

12

Lisäisyys päätöskriteerinä erityisesti julkisten varojen käytössä kehitys- ja sekarahoituksessa sekä vaikuttavuusinvestoimisessa

Tapio Wallenius

Artikkelissa käsitellään lisäisyyttä (additionality) päätöskriteerinä erityisesti kehittyviin maihin suuntautuvassa julkisten varojen käytössä kehitys- ja sekarahoituksessa sekä vaikuttavuusinvestoinnissa. Lisäisyydellä ymmärretään sitä, että rahoitus saa aikaan jotain (esimerkiksi investointeja, vaikutuksia), jota muuten ei tapahtuisi. Artikkelin pääkysymys on: Miten hyvin lisäisyys toimii päätöskriteerinä ohjattaessa julkista rahoitusta yrityksille? Tarkentavat kysymykset koskevat lisäisyyden kontekstia, määrittelyä, toteutumisen ehtoja, todennettavuutta sekä kriteerin käyttöä. Suppean kirjallisuuskatsauksen, kansainvälisten järjestöjen ohjeistuksen sekä joidenkin kehitys- ja sekarahoittajien ja vaikuttavuusinvestoijien käytäntöjen perusteella todetaan, että lisäisyys ei toimi päätöskriteerinä toivotulla tavalla. Kun globaaleihin haasteisiin vastaamiseksi julkisia varoja lisääntyvästi käytetään yksityisen rahoituksen mobilisoimiseen, on päätöskriteereille suuri tarve. Varsinkin lisäisyyden ex-ante arviointia tulee kehittää, tai käsitteen asemaa päätöskriteerinä arvioida uudelleen. Lisätutkimusta tarvittaisiin muun muassa lisäisyyden asemasta rahoittajien tavoitehierarkiassa.

Avainsanat: lisäisyys, vaikuttavuusinvestoiminen, kirjallisuuskatsaus

Johdanto ja artikkelin tavoitteet

Tämän artikkelin aiheena on erityisesti kehittyviin maihin suuntautuvassa seka- ja kehitysrahoituksessa ja vaikuttavuussijoittamisessa usein käytetty ”lisäisyyden” (*additionality*) käsite.

Lisäisyydellä ymmärretään näissä konteksteissa tavallisesti sitä, että rahoitus tai muu panostus tarjoaa tai saa aikaan jotain, jota ilman kyseistä panosta ei tapahtuisi. Rahoituksen ja vaikutuksen välillä tulisi olla osoitettavissa syy-seuraus-suhde (Andersen, Hansen, Rand 2021, 9). Lisäisyyden käsitettä käytetään esimerkiksi arvioitaessa julkisen rahoituksen tarpeellisuutta tilanteessa, jossa sillä tavalla tai toisella pyritään täydentämään tai mobilisoimaan yksityistä rahoitusta. Rahoituksen kohteena on usein kaupallinen, voittoa tavoitteleva liiketoiminta. Rahoitus kohdistuu yksityisen sektorin toimijan investointiin tai liiketoimintaan suoraan tai välitettynä esim. rahaston, rahoituslaitoksen tai rahoitusyhtiön kautta.

Artikkelin pääkysymys on: *Miten hyvin lisäisyyden käsite toimii päätöskriteerinä, kun julkista rahoitusta ohjataan etenkin kehittyvien maiden yrityksille?* Pääkysymystä lähestytään seuraavien tarkentavien kysymysten kautta:

- i) Minkälaisen toiminnan yhteydessä lisäisyyden käsitettä käytetään;
- ii) Miten lisäisyys määritellään;
- iii) Milloin rahoitus on lisäistä;
- iv) Miten lisäisyys todetaan;
- v) Miten lisäisyyttä käytetään investointikriteerinä?

Näitä kysymyksiä tarkastellaan artikkelissa suppean tutkimuskirjallisuuteen tehdyn katsauksen, kansainvälisten toimijoiden sekä eri rahoittajien ja rahoittajaorganisaatioiden tuottaman ja julkaiseman materiaalin, kuten keskustelupapereiden, evaluaatioiden, suositusten, linjausten ja kotisivujen, avulla. Kirjoittaja hyödyntää myös yli viidentoista vuoden työkokemusta kehitys- ja sekarahoituksesta ja yritys-tuki-instrumenteista suomalaisissa ja pohjoismaisissa kehitysrahoituslaitoksissa, julkishallinnossa ja alan konsultoinnissa (osallistuminen lukuisiin investointipäätöksiin eri organisaatioissa ja noin kolmekymmenen aihepiiriä koskevan, kotimaisilta ja kansainvälisiltä asiakkailta saadun toimeksiannon toteuttaminen). Esimerkkitapaukset ja niiden analyysi perustuvat osin tähän työkokemukseen.

