusrakenteeltaan sekä myös toimintatavoiltaan. PE-sijoittajat ostavat tyypillisesti enemmistöosuuden kohdeyhtiöistä, mikä antaa heille laajat mahdollisuudet vaikuttaa yrityksen strategiaan,

hallitustyöhön ja operatiiviseen johtamiseen. VC-sijoittajat sen sijaan omistavat lähtökohtaisesti aina vähemmistöosuuden ja lisäävät arvoa kohdeyrityksiin ensisijaisesti strategisen neuvonnan, toimialaosaamisen ja verkostojen kautta. (Dell'Acqua ym., 2026) Lisäksi VC-sijoitusten riskiprofiili on korkeampi ja sijoitushorisontti on usein lyhyempi kohdeyritysten korkean epäonnistumisasteen vuoksi.

Yksi pääomasijoittamisen erityispiirre suhteessa muihin institutionaalisiin sijoittajiin on aktiivinen omistajuus. Toisin kuin pörssisijoittajat, PE- ja VC-sijoittajat ovat suoraan mukana kohdeyhtiöiden hallituksissa ja osallistuvat strategiaan päätöksiin omistusajanaan (Invest Europe N.d). Tämä aktiivinen rooli tekee pääomasijoittajista vaikutusvaltaisia toimijoita kestävyyskäytäntöjen muokkaamisessa. Se, miten sijoittajat käsittävät kestävyyskäytännön, voi heijastua suoraan siihen, miten he sitä kohdeyhtiöissään kehittävät.

Toimijoiden väliset erot kestävyyskäytännön toteuttamisessa ovat empiirisesti havaittavissa. Dell'Acqua ym. (2026) osoittavat, että PE-sijoittajat parantavat kohdeyhtiöidensä kokonais-ESG-profiilia enemmän kuin VC-sijoittajat, erityisesti ympäristömittareissa, kun taas VC-sijoittajat keskittyvät enemmän hallintotavan kehittämiseen. Rakenteelliset erot voivat osaltaan selittää, miksi sijoittajien kestävyyskäytännöt vaihtelevat.

2.3 Kestävyyden sääntely-ympäristö

Rahoitusalan kestävyysintegraatiota ei ohjaa vain alan sisäinen tahto vaan taustalla vaikuttaa merkittävä ja nopeasti kehittynyt sääntely-ympäristö. Sääntely ei ole tutkimukseni varsinainen kohde, mutta aineisto osoittaa, kuinka merkittävässä roolissa se käytännössä alalla on. EU:n kestävä rahoituksen sääntelykehys on rakentunut systemaattisesti vuodesta 2018 lähtien osana Euroopan vihreän kehityksen ohjelmaa, jonka tavoitteena on ohjata yksityistä pääomaa ilmasto- ja kestävyystavoitteiden mukaisesti investointeihin (European Commission). Sääntelyn kehys muodostuu useista toisiinsa kytkeytyvistä instrumenteista ja keskeisimmiksi voidaan nostaa SFDR, EU-taksonomia ja CSRD pääomasijoittajien kannalta.

Kestävyyteen liittyvien tietojen antamisesta rahoitussektorilla annettu SFDR-asetus velvoittaa vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajat antamaan tietoja kestävyysriskien ja haitallisten kestävyysvaikutusten huomioimisesta sekä omassa toiminnassaan että

tarjoamissaan rahastoissa. SFDR-asetus yhdenmukaistaa kestävyys-terminologiaa ja raportointitapoja rahoitusmarkkinoilla sekä määrittää, mitä tietoja sijoitustuotteista on annettava sijoittajille. Asetuksen soveltamisen yhteydessä rahastot luokitellaan käytännössä kolmeen kategoriaan sen mukaan, missä määrin ne huomioivat kestävyys-tekijöitä. Artikla 6 kattaa tavanomaiset rahastot, artikla 8 kestävyysominaisuuksia edistävät rahastot ja artikla 9 kestävä sijoittamista tavoittelevat rahastot (European Commission, 2023).

EU-taksonomia on luokitusjärjestelmä, joka määrittelee, mitkä taloudelliset toiminnot voidaan katsoa ympäristön kannalta kestäviksi. Toiminta katsotaan kestäväksi, jos se edistää merkittävästi vähintään yhtä kuudesta ympäristötavoitteesta ja ei aiheuta merkittävää haittaa muille tavoitteille. Nämä kuusi tavoitetta ovat ilmastonmuutoksen hillintä, ilmastonmuutokseen sopeutuminen, vesi- ja merivarojen kestävä käyttö ja suojeleminen, siirtyminen kiertotalouteen, pilaantumisen ehkäiseminen ja vähentäminen sekä biologisen monimuotoisuuden ja ekosysteemien suojeleminen ja ennallistaminen (European Commission, 2026). Taksonomia antaa teknisen määritelmän erityisesti ympäristöulottuvuudelle, kun taas sosiaalisia ja hallinnollisia ulottuvuuksia jäsennetään muissa EU:n kestävä rahoituksen ja raportoinnin kehyksissä. Pääomasijoittajien kannalta taksonomia vaikuttaa erityisesti siihen, miten sijoituskohteiden ympäristön kannalta kestävä osuutta arvioidaan, lasketaan ja raportoidaan (European Commission, 2026).

Yritysten kestävyysraportointidirektiivi CSRD laajentaa kestävyysraportointivelvoitteita merkittävästi aiempaan NFRD-direktiiviin verrattuna. Direktiivin mukaan raportointivelvollisten yritysten on annettava tietoja toimintansa kestävyysriskeistä ja -mahdollisuuksista sekä siitä, miten niiden toiminta vaikuttaa ihmisiin ja ympäristöön. CSRD:n soveltamisalaan kuuluvien yritysten on raportoitava eurooppalaisten kestävyysraportointistandardien (ESRS) mukaisesti ja raportointivelvollisuus on laajentunut vaiheittain uusiin yrittäjäryhmiin. Pääomasijoittajien näkökulmasta tämä merkitsee sitä, että portfolioyhtiöiden siirtyessä raportointivelvollisuuden piiriin kasvaa myös rahastonhoitajiin kohdistuva paine varmistaa kohdeyhtiöiden kestävyysraportoinnin laatu ja yhdenmukaisuus (European Commission, 2025).

Sääntelyn vaikutus ei rajoitu pelkästään muodollisiin velvoitteisiin, vaan se muovaa myös sitä, miten vastuullinen sijoittaminen toteutuu käytännössä eri markkina-alueilla. Gibson Brandon ym. (2022) osoittavat, että PRI-allekirjoittajat Yhdysvaltojen

ulkopuolella toteuttavat ESG-periaatteita sijoitussalkuissaan johdonmukaisemmin kuin yhdysvaltalaiset toimijat. Tutkimuksen mukaan tätä eroa voivat selittää muun muassa sääntelyn selkeys, vastuullisen sijoittamisen markkinoiden kypsyys sekä epävarmuus siitä, miten ESG-kysymykset suhteutuvat sijoittajien fiduciary duty -velvoitteisiin Yhdysvalloissa (Gibson Brandon ym., 2022). Havainto voidaan nähdä olevan relevantti myös suomalaisen pääomasijoittamisen kannalta, sillä toimijat operoivat EU:n yhtenäisemmän kestävän rahoituksen sääntelykehyksen piirissä, mikä voi vahvistaa institutionaalista painetta.

Pääomasijoittajat ry on suositellut jäsenilleen strukturoitua lähestymistapaa sääntelyn noudattamiseen ja edellyttää, että varsinaiset jäsenet noudattavat SFDR:n mukaisia tiedonantovaatimuksia verkkosivuillaan ja tuotemateriaaleissaan (Pääomasijoittajat ry, 2022). Suomessa kestävyysintegraatio näkyy myös valtion pääomasijoitusyhtiö Tesin toiminnassa, jossa kestävyys määritellään keskeiseksi osaksi sijoitustoimintaa ja kestävyysperiaatteiden noudattamista edellytetään myös sijoituskohteilta (Tesi, n.d.). Valtion omistaman sijoittajan rooli LP-sijoittajana luo siten myös normatiivista painetta kestävyysperiaatteiden leviämislle suomalaisessa pääomasijoitusekosysteemissä.

Sääntely-ympäristö ei kuitenkaan ole pysyvä, vaan se on jatkuvan poliittisen neuvottelun kohteena. Euroopan komissio julkaisi 26.2.2025 niin sanotun First Omnibus -paketin yksinkertaistaakseen kestävyysraportointia ja huolellisuusvelvoitteita ja paketin niin sanottu stop-the-clock-direktiivi hyväksyttiin Euroopan parlamentissa 3.4.2025 ja neuvostossa 14.4.2025. Direktiivi lykkäsi tiettyjen CSRD- ja CSDDD-velvoitteiden soveltamisen alkamista, mikä tuo esille EU:n kestävän rahoituksen politiikkaan sisältyvää jännitettä kunnianhimoisten kestävyystavoitteiden ja hallinnollisen taakan keventämisen välillä (European Parliament, 2025; Council of the European Union, 2025). Sääntelyllä on merkityksellinen rooli tämän tutkimuksen kontekstissa. Pääomasijoittajat toimivat ympäristössä, jossa alan standardeista neuvotellaan jatkuvasti ja jossa toimintaympäristö on koko ajan kehittyvä.

2.4 Vastuullinen omistajuus ja hallinnointikäytännöt

Vastuullisella omistajuudella tarkoitetaan pääomasijoittamisen kontekstissa sitä, että omistaja integroi ympäristöön, sosiaaliseen vastuuseen ja hallintotapaan liittyvät

näkökulmat osaksi omistajan roolia koko omistusajan läpi. Käytännössä tämä tarkoittaa ESG-tekijöiden huomioimista due diligencessä, aktiivista osallistumista kohdeyhtiön hallitustyöhön sekä kestävyystavoitteiden asettamista ja seuranta omistusaikana (Invest Europe, 2024). Vastuullinen omistajuus eroaa siten perinteisestä ESG-seulonasta, joka rajoittuu sijoituskohteiden valintaan. Siinä missä seulonta on passiivinen mekanismi, aktiivinen omistajuus pyrkii konkreettisesti muuttamaan kohdeyhtiöiden toimintaa. Aktiivisen omistajuuden kautta pääomasijoittajilla on suora yhteys kohdeyhtiöiden kestävyyskäytäntöihin, mikä tekee heidän kestävyyskäsitteistään erityisen kiinnostavan tutkimuskohteen.

Kavadis ja Thomsen (2023) osoittavat, että pitkäaikainen omistajuus on kestävyyskannalta mahdollistava mutta ei yksinään riittävä ehto, sillä ratkaisevaa on se, harjoittaako omistaja aktiivista stewardship-toimintaa kohdeyhtiöissään eli vastuullista omistajuutta ja vaikuttamista kohdeyhtiöissään. Pääomasijoittajien kohdalla tämä on rakenteellisesti mahdollista, koska PE- ja VC-sijoittajat osallistuvat suoraan kohdeyhtiöidensä hallitustyöhön toisin kuin hajautetusti sijoittavat pörssisijoittajat (Villalonga ym., 2025).

Vastuullinen omistajuus rakentuu käytännössä koko sijoitusprosessin ympärille. Konkreettisenä esimerkkinä voidaan mainita tilanne, jossa PE-sijoittaja tunnistaa due diligence -vaiheessa kohdeyhtiön toimitusketjuun liittyvän ihmisoikeusriskin. Tällöin sijoittaja asettaa omistusajan alussa toimenpiteet riskin hallitsemiseksi osana sadan päivän suunnitelmaa, jolla tarkoitetaan sijoituksen alkuvaiheen toimenpideohjelmää, jossa määritellään omistusajan keskeiset kehityskohteet ja tavoitteet. Omistusaikana sijoittaja seuraa tavoitteiden toteutumista hallitustyön kautta ja dokumentoi edistymisen exit-vaiheessa potentiaalisille ostajille (Invest Europe, 2024).

LP-sijoittajien rooli on tässä prosessissa keskeinen. Institutionaaliset sijoittajat, kuten eläkerahastot ja vakuutusyhtiöt, asettavat yhä vaativampia ESG-kriteereitä rahastonhoitajille varainkeruuvaiheessa, omistusaikana ja raportoinnissa. Mirza ym. (2023) kuvaavat LP- ja GP-suhdetta yhdeksi keskeisimmistä kestävyyttä edistävästä voimista pääomasijoittamisen kentällä, sillä LP-sijoittajien vaatimukset muodostavat käytännössä normatiivisen paineen, johon GP:t vastaavat sijoitusprosesseissaan ja viestinnässään. Tämä LP-vetoinen dynamiikka selittää osaltaan sen, miksi kestävyystyö on yleistynyt alalla nopeasti sääntelyn ohella myös markkinavetoisten mekanismien kautta.

Dell'Acqua ym. (2026) osoittavat, että PE-sijoittajat parantavat kohdeyritystensä kokonais-ESG-profilia merkittävästi erityisesti ympäristömittareissa, kun taas VC-sijoittajat keskittyvät enemmän hallintotavan kehittämiseen. Havainto heijastaa sijoitusmuotojen rakenteellisia eroja, sillä PE-sijoittajilla on tyypillisesti enemmistöomistus ja suurempi vaikutusvalta, kun taas VC-sijoittajat toimivat aikaisen vaiheen yrityksissä, joissa hallintotavan rakentaminen on ensisijainen kehityskohde.

Pääomasijoittamisen kenttä ei ole homogeeninen joukko yksittäisiä toimijoita vaan verkosto, jossa erilaiset institutionaaliset toimijat rakentavat yhdessä alan pelisääntöjä ja käytäntöjä. Toimialajärjestöt, kansainväliset sijoittajaverkostot, LP-sijoittajat sekä viranomaiset muodostavat infrastruktuurin, joka määrittää mitä vastuulliselta omistajuudelta odotetaan ja miten se käytännössä toteutuu.

Euroopan tasolla Invest Europe toimii alan keskeisimpänä standardien tuottajana. Sen ESG Due Diligence Guide tarjoaa GP-sijoittajille konkreettiset askeleet ESG-tekijöiden integroimiseksi pre-investointivaiheesta omistusajan kautta exitiin. ESG-raportointiohjeet puolestaan pyrkivät yhtenäistämään alan raportointikäytäntöjä sekä vähentämään GP:iden raportointitaakkaa suhteessa LP-sijoittajiin (Invest Europe, 2024).

Kansainvälisellä tasolla UN PRI tarjoaa vapaaehtoisen viitekehyksen vastuullisen sijoittamisen periaatteille. Allekirjoittaneet sitoutuvat raportoimaan vuosittain vastuullisen sijoittamisen toimistaan, ja UN PRI:n PE-moduuli kattaa ESG-tekijöiden huomioimisen sijoitusvalinnassa, omistusajan hallinnassa sekä exit prosessissa. Suomalaisessa kontekstissa Pääomasijoittajat ry täydentää tätä kokonaisuutta omalla kestävän sijoittamisen suosituksellaan, joka ohjaa jäseniään sekä SFDR:n mukaisten tiedonantovelvoitteiden noudattamisessa, että kestävyyskäytäntöjen kehittämisessä (Pääomasijoittajat ry, 2022). Nämä toimijat eivät ainoastaan tuota ohjeistuksia vaan rakentavat aktiivisesti kehyksiä sille, mitä vastuullinen omistajuus pääomasijoittamisen kentällä tarkoittaa. Tässä mielessä standardit heijastavat laajempaa institutionaalista dynamiikkaa, jossa alan ammattilaisverkostot yhtenäistävät käytäntöjä yhteisten normien kautta ja tekevät tietyistä vastuullisuuskäytännöistä kentällä itsestäänselvyksiä.

2.5 Kestävyyskäsitteet

Tutkielmassa kestävyyskäsitteillä tarkoitetaan toimijan kokonaisvaltaista tapaa jäsentää kestävyyttä merkityksien, arvojen ja käytäntöjen kautta. Käsite ei viittaa vain puhetapaan eikä se ole yksittäinen asenne, vaan se kokoa sen, miten toimija ymmärtää kestävyuden ja miten se näkyy hänen toiminnassaan. Arvoilla viitataan niihin perusteisiin, joiden varassa kestävyttä pidetään tavoittelemisen arvoisena. Käytännöillä tarkoitetaan konkreettisiin toimintatapoihin, joilla kestävyys ilmenee sijoitustoiminnassa.

Tutkielman tieteenfilosofisena taustaoletuksena toimii sosiaalinen konstruktionismi eli todellisuus rakentuu ja muokkautuu jatkuvasti sosiaalisen vuorovaikutuksen ja merkityksenannon kautta. Käsitteiden sosiologinen tarkastelu nojaa tässä tiedon sosiologiaan. Berger ja Luckmann (1967) ovat osoittaneet, että arkitodellisuus rakentuu sosiaalisesti jaettujen tulkintojen varassa ja toimijoiden käsitteet muodostuvatkin osana institutionaalisia käytäntöjä. Tällä tavoin ymmärrettynä kestävyyskäsite ei ole vain mielipide kestävyydestä vaan rakenteellisesti välittynyt tulkinta. Se muodostuu merkityksistä, arvoista ja käytännöistä, jotka ohjaavat toimintaa silloinkin, kun toimija ei sitä erikseen perustele. Tätä taustaoletusta tukee Ylä-Anttilan (2026) havainto, jonka mukaan kestävyteen liittyvät käsitteet eivät rahoitusalan kentällä rakennu avoimesti arvopohjaisina vaan institutionaalisesti välittyneinä ja usein moraalineutraaleiksi kehystettyinä tulkin-toina. Käsitteellä viitataan siis tulkinnalliseen rakenteeseen, jonka varassa kestävyys hahmottuu toimijalle.

3 TEOREETTINEN VIITEKEHYS

Tutkimuksen teoreettinen viitekehys rakentuu kahden toisiaan täydentävän teorian vaaraan. Max Weberin taloudellisen toiminnan teoria ja uusi institutionaalinen teoria tarjoavat yhdessä välineet pääomasijoittajien kestävyyskäsitysten ja niihin vaikuttavien rakenteiden analysoimiseksi.

Weberin käsitteistö auttaa hahmottamaan pääomasijoittajia toimijoina. Millä perusteilla he jäsentävät kestävyyttä ja miten nämä käsitykset kytkeytyvät taloudelliseen päätöksentekoon. DiMaggion ja Powellin uusi institutionaalinen teoria laajentaa näkökulmaa organisaatioiden ja kentän tasolle. Se tarkastelee sääntelyn ja ammatillisten odotusten puitteita, joiden varassa sijoituspäätöksiä tehdään.

3.1 Max Weberin taloudellinen toiminta

Weberin taloussosiologia tarjoaa välineitä eritellä, millaisilla logiikoilla taloudelliset toimijat perustelevat valintojaan ja millaisissa markkinarakenteissa toiminta mahdollistuu. Tässä tutkimuksessa keskeisiä käsitteitä ovat sosiaalisen toiminnan tyypit, taloudellisen rationaalisuuden muodollinen ja aineellinen ulottuvuus sekä markkinatilanne ja arvopluralismi.

Weber rakentaa teoksessaan *Economy and Society* (alkup. *Wirtschaft und Gesellschaft* 1922; engl. käänt. Tribe 2019) systemaattisen sosiologian peruskäsitteistön. Siinä taloudellinen toiminta jäsentyy sen mukaan, miten yksilöt suuntaavat toimintaansa suhteessa toisiin toimijoihin, markkinoihin ja yhteiskunnallisiin järjestyksiin. Weberin talous-sosiologinen ajattelu erottuu klassisesta poliittisesta taloustieteestä siinä, että se kohdistaa huomion taloudellisen toiminnan sosiaalisiin edellytyksiin ja merkitysrakenteisiin pikemmin kuin pelkkiin markkinamekanismeihin (Swedberg, 1998).

3.1.1 Rationaalisuuden muodot

Weberin sosiologian metodologinen lähtökohta on ymmärtävä sosiologia. Yhteiskuntatieteen tehtävä ei ole vain selittää säännönmukaisuuksia ulkoisina prosesseina vaan ymmärtää toimintaa siitä subjektiivisesta merkityksestä käsin, jonka toimija itse antaa

teolleen (Weber, 1922/2019, s. 79). Weber määrittelee sosiaalisen toiminnan toiminnaksi, jossa toimijan teolla on subjektiivinen merkitys ja joka on suunnattu toisten toimijoiden käyttäytymistä silmällä pitäen (Weber, 1922/2019, s. 79). Olennaista on, että teko on tarkoituksellinen ja että se jollain tapaa huomioi toiset ihmiset.

Sosiaalisen toiminnan analyysiä varten Weber kehitti ideaalityypit. Ideaalityyppi on metodologinen kehys, jossa jonkin ilmiön yksipuolisesti korostettuja piirteitä yhdistetään analyttisesti puhtaaksi malliksi (Weber, 1922/2019, s. 84). Ideaalityyppi ei pyri kuvaamaan todellisuutta sellaisenaan, vaan sen tehtävä on tarjota vertailupiste, jota vasten todellinen toiminta voidaan asettaa ja jonka avulla toiminnan logiikkaa voidaan eritellä. Todellinen toiminta on siis tyypillisesti useamman ideaalityypin sekoitus.

Weber erottaa neljä sosiaalisen toiminnan ideaalityyppiä: tavoiterationaalisen (zweckrational), arvorationaalisen (wertrational), affektiivisen ja traditionaaliseen (Weber, 1922/2019, s. 101–102). Nämä eivät ole puhtaita kategorioita, joihin yksittäinen teko sijoitetaan yksiselitteisesti, vaan analyttisiä näkökulmia.

Tavoiterationaalinen toiminta rakentuu keinojen ja päämäärien laskennalle. Toimija valitsee keinonsa rationaalisesti suhteessa tavoitteeseen ja punnitsee toiminnan sivuvaikutuksia ja vaihtoehtoisia päämääriä keskenään (Weber, 1922/2019, s. 101). Tavoiterationaalisuuden ydin ei ole pelkästään keinojen tehokkuus, vaan myös päämäärien itsensä punninta suhteessa toisiin mahdollisiin päämääriin. Toimija ottaa siis kantaa siihen, mitä tavoitellaan ja millä hinnalla. Tavoiterationaalisuus toimii myös perustelumuotona, kun sijoittaja kuvaa kestävyys hyödyllisyyttä tai sen aiheuttamia kuluja, hän asettaa kestävyys välineelliseen suhteeseen muihin tavoitteisiin nähden.

Arvorationaalinen toiminta on yhtä lailla tietoista ja perusteltua, mutta sen logiikka on aivan toinen. Se rakentuu jonkin arvon ehdottoman noudattamisen varaan riippumatta toiminnan seurauksista (Weber, 1922/2019, s. 101). Toimija voi toteuttaa eettistä, esteettistä, uskonnollista tai muuta vakaumustaan ei välineellisesti vaan päämääränä siinänsä. Kestävyys kontekstissa arvorationaalinen toiminta voisi tarkoittaa sitä, että kestävyys on sijoittajalle itseisarvo eikä vain riskienhallinnan väline.

Affektiivinen toiminta nousee toimijan tunnetilasta. Se on vähemmän reflektoitua kuin kaksi edellistä ja kytkeytyy enemmän hetkellisiin kokemuksiin tai voimakkaisiin tunteisiin (Weber, 1922/2019, s. 101). Pääomasijoittamisen ammatillisessa kontekstissa

puhtaasti affektiivinen toiminta on mahdollisesti harvinaista, mutta tunneulottuvuus on silti läsnä monilla kentän alueilla. Maine- ja luottamuskysymykset ovat osa sijoittajien arkipäivää varsinkin Suomen kaltaisella tiiviillä kentällä. Toimijat tuntevat toisensa henkilökohtaisesti ja jakavat samoja foorumeita. Sijoituspäätöksiin saattaa vaikuttaa jonkun yksittäisen henkilön luotettavuus tai aiempi yhteistyökokemus tavalla, joka ei palaudu keinojen ja päämäärien laskelmaan. Yhteenkuuluvuuden tunne voisi kentällä myös vahvistaa kestävyysteemojen omaksumista tilanteessa, jossa muut toimijat ovat ottaneet vastaavia askelia tai jossa poikkeaminen tuntuisi sosiaalisesti epäluontevalta. Affektiivisen ulottuvuuden hahmottaminen on kiinnostavaa, sillä se muistuttaa meitä, ettei taloudellinen toiminta ole koskaan puhtaan laskennallista vaan sisältää aina merkityksellisiä, sosiaalisia ja kokemuksellisia kerroksia.

Traditionaalinen toiminta on tottumukseen perustuvaa. Se on toistuva toimintatapa, jota ei erikseen perustella vaan, joka koetaan aina itsestään selvänä (Weber, 1922/2019, s. 101). Vakiintuneet sijoituskäytännöt, kuten tietynlaisten kohteiden valinta ilman erillistä perustelua tai alan jaetut puhettavat, voivat olla traditionaalisen toiminnan ilmentymiä.

Tarkoitus- ja arvorationaalisen välillä on Weberin analyysissä jännite. Tavoiterationaalisuus sietää huonosti arvojen ehdottomuutta eli jos arvo on ehdoton, sen toteuttaminen ei voi alistua keinojen ja seurausten vapaalle laskennalle. Arvorationaalisuus puolestaan on tavoiterationaalisuuden näkökulmasta aina jokseenkin epärationaalista, koska se ei mukaudu tähän kustannus-hyötyharkintaan (Weber, 1922/2019, s. 102).

Taulukko 1. Ideaalityypit

Arvorationaalinen: Toimija noudattaa ehdottomasti omaa arvoaan tai vakaumustaan riippumatta toiminnan seurauksista tai kustannuksista	Traditionaalinen: Toimija toistaa vakiintunutta käytäntöä tottumuksesta ilman erillistä harkintaa tai perustelua
Tarkoituksrationaalinen: Toimija harkitsee rationaalisesti käytettävissä olevia keinoja, punnitsee päämääriä keskenään ja arvioi toiminnan sivuvaikutuksia	Affektiivinen: Toimija reagoi välittömästi tunnetilansa tai hetkellisen kokemuksensa pohjalta ilman tietoista harkintaa

Taloudellisen toiminnan sisällä Weber erottaa lisäksi kaksi rationaalisuuden ulottuvuutta, muodollisen (formal Rationalität) ja aineellisen (material Rationalität) (Weber, 1922/2019, s. 107–108). Muodollinen rationaalisuus tarkoittaa sitä, missä määrin taloudelliset olosuhteet sallivat ja millä tarkkuudella taloudellinen laskenta voidaan suorittaa numeerisesti. Sen mittarit ovat siis määrällisiä, eli kuinka tarkasti tuotot, kustannukset ja resurssit ovat laskettavissa ja vertailtavissa. Aineellinen rationaalisuus puolestaan kysyy, mitä päämääriä laskennalla tavoitellaan ja tukeeko taloudellinen toiminta jotakin laajempaa arvopäämäärää, kuten oikeudenmukaisuutta, hyvinvointia tai ekologista kestävyyttä (Weber, 1922/2019, s. 108).

Muodollisesti rationaalinen järjestelmä, joka maksimoi mitattavaa lopputulosta, voi aineellisesti olla varsin irrationaalinen, jos se loukkaa joitakin tärkeitä pidettyjä arvoja (Weber, 1922/2019, s. 109). IRR-laskenta (ks. taulukko 4) edustaa muodollista rationaalisuutta, sillä se tiivistää sijoitustoiminnan onnistumisen laskennallisesti arvioitavaan ja vertailukelpoiseen tuottomittariin. Kestävyystavoitteet puolestaan kytkeytyvät aineelliseen rationaalisuuteen, jossa toimintaa arvioidaan myös arvojen, yhteiskunnallisten vaikutusten ja normatiivisten päämäärien kautta. Logiikoiden yhteensovittaminen edellyttää jatkuvaa neuvottelua siitä, missä määrin kestävyys ymmärretään taloudellisen arvonnun välineenä ja missä määrin omana päämääränään.

Pääomasijoitustoiminta on tässä mielessä kapitalistisen laskennan ytimessä. Rahasto kerää LP-sijoittajilta pääomaa, sijoittaa sen portfoliorytiksiin, kasvattaa niiden arvoa määrääjän kuluessa ja maksaa tuotot takaisin. Toiminnan onnistuminen arvioidaan numeerisin tuottomittarein, kuten IRR:n ja sijoitetun pääoman kertoimen avulla ja se suhteutetaan saman perustamisvuoden rahastoihin. Rakenteeltaan pääomasijoittamisen institutionaalinen toimintalogiikka on siis muodollisesti rationaalinen. Aineellisen rationaalisuuden näkökulmasta sama rakenne kuitenkin näyttäytyy ristiriitaisena. Kestävyystavoitteita ei voida palauttaa yhdeksi mittariksi ja niiden integroiminen muodollisen laskennan järjestelmään edellyttää, että aineelliset arvot käännetään ESG-pisteytyksiksi tai taksonomian mukaisiksi luokituksiksi. Tämä käänös on aina osittainen ja jättää ulkopuolelle juuri niitä arvojen ulottuvuuksia, joiden käsittely olisi aineellisen rationaalisuuden alkuperäinen tarkoitus.

3.1.2 *Markkinatilanne ja arvopluralismi*

Sosiaalinen toiminta ei tapahdu koskaan tyhjiössä vaan aina markkinoilla, joiden rakennetta Weber kuvaa markkinatilanteen (Marktlage) käsitteellä. Markkinatilanteella tarkoitetaan rahavaihdantamahdollisuuksien kokonaisuutta, jonka toimijat voivat tunnistaa. Ketkä ovat potentiaalisia ostajia ja myyjiä, mitkä hinnat ovat tunnistettavissa ja mitkä ovat kaupankäynnin reunaehdot (Weber, 1922/2019, s. 168). Markkinavapaus puolestaan tarkoittaa sitä astetta, jolla markkinat ovat säänneltyjä tai vapaita ulkopuolisesta puuttumisesta. Mikään markkina ei ole täysin vapaa, vaan markkinat ovat aina sidotut institutionaaliin järjestyksiin.

Pääomamarkkinat ovat tästä näkökulmasta rakentunut markkinatilanne. Sijoituskohteet, niiden arvostus ja tuotto-odotukset ovat numeerisesti vertailtavissa, mutta vertailtavuus rakentuu sopimuksellisten ja sääntelyllisten rakenteiden varaan. Rahastojen kuvaukset, due diligence -prosessit, sopimusehdot ja sääntelyvaatimukset muodostavat yhdessä sen institutionaalisen kentän, jolla muodollinen laskenta tulee ylipäättään mahdolliseksi. Markkinatilanne ei siis ole pelkästään taloudellinen ympäristö vaan myös institutionaalinen järjestys, jonka sisällä toimijat voivat suunnata toimintansa.

Weberin laajempi historiallinen teesi on, että moderni länsimainen yhteiskunta on käynyt läpi rationalisoinnin (Rationalisierung) prosessin, jossa muodollinen, laskennallinen logiikka on asteittain syrjäyttänyt muut toimintatavat (Weber, 1922/2019, s. 102). Rationalisoinnin lopputulema tiivistyy kuvaksi rakenteellisesta pakosta. Moderni kapitalistinen järjestys on muotoutunut niin täydelliseksi mekanismiksi, että se sitoo lopulta toimijansa noudattamaan laskennallisen rationaalisuuden sääntöjä riippumatta heidän henkilökohtaisista arvoistaan. Yksilön asenne voi vaihdella, mutta rakenteen logiikka pysyy kuitenkin. Pääomarahastojen toimintaympäristö ilmentää tätä konkreettisesti. GP-tiimi voi henkilökohtaisesti pitää kestävyyttä tärkeänä, mutta rahastorakenne, LP-sopimukset ja tuottotavoitteet asettavat reunaehdot, joiden sisällä on lopulta toimittava.

Moderni rationalisoitu yhteiskunta ei Weberin mukaan kykene tuottamaan yhtenäistä arvojärjestystä, joka asettaisi eri arvot ehdottomaan paremmuusjärjestykseen. Tätä tilannetta hän kuvaa arvopluralismiksi (Weber, 1922/2019, s. 109). Eri elämänalueet, kuten talous, etiikka, tiede ja politiikka, noudattavat omia logiikkojaan, eivätkä ne palaudu enää yhteen ylempään periaatteeseen. Toimija on yhtä aikaa sidottu useaan logiikkaan,

joiden ehdot voivat olla mittaamisen kannalta eriluonteisia. Päätöstilanteissa logiikat asetetaan vastakkain, mutta valinta ei tapahdu jonkin neutraalin sääntöjärjestelmän mukaan vaan toimijan käytännöllisenä kannanottona.

Pääomasijoittamisen kestävyyskeskustelussa arvopluralismi tulee näkyväksi konkreettisisissa päätöstilanteissa. Sijoittaja voi pitää kestävyyttä tärkeänä periaatteena ja samanaikaisesti olla velvoitettu maksimoimaan tuoton LP-sijoittajille, joiden mandaatti rakentuu rahallisen tuoton varaan. Kun kohteen kestävyysprofiili ja tuotto-odotus ovat ristiriidassa, valinta ei ole yksinkertaisesti ratkaistavissa kvantitatiivisesti. Kyseessä on silloin arvopluralistinen tilanne, jossa toimijan on ratkaistava, kumpi arvo painaa enemmän juuri tässä tilanteessa. Aineellisen rationaalisuuden palauttaminen muodolliseen laskentaan ESG-mittareina ei poista jännitettä vaan siirtää sen mittariston tasolle.

3.2 Uusi institutionaalinen teoria

Weberin näkökulma avaa toimijan ja markkinarakenteen tason mutta jättää auki sen, miten kenttärakenteet syntyvät ja miksi organisaatiot omaksuvat samankaltaisia käytäntöjä silloinkin, kun nämä eivät ole taloudellisesti optimaalisia. Uusi institutionaalinen teoria täydentää tätä siirtämällä tarkastelun kohteeksi organisaatiokentän. DiMaggion ja Powellin (1983) sekä Meyerin ja Rowanin (1977) mukaan byrokraattiset rakenteet ovat levinneet tavalla, jota tekninen tehokkuus ei yksin selitä. Organisaatiot omaksuvat rakenteita ja käytäntöjä hakeakseen legitimizeettiä ympäristöltään.

3.2.1 *Organisaatiokenttä*

Institutionaalisen teorian keskeinen analyysiyksikkö ei ole vain yksittäinen organisaatio eikä yhteiskunta vaan organisaatiokenttä. DiMaggio ja Powell (1983, s. 148) määrittelevät organisaatiokentän sellaisiksi organisaatioiksi, jotka yhdessä muodostavat tunnistettavan institutionaalisen elämän alueen. Näitä ovat keskeiset hankkijat, resurssien ja tuotteiden kuluttajat, sääntelyviranomaiset sekä muut samankaltaisia palveluja tai tuotteita tuottavat organisaatiot.

Pääomasijoitusala määritelmän mukaan täyttää nämä kriteerit selkeästi. Kentän ytimessä ovat sijoitusrahastot eli GP:t ja niiden sijoittajat eli LP:t. Niiden ympärille

rakentuu eri rooleissa toimijoita. Kentällä näitä toimijoita voivat olla sääntelijät kuten EU ja kansalliset finanssivalvontaviranomaiset, ammattijärjestöjä kuten Invest Europe ja PRI, tai neuvonantajia, tilintarkastajia ja lakitoimistoja. Kenttä on tunnistettava sosiaalinen tila ja sillä on omat pelisääntönsä, arviointikriteerinsä ja legitimitetin lähteensä.

DiMaggio ja Powell (1983, s. 148) korostavat, että kentät eivät ole koskaan valmiiksi annettuja vaan ne rakentuvat. Kenttäytyminen tarkoittaa prosessia, jossa toimijat alkavat tiedostaa olevansa osa yhteistä tilaa. Samalla vuorovaikutuksen tiheys kasvaa, hierarkiat selkiytyvät ja informaatio alkaa virrata systemaattisesti toimijoiden välillä. Pääomasijoitusalan kestävyiden kehityksen kautta voidaan nähdä näitä prosesseja. Kestävyys ja ESG-keskustelu on siirtynyt 2010-luvulla kentän reunalta sen ytimeen. Toimialajärjestöjen työryhmät, LP-foorumit ja konferenssit ovat rakentaneet kestävydestä jatkuvan keskusteluteeman. Suurimmat institutionaaliset sijoittajat ovat samalla asemoituneet kentän ESG-suunnannäyttäjiksi. Kestävyyskäytännöt eivät enää ole yksittäisten sijoittajien valinta vaan kentän rakenteellinen odotus, jonka ulkopuolelle jättäytyminen vaatii toimijoilta erityistä perustelua.

Kentän käsite jatkaa luontevasti Weberin markkinatilanne käsitettä. Siinä missä Weber (1922/2019, s. 168) kuvaa markkinatilannetta rahavaihdantamahdollisuuksien kokonaisuutena, DiMaggio ja Powell laajentavat sen institutionaaliseksi tilaksi, jossa legitimitetti on taloudellisen menestyksen rinnalla keskeinen selviytymisresurssi.

3.2.2 Isomorfismin kolme mekanismia

Institutionaalisen teorian analyttisena pääkäsitteenä voidaan pitää isomorfismia, jolla tarkoitetaan organisaatioiden taipumusta mukautua toistensa kaltaisiksi samassa toimintaympäristössä. DiMaggio ja Powell (1983) erottavat kolme isomorfismin mekanismia: pakottavan, mimeettisen ja normatiivisen. Mekanismit vastaavat laadullisesti erilaisia paineita ja johtavat erilaisiin sopeutumisstrategioihin.

Pakottava isomorfismi syntyy ulkoisesta paineesta, jonka lähteenä voi olla joko laki tai riippuvuussuhde voimakkaampaan toimijaan (DiMaggio & Powell, 1983, s. 150). Pääomasijoitusosalalla pakottavan isomorfismin selkein ilmentymä voisi nähdä olevan EU:n kestävä rahoituksen sääntely. Sustainable Finance Disclosure Regulation (European Parliament & Council, 2019) velvoittaa jokaisen EU:ssa toimivan varainhoitajan

luokittelemaan rahastojensa ESG-profiilin kolmiportaisesti (artiklat 6, 8 ja 9) ja julkistamaan tiedot sijoittajille. EU:n taksonomia-asetus ulottaa velvoitteen portfolioyritysten toiminnan arviointiin. Sääntelypakon ohella merkittävä pakottavan paineen lähde on LP-riippuvuus. Institutionaaliset sijoittajat, pohjoismaiset eläkerahastot, ovat yhä yleisemmin kirjanneet ESG-vaatimukset merkintäsopimuksiin. Rahasto, joka haluaa säilyttää pääsyn näihin pääomalähteisiin, on käytännössä pakotettu omaksumaan heidän ESG-kehikkonsa riippumatta johdon omista arvoista.

Mimeettinen isomorfismi syntyy taas epävarmuudesta. Kun organisaatio kohtaa tilanteen, jossa tavoitteet ovat epäselviä tai keinojen ja päämäärien suhteet hämärtyvät, niin se etsii suuntaa muista toimijoista. Tällöin organisaatio alkaa usein jäljitellä kentällä menestyviksi katsomiaan toimijoita (DiMaggio & Powell, 1983, s. 151). Prosessi voi tapahtua myös epäsuorasti esimerkiksi konsulttiyritysten tai ammattijärjestöjen välityksellä, jotka levittävät alan parhaita käytäntöjä. Kestävyyden osalta mimeettinen isomorfismi voi näkyä PRI-viitekehyksen nopeassa leviämisessä. Kun merkittävät institutionaaliset sijoittajat ja arvostetut rahastot allekirjoittivat PRI:n periaatteet, muut seurasivat heitä. Jäljittely ei välttämättä perustunut mitenkään tarkkaan tuottoanalyysiin vaan siihen, että jäljittely on rationaalinen strategia epävarmuuden vallitessa.

Normatiivinen isomorfismi muodostuu ammatillistumisesta. Ammattikunnat voivat tuottaa normatiivisia odotuksia siitä, millaista toimintaa pidetään hyväksyttävänä ja asiantuntevana. DiMaggio ja Powell (1983, s. 152) erottavat kaksi ammatillistumisen mekanismeja. Ensimmäinen on muodollinen koulutus, joka luo yliopistojen ja koulutusohjelmien kautta yhteistä kognitiivista perustaa. Toinen on ammatilliset verkostot, joissa normit leviävät esimerkiksi toimialajärjestöjen, konferenssien ja neuvostojen kautta. Pääomasijoitusosalalla normatiivinen paine ESG:n suhteen on vahvistunut. ESG-osaamisesta on tullut aiempaa tärkeämpi osa alan ammatillisia odotuksia ja myös sijoitusalan koulutusohjelmissa kestävyyskysymykset ovat saaneet enemmän tilaa. ILPA:n ja Invest Europen kaltaisten toimijoiden suositukset kanavoivat tätä normatiivista painetta. Vaikka suositukset eivät juridisesti sido toimijoita, ne määrittävät osaltaan sitä, millaista toimintaa alalla pidetään ammattimaisena. Kolme mekanismia ei ole toisiaan poissulkevia, vaan ne toimivat samanaikaisesti ja vahvistavat toisiaan.

3.2.3 *Legitimiteetti ja irtikykentä*

Institutionaalisen teorian toisena lähtökohtana on Meyerin ja Rowanin (1977) analyysi legitimiteetistä ja muodollisten rakenteiden irtikykennästä organisaation varsinaisesta toiminnasta. Siinä missä DiMaggion ja Powellin (1983) isomorfismin käsite auttaa tarkastelemaan organisaatioihin kohdistuvia yhdenmukaistavia paineita, Meyer ja Rowan avaavat sitä, miksi organisaatiot voivat omaksua muodollisia rakenteita ensisijaisesti legitimiteetin vuoksi. Tämä näkökulma auttaa tarkastelemaan mahdollista eroa kestävyysasenteiden ja sijoituskäyttäytymisen välillä.

Meyerin ja Rowanin (1977) mukaan muodolliset organisaatorakenteet eivät useinkaan heijastu suoraan organisaation varsinaiseen toimintaan. Organisaatiot voivat ottaa käyttöön muodollisia rakenteita, käytäntöjä ja titteleitä, joiden ensisijainen tehtävä on legitimiteetin hankkiminen ympäristöltä eikä toiminnan tehokkuuden parantaminen. Kun toimintaympäristö on epävarma ja tekninen ydin vaikeasti arvioitava, legitimiteetti on tärkeä selviytymisresurssi. Organisaatio, joka näyttää noudattavan kentän normeja, saa resursseja ja tukea riippumatta siitä, ovatko sen sisäiset käytännöt lopulta normien mukaisia.

Irtikykennällä tarkoitetaan tilannetta, jossa organisaation muodolliset rakenteet ja varsinainen toiminta erkaantuvat toisistaan. Muodollinen rakenne, johon kuuluvat organisaatioiden politiikat, raportit ja sertifikaatit on suunnattu ulkoisille yleisöille ja sillä haetaan legitimiteettiä. Varsinainen toiminta, joka kattaa organisaation päivittäiset päätökset, resurssien allokoinnin ja organisaatiokulttuurin käytännöt, noudattaa taas omaa logiikkaansa, joka voi olla todellisuudessa hyvinkin kaukana muodollisesta rakenteesta. Meyerin ja Rowanin (1977, s. 357) mukaan irtikykentää on rationaalinen strategia. Sen tarkoituksena on suojella organisaation teknistä ydintä ulkopuoliselta valvonnalta. Samalla muodollinen rakenne tuottaa tarvittavan legitimiteetin ja mahdollistaa toiminnan joustavuuden.