Lisäisyyden konteksti

Lisäisyyden käsitteellä on merkitystä ainakin kolmessa kontekstissa: kehitysrahoituksessa, sekarahoituksessa ja vaikuttavuusinvestoimisessa.

i) Kehitysrahoitus

Kehitysrahoituksessa tavallisesti valtio-omisteiset kansalliset, tai monenkeskiset kehitysrahoituslaitokset ja -pankit rahoittavat yksityisen sektorin investointeja tai toimintaa OECD:n kehitysapukomitea DAC:n (*Development Assistance Committee*) kehitysmaiksi luokittelemissa maissa. Tarve kehitysrahoitukselle johdetaan useasta syystä. Esimerkiksi kehitysmaiden paikallisia rahoitusmarkkinoita pidetään kehitty-mättöminä; markkinamekanismi ei toimi ja raha ei allokoitu sitä tarvitseville yrityksille tehokkaalla tavalla. Puhtaasti kaupalliset rahoittajat näkevät näihin maihin ja niiden yrityksiin liittyvän liian korkean riskin. Kehitysrahoittajat ovat valmiita ottamaan osan tästä riskistä tai pienentämään sitä. Niiden rahoitus kohdistuu investointeihin ja liiketoimintaan, joiden katsotaan edistävän isäntämaan, tai kansainvälistä taloudellista, ympäristöllistä tai yhteiskunnallista kehitystä. Usein juuri julkisen tai vastaavan tahon osallistumisen katsotaan varmistavan investoinnin tuottamien positiivisten ulkoisvaikutusten toteutumisen.

ii) Sekarahoitus

Osa esimerkiksi kehitysrahoittajien myöntämästä rahoituksesta tulee niiden omista varoista, mutta joissain tapauksissa ne yhdistävät siihen julkista rahoitusta, tai yhdistävät valtioiden niille hallinnoitavaksi antamaa pääomaa yksityiseen, rahoitusmarkkinoilta saatuun rahoitukseen. Tällaista sekarahoitusta (*blended finance* tai *blending*) myöntävät monen kehitysrahoituslaitoksen lisäksi eri maiden kehitys-yhteistyöviranomaiset, kehityspankit sekä joko omista varoistaan tai julkista rahoitusta välittäen muun muassa erilaiset aatteelliset organisaatiot, säätiöt ja jotkin yksityiset toimijat.

Sekarahoitukselle ei ole yhtä yleisesti hyväksyttyä määritelmää. OECD:n mukaan sekarahoitus on kehitys-yhteistyön innovatiivinen rahoitustapa, jonka tavoitteena on houkutella yksityistä pääomaa kestävästä kehityksestä edistäviin hankkeisiin tarjoamalla samalla investoijille rahallista tuottoa panostuksistaan (OECD DAC 2020, 5). Sekarahoitussopimuksia on alan kansainvälisen verkoston *Convergence* mukaan tehty vuoden 2021 loppuun mennessä kumulatiivisesti noin 160 miljardilla eurolla, keskimäärin vuosittain noin 9 miljardilla eurolla (Convergence 2022, 14).

Maailman talousfoorumin (*World Economic Forum*, WEF) mukaan sekarahoituksella on kolme keskeistä ominaisuutta: i) Vivutus (*leverage/mobilisation*): Kehitysrahoitus tai filantrooppinen rahoitus houkuttaa kohdehankkeisiin tai -toimintaan yksityistä rahoitusta; ii) Vaikutus (*impact*): Investoinnit tavoittelevat ja saavat aikaan

sosiaalista, ympäristö- ja taloudellista edistystä; sekä iii) Tuotto: Sekarahoitukseen osallistuvien yksityisten rahoittajien saama tuotto vastaa markkinaodotuksia ja perustuu todelliseen ja koettuun riskiin. (World Economic Forum 2015, 8)