Pääomarahasto voi julkaista kattavan ESG-politiikan, raportoida SFDR:n edellyttämät tiedot ja kouluttaa henkilöstöään kestävyyskysymyksissä. Tästä huolimatta varsinaiset sijoituspäätökset voivat edelleen perustua lähes yksinomaan tuoton maksimoinnin logiikkaan. Irtikykentä voi syntyä tässä asteittain. Organisaation jäsenet saattavat aidosti

uskoa, että muodollinen kestävyysrakenne kuvastaa organisaation todellisia prioriteetteja.

Klassisen teorian on huomautettu kuvaavan organisaatioita liian passiivisina kentän paineiden vastaanottajina. Oliver (1991) on osoittanut, että organisaatioilla on käytettävissään skaala strategisia vaateita, jotka ulottuvat myöntymisestä kompromissiin, vältteilyyn, vastustukseen ja manipulointiin. Irtikytkeä on tästä näkökulmasta yksi mahdollinen vaste muiden joukossa. Tämä tarkoittaa, että rahastojen erilaiset kestävyyskäsitteet eivät selity vain institutionaalisen paineen perusteella. Ne voivat liittyä myös rahaston omaan strategiseen valintaan siitä, miten paineeseen vastataan. Irtikytken käsite ei kiellä, että kestävyysintegrointi voisi olla aitoa. Pelkkä muodollisten kestävyysrakenneiden olemassaolo ei kuitenkaan vielä todista, että kestävyys ohjasi sijoitustoimintaa.

4. TUTKIMUSASETELMA

Tutkimus on toteutettu laadullisena haastattelututkimuksena. Aineisto muodostuu kahdeksasta keväällä 2026 toteutetusta puolistrukturoidusta asiantuntijahaastattelusta, joiden avulla haetaan vastauksia siihen, millaisia kestävyyskäsitteitä pääomasijoittajilla on ja miten nämä käsitteet näkyvät sijoitustoiminnassa.

4.1 Tutkimuskysymykset

Tutkimuksessani tarkastelen, millaisia kestävyyskäsitteitä pääomasijoittajilla on ja miten nämä käsitteet ilmenevät heidän sijoitustoiminnassaan ja omistusstrategioissaan. Tutkimuksen tavoitteena on tuottaa laadullista ymmärrystä siitä, miten kestävyys määrittyy pääomasijoittajien kentällä, millaiset mekanismit käsitteitä muovaavat ja miten ne näkyvät käytännön toiminnassa. Lisäksi tarkastelen, miten nämä käsitteet siirtyvät toimijoilta puheesta käytännön toimiksi kuten omistamiseen ja sijoituspäätöksiin. Katson myös tulevaisuuteen ja tarkastelen, miten haastateltavat kuvaavat kestävyiden tulevaisuutta ja onko siellä tilaa vaihtoehtoisille kasvumalleille. Tutkimuksen tavoitteena on vastata seuraaviin kysymyksiin:

1. Miten kestävyyskäsitteet näkyvät sijoituspäätöksissä ja omistusstrategioissa?
2. Millaiset mekanismit muovaavat pääomasijoittajien kestävyyskäsitteitä?
3. Millaisena pääomasijoittajat näkevät kestävyiden tulevaisuuden?

Tutkimus täydentää aiempaa pääomasijoittamisen ja kestävyiden tutkimusta lähestymällä aihetta toimijoiden omien käsitysten ja merkityksenantojen tasolta. Weberin (1922) toiminnanteorian käsitteet toimivat tulkinnan kehyksenä sijoittajien motiivien ja arvojen analysoinnissa. DiMaggion ja Powellin (1983) uusi institutionaalinen teoria puolestaan tarjoaa välineet rakenteellisen paineen ja kentän normien tarkasteluun. Yhdessä nämä teorialat mahdollistavat aineistosta nousevien teemojen asettamisen laajempaan teoreettiseen yhteyteen.

Analyysi toteutetaan deskriptiivisesti eli aineistosta nousevien merkityksien ja toistuvuuksien systemaattisena kuvaamisena. Lähestymistapa on siis teoriasidonnainen. Teoreettisia näkökulmia hyödynnetään erityisesti tulosten tulkintavaiheessa, jossa aineistosta

nousevat teemat peilataan Weberin toiminnan teorian ja uuden institutionaalisen teorian käsitteisiin.

4.2 Aineisto ja aineiston keruu

Keräsin tutkimuksen aineiston asiantuntijahaastatteluina, joiden avulla pyrin saamaan näkemyksiä tutkimuskysymysten kannalta olennaisista teemoista ja käsitteistä. Haastattelumenetelmäksi valitsin puolistrukturoidun teemahaastattelun, joka mahdollistaa joustavuuden ja antaa tutkijalle tilaa syventyä haastateltavien esiin nostamiin aiheisiin. Puolistrukturoidussa haastattelussa teema-alueet ovat etukäteen määriteltyjä, mutta niiden sisällä haastateltava voi vastata omin sanoin (Hyvärinen, Suominen & Vuori, 2021; Eskola & Suoranta, 1998).

Puolistrukturoitu teemahaastattelu antaa tilaa sijoittajien omille painotuksille ja tarjoaa aineistoa, jota voidaan analysoida systemaattisesti teoriasidonnaisesti. Pidän haastatteluiden joustavuutta tärkeänä, sillä jokainen haastateltava vastaa oman näkökulmansa kautta ja sen takia osaan kysymyksistä tarvittiin myös tarkentavia tai avaavia jatkokysymyksiä. Menetelmä soveltuu tutkimukseeni hyvin, sillä sen avulla voidaan tarkastella vaikuttavassa asemassa olevien henkilöiden käsityksiä ja asenteita. Eskola & Suorannan (1998) mukaan aineiston tapausmäärä voi olla laadullisessa tutkimuksessa suhteellisen pieni, sillä tavoitteena ei ole tilastollinen yleistettävyyys vaan tutkittavan ilmiön syvämpi ymmärtäminen.

Haastateltavien valinnalla on keskeinen merkitys tutkimuksen toteutuksen ja luotettavuuden kannalta. Tein harkinnanvaraisen valinnan, joka perustui siihen, että osallistujilla arvioitiin olevan tutkimuksen kannalta olennaista tietoa ja kokemusta pääomasijoittamisen ja kestävyiden teemoista. Valitsin haastateltavat sekä Private equity- että Venture capital -sijoittamisen ympäristöstä, jotta aineistoon saatiin mukaan erilaisia sijoitusmuotoja edustavia näkökulmia. Haastateltavien tehtävänimikkeitä olivat toimitusjohtaja, ESG- ja viestintävastaava, investment manager sekä general partner. Kohderyhmänä olivat siis kiireiset sijoitusalan ammattilaiset, minkä vuoksi haastattelujen toteutus edellytti joustavuutta ja sinnikkyyttä. Kaikkia tavoittelemiani henkilöitä ei saatu mukaan, mikä oli odotettavissa jo suunnitteluvaiheessa.

Otin haastateltaviin yhteyttä ensisijaisesti sähköpostitse. Haastateltavien hyväksyttyä osallistumiskutsun toimitin ennen haastattelua Turun yliopiston tietosuojailmoituksen, jossa selvitettiin, miten aineistoa käsitellään, säilytetään ja hävitetään. Alkuvaiheessa syksyllä 2025 sovin haastatteluajat perinteisesti sähköpostiviestinnällä. Alkuvuodesta 2026 havaitsin tarvitsevani lisää haastateltavia, minkä vuoksi siirryin käyttämään sähköposteihin liitettyä Doodle-ajanvarauslinkkiä. Tämä osoittautui tehokkaaksi tavaksi sopia haastatteluajoja, sillä se madalsi ja helpotti sopivien aikojen löytymistä. En kertonut haastateltaville etukäteen yksityiskohtaisesti haastattelun teemoja, vaan kuvasin sähköpostissa yleisellä tasolla tutkimuksen aihepiirin. Tarjosin haastateltaville mahdollisuuden valita kasvokkain tai etäyhteydellä toteutettava haastattelu. Kaikki haastateltavat päätyivät etäyhteydellä toteutettuun haastatteluun, mikä osoittautui käytännölliseksi tavaksi tavoittaa kiireisiä ammattilaisia ja mahdollisti haastattelujen tallentamisen luotettavasti.

Toteutin haastattelut tammi- ja helmikuussa 2026. Arvioin harjoitushaastattelun perusteella 30 minuutin olevan riittävä haastattelu-aika, minkä vuoksi ilmoitin haastattelujen kestoksi 30–45 minuuttia. Haastattelut olivat kestoaltaan pääosin noin 30 minuuttia. Jälkikäteen arvioituna pidempi haastattelu-aika olisi mahdollistanut tarkempien jatkokysymysten esittämisen.

Aloitin jokaisen haastattelun esittelemällä tutkimuksen tavoitteet ja haastattelun kulun sekä pyytämällä haastateltavalta suullisen suostumuksen osallistumiseen. Korostin haastateltaville, että olin kiinnostunut heidän omista näkemyksistään ja kokemuksistaan, ja että tarkoituksena oli tavoittaa juuri heidän henkilökohtainen tulkintansa kestävydestä. Haastattelurunko (Liite 3) rakentui kuudesta teemasta. Ne etenivät sijoittajan taustakontekstista kestävyyskäytäntöön ja käsitteisiin, toiminnan motiiveihin sekä alan tulevaisuuteen. Ohjasin haastattelujen kulkua teemojen mukaisilla kysymyksillä, mutta annoin keskustelun liikkua joustavasti teemojen välillä. Mikäli haastateltavat nostivat esiin uusia näkökulmia, pyrin jatkokysymyksillä syventämään niiden yhteyttä tutkimuksen teemoihin. Osa haastatteluista rakentui luontevasti keskustelunomaiseksi, osa noudatti tiiviimpää kysymys–vastaus-rakennetta. Päätin jokaisen haastattelun kysymällä, oliko haastateltavalla vielä jotain lisättävää tai täydennettävää. Tämä oli hyödyllinen tapa, sillä juuri haastattelun lopussa nousi usein kiinnostavia näkemyksiä, joita ei aiempien teemojen yhteydessä ollut käsitelty. Nauhoitin haastattelut haastateltavien luvalla ja

nauhoituksista tuottamani litteroinnit toimivat tutkimuksen aineistona. Viitataan haastateltaviin analyysissä tunnisteilla H1–H8 anonymiteetin suojaamiseksi.

Taulukko 2. Haastateltavien jakauma

Haastateltava	Rooli	Rahastomuoto
H1	Vastuullisuus ja viestintä	Private Equity
H2	Partner	Private Equity
H3	Partner	Venture Capital
H4	Partner	Venture Capital
H5	Partner	Venture Capital
H6	ESG ja Sijoitustoiminta	Venture Capital
H7	Partner	Venture Capital
H8	Johtotason rooli	Venture Capital

4.3 Analyysimenetelmät

Aineiston analyysin toteutin laadullisena sisällönanalyysinä, jonka keskeisenä tekniikkana hyödynsin teemoittelua. Valitsin laadullisen sisällönanalyysin menetelmäksi sen kyvyn vuoksi tulkita ja jäsentää merkityksiä moniulotteisesta aineistosta. Menetelmä soveltuu hyvin tutkimuksiin, joissa tavoitteena on ymmärtää ilmiöiden taustalla vaikuttavia merkityksiä sekä niiden välisiä suhteita. Laadullinen sisällönanalyysi tarjoaa systemaattisen lähestymistavan aineiston käsittelyyn, mikä tukee selkeiden ja tulkinnallisesti koherenttien teemojen tunnistamista ja analysointia (Elo & Kyngäs, 2008).

Laadullisen tutkimuksen analyysi jaetaan perinteisesti kolmeen malliin: teorialähtöiseen, aineistolähtöiseen ja teoriasidonnaiseen. Teorialähtöinen analyysi perustuu valmiiseen teoriaan, joka määrittää tutkimuksen keskeiset käsitteet ja ohjaa aineiston analyysiä. Aineistolähtöinen analyysi puolestaan rakentaa teorian aineisto edellä ilman ennakkoletuksia. Teoriasidonnainen analyysi asettuu näiden väliin, jossa teoria ei suoraan ohjaa analyysiä, mutta sen vaikutukset ovat havaittavissa. Teoreettinen viitekehys ohjaa tutkimuskysymysten muotoilua ja toimii tulkinnan kehyksenä, mutta aineistosta nostetaan esiin myös sellaisia merkityksiä, joita teoria ei ennakolta määrää. (Tuomi & Sarajärvi, 2018.) Tutkimuksessani Weberin (1922) toiminnanteorian ja uuden

institutionaalisen teorian (DiMaggio & Powell, 1983) käsitteet toimivat tällaisena tul-
kintakehyksenä, jonka avulla aineistosta nousevat teemat asetetaan laajempaan teoreetti-
seen yhteyteen.

Teemoittelu on yksi laadullisen sisällönanalyysin keskeisistä analyysitekniikoista, jonka
avulla aineisto jäsennetään siten, että tutkimuskysymysten kannalta olennaiset ilmiöt
nousevat esiin. Teemoittelu mahdollistaa aineiston moniulotteisen tarkastelun ja auttaa
säilyttämään sen rikkauden sekä kontekstisidonnaisuuden (Braun & Clarke, 2006). Käy-
tännössä teemoittelu tapahtuu pelkistämällä ja yleistämällä eli yksittäisistä koodatuista
tekstikatkelmista etsitään toistuvia merkitysrakenteita, jotka yleistetään laajemmiksi tee-
moiksi. Sama tekstikatkelma voi kuulua useampaan teemaan samanaikaisesti, sillä tee-
mat eivät ole toisensa poissulkevia.

Haastattelurunko ohjasi keskustelua keskeisiin teema-alueisiin, mutta analyttiset tee-
mat tarkentuivat lopulliseen muotoonsa aineiston koodauksen myötä. Analyysin tulok-
sena aineistosta muodostui viisi pääteemaa, jotka esitetään tiivistetysti alla olevassa tau-
lukossa 3.

Taulukko 3. Aineiston teemat

Teema	Kuvaus
Kestävyyskäsitteet ja asen- teet	Miten sijoittajat määrittelevät ja ymmärtävät kestävy- den
Kestävyys sijoituslogiikassa	Kestävyyden ilmeneminen sijoitusprosessissa
Rakenteelliset ehdot	Ulkoiset tekijät, jotka ohjaavat kestävyteen
Omistamisen ja vaikuttami- sen mekanismit	Aktiivinen omistajuus ja vaikuttaminen kohdeyhtiöissä
Tulevaisuus	Sijoittajien näkemykset toimialan kehityssuunnista

Kestävyyskäsitteet ja asenteet -teeman alle kokosin haastateltavien tavat määritellä ja
ymmärtää kestävyys. Koodausvaiheessa ilmeni, että sijoittajien käsitteet vaihtelivat
merkittävästi. Kestävyys näyttäytyi eri haastateltaville arvona, riskinä, mahdollisuutena
tai ulkoisena velvoitteena.

Kestävyys sijoituslogiikassa -teemaan koodasin viittaukset, joissa kestävyys ilmenee
konkreettisesti sijoitusprosessissa: due diligencessä, kohdeyrityksen valinnassa, ESG-

kriteereissä ja raportointivaatimuksissa. Teema kuvaa erityisesti kestävyiden ja tuotto-tavoitteiden välistä suhdetta.

Rakenteelliset ehdot kattavat ulkoiset tekijät, jotka ohjaavat tai velvoittavat sijoittajia kestävyteen. Tähän teemaan koodasin viittaukset regulaatioon, LP-vaatimuksiin, toimialastandardeihin ja institutionaaliseen paineeseen. Teema kytkeytyy luontevasti Di-Maggion ja Powellin institutionaalisen teorian käsitteisiin.

Omistamisen ja vaikuttamisen mekanismit -teema laajentaa näkökulmaa sijoituspäätöksistä aktiiviseen omistajuuteen. Teemaan koodasin viittaukset hallitustyöhön, omistaja-ohjaukseen ja strategiaan valintoihin, joilla sijoittajat pyrkivät vaikuttamaan kohdeyhtiöidensä kestävyysuuntaan.

Tulevaisuus-teema kokoaa haastateltavien näkemykset toimialan kehityssuunnista. Tähän teemaan kertyi odotetusti vähiten viittauksia, mikä heijastanee aiheen spekulatiivista luonnetta sekä siitä, että teema sijoittui haastattelun loppupuolelle.

4.4 Aineiston analyysi

Toteutin analyysin deskriptiivisesti, eli kuvasin systemaattisesti aineistosta esiin nousevia ilmiöitä, merkityksiä ja toistuvuuksia ilman niiden selittämistä tai arvioimista aineiston ulkopuolelta. Analyysi eteni kolmessa vaiheessa.

Ensimmäisessä vaiheessa litteroin kahdeksan puolistrukturoitua asiantuntijahaastattelua Turun yliopiston verkkoselainpohjaisella litterointiohjelmistolla. Tämän jälkeen tarkistin litteraatit manuaalisesti kuuntelemalla haastattelut uudelleen ja korjaamalla mahdolliset epätarkkuudet.

Toisessa vaiheessa siirsin litteroidun aineiston NVivo 15 -ohjelmistoon, jossa toteutin systemaattisen koodauksen. Poimin ensin tutkimuskysymysten kannalta olennaisia viittauksia, minkä jälkeen ryhmittelin ja tarkensin koodeja laajemmiksi temaattisiksi kokonaisuuksiksi. Tuloksena muodostuivat aikaisemmin esitellyt viisi pääteemaa (ks. taulukko 3).

Kolmannessa vaiheessa temaattiset kokonaisuudet muodostivat pohjan analyysilukujen rakenteelle. Kunkin teeman alle valitsin parhaiten teemaa kuvailevia sitaatteja.

Haastateltavien puhe on siteerattu sellaisenaan lainausmerkeissä alkuperäistä puhekieltä muokkaamatta. Näin haastateltavien ilmaisutapa ja merkityksenanto välittyisivät lukijalle alkuperäisessä muodossaan. Teoreettisen tulkinnan toteutan luvussa 6, jossa tulkitson aineistosta nousseita teemoja Weberin toiminnanteorian sekä DiMaggion ja Powellin institutionaalisen teorian käsitteiden avulla.

NVivo 15 -ohjelmistossa tehty teemojen välinen ristiintaulukointi (ks. Liite 1) osoittaa, että aineisto jakautui koodauksen perusteella viiteen pääteemaan, joista kattavin oli Kestävyys sijoituslogiikassa (89 viittausta) ja Kestävyyskäsitykset ja asenteet (76 viittausta). Suppeimmaksi jäi Tulevaisuuden kestävyys ja kasvumallit (30 viittausta), mikä heijastanee aiheen spekulatiivista luonnetta haastattelutilanteessa. Teemojen yhteisesiintyminen oli odotetusti vähäistä, mutta yhteys Kestävyyskäsitysten ja Rakenteellisten ehtojen välillä (5 viittausta) sekä Kestävyys sijoituslogiikassa ja Omistamisen mekanismien välillä (4 viittausta) tukee tulkintaa siitä, että sijoittajien käsitykset ja rakenteelliset paineet kytkeytyvät toisiinsa käytännön sijoitusprosesseissa.

4.5 Tutkimuksen eettiset näkökulmat

Tässä tutkimuksessa on noudatettu Tutkimuseettisen neuvottelukunnan (TENK) hyvän tieteellisen käytännön (HTK) periaatteita, jotka ohjaavat tutkimuksen suunnittelua, toteutusta ja raportointia. Näiden periaatteiden noudattamisella varmistetaan tutkimuksen eettisyyden, luotettavuuden ja läpinäkyvyyden sen kaikissa vaiheissa. (Tutkimuseettinen neuvottelukunta, 2023).

Eettiset näkökohdat on huomioitu jo tutkimuksen suunnitteluvaiheessa. Tavoitteet ja menetelmät varmistettiin olevan sekä yhteiskunnallisesti että tutkimuseettisesti hyväksyttyjä. Tutkimuksen tavoitteena ei ole ollut edistää yksittäisten toimijoiden etuja, vaan lisätä ymmärrystä tutkimuskohteena olevasta ilmiöstä. Haastattelumenetelmän valinnassa kiinnitettiin huomiota avoimuuteen ja kunnioittavan vuorovaikutukseen, jotta haastateltavat voivat tuoda esiin näkemyksiä turvallisesti ja omilla ehdoillaan.

Huolehdin haastateltavien oikeuksista EU:n yleisen tietosuoja-asetuksen (GDPR) mukaisesti. Toimitin jokaiselle haastateltavalle ennen haastattelua Turun yliopiston tietosuojailmoituksen, jossa selvitettiin, miten aineistoa käsitellään, säilytetään ja hävitetään. Osallistuminen haastatteluihin oli vapaaehtoista, ja haastateltavilta kerättiin vain

tutkimuksen kannalta oleelliset tiedot. Anonymisoinnin varmistamiseksi viitataan haastateltaviin tunnisteilla H1–H8, eikä heidän henkilöllisyytensä ole tunnistettavissa tutkimuksesta. Haastattelujen nauhoitteet ja litteroinnit hävitetään tietoturvallisesti tutkimuksen valmistuttua.

Tutkimusprosessissa hyödynsin useita digitaalisia työkaluja. Haastattelujen litteroinnissa käytin Turun yliopiston verkkoselainpohjaista litterointiohjelmistoa ja aineiston koodauksessa ja teemoittelussa NVivo 15 -ohjelmistoa. Näiden lisäksi hyödynsin apuna tekoälysovelluksia eri tarkoituksiin. Google Notebook LM:ää teoriakirjallisuuden ja tutkimusartikkeleiden hallinnassa sekä Claude Sonnet 4.5 -kielimallia tekstin kielellisessä viimeistelyssä. Otan täyden vastuun kaikesta tutkimuksen sisällöstä, tulkinnoista ja johtopäätöksistä.