Julkista ja yksityistä rahoitusta voidaan ”sekoittaa” joko yksittäisen investoinnin tasolla, tai sen lisäksi jo investointiin osallistuvan rahoitusvälineen, rahaston tai muun sellaisen tasolla. Yksityisen rahoituksen mobilisoimiseksi pyritään jakamaan tai siirtämään yksityisten rahoittajien kokemaa riskiä esimerkiksi strukturoimalla rahoituspakettia niin, että julkinen toimija kantaa ensimmäisenä mahdolliset tappiot. Myös kehitysrahoituksessa ja vaikuttavuusinvestoinneissa erilaisia riskitekijöitä kuten pääomariski, transaktioiden kustannusriski, tai exit-riski voidaan jakaa, siirtää tai lieventää eri tavoin ja rakentein. (Vaikuttavuusinvestoinnissa käytettäviä välineitä, ks. esim. Bridges Ventures, Bank of America, Merrill Lynch 2014, 7–8)

Sekarahoituksessa käytettyjä rahoitusvälineitä ovat esimerkiksi oman pääoman ehtoinen ja välirahoitus, erilaiset velkainstrumentit, ”first loss” -rahoitus, takaukset ja vakuutukset, kehitysvelkakirjat (*Development Impact Bonds*, DIB), erilaiset muut tulosperusteiset rahoitusmallit, kollektiiviset rahoitusvälineet, kuten strukturoidut rahastot, tai syndikoidut lainat. (Habbel, Jackson, Orth, Richter, Harten 2021,10).

Lisäkysyntää sekarahoitukselle on viime vuosina synnyttänyt kansainvälinen yhteisymmärrys siitä, että pelkästään julkisin varoin ei tulla saavuttamaan YK:n globaaleja kehitystavoitteita (*Sustainable Development Goals*, SDG), tai kyetä vastaamaan ilmastomuutokseen (United Nations Secretary General 2019, 1). Julkisen rahoituksen rinnalle tarvitaan yksityisiä sijoituksia, osaamista ja teknologiaa, ja sekarahoituksen katsotaan olevan yksi relevantti keino niiden mobilisointiin. Julkisia varoja ei kuitenkaan haluta tuhjata kohteisiin, joihin yksityistäkin rahaa on tarjolla, eikä ehdoilla, joita rahoitusmarkkinat muutenkin kykenevät tarjoamaan.

iii) Vaikuttavuusinvestoiminen

Lisäisyydestä puhutaan usein globaalisti nopeasti lisääntyneissä vaikuttavuusinvestoinneissa (*impact investing*). Vaikuttavuusinvestoinneille, kuten sekarahoitukselle, on useita määritelmiä. Ehkä tunnetuimmat ovat alan kansainvälisen verkoston GIIN:n (*Global Impact Investor Network*) määritelmä: ”*Vaikuttavuusinvestoinnit ovat investointeja, jotka on tehty tarkoituksena tuottaa positiivisia, mitattavia sosiaalisia ja ympäristövaikutuksia taloudellisen tuoton lisäksi*” (GIIN 29.5.2023) ja Maa-ilmankirjeryhmän yksityisen sektorin rahoitusyhtiö IFC:n (*International Finance Corporation*) määritelmä: ”*Yrityksiin ja organisaatioihin tehtyjä investointeja joiden tarkoituksena on edistää mitattavia positiivisia sosiaalisia ja ympäristövaikutuksia taloudellisen tuoton lisäksi*”. (International Finance Corporation 2019, 2)

Itsensä vaikuttavuusinvestoijiksi mieltäviä ja sellaisina itseään markkinoivia toimijoita on sekä yksityisellä että julkisella sektorilla. Varsinkin julkiset, osin julkisomisteiset ja filantrooppiset vaikuttavuusinvestoijat painottavat usein tavoittelevansa

rahoituksensa lisäisyyttä, ja pyrkivät käyttämään lisäisyyttä yhtenä rahoittavien kohteiden valintakriteerinä. Ne voivat myös tyytyä alempaan rahalliseen tuottoon kuin puhtaasti kaupallisin päämäärin toimivat investoijat (Barber, Morse, Yasuda 2021, 34). Yksityistä rahoitusta täydentäessään ne katsovat kehitysrahoituksen tavoin paikkaavansa markkinapuutteita, jotka estävät puhtaasti kaupallisen rahoituksen ohjautumisen joillekin toimialoille, maantieteellisille alueille tai teknologioihin. Rahoitettu investointi tai liiketoiminta tuottaa taloudellisen tuoton lisäksi ympäröivälle yhteiskunnalle ja ympäristölle positiivisia ulkoisvaikutuksia (*positive externalities*).

Tarve lisäisyyden käsitteen ymmärtämiselle ja lisäisyyden luotettavalle arvioinnille kasvaa siis monen tekijän seurauksena.

Teorettinen viitekehys, aiempi kirjallisuus

Miten lisäisyys määritellään?

Lisäisyyden käsitettä käytetään nykyään ahkerasti, mutta sille ei ole yhtä, yleisesti hyväksyttyä määritelmää. Eri toimijat ovat määritelleet ja jaotelleet käsitettä monin eri tavoin eri tarkoituksiin. Sama pätee niihin menetelmiin, joilla pyritään etu- tai jälkikäteen arvioimaan, onko rahoitus lisäistä.

Useimmiten lisäisyyden käsite jaetaan kahtia, rahoitukselliseen tai taloudelliseen (*financial*) lisäisyyteen ja laadulliseen tai arvolisäisyyteen (käytettyjä termejä ovat muun muassa *non-financial additionality*, *qualitative additionality* ja *value additionality*). (OECD DAC 2016, 4). Laadullista lisäisyyttä kutsutaan seka- ja kehitysrahoituksessa usein myös kehitys- tai kehitykselliseksi (*development*, *developmental*) lisäisyydeksi. (Andersen ym. 2021, 9; Attridge, Engen 2019, 18)

Kirjallisuudessa ja alan toimijoiden keskuudessa puhutaan myös muun muassa panos-, arvo-, käyttäytymis-, tuotos-, ja tuloslisäisyydestä sekä institutionaalista, strategisesta ja taloudellisesta lisäisyydestä (Andersen ym. 2021, 16).

Esimerkiksi Euroopan unionin komissio erittelee kahdeksan erilaista lisäisyyden lajia ohjeistuksessaan Euroopan kestävä kehityksen rahaston (*European Fund for Sustainable Development +*, EFSD+) takaushakemuksiin. Ne ovat rahoituksellinen, kehitys-, taloudellinen, tekninen/innovatiivinen, kestävyys-, ilmastonmuutos- ja ympäristöllinen lisäisyys sekä yksityisen sektorin osallistumista koskeva lisäisyys. Komission mukaan vain selkeästi lisäiset hanke-ehdotukset hyväksytään. (European Commission 2022, 15–17)

Investointi on OECD:n näkemyksen mukaan rahoituksellisesti lisäinen, jos rahoitus kohdistuu entiteettiin, joka ei ilman julkista tukea saa rahoitusta paikallisil-

ta tai kansainvälisiltä rahoitusmarkkinoilta samaa määrää tai samoilla ehdoilla, tai jos investointi mobilisoi yksityisiä investointeja, joita ei muuten olisi tehty. (OECD DAC 2016, 4; Attridge & Engen 2019, 18). Kansainväliset kehitysrahoituslaitokset ja monenkeskiset kehityspankit ovat määritelleet rahoituksellisen lisäisyyden “kontribuutioksi, jota ei ole saatavissa markkinoilta, ja joka ei syrjäytä yksityisen sektorin rahoitusta”. (DFI Working Group 2017, 5; MDB 2018,6).¹

Rahoituksellinen lisäisyys voi monenkeskisten kehityspankkien mukaan syntyä esimerkiksi rahoitusrakenteesta; rahoitusrakenteiden tai -instrumenttien innovatiivisuudesta, pankin oman pääoman käytöstä sekä (lisä)resurssien mobilisoinnista (MDB 2018, 8).