Tässä tutkimuksessa olennainen luotettavuuteen vaikuttava tekijä on harkinnanvarainen otanta. Haastateltavat valikoituivat tutkijan arvion perusteella, mikä tarkoittaa, että aineisto ei edusta pääomasijoittajien kenttää tilastollisesti kattavasti. Laadullisessa tutkimuksessa tämä on kuitenkin perusteltua, sillä tavoitteena on ilmiön syvälinen ymmärtäminen eikä tulosten yleistettävyys (Tuomi & Sarajärvi, 2018). Haastatteluajan rajallisuus kuten enemmistö haastatteluista kesti noin 30 minuuttia asetti reunaehdot aineiston syvyydelle. Huolellisen valmistautumisen, selkeän teemarunon ja etukäteen laadittujen apukysymysten ansiosta haastattelut onnistuivat kuitenkin kattamaan teemat kohtuullisen kattavasti, vaikka syvällisempi keskustelu yksittäisistä aiheista jäi paikoin lyhyeksi.

On myös syytä huomioida, että laadullisessa tutkimuksessa tulokset syntyvät aina tutkijan ja haastateltavan yhteistoiminnasta ja tulkinat heijastavat väistämättä tutkijan omaa positiota (Hirsjärvi & Hurme, 2010). Pyrin lisäämään analyysin läpinäkyvyyttä hyödyntämällä NVivo-ohjelmistossa muodostettua haastateltava–teemamatriisia (ks. Liite 2), joka osoittaa kaikkien kahdeksan haastateltavan tuottaneen koodattavaa aineistoa kaikkiin viiteen pääteemaan. Teemojen sisäinen vaihtelu haastateltavien välillä kuten Omistamisen ja vaikuttamisen mekanismit -teeman korostuminen PE-sijoittajilla on aineiston kannalta kiinnostava havainto, joka saattaa heijastaa sijoitusmuotojen rakenteellisia eroja.

5. TULOKSET: KESTÄVYYSKÄSITYKSET

Taulukko 4. Pääomasijoittamisalan lyhenteitä ja käsitteitä

ESG	Ympäristöön (Environmental), sosiaaliseen vastuuseen (Social) ja hallintotapaan (Governance) liittyvät tekijät, joita käytetään sijoitustoiminnan kestävyysarvioinnissa
LP (Limited Partner)	Rahastosijoittaja, joka sijoittaa pääomaa rahastoon mutta ei osallistu päivittäiseen sijoituspäätösten tekoon
GP (General Partner)	Rahastonhoitaja, joka hallinnoi rahastoa ja tekee sijoituspäätökset
Due diligence (DD)	Sijoituskohteen huolellinen ennakkoarviointi ennen sijoituspäätöstä. ESG due diligencessä arvioidaan kohteen kestävyysriskit ja mahdollisuudet
Exit	Sijoituksesta irtautuminen, jossa rahasto myy omistuksensa kohdeyhtiössä
IRR (Internal Rate of Return)	Sijoituksen sisäinen tuottoaste, joka on keskeinen sijoitustuoton mittari pääomasijoittamisessa
SFDR artikla 6, 8 ja 9	EU:n kestävyystietojen julkistamista koskeva asetus. Artikla 6 kattaa tavanomaiset rahastot, artikla 8 kestävyysominaisuuksia edistävät rahastot ja artikla 9 kestävästi sijoittamista tavoittelevat rahastot
Impact-rahasto	Rahasto, jonka ensisijaisena tavoitteena on mitattavien ympäristöllisten tai yhteiskunnallisten vaikutusten aikaansaaminen taloudellisen tuoton rinnalla
Green premium	Lisähinta tai arvostuksen kasvu, jonka markkinat ovat valmiita maksamaan ympäristöystävällisistä tuotteista tai kestävämmästä vaihtoehdosta verrattuna tavanomaiseen tuotteeseen
DEI	Monimuotoisuus (Diversity), tasavertaisuus (Equity) ja osallisuus (Inclusion). Henkilöstöpolitiikan ja yhdenvertaisuuteen liittyvä käsite
KYC (Know Your Customer)	Asiakkaan tuntemiseen liittyvä prosessi, joka liittyy rahanpesun ja taloudellisen rikollisuuden torjuntaan. Pääomasijoittamisen kontekstissa kattaa myös pääoman alkuperän selvittämisen
TESI	Suomen valtion pääomasijoitusyhtiö, joka toimii LP-sijoittajana kotimaisissa pääomasijoitusrahoituksissa, tekee itsenäisiä suoria sijoituksia kasvuyrityksiin ja pyrkii aktiivisesti kehittämään suomalaista pääomasijoitusekosysteemiä
PAI-indikaattorit	Principal Adverse Impact -indikaattorit, jotka SFDR-asetus määrittelee. Mittaavat sijoitusten haitallisia kestävyysvaikutuksia kuten hiilijälki-intensiteettiä suhteessa liikevaihtoon
Omnibus	EU:n vuonna 2025 käynnistämä yksinkertaistamispaketti, joka kevensi CSRD- ja CSDDD-direktiivien velvoitteita ja lykkäsi niiden soveltamista osalle yrityksistä
PRI	YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet (Principles for Responsible Investment). Vapaaehtoinen viitekehys, jonka allekirjoittaneet sitoutuvat raportoimaan vuosittain vastuullisen sijoittamisen tuloksista
Compliance	Sääntelynmukaisuus, jolla tarkoitetaan lakisääteisten ja muiden ulkoisten vaatimusten noudattamista. Pääomasijoittamisen kontekstissa viittaa erityisesti ESG-raportointivelvoitteisiin ja muihin sääntelystä johtuviin hallinnollisiin velvoitteisiin

Tässä luvussa esittelen haastatteluaineistosta nostamiani keskeisiä näkemyksiä ja teemoja siitä, miten pääomasijoittajat määrittelevät ja asemoivat kestävyys toiminnassaan. Aineisto perustuu kahdeksaan puolistrukturoituun asiantuntijahaastatteluun, joiden analyysiprosessia on kuvattu luvussa 4.4. Haastateltaviin viitataan tunnisteilla H1–H8 anonyymiteetin suojaamiseksi.

Tulokset jakautuvat viiteen alalukuun. Kahdessa ensimmäisessä jäsennetään, miten kestävyys määrittyy ja millaisia merkityksiä se saa haastateltavien puheessa ja millainen asema sillä on sijoituslogiikassa. Kolmas alaluku käsittelee toimintaympäristön rakenteellisia ehtoja, neljäs omistamisen ja vaikuttamisen mekanismeja omistusajan kuluessa ja viides kestävyys tulevaisuuden näkymiä toimialalla. Aineistosta nousevat teemat tulkitaan luvussa kuusi tutkimuksen teoreettisen viitekehyksen käsitteiden avulla. Luvussa esiintyvät keskeiset alan käsitteet ja lyhenteet on koottu taulukkoon 4.

5.1 Kestävyyden määrittely

Haastatteluaineiston perusteella kestävyys ei näyttäydy pääomasijoittajien puheessa yhtenäisenä tai yksiselitteisenä käsitteenä. Vaikka toimijat jakavat yhteisen toimintaympäristön ja sen mukanaan tuomat raamit, kestävyys merkitsee eri haastateltaville eri asioita. Joillekin se on ennen kaikkea hallinnollinen velvoite ja osa toiminnan infrastruktuuria, toisille se kietoutuu syvälle omaan identiteettiin ja arvoihin sekä tapaan tehdä sijoittamista. Tässä luvussa ei pyritä arvioimaan näiden tulkintojen oikeellisuutta tai vertaamaan niitä ulkoisiin standardeihin, vaan tarkastellaan sitä, miten toimijat itse käsittävät ja merkityksellistävät kestävyyttä omassa työssään. Käsitteellinen epäselvyys ei ole pelkästään teoreettinen ongelma vaan elää käytännössä toimijoiden arjessa.

Aineistossa kestävyys ei rakennu yhtenä käsitteenä, vaan se on hahmotettavissa kolmena rinnakkaisena tulkintana. Ensimmäinen tulkinta painottaa kestävyyttä arvonaluonin välineenä, toinen hallinnollisena velvoitteena ja kolmas sijoittajan omana arvopohjana. Tulkinnat eivät sulje toisiaan pois vaan toimivat samanaikaisesti ja niiden painotukset vaihtelevat toimijasta ja tilanteesta riippuen.

Ensimmäinen tulkinta hahmottaa kestävyys taloudellisena ja pragmaattisena ulottuvuutena. Aineistossa kestävyys liittyy ennen kaikkea pitkäjänteiseen arvonaluontiin ja

riskienhallintaan, eikä sitä erotella varsinaisesti taloudellisesta logiikasta. Aineistossa kestävyys tarkoittaa taloudellisesti kestävästä kasvua ja vastuullisen tuoton tuottamista sijoittajille mutta myös haitallisten vaikutusten huomioimista ja mahdollisuuksien tunnistamista osana arvonaluontia. Tätä logiikkaa kuvataan aineistossa näin:

Tehdään pitkäjänteistä ja kestävästä kasvua meidän kohdeyhtiöiden kanssa ja sitä kautta tuotetaan vastuullista tuottoa myös meidän sijoittajille. Me haetaan siinä pitkäjänteisyyttä ja kestävyydellä tarkoitetaan sitä, että se on sekä taloudellisesti kestävästä että myös huomioidaan haitalliset kestävyysvaikutukset, mutta myös mahdollisuudet siinä arvonaluonnissa. (H1)

Sama logiikka näkyy haastatteluissa muutenkin. Kestävyyttä kuvataan arvonaluonnin viipuna, jossa tunnistetaan olennaiset teemat, priorisoidaan toimenpiteet ja seurataan kehitystä. Aineistossa annetaan myös konkreettisia liiketoimintaesimerkkejä, joissa kestävyys syntyy liiketoimintamallin sisältä. Yksi esimerkki on ruokaboksi-liiketoiminta, jossa annosten tarkka mitoitus ja välikäsien karsiminen vähentävät hävikkiä ja kuljetuksia samanaikaisesti. Kestävyys ei silloin ole erillinen tavoite vaan taloudellisen logiikan luonteva osa. Huomionarvoista on, että juuri tämä sulautuminen tekee kestävyydestä helposti perusteltavan ilman arvoihin vetoamista. Samalla se asettaa hiljaisesti rajan sille, mitä kestävyys voi tarkoittaa. Se mikä ei ole mitattavissa tai kytkettävissä suoraan arvonaluontiin jää tämän tulkinnan ulkopuolelle.

Toinen tulkinta näyttäytyy kestävyuden hallinnollisena ja institutionaalisen rakenteena. Tässä tulkinnassa kestävyys ei ole ensisijaisesti aktiivisesti osa toimintaa vaan ulkopäin asetettu velvoite. Sen ympärille on rakentunut oma mittaamis- ja raportointijärjestelmänsä. Aineistossa hallinnollista muotoa kohtaan esitetään kritiikkiä:

Mä sanoisin, että se on hyvää tarkoittava asia, josta on tullut semmoinen oikeaoppisuuden keinotekoinen mittari. Mehän, eihän keisarilla ole housuja, että näitä tehdään erinäköistä kestävyysjuttua ja mittausta ja seminaaria ja sertifikaattia ja kaikkea, niin siitä on tullut oma bisnesalueensa, joka nousi nopeasti ja levisi kulovalkean tavoin ja nyt sitä vähän hävetään, että tulipas lähdettyä tuommoiseenkin mukaan, koska sillä ei ole liiketoiminnallista merkitystä. Muuta kuin niille firmoille, jotka myyvät niitä palveluita. (H4)

Kritiikki ei kohdistu kestävyiden sisältöön vaan sen hallinnolliseen muotoon. Kestävyys kuvataan legitimitetin mittarina, joka on irronnut alkuperäisestä tarkoituksestaan ja muotoutunut omaksi maailmaksi. Aineistossa hallinnollinen tulkinta saa kuitenkin myös pragmaattisemman muodon. Yksi haastateltava, joka edustaa toimialan nuorempaa sukupolvea, kuvaa hallinnollista kestävyttä perusasioden hoitamisena. Jos ESG-työ on tehty kunnolla, vaatimuksiin vastaaminen ei tulisi olla erityisen vaikeaa. Mielenkiintoista on, että hallinnollinen tulkinta voi näyttäytyä joko kuormituksena tai itsensänselvyytenä riippuen siitä, miten toimija on rakentanut oman valmiutensa. Se voidaan kuvata sisällöstä irronneena rakenteena, toisaalta osana toiminnan luonnollista perustaa.

Kolmas tulkinta näyttäytyy kestävyiden arvopohjaisena ja moraalisenä periaatteena. Tässä tulkinnassa kestävyys liittyy toimijoiden omiin arvoihin, integriteettiin ja siihen, miten pääomasijoittaminen ymmärretään osana laajempaa yhteiskunnallista vastuuta. Toiminnan eettinen perusta nostetaan aineistossa esiin korostamalla luotettavuutta ja lupauksissa pitäytymistä sekä sijoittajia, että kohdeyhtiöitä kohtaan:

Meidän pitää olla vastuullisia meidän toiminnassa ja meidän pitää olla sellaisia, luotettavia, korkean integriteetin omaavia, rehellisiä toimijoita lähtökohtaisesti siinä meidän viestinnässä ja lupauksissa sekä sinne startupien suuntaan että sitten taas meidän LP:ien suuntaan. (H3)

Kiinnostavaa on, että tätä toiminnan eettisyyttä ei varsinaisesti mitata tai raportoida kellekään, vaikka aineistossa sitä pidetään kestävyiden yhtenä keskeisenä osana. Se jää näkymättömäksi virallisten mittareiden ulkopuolelle. Aineistossa kuvataan myös rahaston perustamisvaihetta, jossa tiimin omat arvot olivat lähtökohta ja joista kestävyys muotoutui osaksi rahaston identiteettiä. Tällöin kestävyys ei ole tullut ulkoapäin vaan se on ollut lähtökohtainen valinta. Aineistossa kestävä sijoittaminen määritellään toisaalla myös nettopositiivisen ympäristön tai sosiaalisen vaikutuksen kautta. Arvopohjainen tulkinta laajenee aineistossa myös kysymykseen pääoman alkuperästä. KYC-prosessi, joka liittyy rahanpesun ja taloudellisen rikollisuuden torjuntaan (FATF, 2012), saa haastattelupuheessa laajemman moraalisen tulkinnan osana kestävyttä. Pääoman alkuperä ja kierto liittyvät tässä tulkinnassa kestävyteen siinä missä sijoituskohteen ominaisuudetkin.

Aineistossa arvopohjainen ja taloudellinen tulkinta voivat kietoutua toisiinsa kokonaisvaltaisena kuvauksena hyvin johdetusta yrityksestä:

Me ollaan sillain, että me kehitetään hyviä firmoja, jotka tekee fiksusti asioita kestävällä pohjalla, ja se tarkoittaa sitä vastuullisuutta ja sen kehittämistä. (H7)

Hyvien yritysten kehittäminen, kestävällä pohjalla toimiminen ja vastuullisuus näyttäytyvät yhtenä jatkumona, jossa taloudellinen menestys ja arvopohjainen toiminta tukevat toisiaan. Nämä kolme tulkintaa eivät esiinny aineistossa erillisinä vaan kerrostuvat samassa toimijoiden puheessa. Sama haastateltava voi liikkua taloudellisen, hallinnollisen ja arvopohjaisen tulkinnan välillä saman vastauksen sisällä. Kestävyys saa merkityksensä siitä, mihin kohtaan päätöksentekoa se sijoitetaan ja millaisin perustein se legitimoidaan.

5.2 Kestävyys sijoituslogiikassa

Aineiston perusteella kestävyys ei rakennu omaksi vaihtoehtoiseksi sijoituslogiikakseen, vaan se asettuu olemassa olevan päätöksenteon sisään. Aineistossa kestävyiden rooli rakentuu kolmesta tekijästä. Rahaston strategia ja tuotto määrittävät raamit, joiden sisällä toimitaan. Sijoitusprosessi tekee kestävydestä toistettavan käytännön. Sijoituslogiikan kanssa syntyvät jännitteet puolestaan paljastavat sen rajat. Yksi haastateltavista kuvaa tätä dynamiikkaa seuraavasti:

Toki mistä sitten taas se sijoitusstrategia tulee, niin se varmaan pohjaa viime kädessä jostain arvoista tai jostain markkina-analyysistä. Mutta jos nyt ajattelee rahaston operatiivista vaihetta, kun se sijoitusstrategia on tehty ja siitä on tehty sopimus LP-sijoittajien kanssa, niin se on se, mikä ohjaa eniten. Sen sisällä sitten seuraavaksi on tuottohakuisuus, eli koetaan sitten sijoittaa sen niissä raameissa mahdollisimman kannattaviin, mahdollisimman hyvin arvoa lisääviä niihin keisseyhin, mistä kaikista parhaimmat tuotot ja lihavimmat exitit saadaan. (H3)

Tuotto toimii käytännössä portinvartijana eli ilman selkeää tuottopotentiaalia sijoituskohte ei etene tarkempaan arviointiin. Aineistossa kuvataan suoraan, ettei sijoituskohte edes katsota, jos tuottoa ei nähdä. Hierarkia rakentuu kuitenkin osalle haastateltavista eri tavoin. Joissakin rahastoissa sijoitusstrategia on jo lähtökohtaisesti rakennettu

kestävyyden ympärille esimerkiksi energiamurroksen fokuksen kautta, jolloin kestävyys ei ole erillinen filtti vaan osa strategian ydintä. Toisaalla taas rahaston perustamisvaiheessa tiimin omat arvot ja halu sijoittaa hyvää tavoitteleviin yrityksiin olivat lähtökohta, josta strategia rakentui. Tällöin kestävyys ei asetu tuoton alapuolelle vaan kulkee sen rinnalla jo strategian rakenteessa.

Kestävyyden ja sijoituslogiikan suhde ei siis ole aineistossa yhtenäinen. Osalle toimijoista kestävyys on strategiaan sisäänrakennettu lähtökohta, osalle se on tuoton jälkeen tuleva kriteeri. Yhteistä on kuitenkin se, että kestävyys saa hyväksynnän vasta, kun se on sovitettavissa olemassa olevaan päätöksenteon rakenteeseen. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että kestävyys perustellaan joko tuottopotentiaalin, riskienhallinnan tai strategisen sopivuuden kautta. Se ei toimi itsenäisenä perusteena sijoituspäätökselle vaan tarvitsee tuekseen aina taloudellisen tai strategisen argumentin. Aineistossa jää avoimeksi se, miten nämä erilaiset tavat integroida kestävyys strategiaan lopulta näkyvät sijoituspäätöksissä käytännössä. Haastateltavat eivät juuri kuvaa konkreettisia mittareita tai mekanismeja, joilla voisi arvioida ohjaako kestävyyslähäinen strategia todella erilaisiin sijoituksiin kuin tuottolähäinen. Sijoituskomiteoiden olemassaolo tulee aineistossa esiin, mutta niiden kokoonpano tai vaikutus strategian implementointiin käytännössä jää kuitenkin avoimeksi.

Toinen näkökulma siirtyy strategian rakenteesta sijoitusprosessin käytäntöihin. Aineistossa kestävyys rakentuu systemaattisena osana sijoitusprosessia. Se ei ole irrallinen lisä päätöksentekoon vaan integroitu vaihe, joka kulkee mukana kohteen arvioinnista omistusaikaan ja aina exitiin saakka. Merkittävä mekanismi on ESG due diligence, jonka kautta kestävyysnäkökulma tuodaan osaksi kohdeyrityksen arviointia jo varhaisessa vaiheessa.

DD-lopputulena sitten me saadaan näkemys, että mitkä on tälle sijoituskohdelle tai yhtiölle olennaiset vastuullisuusteemat ja mitkä on siellä riskejä ja mahdollisuuksia ja sellaisia kehityskohteita esimerkiksi ensimmäiselle vuodelle tai sitten vähän pidemmälle aikavälille omistusajalle. (H1)

Kestävyys voi siis toimia tässä vaiheessa kahdella tavalla. Se on poissulkeva suodatin, jos kohde ei täytä hyväksyttävää kestävyysprofiilia, se ei etene prosessissa eteenpäin. Aineistossa tämä tulee esiin tilanteissa, jossa houkutteleva kohde jätetään tarkastelun ulkopuolelle, koska sitä ei voida perustella kestävyysnäkökulmista. Toisaalta kestävyys

voi toimia myös mahdollisuuksien tunnistamisen välineenä. Aineistossa kuvataan prosessia, jossa DD-vaiheessa käydään läpi strukturoidusti sekä ESG-metriikat että impact-puoli erillisessä Excel-pohjaisessa arvioinnissa. Arviointi ei rajoitu pelkästään yritys-kohtaisiin tietoihin vaan ulottuu laajempaan toimintaympäristöön:

Katsotaan periaatteessa kaikki makroriskit, ja se kuuluu yleensä siihen, tai aina. Sitten kun tehdään se päätös, niin sitten me tehdään oma DD-kysely ja siinä katsotaan ESG-juttuja, mutta tähän myös kirjataan alas enemmän niitä makroasioita.
(H6)

Makrotason riskit ja mahdollisuudet ovat osa samaa arviointikehikkoa kuin yrityskohtaiset ESG-metriikat. DD-käytännöt eivät kuitenkaan ole aineistossa yhtenäisiä. Arvioinnin laajuus ja toteutustapa vaihtelevat rahastosta ja kohteesta toiseen. Aineistossa kuvataan konkreettinen esimerkki siitä, miten governance-ongelmat voivat nousta esiin DD-vaiheessa. Epäselvät lainasopimukset avainhenkilöille ennen sijoitusprosessin alkua olivat välitön varoitusmerkki, joka johti nopeasti sijoituksesta luopumiseen. Kestävyys ei tällöin ole vain abstrakti periaate vaan käytännön mittari, jolla on suora vaikutus päätökseen. Painotukset vaihtelevat myös ESG:n eri kirjainten välillä kohdeyhtiön mukaan. Jos ympäristöulottuvuus ei ole kohteen toimialan kannalta relevantti, DD voi painottua enemmän sosiaaliseen ja hallinnolliseen puoleen. Pohjoismaissa toimivissa yrityspalveluissa työolot ja perushygienia-asiat ovat tyypillisesti jo kunnossa, jolloin tarkempi arviointi voi kohdistua toimialakohtaisiin erityiskysymyksiin. Kestävyyden arviointi on siten kontekstuaalista eikä universaalisti yhtenäistä.