Carter, Van de Sijpe ja Calel erottavat rahoituksellisen lisäisyyden, esimerkiksi pitkäaikaisen rahoituksen tarjoaminen markkinoilla, jossa sellaista ei muuten ole saatavilla investointilisäisyydestä, joka tarkoittaa, että investointia ei syntyisi ilman kyseessä olevaa rahoituserää. He katsovat, että rahoituksellinen lisäisyys ei välttämättä takaa investointilisäisyyttä: tarjotun rahoituksen ehdot voivat johtaa yrityksen hyväksymään ne ja toteuttamaan investointinsa niiden mukaisesti, vaikka sama investointi olisi voitu toteuttaa myös muualta saadun rahoituksen erilaisilla ehdoilla. (Carter, Van de Sijpe, Calel 2021, 11)

OECD:n mukaan kehityksellistä lisäisyyttä syntyy, jos julkisen rahoituksen kohde sen ansiosta pääsee nauttimaan ei-rahoituksellisesta arvosta, jota yksityinen rahoitus ei antaisi, ja joka johtaa parempiin kehitystuloksiin esimerkiksi tarjoamalla tai katalysoimalla tietoa ja osaamista, edistämällä sosiaalisia tai ympäristöstandardeja tai vahvistamalla hyvää hallintoa (OECD DAC 2016, 4). Myönteisiä vaikutuksia ovat esimerkiksi parantuneen energiatehokkuuden tai hallinnon läpinäkyvyyden kaltaiset muutokset rahoitetun yrityksen toiminnassa, tarjolla olevien työpaikkojen lisääntyminen, työntekijöiden terveyden ja turvallisuuden parantuminen tai ympäröivälle yhteiskunnalle koituvat hyödyt, kuten vero- ja muut maksutulot tai kasvihuonekaasupäästöjen väheneminen.

Monenkeskisten kehityspankkien mukaan laadullista lisäisyyttä voivat edellä mainittujen lisäksi tuottaa muun muassa rahoituksen riskien lieventäminen, parempi projektisuunnittelu sekä ympäristö- sosiaali- ja hallintokäytäntöjen parantaminen, politiikkoja, toimialaa, instituutioita tai säätelyä koskevat myönteiset muutokset sekä osaamisen, innovaatioiden tai kyvykkyyksien kehittäminen (MDB 2018, 6). Esimerkiksi Kenny & Moss näkevät, että kehityspankkien lähestymistapa laajentaa lisäisyyden määritelmää huomattavasti verrattuna ”ei olisi tapahtunut ilman rahoitusta” määritelmään (Kenny & Moss 2020, 2).

¹ On hyvä huomioda, että DFI-määritelmä koskee sekarahoitusta, kun taas monenkeskisten kehityspankkien lisäisyydemääritelmä on yleisempi ja koskee kaikkea muille kuin valtiollisille toimijoille (*non-sovereign*) kohdistuvaa rahoitusta.

Sekä rahoituksellista että laadullista lisäisyyttä on edelleen jaettu alakäsitteisiin muun muassa niiden syntymekanismin mukaan.

Lisäisyys samastetaan tai liitetään toisinaan kontribuution käsitteeseen. Esimerkiksi Maailmanpankkiryhmään kuuluva Kansainvälinen Rahoitusyhtiö (*International Finance Corporation*, IFC) määrittelee kontribuution sinä ”erotuksena, jonka investointi saa aikaan yrityksessä tai markkinoilla” (International Finance Corporation IFC 2019, 5). Tätä terminologiaa käyttävät myös jotkut yksityiset vaikuttavuusinvestoijat tai alan palveluntuottajat (ks. esim. vaikuttavuusinvestointiarviointeja tekevä Tideline-yhtiö) (Tideline 2021, 7).

Investoinnin lisäisyys liitetään toisinaan myös sen vaikutukseen. OECD:n kehitysapukomitea DAC:n mukaan investoinnilla on vaikutusta, jos investoinnin ja vaikutuksen välillä on syy-seuraussuhde (*causal relationship*) ja investointi on lisäinen (Andersen ym. 2021). Laajalti siteeratussa artikkelissaan Paul Brest ja Kelly Born epäilevät, voiko investoinnilla ylipäätään olla vaikutusta, jos se ei ole lisäinen (Brest, Born, Choi, Speirn, Rodriguez, Chu, Pfund 2013, 25). Näkemystä on tukenut muiden ohella esimerkiksi O’Donohue (Brest ym. 2013, 31). Lisäisyyden voi myös katsoa olevan vaikuttavuuden kriteeri ja ennakkoehto, joskin siitä erillinen (ks. esim. MDB 2018, 7) Andersen ym. jopa samastavat lisäisyyden ja vaikutuksen (Andersen ym. 2021, 9).

Milloin rahoitus on lisäistä?

Kehitys- ja sekarahoittajien keskuudessa ja tutkimuskirjallisuudessa on keskusteltu ahkerasti siitä, millaiset investoinnit ja rahoitustuotteet voivat olla lisäisiä, millaisilla markkinoilla lisäisyys on mahdollista, ja miten se voidaan todentaa.

Erityisesti sekarahoituksessa, ja kun rahoitus viime kädessä on peräisin julkisista varoista, lisäisyys edellyttää, että julkinen raha ei syrjäytä (*crowd out*) yksityistä rahoitusta (DFI Working Group 2017, 5).

Vaikutuksiin ja vaikuttavuuteen tähtäävät rahoittajat jaetaan usein kahteen ryhmään: markkinaehtoista (*non-concessionary*) eli riskiä heijastavaa tuottoa vaativiin ja lahjaosuutta sisältävää (*concessionary*) rahoitusta tarjoaviin. Usein katsotaan, että lahjaosuutta sisältävää tai tuotosta tinkivää rahoitusta tarjoavien rahoittajien on helpompi olla lisäisiä ja tuottaa positiivisia vaikutuksia kuin markkinaehtoisten. Kuitenkaan edes lahjaosuutta sisältävää rahoitusta tarjoaville lisäisyys ei ole itsestään selvää tai helppo saavuttaa.

Esimerkiksi Brest ym. ovat argumentoineet, että markkinaehtoista tuottoa vaativien rahoittajien on hyvin vaikea olla lisäisiä ja saada aikaan vaikuttavuutta kilpailullisilla rahoitusmarkkinoilla (Brest ym. 2013, 22). Lisäisyys edellyttää heidän mielestään toimimista ympäristössä, jossa esimerkiksi kaikkea investointikohdetta koskevaa informaatiota ei ole yleisesti saatavilla. Lisäisyys – ja vaikuttavuus – on mahdollista

vain, mikäli investoija kykenee hyödyntämään tätä tiedon puutetta suhteessa muihin rahoittajiin. Esimerkiksi muuta markkinaa parempi ymmärrys investoinnin todellisista riskeistä voi tarjota tällaisen edun.

Monet epätäydellisiin markkinoihin yleensä yhdistetyt ominaisuudet, kuten tiedon asymmetria tai puute, investointien ja niihin tehtyjen sijoitusten (*ticket size*) pieni koko, investointien rajoitetut exit-mahdollisuudet tai hallinnon ongelmat (Brest ym. 2013, 26) ovat yleisiä erityisesti kehittyvien maiden markkinoilla. Myös sekarahoituksen lisäisyyden on katsottu olevan todennäköisempää esimerkiksi vähiten kehittyneissä (*Least Developed Countries*, LDC), hauraissa ja konfliktien kiusaamissa maissa, uusilla tai kehittymättömillä toimialoilla, liiketoiminnan tietyissä vaiheissa, kypsymättömillä markkinoilla ja tietyillä rahoitusinstrumenteilla, esimerkiksi oman pääoman ehtoisella rahoituksella (Habel, Jackson, Orth, Richter, Harten 2021, 14).

Toisaalta näilläkin markkinoilla rahoituksellinen lisäisyys voi muodostaa joko-tai-tilanteen (*trade-off*) laadullisen tai kehityksellisen lisäisyyden kanssa. Näin voi käydä, jos esimerkiksi sekarahoituksen päämääränä on mobilisoida mahdollisimman paljon yksityistä pääomaa omaan panokseen suhteutettuna, eli havitella mahdollisimman suurta mobilisaatiokerrointa (OECD 2020, 17)

Joka tapauksessa kirjallisuuden perusteella yritysrahoituksen lisäisyys näyttäisi kehitysmaiden kehittymättömillä markkinoilla olevan todennäköisemmin saavutettavissa kuin teollisuusmaissa.²