Kolmas näkökulma tuo näkyväksi tilanteita ja havaintoja, joissa kestävyyden ja sijoituslogiikan välinen jännite tulee selkeimmin esille. Nämä eivät ole poikkeuksia vaan kertovat jotain oleellista siitä, miten kestävyys lopulta toimii päätöksenteossa. Ensimmäinen jännite liittyy green premiumin rajoihin. Aineistossa kuvataan, että rahasto preferoi kohteita, joiden taloudellinen logiikka toimii itsenäisesti ilman kestävyyden tuomaa lisäarvostusta. Sijoituskohteen ei tarvitse elää pelkästään kestävyteen liittyvästä markkinainnostuksesta, vaan sen täytyy tuottaa taloudellisia hyötyjä loppuasiakkaalleen. Kestävyyden performatiivisuus ei siis riitä, vaan alla täytyy olla kestävä liiketoiminnallinen logiikka.

Ne ei elä pelkästään tällöistä green premiumista, vaan semmoisista innovaatioista, joiden implementoinnissa ja laajemmassa adaptoinnissa on myös taloudelle

järki takana. Ne tuottaa sille loppuasiakkaalle taloudellisia hyötyjä, niin tämä on ehkä sitä meidän ajattelukehikkoa, miten me kokonaisuutta kahlataan läpi. (H3)

Green premiumilla viitataan lisähintaan tai arvostuksen kasvuun, jonka markkinat ovat valmiita maksamaan ympäristöystävällisemmästä tai kestävämmästä vaihtoehdosta verrattuna tavanomaiseen tuotteeseen (Li, Fan, Dong & Liu, 2023). Kestävyyden markkinallinen lisäarvo ei korvaa liiketoiminnallista logiikkaa vaan toimii sen sisällä. Aineistossa kuvataan tilanteita, joissa taloudellisesti houkutteleva kohde on jätetty sijoittamatta, koska se ei ole sopinut rahaston arvopohjaan. Nämä tapaukset ovat kuitenkin marginaalisia eivätkä kumoa yleistä hierarkiaa, jossa tuotto säilyttää keskeisen aseman. Aineistossa kuvataan konkreettisesti, miten yhdysvaltalaisilla markkinoilla DEI-lausunnot on jouduttu poistamaan yritysten verkkosivuilta ulkoisen paineen vuoksi. Käytännöt eivät ole kadonneet yhtiöissä, mutta ne ovat vetäytyneet näkymättömiin niin, ettei niistä puhuttaisi. Tämä osoittaa, että kestävyyden näkyvyys ei riipu pelkästään toimijan omista arvoista vaan myös siitä, millainen poliittinen ja mitä markkinaympäristö hyväksyy milloinkin. Kestävyyden rajat eivät siis ole staattisia vaan muuttuvat jatkuvasti toimintaympäristön mukana. Kestävyys voi olla strategiaan sisäänrakennettu periaate, mutta sen ilmenemismuoto vaikuttaa olevan käytännössä altis ulkoisille paineille.

5.3 Rakenteelliset ehdot

Aineiston perusteella kestävyyden asemaa pääomasijoittamisessa muovaavat vahvasti toimintaympäristön rakenteelliset ehdot. Sen rooli ei rakennu pelkästään rahaston omasta strategiasta tai toimijoiden arvopohjasta vaan myös laajemmista institutionaalisista paineista, jotka tulevat sekä alan sisäisistä odotuksista että ulkopuolisesta sääntelystä. Aineistossa rakenteelliset ehdot hahmottuvat kolmen keskeisen tekijän kautta: regulaation, raportointivaatimusten ja LP-paineen. Regulaatio asettaa kehyksen ja minimi-tason, raportointi tekee sen näkyväksi ja LP-paine ajaa toimijat tuon kehyksen puitteissa kehittymään.

Regulaatio asettuu aineistossa keskeisenä rakenteellisenä ehtona, joka muokkaa kestävyyden asemaa pääomasijoittamisessa. Erityisesti EU:n SFDR-luokittelu vaikuttaa siihen, millaisia raportointivelvoitteita rahastoille syntyy ja millaisia käytäntöjä niiden on rakennettava. Useat haastateltavat viittaavat SFDR-luokitteluun keskeisenä kehyksenä,

jonka puitteissa rahastojen kestävyyttä arvioidaan. Artikloihin 6, 8 ja 9 perustuva luokittelu toimii viitepisteenä sille, millaisena rahaston vastuullisuusprofiili rakentuu sijoittajille ja markkinoille.

Joo, ei puhuta impactista, kun se on mun mielestä niin kuin, en mä tiedä, miten se viralliset siinä menee, mun mielestä se on vähän niin kuin varattu niille artiklan 9 rahastoille, että ne oikeasti yrittävät parantaa sitä, ne vähentää hiilikuormaa ja tehdä jotain ympäristö impacttia tai en tiedä, onko sinne tullut, me en edes seurannut, että onko nykyään jotain social impactia sitten vaadittu tai jotain, mutta me ei ole siellä. (H7)

Artikla luokittelu vaikuttaa ohjaavan toimijoiden itseymmärrystä aiheesta. Artikla 8 ei tarkoita vaikuttavuustavoitetta vaan enemmänkin vastuullisia prosesseja ja hyviä käytäntöjä. Tämä erottelu on merkittävä, sillä se rajaa sen, mitä kestävyydeltä voidaan odottaa eri artiklojen alla toimivilta rahastoilta. Se antaa luvan toimia tiettyjen raamien sisällä. Regulaation merkitys ei kuitenkaan näyttäyty yksiselitteisenä. Aineistossa tiivistetään tämä:

Kaiken kaikkiaan kyllähän tämä sääntely on hyvä tarkoitus, mutta sitten kun sääntely ottaa sen kuskin roolin, niin siitähän seuraa vain sellaista hidasta näivettymistä ja toiset menevät ohi. (H4)

Kritiikki kohdistuu sääntelyn vaikutuksiin, ei kestävyYTEEN itseensä. Liiallinen ohjaus saattaa heikentää eurooppalaisten kasvuyritysten asemaa suhteessa markkinoihin, joilla sääntely on kevyempää. Aineistossa kuvataan myös konkreettisesti, miten fund managerien välisissä keskusteluissa pohditaan, sopiiko artikla 9:n regulaatiorasitus varhaisen vaiheen sijoittamiseen. Havainto on kiinnostava, sillä sen voidaan nähdä osoittavan, että regulaation käytännön vaikutuksia arvioidaan aktiivisesti koko toimialalla yhteisesti, ei vain yksittäisten rahastojen sisällä.

Samalla regulaatio kuvataan aineistossa osana laajempaa kehitystä, jossa kestävyYTEEN liittyvät odotukset institutionalisoituvat rahoitusmarkkinoilla. Tämä koetaan myös positiivisena muutoksena, kun regulaation ja LP-paineen yhdistelmä on onnistunut ajamaan toimialan minimistandardia ylöspäin:

Esimerkiksi jos katsoo Tesi:n raporttia, että nyt ei ole yhtäkään artikla 6 VC-fundia lähdössä. Se on mun mielestä aika hienoa nähdä, miten se paine, se regulaatio ja se LP-paine sitten on tehnyt sen, että oikein nyt ainakin on parempi näkyvyys, että mitä siinä tehdään, koska näissä VC:ssä voi olla kuitenkin aika subjektiivisia päätöksiä just, että helposti voisin nähdä, että voi olla aika epäeettistä tai epävastuullisia sijoituksia voisi tehdä. (H6)

Yksittäiset toimijat eivät siis enää voi tehdä subjektiivisia sijoituspäätöksiä ilman ulkoista kehystä. Regulaatio ei ole pysähtynyt vaan elää jatkuvassa muutoksessa ja tämä jatkuva kehittyminen koettiin osassa haastatteluista myös haasteellisena. Aineiston perusteella regulaatio voidaan tulkita osaksi laajempaa institutionalisoitumisprosessia, jossa kestävyys liittyvät käytännöt muuttuvat vähitellen oletusarvoiseksi osaksi sijoitustoimintaa. Regulaatio toimii aineistossa tässä tapauksessa kahdella tavalla samanaikaisesti. Se institutionalisoi kestävyys osaksi sijoitustoimintaa asettamalla yhteisiä pelisääntöjä alalle, jossa tekeminen muutoin jäisi hajanaiseksi ja toimija kohtaiseksi. Toisaalta se koetaan kuormittavana erityisesti varhaisen vaiheen sijoittamisen kontekstissa, jossa resurssit ovat rajallisia ja regulaatiovaatimukset koetaan välillä kohdistuvan suhteettoman voimakkaasti pieniin kasvuyrityksiin. Regulaatio ei siis pelkästään ohjaa toimintaa vaan myös muokkaa sitä, millaiseksi kestävyys käytännön toteuttaminen eri konteksteissa muodostuu.

Toinen rakenteellinen tekijä on raportointi, joka perustuu regulaation asettamiin rajoihin. ESG-raportointi toimii aineistossa sekä välttämättömänä osana ammattimaista sijoittamista että käytännössä kuormittavana järjestelmänä. Raportointivaatimukset rakentuvat ketjuna, jossa sijoittajien vaatimukset välittyvät rahastoille ja edelleen kohdeyhtiöille:

Eli siinä sitten määritellään se, että mitä me odotamme heiltä, minkälaista raportointia me odotetaan, kuinka usein sitä tarkastetaan. Ja sitten tämä sama kääntyy sitten toistepäin, että me raportoidaan nämä sitten meidän sijoittajille, eli sitten näille meidän, me raportoidaan kerran kvartaalissa eteenpäin sitten näitä asioita. (H4)

Kuvaus osoittaa, että raportointivaatimukset rakentuvat kerroksittain. Jokainen taso ketjussa sekä vastaanottaa että tuottaa raportointia, mikä voi moninkertaistaa työmäärän erityisesti pienissä rahastoissa. Raportointiin liittyvä kuormitus korostuu erityisesti

tilanteissa, joissa samaa tietoa pyydetään useaan kertaan eri muodoissa eri toimijoiden taholta. Aineistossa nousee esiin kysymys siitä, palveleeko raportointi todella tarkoitustaan. Vastuullisuusraportteja kuvataan paperinmakuisina dokumentteina, joita kukaan ei oikeastaan lue. Sijoittajat eivät ole ensisijaisesti kiinnostuneet kestävyysraportista vaan katsovat mielellään ensimmäisenä kohdeyhtiön tuottolukuja. Toisaalta raportointivaatimuksiin suhtaudutaan myös pragmaattisesti. Aineistossa todetaan, että kyse on pohjimmiltaan perusasioiden hoitamisesta. Jos ESG-työ on tehty kunnolla, vaatimuksiin vastaaminen ei ole erityisen vaikeaa. Koettu kuormittavuus voi siten kertoa yhtä paljon toimijan omasta valmiustasosta kuin vaatimusten kohtuuttomuudesta. Raportointi ei toimi pelkästään tiedon välityksen välineenä vaan myös legitimeetin rakentamisen mekanismina. Raportointikyky on muuttumassa osaksi sitä, miten rahasto osoittaa ammattimaisuutensa ja kykynsä toimia nykymarkkinassa sijoittajille. Samalla raportoinnin sisällöllinen merkitys jää kuitenkin osin epäselväksi. Kysymys siitä, täytetäänkö vaatimukset siksi että ne tuottavat aitoa lisäarvoa, vai siksi että ne ovat välttämätön osa toimialan legitimeettia, jää aineistossa avoimeksi.

Kolmas rakenteellinen tekijä on rahastojen sijoittajilta tuleva paine. Haastattelupuheessa kestävyyttä perustellaan usein sijoittajien odotusten kautta, jotka vaikuttavat siihen, millaisia käytäntöjä rahastojen odotetaan rakentavan. Sijoittajat ovat tyypillisesti isompia pelureita markkinoilla, jotka suhtautuvat raportointivaatimuksiin vakavasti ja asettavat omat ehtonsa mahdollisille rahoituskiirroksille. Useat haastateltavat kuvaavat sijoittajien roolia merkittävänä ajurina kestävyiden kehittämisessä. Samalla sijoittajien odotukset eivät näyttäydy aineistossa yhtenäisinä. Haastatteluissa nousee esille tilanteita, joissa sijoittajien näkemykset kestävyiden merkityksestä vaihtelevat huomattavasti. Tämä osoittaa, että kestävyteen liittyvä paine ei ole yhtenäistä vaan rakentuu useista toisistaan ristiriitaisista odotuksista. Tämä mahdollistaa kestävyiden käytännön toteuttamisen rahastoissa neuvottelunvaraisesti:

Sitten, niin kuin sanoin, niin sijoittajilla on hyvin laidasta laitaan, että toiset on sille, että ne haluaa ehdottomasti ohjata rahansa vain kestäviin kohteisiin, ja silloin mekään ei kelvata sinne, koska meillä ei ole riittävästi sitä impaktia. Ja sitten toisessa äärilaidassa on sitten ne, jotka on silleen, että ei ne jaksa ollenkaan kuunnella mitään kestävyysjuttua, että ne on se, että tuo nyt on tuommoista kauheata höpö-höpöä, että ei kiinnosta. (H7)

Sitaatti osoittaa, että LP-paine ei ole yhtenäistä vaan rakentuu keskenään ristiriitaisista odotuksista. Tämä kirjavuus antaa rahastoille neuvotteluvaraa sen suhteen, miten kestävyys käytännössä toteutetaan. Samalla se tarkoittaa, että rahaston on löydettävä sijoittajia, joiden odotukset vastaavat sen omaa profilia. Kestävyyttä myydään aineistossa kahden suuntaan samanaikaisesti. Sijoittajille kestävyys on signaali ammattimaisuudesta ja vastuullisuudesta. Kohdeyrityksille se on lupaus kumppanuudesta, joka tuo mukanaan kestävyyskyvykkyyden kehittämistä. Osalle kohdeyrityksistä kestävyysasiat eivät kuitenkaan alkuvaiheessa ole erityinen kilpailuetu. Se, miten rahasto asemoi itsensä, vaikuttaa suoraan siihen, ketä se saa mukaan molemmilta suunnilta. LP-paine ei aineiston perusteella ole täysin vakaa:

Ja aina kun me sijoitetaan rahastoihin, niin me tehdään sekä rahastosijoituksissa että näissä suorissa sijoituksissa aina ESG-DD. Ja nyt kun me ollaan sitten erityisesti niissä kansainvälisissä rahastoissa ja jossain määrin myös kotimaisissa rahastoissa, kun ollaan kysytty näitä ESG-DD-asioita, niin me ollaan kuultu näiltä pääomasijoittajalta, että no kiva, että joku kysyy näitä vielä, että te olette ainoa, joka kysyy näitä. (H8)

Havainto osoittaa, että institutionaalinen paine kestävyttä kohtaan ei ole yksisuuntainen eikä pysyvä ilmiö. Kun ulkoinen paine heikkenee, rahastojen sisäinen motivaatio kestävyystyöhön nousee keskeiseksi kysymykseksi. LP-paine toimii rakenteellisena mekanismina, mutta sen vaikutus on epätasainen ja altis muutoksille.

5.4 Omistamisen ja vaikuttamisen mekanismit

Pääomasijoittajat kuvaavat kestävyiden kehittämistä kohdeyrityksissä aktiivisena ja koko omistusaajan läpi kulkevana prosessina. Aineistossa teema jäsentyy kolmen mekanismin kautta: hallitustyön, kestävyiden roolin arvonluonnissa sekä kestävyyskyvykkyyden rakentamisen jatkorahoitusta varten.

Merkittävimpänä vaikuttamisen mekanismina aineistossa korostuu hallitustyö. Sen kautta sijoittajat ohjaavat kohdeyrityksien kehitystä omistusaikana. Varhaisen vaiheen startup-yrityksissä hallitusrakenne kuvataan ennen sijoitusta usein heikoksi tai muodolliseksi. Hallituksen kokoonpano voi rakentua tuttavapiiristä, kokoontua epäsystemaattisesti eikä vastata kasvuyrityksen tarpeita. VC-sijoittajat kuvaavatkin rakentavansa

tyypillisesti ensimmäisen ammattimaisesti toimivan hallituksen, jossa rahaston edustajan rinnalle tuodaan ulkopuolista osaamista.

Niissä firmoissa on usein sillä tavalla, että siellä on vain tyyli yrittäjä, kaksikko tai joku ja yksi joku kaveri siinä sieltä firmasta on hallitus ja se ei oikein kokoonnut välttämättä kauhean usein tai ettei ole kunnon governanssia niin tämä laitetaan kuntoon, ja siis me tehdään useimmissa meidän firmoissa, me ollaan tehty semmoinen hallitusvaliokunta työskentely, missä mietitään sitten, että okei, että mikä on se jengi, ketä me tarvitaan tänne hallituksen, että me päästään näihin meidän kunnianhimoisiin tavoitteisiin, ja sitten sinne jää sitten yleensä, siinä käy sitten niin, että siellä on meiltä yksi, siellä on se yrittäjä ehkä, ja sitten sen lisäksi siellä on ulkopuolinen puheenjohtaja ja näitä ulkopuolisia industry-advisereita, joilla ei ole sinänsä, että se ei ole niiden firma, mutta niillä on sitten taas kyvykkyyttä hahmottaa, että mitä se kannattaisi tehdä, että päästäisiin tavoitteisiin. (H7)

VC-sijoittajan rooli ei rajoitu pääoman tuomiseen vaan ulottuu koko johtamisrakenteen uudistamiseen. Governance ei ole sivutuote sijoituksesta vaan sen aktiivinen tulos. Hallitustyö toimii sijoittajille keskeisenä väylänä, jonka kautta yrityksen strategiaa ja kehityssuuntaa ohjataan. Sijoitussopimukset täydentävät hallitusasemaa. Aineistossa kuvataan, että keskeisimmät strategiset päätökset, kuten toimitusjohtajan vaihtaminen, hallituksen uudistaminen tai yrityksen myyminen, edellyttävät aina sijoittajan hyväksyntää riippumatta siitä, kuinka suuri omistusosuus on. Samalla hallitustyön kautta kestävyysteen liittyvät kysymykset integroidaan osaksi yrityksen sisäistä keskustelua. ESG ei näyttäytyä aineistossa erillisenä velvoitteena vaan osana normaalia hallitustyötä.

Hallitustyö ei kuitenkaan aina etene ongelmitta. Haastateltava kuvaa konkreettisen tilanteen, jossa kohdeyhtiön pääomistaja suhtautuu kestävyysasioihin avoimen vihamielisesti. Tällöin ei lähdetä tavoittelemaan välittömästi valmista kokonaisuutta vaan edetään vähitellen, rakennetaan luottamusta ja tehdään ensin pieniä muutoksia yhtiön sisällä. Kestävyystyö ei aina kuitenkaan rakennu yhteisestä vakaumuksesta vaan vaatii navigointia myös vastarinnan keskellä. Vaikka sijoittajat vaikuttavat aktiivisesti yritysten kehitykseen, haastattelupuheessa korostuu myös rajattu operatiivinen rooli:

Toki me ollaan siellä vain vähemmistöomistajana. Eli se ei päästä ikään kuin sanelemaan niinkään yrityksen toimintaan suoraan, mutta ollaan siellä hallitustyön

kautta vaikuttamassa, että niitä vastuullisuuskäytäntöjä ruvetaan implementoidaan niissä salkkuyhtiöissä. (H3)

Haastateltava tuo esille yhden pääomasijoittamisen paradoksin, jossa vähemmistöomistajuus rajoittaa osittain suoraa kontrollia mutta hallitustyö tarjoaa epäsuoran kanavan, jonka kautta kestävyyskäytäntöjä voidaan systemaattisesti viedä eteenpäin. Aineistossa korostuu myös se, että kestävyiden käsitteleminen säännönmukaisesti hallitustasolla kasvattaa tietoisuutta kestävyiden teemoista ja siirtää ne vähitellen toteuttavaan ryhmään:

Samoin me viedään kohdeyhtiöissä siellä suorissa sijoituksissa myös hallitustasolla aina nämä säännönmukaisesti keskusteluun, että se tietoisuus koko ajan kasvaa. (H8)

Käytännössä kestävyysasioiden vieminen hallitustyöhön edellyttää konkreettista dataa:

Kyllä se kyselyn ja hallituksen työskentelyn kombo, koska se kysely antaa sen konkreettisen tiedon. Muuten se on aika hankala alkaa kerran vuodessa sanoa silleen, että nyt puhutaan vähän ESG:stä ja kaikki on silleen, okei, että me käydään nyt tämä läpi. Helpompaa saada ihmiset välittää siitä, jos sä voit tuoda konkreettista dataa. (H6)

Sitaatti tekee näkyväksi sen, miten kestävyys institutionalisoituu hallitustyöhön käytännössä. Se ei tapahdu arvoihin vetoamalla vaan rakentamalla systemaattinen prosessi, joka tuottaa mitattavaa tietoa ja tekee kehityksestä seurattavaa. Hallituksen rajattu rooli on tietoinen valinta, joka liittyy sekä omistususuuksien rakenteeseen että rahastojen rajallisiin resursseihin. Sijoittajat omistavat tyypillisesti 20–40 prosenttia kohdeyhtiöstä ja yrittäjän enemmistöasema pyritään säilyttämään vähintään kahden tai kolmen rahoituskierröksen ajan:

Me ei olla mikään freerideri, vaan se on tavallaan semmoinen yhteinen matka, mikä alkaa siitä sijoituksesta. Sen takia me ollaan vähemmistössä, kun me halutaan, että se yrittäjä pysyy enemmistössä, että se on hänen firmansa edelleen. (H7)

Aktiivinen omistajuus toimii aineistossa keinona ylläpitää sitoutumista yhtiön kehitykseen, vaikka omistususuus jääkin vähemmistöön. Hallitustyö on mekanismi, jolla

vähemmistöomistaja kompensoi suoran operatiivisen ohjauksen puuttumisen. Vaikuttaminen tapahtuu rakenteen kautta eikä pakottamalla. Hallitustyö ei siis näyttäydy pelkästään käytännön johtamisena vaan institutionaalisena mekanismina, jonka kautta yritykseen rakennetaan valmiuksia omaksua uusia toimintakäytäntöjä. Vähemmistöomistajuus ei tarkoita vähäistä vaikutusvaltaa vaan erilaista vallan muotoa, joka rakentuu institutionaalisten käytäntöjen ja strategisen kumppanuuden varaan.

Toinen mekanismi liittyy kestävyysrooliin arvonaluonnissa. Haastatteluaineistossa kestävyys hahmottuu osana kohdeyritysten kehittämistä erityisesti riskienhallinnan ja arvonaluonnin näkökulmasta. Kestävyystyö ei näyttäydy pelkästään normatiivisena tavoitteena vaan keinona vahvistaa yrityksen pitkän aikavälin menestystä. Aineistossa toistuu johdonmukainen logiikkaketju, jossa lähtöpisteenä on riskienhallinta, siitä edetään arvonaluontiin ja parhaimmillaan syntyy uusia liiketoimintamahdollisuuksia:

Ja tyypillistä se on, että ensimmäisenä kyllä mä uskon, että se kaikissa yhtiöissä on se tärkeää, että se pienentää niitä riskejä ja sitten sitä kautta parantaa sitä arvostusta sinne exittiin. Mutta sitten jossakin se voi olla myöskin mahdollisuus oikeasti rakentaa lisää bisnestä tai erilaistumista. (H2)

Kestävyys ei ole erillinen tavoite, vaan se kytkeytyy siihen, miten yrityksen arvoa kasvatetaan omistusaikana ja realisoidaan exitissä. Käytännössä tämä tarkoittaa, että kohdeyhtiöihin rakennetaan vastuullisuusohjelmia ja seurannan käytäntöjä, jotka tekevät ESG:stä osan yrityksen normaalia toimintaa. Mittareina toimivat muun muassa SFDR:n määrittelemät PAI-indikaattorit, kuten hiilijälki-intensiteetti suhteessa liikevaihtoon ja työntekijätyytyväisyys. Näiden rinnalla käytetään governance-indikaattoreita, kuten hallitusrakennetta ja omistajuuden läpinäkyvyyttä (European Parliament & Council, 2019). Sama systemaattinen ote tulee aineistossa esiin seuraavasti:

Ja sitten näiden tiettyjen indikaattoreiden laskemisen ja raportoimisen lisäksi se kaikista tärkein osuus on se, että jokaisen salkkuyrityksen kanssa me tehdään nämöiset vastuullisuusohjelmat, joita vuosittain seurataan ja mietitään eteenpäin sen firman sisällä. Ne identifioidaan sen firman tarpeiden mukaan, mitä siellä on, minkälaista kehitysvelkaa siellä on ja mistä saisi eniten lisäarvoa, minkä asian kehittämisellä. (H7)

Kuvauksesta käy ilmi, miten kestävyystyö räätälöidään yrityskohtaisesti eikä toteuteta universaalina mallina. Kehittämisen painopisteet vaihtelevat kohdeyhtiöittäin. Teknologia-yrityksissä, joissa ihmiset ovat tärkein resurssi, sosiaalinen ulottuvuus korostuu työntekijäytytyväisyytenä, diversiteettinä ja rekrytointikyvykkyytenä. Hiilipäästöt ovat relevantti mittari toisille, mutta varhaisen vaiheen teknologiastartupeilla päästöt ovat lähtökohtaisesti pieniä eivätkä kuvaa yhtiön kestävyyskehitystä osuvasti. Kestävyystyö integroituu kohdeyhtiöihin ensisijaisesti liiketoimintalähtöisen kehittämisen kautta. Resurssit suunnataan sinne, missä arvonluontimahdollisuudet ovat suurimmat, ei sinne missä kestävyysvaikutus voisi olla laajin. Kestävyys siis saa hyväksynnän, kun se palvelee arvonluontia, mutta sen laajempi yhteiskunnallinen ulottuvuus jää toissijaiseksi.

Kolmas mekanismi on kestävyyskyvykkyyden rakentaminen jatkorahoitusta varten. Aineistossa käy ilmi, että kestävyyskyvykkyyttä kehitetään tulevia rahoituskierroksia ja mahdollista exittiä silmällä pitäen. Varhaisen vaiheen sijoittaja toimii sillanrakentajana, joka valmistelee kohdeyhtiötä seuraavia, tyypillisesti suurempia sijoittajia varten. Tämä edellyttää, että yhtiö on portfoliokelpoinen tuleville rahastoille jo ennen kuin nämä astuvat kuvaan:

Niin mä mainitsin jo siitä, että sitten meidän tietysti pitää miettiä, me ollaan varhaisen vaiheen rahoittaja, niin meidän pitää katsoa, että nämä yritykset saa myös jatkorahoitusta. Ja siinä sitten taas, tämä on sitten taas sitä kehitystyötä sen salkkuyhtiön osalta, eli ne pitää saada siihen, siellä pitää olla riittävä luottamus sitten taas seuraavan vaiheen sijoittajalla, että tämä yhtiö voi täyttää heidän vaatimuksensa ja ne on ehkä tyypillisesti nämä seuraavan vaiheen rahastot. (H3)

Varhaisen vaiheen rahasto ei rakenna kestävyyskyvykkyyttä vain omia tarpeitaan varten vaan myös signaloidakseen tuleville sijoittajille, että yhtiö on portfoliokelpoinen. Kestävyyskyvykkyys on myös markkinakelpoisuuden osoittamista. Aineistossa kuvataan samaa logiikkaa myös onnistumistarinoiden kautta. Menestyvät kestävä kehitys edistävät yritykset voivat inspiroida uusia yrityksiä ja sijoittajia. Sijoittajat voivat omilla kommentaillaan ja tavoitteillaan ohjata yrityskantaa, mutta tärkeämpää on se, että syntyy yrityksiä, jotka menestyvät arvopohjaansa noudattaen. Tällaiset onnistumistarinat kiihdyttävät uusia onnistumisia. Kestävyyskyvykkyyden arvo exit-tilanteessa ei kuitenkaan ole yksinkertainen:

Ja siellä sitten sehän on normaalia kaupankäyntiä, että heidän mielestäänhan kaikki on huonosti, myös vastuullisuusasiat, ja meidän mielestä kaikki on hyvin. Ja näistä sitten tulee jonkinlainen keskiarvo, jolla sitten ehkä sen kauan syntyy, mutta sitä on tosi vaikea siinä arvioida, että mikä sen arvo siihen kokonaisuudessa on. (H4)

Tämä tekee siitä samalla vaikeasti erotettavan muusta arvonmuodostuksesta exit-tilanteissa. Kestävyyssyvykkyyden rakentamisen motivaatio on aineistossa pääosin strateginen ja ulkoisiin odotuksiin vastaava. Jos pääomasijoittajien motivaatio perustuu pääosin ulkoiseen paineeseen, kysymykseksi nousee, mitä tapahtuu, kun paine muuttuu. Aineiston keruun aikana tällainen muutos on jo käynnissä erityisesti yhdysvaltalaisilla markkinoilla. Ulkoisiin odotuksiin perustuva motivaatio voi osoittautua institutionaalisesti haavoittuvaksi, jos markkinapaine kestävyysraportointia kohtaan heikkenee.

5.5 Tulevaisuuden kestävyys

Pääomasijoittajien puhe kestävyiden tulevaisuudesta on luonteeltaan hypoteettista. Se sisältää sekä arvioita markkinakehityksestä että haastateltavien normatiivisia toiveita siitä, mihin suuntaan toimialan pitäisi mennä. Aineistosta hahmottuu kolme näkökulmaa, joiden avulla jäsenmän haastateltavien näkemyksiä. Ensimmäinen koskee skeptisyyttä ja realismia, toinen syklisyyttä ja kestävyttä kilpailutekijänä ja kolmas arvopohjan ja tuottologiikan välistä jännitettä.

Haastatteluaineistossa toistuu näkemys siitä, että kestävyys, vastuullisuus ja ESG ovat tällä hetkellä osittain vastatulessa. Aiempiin kasvuvuosiin verrattuna innostus on laantunut ja tilalle on tullut varovaisempi ja pragmaattisempi suhtautuminen:

Nyt siitä on vähän ilmaa tullut pois ja on otettu omnibus ja vähän peruuteltu takaisin, mutta kyllä mä uskon silti, että se tulee kehittyä ja sen merkitys kasvaa, mutta ehkä siihen tulee realismia ja konkreettisuutta. (H2)

Tulevaisuus näyttäytyy puheessa ennen kaikkea järkeytymisenä. Kestävyys ei katoa, mutta siihen kohdistuvat odotukset muuttuvat realistisemmiksi. Maininta Omnibus-aloitteesta on aineistossa ohimennen tehty mutta merkittävä. EU:n Omnibus-paketti pyrki keventämään erityisesti CSRD- ja CSDDD-direktiivien velvoitteita ja sitä

tulkitaan osana laajempaa kehityssuuntaa, jossa raportoinnin määrä vähenee mutta ehkä selkeytyy. Compliance-väsymys nousee aineistossa toisena keskeisenä teemana. ESG:n koetaan suuntautuneen liaksi pakollisten toimien suuntaan, jotka eivät näytä tuottavan käytännön lisäarvoa:

Se mielestäni on vähän surullista, että se on hidastunut. Olen ehkä nähnyt vähän, että kun ESG on saanut enemmän vastuulta, että backtrackia, että ihmiset eivät ihan syty siihen, että on ehkä liian paljon compliance, muistuttaa liikaa compliancea just regulatorista ja sellaista ei-arvoa tuovaan. (H6)

Kestävyyden sisältöön ei välttämättä suhtauduta aiempaa kielteisemmin, mutta sen toteuttamiseen liittyvä hallinnollinen rasitus on kasvattanut kyynisyyttä. Tämä käy ilmi myös seuraavasta kuvauksesta CSRD-kehikosta:

Kyllä mä toivoisin, että se regulaatiopuoli, semmoinen tiukka raportointi, tällainen CSRD-tyyppinen raportointi, että se vähenisi, koska siis kun on nähnyt vähän, että miten raskasta se on niille firmoille, jotka on sen kokoisia, että on CSRD-puitteissa, niin se on todella raskas sääntely frameworkki. (H7)

Haastateltavien kritiikki kohdistuu sääntelyn toteutustapaan, ei kestävyteen itseensä. Erityisesti vaatimukset, jotka koetaan epärealistisinä tai yritysten arjesta irrallisina, saavat aineistossa osakseen arvostelua. Vastaavasti aineistossa esiintyy tilanteita, joissa muodollisten kestävyysvaatimusten täyttäminen ja kohdeyhtiön käytännön toiminta etääntyvät toisistaan:

Sitten kun sä rupeat tavallaan tekemään jonkun muodonmukaisesti, jotta sä täytät jotkut ulkoiset vaatteet, niin sitten tavallaan ei semmoisia voi keksii tai sitten sä joudut valehtelemaan. Tässä bisneksessä et voi mennä sillä, koska se valhe tulee esille. Ja kaikessa inhimillisessä toiminnassa, kun asiat on toistuvia ongelman tilanteiden pulmien ratkaisuja, isompia ja pienempiä tienristeyksiä, joissa sun täytyy tehdä päätös sen hetkisen tiedon mukaan. (H4)

Kritiikki ei kohdistu kestävyteen sinänsä vaan epärealistisiin ja irrallisiin vaatimuksiin, jotka ohjaavat käyttäytymistä epätarkoituksenmukaisesti. Erottelu on tärkeä. Kyse ei ole kestävyiden vastustamisesta vaan huolesta siitä, miten sääntely voi johtaa näennäiseen tekemiseen todellisen sijaan. Vastatuuli ei siis näyttäydy aineistossa arvopohjan

katoamisena vaan käytännön toteutukseen liittyvänä väsymyksenä. Haastateltavien puhe suuntautuu nopeasti ulkoisiin vaatimuksiin ja raportointivalmiuksiin. Sisäinen motivaatio kestävämmän toiminnan rakentamiseen jää pääosin ääneen sanomatta.

Toinen näkökulma on alan syklisyys ja kestävyys kilpailutekijänä. Vastatuulesta huolimatta aineistossa esiintyy vahva näkemys siitä, että kestävyys ei ole häviämässä kokonaan vaan elää enemmänkin syklisesti. Poliittinen ilmapiiri on muutoksessa, mutta kestävyiden taustalla olevat ongelmat eivät ole vielä ratkaistu eivätkä markkinavaatimukset katoa, vaikka ne hetkellisesti voisivat hiipua. Kestävyys ei näytä kehittyvän lineaarisesti vaan syklisesti. Sen näkyvyyttä määrittää poliittinen ja geopoliittinen konteksti, yhtä paljon kuin toimijoiden oma arvopohja:

Ja uskon, että kun tämä poliittinen tilanne tästä taas jossain vaiheessa kääntyy, niin sitten se taas tulee takaisin agendalle. Niin pitäisi kyllä hirveän vaarallisena tulevaisuuden kuvata sitä, että jos nyt vaan todetaan, että no niin, että eihän näihin nyt tarvikaan kiinnittää huomiota, että ne painellaan menemään ja näin, koska me ollaan aina painotettu sitä, että kaikki sellaiset yritykset, jotka datavetoisesti johtaa kestävyysasioiden kehitystä, niin on paljon vahvempia, ne yritykset on paljon arvokkaampia, ja sitten jos sä vaikka pörssilistaudut joskus, niin sillä on merkitystä ja arvoa, että sä pystyt näyttämään faktaan ja dataperusteisesti, että miten nämä kestävyysasiat on huomioitu, miten sitä johdetaan, vaan miten se näkyy siellä yrityksen arjessa, ja riippuu tietysti paljon yrityksen liiketoiminta-alueesta, mutta jos siellä ollaan sitten kuluttajarajapinnassa, tai jos tehdään töitä näiden suuryritysten kanssa, jotka on pakotetusti tässä sääntelyregiimissä mukana, niin ethän se voi toimia siellä. (H8)

Kestävydestä tinkiminen ei näyttäydy olevan riskitöntä, vaikka ulkoinen paine hetkellisesti heikkenisi. Yritykset, jotka rakentavat kestävyyskyvykkyytensä jo heikkenevien syklien aikana, voivat olla vahvemmassa asemassa seuraavassa nousussa. Aineistossa nostetaan tulevaisuuden kärjiksi erityisesti ilmasto- ja biodiversiteettiteemat, jotka näytetään pysyvimpinä kestävyiden ulottuvuuksina poliittisesta ilmapiiristä riippumatta. Aineisto osoittaa, että se, mitä pidetään sijoituskelpoisena tai yhteiskunnallisesti hyväksyttävänä, ei ole stabiili kategoria.

Kolmas näkökulma liittyy siihen, missä määrin kestävyys voisi tulevaisuudessa toimia sijoittamista aidosti ohjaavana arvopohjana. Aineistossa ei ole yksimielisyyttä siitä,

voiko kestävyys toimia sijoittamista ohjaavana periaatteena. Osa haastateltavista toivoo, että arvot ohjaisivat sijoittamista nykyistä enemmän, mutta samalla todetaan, että generalistirahastoissa taloudellinen tuotto säilyy käytännössä hallitsevana periaatteena:

Että siitä tulisi semmoista järkevää, että arvot olisi sijoitusmaailmassakin semmoinen ohjaava tekijä, sehän ei aina ole näin, mutta se olisi toivottava kehityssuunta, että tehtäisiin niitä asioita hyvin ja tietoisesti omista vaikuttavuuksista erilaisiin yhteiskunnan osa-alueisiin. (H7)

Kyse ei ole arviosta siitä, että näin tulee käymään, vaan siitä, että näin toivottaisiin käyvän. Tällainen puhe paljastaa jotain toimijan omista arvoista. Se on eri asia kuin kuvaus markkinoiden kehityssuunnasta. Monilla haastateltavista olikin toive tai näkemys siitä, kuinka arvot voitaisiin valjastaa osaksi pääomasijoittamisen maailmaa. Aineistossa nähdään kuitenkin, etteivät generalistirahastot löydä arvon syntyvän muualta kuin kasvusta:

Ei näissä generalisti fundeissa ainakaan, että pitää mennä tuollaisiin impact-fundeihin enemmän. (H6)

Kestävyys arvopohjaisena sijoituslogiikkana on siis omana erillisenä segmenttinään, joka liitetään impact-rahastoihin. Generalistirahastojen kohdalla hallitsevaksi jää edelleen tuottoperusteinen logiikka. Impact-rahastot toimivat eri logiikalla eivätkä ole sama asia kuin perinteiset rahastot. Käsitys kasvun arvonluontikyvystä on juurtunut syvälle, ja sen kyseenalaistaminen näyttäytyisi alalla disruptoivana ratkaisuna. Tulevaisuuden kasvumallit eivät aineiston perusteella ratkea vain sillä, mitä pidetään taloudellisesti houkuttelevana, vaan myös sillä, millaista arvoa sijoittamisen katsotaan olevan mielekästä tuottaa.

6 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tässä luvussa kootaan yhteen tutkimuksen keskeiset tulokset ja peilataan niitä teoreettiseen viitekehykseen. Tämän jälkeen pohditaan tulosten laajempia implikaatioita sekä tarkastellaan tutkimuksen rajoitteita ja mahdollisia jatkotutkimusaiheita.

6.1 Tulkinnallinen yhteenveto

Tutkielmassa on selvitetty pääomasijoittajien kestävyyskäsitteitä ja niiden ilmenemistä sijoitustoiminnassa. Tutkimusta ohjasi kolme alakysymystä, jotka koskivat kestävyysasenteisiin vaikuttavia tekijöitä, niiden näkymistä käytännön sijoitustoiminnassa sekä kestävyden tulevaisuutta suhteessa vaihtoehtoihin kasvumalleihin.

Aineiston pohjalta hahmottui viisi temaattista kokonaisuutta: kestävyden käsitteet ja asenteet, kestävyys sijoituslogiikassa, rakenteelliset ehdot, omistamisen ja vaikuttamisen mekanismit sekä tulevaisuuden kestävyys. Seuraavaksi tarkastelen näistä nousevat keskeiset löydökset Weberin toimintatyyppien ja uuden institutionaalisen teorian käsitteiden valossa.

Aineisto osoittaa, että kestävyys ei toimi pääomasijoittamisessa yhtenäisenä normatiivisena periaatteena, vaan se rakentuu useista päällekkäisistä merkityksistä. Kestävyttä ei kuvata aineistossa kertaakaan samalla lailla. Aineistossa oli havaittavissa kolme rinnakkaista tulkintatapaa.

Ensimmäisessä tulkinnassa kestävyys oli ennen kaikkea arvonluonnin väline, joka kytkeytyi riskien ja mahdollisuuksien tunnistamiseen sekä exit-valmiuden vahvistamiseen. Tämä tulkinta vastaa Weberin tavoitrationaalista toimintaa, jossa kestävyys saa merkityksensä keinojen ja päämäärien laskennallisesta suhteesta. Taloudellinen rationaalisuus voidaan oletettavasti kuulua pääomasijoittamisen toiminnan ytimeen.

Toisessa tulkinnassa kestävyys näyttäytyi hallinnollisena velvoitteena, jossa raportointi koettiin kuormittavana mutta isomman hyvän vuoksi hyväksyttävänä. Tulkinta sijoittuu Weberin formaalirationaalisuuden ja traditionaalisen toiminnan välimaastoon. Formaalirationaalisuudella tarkoitetaan tässä sitä, että kestävyys integroidaan sijoitustoimintaan laskennallisena ja mitattavana kategoriana, kuten ESG-pisteinä tai

raportointivelvoitteina. Traditionaalinen toiminta puolestaan viittaa siihen, että käytännöt omaksutaan tottumuksena ja osana kentän itsestään selvää toimintatapaa ilman erityistä perustelua. Tämä yhdistelmä on kytkettävissä myös DiMaggion ja Powellin (1983) isomorfismin mekanismeihin. Pakottava isomorfismi näkyy sääntelyn ja LP-vaatimusten tuottamana velvoitteena, normatiivinen isomorfismi puolestaan kentän ammatillisina odotuksina siitä, mitä vastuulliselta toimijalta edellytetään. Toimitaan siis niin koska sääntö velvoittaa ja koska kentän legitimeetti edellyttää sitä. Tämä havainto on laajemminkin tunnistettavissa sijoitustoimialalla, joka on voimakkaasti säännelty ja jossa vakiintuneet toimintatavat muuttuvat hitaasti.

Uudet normit ja käytännöt omaksutaan helpommin ensin muodollisina velvoitteina ennen kuin ne sitten mahdollisesti juurtuvat osaksi toimijoiden sisäistä arvomaailmaa. Kestävyyden integroituminen pääomasijoittamiseen näyttää aineiston perusteella noudattavan tätä samaa logiikkaa. Tässä mielessä myös tutkimuksen löydökset ovat jossain määrin odotettavissa. Tutkimuksen kohteena ovat käsitykset säännellyllä ja vakiintuneella toimialalla, on perusteltua odottaa, että ulkoiset rakenteet heijastuvat vahvasti toimijoiden tapoihin jäsentää ja perustella toimintaansa.

Kolmannessa tulkinnessa kestävyys liitettiin sijoittajan omaan arvopohjaan ja integreettiin. Tämä tulkinta asettuu Weberin arvorationaaliseen toimintatyyppiin, jossa kestävyys saa perustelunsa itsestään eikä välineenä muulle. Aineistossa tämä orientaatio oli selvästi vähemmistössä ja esiintyi tyypillisesti yksittäisinä kannanottoina muuten tarkoituksellisesti tai traditionaalisesti rakentuneessa puheessa. On kiinnostavaa havaita, että arvorationaalinen ääni löytyi kuitenkin aineistosta, vaikka alan rakenteet ja kannustinmekanismit eivät erityisesti tue tämänkaltaista orientaatiota.

Laajemmin tarkasteltuna kestävyteen liittyviä arvoja ja tietoisuutta kestävyuden merkityksestä löytyi lähes jokaisen haastateltavan puheesta, vaikka ne ilmenivät eri muodoissa ja niitä käsiteltiin eri tavoin. Tämä viittaa siihen, että kestävyys ei ole toimijoille vieras tai vain ulkoapäin tuotu käsite vaan se resonoi jollain tasolla heidän omassa ajattelussaan. Kysymys ei siis ole tietoisuuden puutteesta vaan siitä, miten kestävyys asemoidaan suhteessa muihin toiminnan logiikkoihin. Weberin arvopluralismin käsitteen valossa tämä voidaan ymmärrettävää niin, että toimijat navigoivat samanaikaisesti useissa arvojärjestelmissä ja yksittäinen puheenvuoro voi heijastaa eri logiikoiden sekoitusta. Arvorationaalisen orientaation marginaalisuus ei siten tarkoita sen

merkityksettömyyttä vaan pikemminkin sitä, että se elää kentällä alisteisena mutta ei kadonneena.

Tulkinnan kerrostumista voidaan lähestyä toimintatyyppien välisenä jännitteenä yksittäisen toimijan puheessa. Pääomasijoittajat omaksuvat kentältä jaettuja jäsenyyksiä toimialasta ja sääntelystä mutta samalla sisäistävät oman rahastonsa strategiaa ja viestintää. Yksittäisen haastateltavan puheessa nämä kerrokset asettuvat päällekkäin ja aktivoituvat eri painotuksin riippuen mistä puhutaan.

Aineiston perusteella kestävyys on integroitunut syvälle pääomasijoittamisen käytäntöihin, mutta se toimii olemassa olevan tuotto-riski-kehikon sisällä eikä omana arvopohjaisena logiikkanaan. Käsitystasolla kestävyys kuuluu systemaattisesti osaksi due diligence -prosessia, mutta käytännössä tuotto-odotus toimii osana arviointia, jonka kautta kestävyttäkin tarkastellaan. Tuotto toimi haastatteluissa selkeästi portinvartijana, eli ilman selkeää tuottopotentiaalia sijoituskohde ei ole jatkokelpoinen. Kestävyys saa painoarvoa silloin, kun se voidaan liittää arvonluontiin kohdeyrityksissä, exit-valmiuteen tai seuraavalle rahoituskierrökselle siirtymiseen.

Konkreettisimmin tämä näkyi due diligence -käytännöissä, joissa ESG-kysymyksiä tarkasteltiin osana laajempaa makroriskien arviointia ja kohdeyhtiön kehityskohteiden tunnistamista. Vastaavasti green premiumiin liittyvä keskustelu paljasti, että aineistossa suhtauduttiin varauksellisesti sijoituskohteisiin, joiden taloudellinen logiikka olisi riippuvainen pelkästä kestävyuden tuomasta hintapreemiosta. Sen sijaan kohdeyhtiöiden tuottologiikan tuli toimia myös ilman kestävyuden tuomaa lisäarvostusta.

Tämä havainto kytkeytyy Weberin (1922/2019) erotteluun formaalin ja materiaallisen rationaalisuuden välillä. Pääomasijoittajien toiminta jäsentyy ensisijaisesti formaalin rationaalisuuden eli kapitalistisen laskennan kielelle. Siinä kestävyys taipuu tuoton, riskin ja arvonnousun kategorioihin. Sen materiaallinen ulottuvuus eli yhteiskunnallinen tai ekologinen sisältö, jää formaalin laskennan logiikan alle. Aineisto vahvistaa myös sen, että kestävyyttä koskeva puhe painottuu raportointiin, mittareihin ja vaatimusten täyttämiseen, kun taas konkreettinen yhteiskunnallinen vaikuttavuus jää vähemmälle huomiolle. Meyerin ja Rowanin (1977) käsitteellistämä irtikytkeä tarjoaa tähän selittävän kehiksen. Muodolliset rakenteet ja käytännön toiminta voivat etääntyä toisistaan, kun legitimizeetti rakentuu ennen kaikkea näkyvien käytäntöjen kautta. Tämä ei tarkoita, että

kestävyysintegrointi olisi epäaitoa, mutta se tarkoittaa, että muodollisten rakenteiden olemassaolo ei yksin riitä todisteeksi kestävyys ohjaavasta roolista.

Haastatteluissa kestävyys asema pääomasijoittamisessa rakentuu valtaosin institutionaalisten paineiden kautta. Aineistossa raportointitaakka koetaan rasittavana ja osin merkityksettömänä, mutta sen ohittaminen ei näyttäyty vaihtoehtona. Tämä havainto vastaa DiMaggion ja Powellin (1983) erottelemaa pakottavaa ja normatiivista isomorfismia. Pakottava paine välittyy ennen kaikkea sääntelyn ja raportointivelvoitteiden kautta, mikä näkyy aineistossa toistuvina viittauksina SFDR- ja CSRD-kehyksiin. Suuremmat sijoittajat ovat enenevässä määrin velvollisia raportoimaan sijoituksistaan ja nämä vaatimukset valuvat rahastojen kautta kohdeyhtiöihin. Varhaisen vaiheen rahastojen kohdalla ilmiö näkyy myös siinä, että kohdeyhtiöiden kestävyyskyvykkyyttä rakennetaan tulevia rahoituskierroksia silmällä pitäen, jolloin pakottava paine välittyy rahoitusketjussa eteenpäin signaloitavana valmiutena.

Normatiivinen paine näkyy puolestaan sijoittajakunnan ammatillisten odotusten muodossa. Tiedot käytännöt määrittävät kentällä asianmukaiseksi tavaksi toimia ja toimijat omaksuvat ne osittain riippumatta siitä, kokevatko he ne henkilökohtaisesti merkitykselliseksi. Aineistossa tämä näkyy esimerkiksi siinä, miten raportointitaakka koettiin kuormittavana erityisesti pienemmille toimijoille, mutta se hyväksyttiin osana kentän legitimiä toimintatapaa. Mimeettinen isomorfismi näkyy aineistossa heikommin. Se on kuitenkin tulkittavissa siinä, miten menestyneitä rahastoja ja niiden kestävyyskäytäntöjä ihannoidaan, mikä voi vähitellen valua osaksi omaa ajattelua ja toimintatapoja.

Yhteistä näille kolmelle mekanismille on, että ne eivät vain lisää kestävyys näkyvyyttä, vaan ne myös muokkaavat sitä. Ne rajaavat, millaisina käytäntöinä kestävyys on kentällä tunnistettavissa ja toteutettavissa.

Sijoittajien vaikutus kohdeyhtiöihin ei aineiston mukaan perustu suoraan operatiiviseen ohjaukseen vaan hallitustyöhön, omistaja-asemaan ja jatkuvaan vuorovaikutukseen yrittäjän kanssa. Vaikka toimijat kuvaavat olevansa mukana aktiivisella otteella, toteutus jää silti enemmän ohjaavaksi kuin operatiivisen tason toiminnaksi. Aineistossa keskeisimmäksi vaikuttamisen kanavaksi nousi hallitustyö. Varhaisen vaiheen kohdeyhtiöiden hallitusrakenteet kuvattiin sijoitusta edeltävässä tilassa usein ystävapiiriin perustuviksi ja sijoituksen myötä rakenteita ammattimaistetaan. Vähemmistöomistajuus rajoittaa suoraa kontrollia, mutta hallitustyön ja systemaattisen ESG-arvioinnin yhdistelmä

tarjosi kanavan, jonka kautta kestävyyskäytäntöjä vietiin kohdeyhtiöissä eteenpäin. Vähemmistöomistajuus ei tässä kehyksessä tarkoittanut vähäistä vaikutusvaltaa vaan erilaista vallan muotoa, joka välittyy hallinnollisten rakenteiden kautta.

Tämä mekanismi on Weberin näkökulmasta ymmärrettävissä byrokraattisen ja formaalisti rationaalisen vallankäytön muotona, jossa toiminta välittyy sääntöjen, prosessien ja raportointijärjestelmien kautta. Hallitustyö, sopimuksellinen asema ja systemaattisesti rakennetut vastuullisuusohjelmat tuottavat yhdessä sen institutionaalisen ympäristön, jossa kestävyyskäytännöt vakiintuvat. Aktiivinen omistajuus toimii keskeisenä vaikuttamisen ihanteena, mutta käytännön mekanismit etenevät hitaasti ja hallinnollisesti välityneinä.

Haastateltavien puheessa kestävyys näyttäytyy vakiintuneena osana pääomasijoittamista, vaikka se saattaa lähivuosina ottaa takapakkia. Osa haastateltavista toivoo, että raportointivaatimukset kehittyisivät järkevämpään eli kevyempään suuntaan.

Osa haastateltavista nostaa esiin myös toiveen siitä, että arvot ohjaisivat sijoitustoimintaa nykyistä vahvemmin ja että muut sijoittajat omaksuisivat kestävyiden osaksi omaa toimintaansa. Tämä tarkoittaisi käytännössä, että generalistirahastot ottaisivat nykyistä enemmän vastuuta kestävästä sijoituksista, jotka ovat tällä hetkellä keskittyneet pääosin impact-rahastoihin.

Tällainen toive vastaa Weberin (1922/2019) käsitteistöllä arvorationaalisen orientaation vahvistumista pääomasijoituskentällä. Käytännössä se tarkoittaisi siirtymää tavoiterationaalisesta tuotto- ja kasvu-logiikasta kohti perustelua, jossa kestävyys ohjaa sijoituspäätöksiä omana arvonaan eikä ainoastaan riskienhallinnan välineenä. Toive ei kuitenkaan aineistossa yllä kasvun määritelmän kyseenalaistamiseen. Arvorationaalinen orientaatio hahmotetaan nykyisen kasvulogiikan sisällä, ei vaihtoehtona, jossa kasvu rakentuisi perinteisen taloudellisen kasvun ulkopuolelle.

Toive arvorationaalisen orientaation vahvistumisesta törmää kentällä institutionaaliin paineisiin, jotka aiheuttavat haastateltavien puheessa selkeää turhautumista ja väsymystä. Tämä yhdistelmä ei tue kestävyiden aseman vahvistumista pääomasijoittajien keskuudessa, ellei alalla nähdä rakenteellisia muutoksia.

Sisäinen, arvopohjainen motivaatio jää aineistossa vähäiseksi. Haastateltavat legitimoivat kestävyyttä ensisijaisesti ulkoisten paineiden kautta. Kentän retoriikassa arvopohjainen ohjaus toimii toivottavana kehityssuuntana, mutta aineistossa tämä tavoite eriytyy toistuvasti siitä, miten markkinoilla käytännössä toimitaan. Aineistossa esitettiin yksittäisiä normatiivisia toiveita siitä, että arvot toimisivat sijoitusmaailmassa ohjaavana tekijänä, mutta nämä lausumat oli selvästi erotettu kuvauksesta markkinoiden todellisesta kehityssuunnasta. Lisäksi arvopohjainen sijoittaminen rajattiin aineistossa pääosin impact-rahastojen ja vastaavien erikoistuneiden segmenttien sisään, kun taas generalistirahastoissa hallitsevaksi jäi tuottoperusteinen logiikka. Tämä kahtiajako vahvistaa kuvaa siitä, että arvopohjainen orientaatio on aineistossa marginaalinen ja segmentoitu omaksi rahastotyyppikseen.

Aineistossa esiintyi myös konkreettinen kuvaus tilanteesta, jossa kohdeyrityksen ostamisen perusteena oli ennen kaikkea sen teknologian pitäminen poissa kilpailijan käytöstä. Sijoittajille luotiin arvoa, mutta potentiaalinen yhteiskunnallinen vaikutus jäi toteutumatta. Esimerkki tuo esille, että taloudellinen rationaalisuus voi toimia myös laajemman yhteiskunnallisen hyödyn vastaisesti.

Weberin (1922/2019) toimintatyyppien kehyksessä tämä tarkoittaa sitä, että aineistossa puhe asettuu pääosin tavoiterationaalisen toiminnan piiriin, jossa kestävyys on väline taloudellisten ja institutionaalisten päämäärien saavuttamiseen. Arvorationaalinen orientaatio, jossa kestävyys olisi itsessään velvoittava arvo, jää harvinaiseksi. Oliverin (1991) jäsenitys institutionaalisten paineiden strategisista vasteista voi tuoda tarkemman kulman tähän havaintoon. Aineistossa näkyy ennen kaikkea mukautumista ja kompromissia. Haastateltavat hyväksyvät paineet ja neuvottelevat niistä käytännön tasolla, mutta eivät juuri haasta tai vastusta niitä aktiivisesti. Tämä tarkoittaa sitä, että kestävyiden vaikiintuminen kentällä ei välttämättä heijasta toimijoiden sisäistä omistautumista, vaan enemmänkin kentän rakenteellista pakottavuutta.

Löydökset hahmottavat yhdessä kentän, jolla kestävyys on tullut osaksi pääomasijoittamisen normaalia käytäntöä. Sen legitimizeetti rakentuu kuitenkin ensisijaisesti ulkoisten paineiden ja taloudellisen rationaalisuuden ehdoilla. Kestävyyspuhe on kerrostunutta ja kontekstisidonnaista, ja se asettuu olemassa olevan tuotto-riski-laskennan sisään ilman autonomista logiikkaa. Institutionaaliset paineet ohjaavat käytäntöjä samanaikaisesti useasta suunnasta. Vaikuttaminen kohdeyrityksiin välittyy ennen kaikkea hallinnollisen

vallan kautta. Kentän vakiintuneisuus on kuitenkin ehdollista, sillä paineiden muutos heijastuu nopeasti kentän käytäntöjen sisältöön ja painotuksiin. Sisäinen, arvopohjainen motivaatio jää aineistossa marginaaliseksi ja kestävyyttä legitimoidaan ennen kaikkea ulkoisin perustein.

Pääomasijoittajien kestävyyskäsitteet eivät siten hahmotu yhtenäisenä arvomaailmana, vaan kerroksellisenä ja institutionaalisesti välittyneenä toiminnan logiikkana. Siinä formaali rationaalisuus, mukautuminen ulkoisiin paineisiin ja suhteisiin perustuva omistajuus muodostavat toiminnan keskeiset elementit. Kestävyys kuuluu osana pääomasijoittamista, mutta se näyttäytyy yhtenä toiminnan osana eikä niinkään puhtaana arvona, jota vietäisiin aatteen tasolla eteenpäin. Sen hyödyt on tunnistettu ja niitä osataan käyttää navigoimisessa sekä pääomaa hankittaessa, että yritystä myytäessä.

6.2 Pohdinta

Suomalainen pääomasijoittamisen kenttä on kansainvälisesti tarkasteltuna pieni ja tiivis. Toimijat tapaavat toisiaan toistuvasti, jakavat ajatuksia avoimesti ja muodostavat verkostoja, joissa kestävyteen liittyvät käsitteet siirtyvät nopeasti toimijalta toiselle. Tämä rakenne aktivoi yhtäaikaaisesti kaikkia kolmea isomorfismimekanismia. Pakottava paine syntyy sääntelyn ja LP-sijoittajien vaatimusten kautta. Mimeettinen paine kumpuaa kentän pienestä koosta ja tiivistä viestintärakenteesta. Normatiivinen paine välittyy puolestaan yhteisten ammattikäytäntöjen ja foorumien kautta. Kentän tiiviys tehostaa siten institutionaalisten paineiden vaikutusta tavalla, joka vahvistaa kestävyden vakiintumista, mutta tekee siitä samalla erityisen herkän kentän yhteisen narratiivin muutoksille.

Vaikka Weberin toiminnan teoria on yli sadan vuoden takainen, se tarjoaa edelleen toimivan linssin taloudellisten toimijoiden ja niiden käyttäytymisen tarkasteluun. Markkinoiden rakenteet ja toimintatavat ovat luonnollisesti muuttuneet, mutta Weberin erottelu rationaalisuuden muodoista, kapitalistisen laskennan logiikka ja arvopluralismin käsite osuvat kysymyksiin, jotka ovat pääomasijoittamisen kestävyyskeskustelussa edelleen ajankohtaisia. Teoriaa ei ole tarkoituksenmukaista käyttää yksin, mutta se tuo tarkasteluun perustellun mikrotason näkökulman, jonka avulla yksittäisen toimijan päätöslögiikka voidaan eritellä. Uusi institutionaalinen teoria on Weberin teoriaa huomattavasti

uudempi ja muotoutui 1980-luvulla. Sen avulla on mahdollista tunnistaa kentän rakenteita ja erilaisia jäljittelyn muotoja sekä tehdä näkyväksi, miten organisaatiot omaksuvat samankaltaisia käytäntöjä ulkoisten paineiden alaisena. Kahden teoriaperheen yhdistäminen tuottaa tulkintakehyksen, joka kattaa sekä yksilön päätöslogiikan että kentän rakenteelliset ehdot.

Aineiston yksi yllättävimmistä havainnoista on se, kuinka nopeasti geopoliittiset muutokset välittyvät sijoittajien käsityksiin kestävydestä. ESG-mittaristot ovat tuoneet markkinaaan vakautta tarjoamalla yhteisen kielen ja vertailukelpoiset kriteerit, mutta niiden jatkuva muuttuminen ja regulatiiviset uudelleenmuotoilut tuottavat samalla epävakautta. Tämä jännite näkyy myös aineistossa ja toimijat odottavat selkeitä ja pysyviä raameja, mutta joutuvat sopeutumaan jatkuvaan uudistumiseen. Voiko kestävyys siis olla kentällä neuvoteltavissa oleva asia, vai tulisiko sen olla institutionaalisesti asetettu rakenne, josta ei voida joustaa. Aineiston perusteella kestävyiden vakautta horjuttavat juuri ne samat mekanismit, joiden pitäisi olla osittain sen tukirakenteita. Verkostot, yhteinen narratiivi ja toimialan kollektiivinen tulkinta muuttuvat nopeasti ulkoisten paineiden ja geopoliittisen kontekstin mukana. Tämä viittaa siihen, että kestävyys ei muutu kentällä vakaammaksi tulevaisuudessa pelkän rakenteellisen pakottamisen voimalla, ellei sen taustalle muodostu vahvempaa yhteistä arvopohjaa.

Tämän tutkielman tarkoitus ei ole ollut tarjota uusinta tilannekuvaa kestävästä sijoittamisen trendeistä vaan tarkastella, miten pääomasijoittamisen kentän toimijat rakentavat kestävyiden käsityksiä omassa toiminnassaan. Taloussosiologinen näkökulma tuo pääomasijoittamisen keskusteluun lähestymistavan, joka eroaa hallitsevasta taloustieteellisestä ja rahoituspainotteisesta tarkastelusta. Tutkielman kontribuutio on tässä mielessä näkökulmallinen ja metodinen eli se tarjoaa lukijoille uuden tavan tarttua aiheeseen ja avaa polkuja jatkotutkimukselle, jossa toimijoiden käsitykset ja kentän rakenteet asettuvat samaan tulkintakehykseen. Avoimeksi kysymykseksi jää, saavuttaako kestävyys kentällä jossakin vaiheessa aseman, jossa sen periaatteista ei olla valmiita neuvottelemaan. Vai jääkö se jatkuvaan muutokseen, jossa sen sisältö määrittyy uudelleen kunkin yhteiskunnallisen ja taloudellisen suhdanteen mukaan.

Pääomanrahoitusalan ammattilaisille tutkielma tarjoaa tiivistetyn kuvan siitä, miltä kentän kestävyyspuhe näyttää koottuna ja systemaattisesti analysoituna. Yksittäinen sijoittaja näkee oman organisaationsa puheen, mutta harvoin koko kentän tasolla rakentuvaa

kuviota. Tutkielma voi siten toimia peilipintana sille, miten oma puhetapa asettuu osaksi laajempaa institutionaalista kokonaisuutta ja missä se eroaa siitä. Mahdollisuudet kehittää alan arvopohjaa kestävyysmyönteisemmäksi kytkeytyvät yhteisiin narratiiveihin, joihin toimijat voivat omalla toiminnallaan vaikuttaa.

On myös syytä huomata, että laadullisen tutkimuksen luonteeseen kuuluu havaintojen rajautuminen puhetapojen rakenteeseen, ei yksittäisten pääomasijoittajien tosiasiallisiin sijoituspäätöksiin. Aineisto kertoo siitä, miten kestävydestä alalla puhutaan ja miten sitä jäsennetään, mutta ei siitä, miten päätökset käytännössä syntyvät tai miten sijoitusvarat kohdentuvat. Tämä raja on tutkielman alkuperäisen tutkimusasetelman mukainen, mutta se on syytä pitää mielessä havaintoja tulkittaessa.

Yllättävänä pidin sitä, miten harvoin muodollinen rationaalisuus esiintyi haastattelupuheessa. Haastateltavat eivät juuri puhuneet pelkästään tuotosta, vaan tuottooperustelu kytkeytyi lähes aina osaksi laajempaa kestävyysargumenttia. Osa haastateltavista myös kertoi tuoton olevan kyllä toiminnan taustalla, mutta unohtuvan päivittäisessä työssä silloin, kun käytännössä etsitään mielenkiintoisia kohdeyrityksiä ja rakennetaan niiden kanssa pitkäjänteistä yhteistyötä. Tämä havainto kertoo siitä, että muodollinen ja aineellinen rationaalisuus eivät esiinny kentällä toisistaan erotettuina vaan ne voivat limittää arkipäiväisessä toiminnassa.

Kriittisesti voidaan kysyä, kuinka neuvottelunvaraisena kestävyys kentällä näyttäytyy ja kuinka monta rinnakkaista määritelmää siitä on käytössä. Jokaisella toimijalla on oma käsityksensä kestävydestä ja tämä käsitys muotoutuu poliittisten ja globaalien vaikutteiden alla. Havainto tuo esiin sen, kuinka paljon kestävyiden eteen on alalla vielä tehtävää, jotta käsite saavuttaisi edes markkinatasoista vakiintuneisuutta. Niin kauan kuin määritelmä on yhtä liikkuva, myös kestävyiden merkitys sijoituspäätöksissä jää tilannesidonnaiseksi ja neuvottelun alaiseksi.

Tätä taustaa vasten on hyvä tarkastella, miten tämän tutkielman löydökset asettuvat suhteessa aikaisempaan tutkimukseen ja mitä ne siihen lisäävät. Tutkielma asettuu osaksi kasvavaa mutta edelleen kapeaa tutkimusperinnettä, jossa pääomasijoittamista tarkastellaan kestävyiden näkökulmasta. Mirza ym. (2023) osoittavat systemaattisessa kirjallisuuskatsauksessaan, että alle yksi prosentti alan tutkimuksesta käsittelee kestävyttä ja McGrath ja Nerkar (2023) nostavat ESG-kysymykset yhdeksi keskeisimmistä tulevaisuuden tutkimussuunnista. Tämä tutkielma vastaa tähän aukkoon tarjoamalla laadullisen

ja taloussosiologisen näkökulman, joka eroaa kentällä hallitsevasta rahoitustieteellisestä lähestymistavasta.

Omat tulokset ovat linjassa Ylä-Anttilan (2026) havaintojen kanssa. Hän osoittaa, että ESG-markkinointi väittää moraalineutraaliutta mutta tekee samalla arvovalintoja ja että kentällä vallitseva moraalipluralismi eli eri toimijoiden erilaiset arvoperustat kestävyydelle jää pitkälti tunnistamatta. Vastaava ilmiö näkyy tässä aineistossa: sijoittajat kehys-tävät kestävyys- ensisijaisesti teknisenä riskinhallinnan välineenä eivätkä avoimena arvokysymyksenä ja kestävyys- moraalinen monimutkaisuus ohitetaan yhtenäisen tek-nisen kategorian taakse. Ylä-Anttila argumentoi, että tämä moraalipluralismin ohittami-nen voi osaltaan selittää ESG-vastatuulen voimistumista. Tämän tutkimuksen aineisto tukee myös tätä Ylä-Anttilan tulkintaa suomalaisessa pääomasijoittamisen kontekstissa: kestävyys esitetään yhtenäisenä ja arvoneutraalina kategoriana, vaikka toimijoiden käsi-tykset ja arvoperustat vaihtelevat merkittävästi.

Abraham ym. (2024) osoittavat LP-sijoittajien kysynnän ESG-tiedolle olevan merkit-tävä ajuri PE-yritysten raportoinnissa. Omat tulokset täydentävät tätä kuvaa laadullisella tasolla: LP-paineet tunnistetaan aineistossa selkeästi mutta ne koetaan rasittavana raken-teellisena ehtona, johon sopeudutaan. Raportoinnin ja todellisen arvomuutoksen välinen suhde jää aineistossa jännitteiseksi.

6.3 Tutkimuksen rajoitteet ja jatkotutkimus

Tutkimuksen keskeinen rajoite liittyy aineiston laajuuteen ja yleistettävyyteen. Kahdek-san asiantuntijahaastattelua mahdollistaa ilmiön tarkastelun mutta ei tilastollista yleistä-mistä. Haastateltavat valikoituivat harkinnanvaraisesti ja valinnoissa pyrittiin tavoitta-maan eri asemissa olevia toimijoita erikokoisista rahastoista, mikä onnistui myös hyvin. Aineisto tarjoaa monipuolisen mutta ei tyhjentävän kuvan suomalaisen pääomasijoitta-misen kentästä. Merkittävimpänä yksittäisenä puutteena voidaan pitää sitä, että aineis-toon ei saatu mukaan rahastoa, joka virallisesti määrittelee itsensä impact-rahastoksi. Tämä rajaa mahdollisuuksia tarkastella oletettavasti arvopohjaisimmin toimivien rahas-tohoitajien käsityksiä syvemmin.

Metodologisena rajoitteena on haastatteluaineiston luonne, joka on laadullisen tutki-muksen kontekstissa tietoinen valinta. Tavoitteena on ollut saada kuvailevaa aineistoa

siitä, millaisia käsityksiä toimijoilla kestävyydestä on ja miten kestävyys näyttäytyy pääomasijoittamisen kentällä ja heijastuu sijoituspäätöksiin. Haastatteluiden kesto vaihteli 30–45 minuutin välillä. Pidemmät haastattelut tuottivat havaittavasti syvällisempää kuvausta käsityksistä ja jopa 60 minuutin haastattelu aika olisi voinut olla perusteltua tämän aiheen syvällisemmän käsittelyn kannalta. Lisäksi ala on jatkuvassa kehityksessä ja toimijoiden käsitykset muovautuvat samalla, joten aineisto kuvaa tilannetta tietyssä ajankohtana. Ajankohta on kuitenkin mielenkiintoinen, sillä kestävyyskeskustelu on kentällä selkeästi murrosvaiheessa geopolitiittisten toimien takia, mikä tekee juuri tästä hetkestä erityisen otollisen käsitysten tarkasteluun.

Tutkielma myötä on tullut esiin useita uusia jatkotutkimuksen suuntia. Yksi luonteva jatko olisi toteuttaa vastaava asetelma pohjoismaisessa kontekstissa. Pohjoismaissa on Suomea vahvempi pääomasijoitusmarkkina ja vertailu antaisi kuvaa siitä, missä määrin tässä tutkielmassa havaitut institutionaaliset paineet ja kestävyyskäsitysten muodot ovat ominaisia juuri suomalaiselle kentälle ja missä määrin laajemmin pohjoismaiselle pääomasijoittamiselle.

Pääomasijoittajien kokemia kestävyyspaineita olisi perusteltua tarkastella myös rahastosijoittajien eli limited partnereiden näkökulmasta. Eläkeyhtiöt, säätiöt ja muut institutionaaliset sijoittajat tuottavat omilla kestävyysvaatimuksillaan suoraa pakottavaa painetta rahastonhoitajille ja ohjaavat pääomavirtoja asettamiensa ehtojen mukaisesti. Koska rahastonhoitajat ovat toimintansa rahoituksessa LP-sijoittajista riippuvaisia, näillä on rakenteellisesti vahva asema kestävyyskäytäntöjen muokkaajina kentällä. Tutkimuksellisesti olisi kiinnostavaa selvittää, miten rahastosijoittajat itse jäsentävät nämä vaatimukset, miten ne käännetään konkreettisiksi sijoitusehdoiksi ja kuinka ne siirtyvät rahastonhoitajien kautta kohdeyrityksiin.

Tutkimusta olisi myös mahdollisuus laajentaa eurooppalaiseen mittakaavaan ja toteuttaa mixed methods -asetelmana. Eurooppalainen aineisto antaisi mahdollisuuden tarkastella, miten EU:n sääntelykehys ja eri jäsenmaiden kansalliset erityispiirteet näkyvät pääomasijoittajien kestävyyskäsityksissä. Kvantitatiivisella otteella saataisiin yleiskuvaa kentän jakaumista ja laadullisilla asiantuntijahaastatteluilla syvyyttä siihen, miten sijoittajat itse jäsentävät kestävyyttä työssään. Tällainen vertailu antaisi myös arviointipintaa sille, kuinka vahvasti suomalaisen kentän tiiviys selittää tässä tutkielmassa havaittua institutionaalista samankaltaisuutta.

Alaa voisi olla myös mielekästä lähestyä verkostotutkimuksen näkökulmasta. Pääomasijoitusala on suhteellisen pieni ja tiivis. Sen toimijat ovat aktiivisia verkostoitujia ja he kohtaavat säännöllisesti samoissa tapahtumissa, koulutuksissa ja toimialayhdistyksen tilaisuuksissa. Tutkimuksellisesti olisi kiinnostavaa selvittää, miten kestävyys liittyvät käsitykset ja käytännöt liikkuvat näissä kohtaamisissa ja millaisten verkostojen kautta tietyt tulkinnot vakiintuvat alan jaetuiksi itsestäänselvyyksiksi. Tällaisella otteella olisi mahdollista tehdä näkyväksi sen mekanismin, jonka kautta tässä tutkielmassa havaittu institutionaalinen samankaltaisuus syntyy ja ylläpitää itseään.

Merkittävänä jatkotutkimuksen avaus olisi myös tarkastella poliittisten päätöksentekijöiden asenteita pääomasijoitusalaan ja siihen, miten kestävyys ja pääomasijoittaminen heidän puheessaan kytkeytyvät yhteen. Pääomasijoittajien oma kestävyyspuhe asettuu osaksi laajempaa institutionaalista kenttää, jossa myös poliittiset toimijat määrittelevät, mitä kestävyydellä alalla tarkoitetaan ja millaiseksi alan rooli kestävyysmurroksessa nähdään.

Kestävyyden suunta pääomasijoittamisessa ei ole ennalta määrätty vaan se elää toimijoiden mukana. Se rakentuu niissä käsityksissä, valinnoissa ja narratiiveissa, joita alan toimijat päivittäin tuottavat. Pääomasijoittajat ovat yksi niistä toimijaryhmistä, joiden valinnat määrittelevät tulevaisuuden kasvuyhtiöiden mahdollisuuksia ja sitä, miten kasvua rakennetaan. Siksi on tärkeää ymmärtää, millaisia nämä käsitykset ovat ja mitkä tekijät niitä muovaavat.

LÄHTEET

Abraham, S., Harris, J., & Abubakar, H. (2024). ESG disclosures in the private equity industry. *Journal of Accounting Research*, 62(4). <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12570>

Ali-Yrkkö, Jyrki, Pajarinen, Mika, Rouvinen, Petri & Ylhäinen, Ilkka (10.11.2025). ”Millaiset yritykset Suomessa kasvavat?”. Etlä Raportti nro 168. <https://pub.etla.fi/ETLA-Raportit-Reports-168.pdf>

Berger, P. L., & Luckmann, T. (1967). *The social construction of reality : a treatise in the sociology of knowledge / Peter L. Berger and Thomas Luckmann*. Doubleday.

Botsari, A., & Lang, F. (2020). *ESG considerations in venture capital and business angel investment decisions: Evidence from two pan-European surveys* (EIF Working Paper 2020/63). European Investment Fund.

Braun, V., & Clarke, V. (2006). Using thematic analysis in psychology. *Qualitative Research in Psychology*, 3(2), 77–101. <https://doi.org/10.1191/1478088706qp063oa>

Council of the European Union. (2025, April 14). *Simplification: Council gives final green light on the “stop-the-clock” mechanism to boost EU competitiveness and provide legal certainty to businesses*” <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2025/04/14/simplification-council-gives-final-green-light-on-the-stop-the-clock-mechanism-to-boost-eu-competitiveness-and-provide-legal-certainty-to-businesses/>

Dell'Acqua, A., Mariani, M., Besserer, E-M., & Frascati, D. (2026). Sustainable barbarians: The role of private equity and venture capital on ESG performance. *Business Strategy and the Environment*, 35, 3018–3043. <https://doi.org/10.1002/bse.70270>

Elo, S., & Kyngäs, H. (2008). The qualitative content analysis process. *Journal of Advanced Nursing*, 62(1), 107–115. <https://doi.org/10.1111/j.1365-2648.2007.04569.x>

Eskola, J., & Suoranta, J. (1998). *Johdatus laadulliseen tutkimukseen*. Vastapaino.

Euroopan unioni. (2016) *Yleinen tietosuoja-asetus (GDPR) 2016/679*.

European Commission. (2023). *2023 SFDR implementation targeted consultation document*. European Commission. https://finance.ec.europa.eu/system/files/2023-09/2023-sfdr-implementation-targeted-consultation-document_en.pdf?utm_source

European Commission. (2025, December 9). *Corporate sustainability reporting*. Finance. https://finance.ec.europa.eu/financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en

European Commission. (2026, March 17). *EU taxonomy for sustainable activities*. Finance. https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en?utm

European Commission. (n.d.). *Overview of sustainable finance*. https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en

European Commission. (n.d.). *Sustainability-related disclosure in the financial services sector*. European Commission. Retrieved April 17, 2026, from https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/disclosures/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector_en?utm_source

European Parliament & Council. (2019). Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (SFDR). *Official Journal of the European Union*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32019R2088>

European Parliament. (2025). *Omnibus I – sustainability reporting – “stop the clock” proposal*. Legislative Train Schedule. <https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/package-simplification-business/file-first-omnibus-package-on-sustainability>

Financial Action Task Force. (2012, updated 2025). *The FATF Recommendations*. FATF/OECD. <https://www.fatf-gafi.org/en/publications/Fatfrecommendations/Fatf-recommendations.html>

Gibson Brandon, R., Glossner, S., Krueger, P., Matos, P., & Steffen, T. (2022). Do responsible investors invest responsibly? *Review of Finance*, 26(6), 1389–1432. <https://doi.org/10.1093/rof/rfac064>

Hirsjärvi, S. & Hurme, H. (2010) *Tutkimushaastattelu: Teemahaastattelun teoria ja käytäntö*. Helsinki: Gaudeamus.

Hyvärinen, M., Nikander, P., Ruusuvuori, J. & Aho, A. L. (2017). *Tutkimushaastattelun käsikirja*. Vastapaino.

Hyvärinen, M., Suoninen, E. & Vuori, J. (2021). Haastattelut. Teoksessa Jaana Vuori (toim.) *Laadullisen tutkimuksen verkkokäsikirja*. Tampere: Yhteiskuntatieteellinen tietovarasto. <https://www.fsd.tuni.fi/fi/palvelut/menetelmaopetus/kvali/laadullisen-tutkimuksen-aineistot/haastattelut/>

Invest Europe (2024). ESG Reporting Guidelines. <https://www.investeurope.eu/invest-europe-esg-reporting-guidelines/>

Invest Europe (2024). GP ESG Due Diligence Guide. <https://www.investeurope.eu/industry-standards/responsible-investment/>

Invest Europe. (n.d.). *Responsible investment*. <https://www.investeurope.eu/about-private-equity/responsible-investment/>

Kavadis, N. & Thomsen, S. (2023). Sustainable corporate governance: A review of research on long-term corporate ownership and sustainability. *Corporate Governance: An International Review*, 31(1), 198–226. <https://doi.org/10.1111/corg.12486>

Li, Z., Fan, H., Dong, S. & Liu, D. (2023). Green premium modeling based on total cost ownership analysis: From the Chinese Electric Vehicle sales forecasting perspective. *Journal of Cleaner Production*, 430, 139679. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.139679>

McGrath, P. J. & Nerkar, A. (2023). Private equity: Antecedents, outcomes, mediators, and moderators. *Journal of Management*, 49(1), 1–35. <https://doi.org/10.1177/01492063221127907>

Mirza, M., Dordi, T., Alguindigue, P., Johnson, R., & Weber, O. (2023). Sustainability in private capital investing: A systematic literature review. *Journal of Management and Sustainability*, 13(1), 119–138. <https://doi.org/10.5539/jms.v13n1p119>

OECD. (2025). *Tracking private finance mobilisation: Latest trends and ways forward*. https://www.oecd.org/en/publications/tracking-private-finance-mobilisation_8d414cdb-en/full-report/component-2.html

Oliver, C. (1991). Strategic responses to institutional processes. *Academy of Management Review*, 16(1), 145–179. <https://doi.org/10.5465/amr.1991.4279002>

Pääomasijoittajat ry. (2022). *Kestävä sijoittaminen pääomasijoitustoimialalla – suositus*. <https://paaomasijoittajat.fi/app/uploads/Kestava-sijoittaminen-paaomasijoitustoimialalla-suositus.pdf>

Pääomasijoittajat ry. (n.d.). *Mitä pääomasijoittaminen on?* <https://paaomasijoittajat.fi/paaomasijoittaminen/tietoa-paaomasijoittamisesta/>

Schuster, W.E. ym. (2026). Exploring the investor landscape for venture capital. Financial Integration and Structure in the Euro Area 2026. European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/press/fie/box/html/ecb.fiebox202605_04.en.html

Sitra (2026). Kasvuatlas 2026. <https://sitra.fi/kasvuatlas/>

Tesi. (n.d.). *Kestävyys – vastuullisuudesta yhteiskunnalliseen vaikuttavuuteen*. <https://tesi.fi/kestavyys/>

Tesi. (n.d.). *Tesin tuottamat kestävyysmateriaalit ja -työkalut*. <https://tesi.fi/kestavyys/materiaalit-ja-tyokalut/>

Tuomi, J. & Sarajärvi, A. (2018) *Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi* (Uudistettu laitos). Helsinki: Tammi.

Tutkimuseettinen neuvottelukunta. (2023). Hyvä tieteellinen käytäntö ja sen loukkauseräilyjen käsitteleminen Suomessa. Tutkimuseettinen neuvottelukunta.

UN PRI (n.d.). Principles for Responsible Investment. <https://www.unpri.org/about-pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment>

Villalonga, B., Tufano, P. & Wang, B. (2025). Corporate ownership and ESG performance. *Journal of Corporate Finance*. <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=67290>

LIITTEET

Liite 1

Teemojen välinen ristiintaulukointi

Teema	T1	T2	T3	T4	T5
T1 Kestävyyssäitykset ja asenteet	76	3	5	0	3
T2 Kestävyys sijoituslogiikassa	3	89	2	4	1
T3 Rakenteelliset ehdot	5	2	59	3	1
T4 Omistamisen ja vaikuttamisen mekanismit	0	4	3	61	0
T5 Tulevaisuuden kestävyys ja kasvumallit	3	1	1	0	30

Liite 2

Koodausmatriisi: Haastateltavat ja teemat

T1 = Kestävyyssäitykset ja asenteet, T2 = Kestävyys sijoituslogiikassa, T3 = Rakenteelliset ehdot, T4 = Omistamisen ja vaikuttamisen mekanismit, T5 = Tulevaisuuden kestävyys ja kasvumallit.

Haastateltava	Rahasto	T1	T2	T3	T4	T5
H1	PE	10	11	9	16	5
H2	PE	9	15	6	7	5
H3	VC	16	15	11	6	2
H4	VC	12	16	8	10	5
H5	VC	13	10	9	5	2
H6	VC	4	8	9	4	3
H7	VC	8	10	6	11	3
H8	PE/VC	4	4	1	2	5
Yhteensä		76	89	59	61	30

Liite 2

Haastattelurunko

1. Tausta ja kestävyyskonteksti

1. Kertoisitko lyhyesti roolistasi?
2. Teidän organisaatiostanne? (sijoitusfokus, rahaston koko, SFDR-luokitus)
3. Mitä kestävyys on määritelty teidän organisaatiossanne?

2. Kestävyys käytännössä: organisaatio, prosessit ja omistajuus

1. Miten kestävyystyö on organisoitu teillä käytännössä?
2. Mitkä kestävyysmittarit ovat teille pakollisia, entä vapaaehtoiset?
3. Onko jotain asioita, mitä ei pystytä mittaamaan mutta koette silti tärkeäksi?
4. Millainen rooli ulkoisilla kumppaneilla on kestävyiden kannalta?
5. Miten kestävyys näkyy eri sijoittamisprosessin vaiheissa? (DD, omistusvaihe ja exit)

3. Käsitteet ja narratiivit

1. Mitä käsitteitä käytätte organisaatiossanne kestävydessä? Vastuullisuus, kestävyys, ESG, impact?
2. Onko käsitteiden eroilla merkitystä käytännön työssä?
3. Milloin puhutte ESG:stä ja milloin vastuullisuudesta?

4. Toiminnan motiivit ja ohjaus

1. Mitkä tekijät ohjaavat eniten kestävyysratkaisuja?
2. Koetteko ristiriitoja tuoton tavoittelun ja kestävyiden välillä?
3. Miten eri sääntely-ympäristöt näyttäytyvät teille?
4. Miten seuraatte alan kehitystä ja vertaisten toimintaa?

5. Merkitykset, jännitteet ja kokemukset

1. Miten itse määrittelisit kestävyiden pääomasijoittamisen kontekstissa?
2. Miten kestävyiden rooli on muuttunut urasi aikana?
3. Miten tiimissänne keskustellaan kestävydestä?
4. Koetko ristiriitoja tuoton tavoittelun ja kestävyiden välillä?
5. Onko tilanteita, jossa kestävyystyö tuntuu turhauttavalta? Entä innostavalta?
6. Kenelle koet olevasi vastuussa?

6. Tulevaisuus ja muutos

1. Miten näet kestävyiden roolin kehittyvän pääomasijoittamisessa 5–10 vuoden aikana?
2. Keskustellaanko alalla siitä, että arvonluonti voisi olla muutakin kuin kasvua?
3. Mitä ajattelet regeneratiivisesta tai degrowth-ajattelusta sijoittamisen yhteydessä?
4. Jos voisit muuttaa jotain sääntelyssä tai toimialan käytännöissä, mitä se olisi?
5. Onko jotain, mitä ei käsitelty tässä mutta olisit halunnut nostaa esiin?