Jos lisäisyys edellyttää, että investointikohteesta ei ole yleisesti saatavissa riittävää tietoa, vaikuttaisi siitä seuraavan, että julkisesti listattuihin sijoitusvälineisiin, kuten listattuihin osakkeisiin tai joukkovelkakirjoihin, tehdyt sijoitukset, ja sijoitukset kehittyneille pääomamarkkinoilla, joissa rahoitusta on paljon saatavilla ja informaatio jakautuu symmetrisesti, tuskin ovat lisäisiä (International Finance Corporation IFC, 2019, 8–9; Brest ym. 2013, 22). Rahoitusinstrumenteista erityisesti suorat sijoitukset ja pääomasijoittaminen sopivat lisäisyyden käsitteeseen (Braak-Forstinger, Selian 2020, 9).

Tämä näkyy myös pääomasijoittamisen ja suoran lainarahoituksen (*private debt*) isossa osuudessa vaikuttavuussijoittamisjärjestö GIIN:n jäsenten vuosittain raportoiduissa sijoituksissa.³

Kehittyneillä markkinoilla ja julkisesti listattuihin kohteisiin sijoitettaessa todennäköisempi keino olla lisäinen ja tuottaa vaikutuksia ei liity itse rahoitukseen vaan sen avulla saavutettavaan omistukseen ja vaikuttamiseen omistajuuden kautta (Busch,

² Vuoden 2021 GIIN:n *Annual Survey*:n vastaajat kertoivat 59 prosenttia hallinnoimastaan varallisuudesta olevan sijoitettuna kehittyviin maihin (*emerging markets*). Luku antaa kuitenkin jossain määrin virheellisen kuvan tilanteesta, sillä vastaajien joukossa on joitain suuria kansainvälisiä kehitysrahoittajia, joiden investoinnit ovat pääosin köyhemmissä maissa. (GIIN 2020, XIV)

³ 70 % esimerkiksi GIIN:n vuoden 2020 kyselyyn vastanneista vaikuttavuusinvestoijista teki pääomasijoituksia ja 58 % suoria lainoja (*private debt*) (GIIN 2020, 35)

Bruce-Clark, Derwall, Eccles, Hebb, Hoepner, Klein, Krueger, Paetzold, Scholtzenz, Weber 2021, 32).

Jos vaikuttavuus edellyttää informaatioasymmetriaa ja lisäisyyttä, niin esim. länsimarkkinoiden listattuihin yrityksiin sijoittavat suomalaisetkaan vaikuttavuussijoittajat eivät käytännössä näitä ehtoja täytä eivätkä siis tuota merkittäviä uusia vaikutuksia verrattuna tilanteeseen, että jättäisivät kohteidensa rahoituksen markkinoiden eli ”tavallisten” investojien rahoitettavaksi.

Lisäisyyden toteaminen

Se, miten lisäisyyttä arvioidaan ja tutkitaan, vaihtelee paljon. Huomattava osa tutkimuksesta keskittyy lisäisyyden ex-post arviointiin. Osa lähestymistavoista on kvalitatiivisia, esimerkiksi rahoitusinstrumenttityyppiin keskittyviä. Kvantitatiivista empiiristä tutkimusta on verraten paljon. Tutkimusten tulokset poikkeavat merkittävästi toisistaan, mistä alempana on muutama esimerkki.

Esimerkiksi monissa arviointimenetelmissä tarvittavaa kontrafaktuaalia (mitä tapahtuisi tai olisi tapahtunut ilman investointia) on usein vaikea määritellä, ja investoinnin muuta, erityisesti yksityistä rahoitusta syrjäyttävää tai mobilisoivaa vaikutusta, on vaikea todentaa. Jos esimerkiksi rahoitetulta yritykseltä kysytään, oliko saatu rahoitus lisäistä, ja auttoiko se muun rahoituksen etsimisessä, on sillä kannustimia vastata myöntävästi. Mutta miten voi esimerkiksi tietää, missä määrin omistajat olisivat laittaneet omaa pääomaansa peliin, tai myöntyneet ehdoiltaan erilaiseen rahoitukseen, jos julkista rahoitusta ei olisi saatu? Esimerkiksi kehitys- tai sekarahoittajat ovat taipuvaisia korostamaan myöntämänsä rahoituksen lisäisyyttä, jos lisäisyys on niiden mandaatissa. Kokeellisia tilanteita lisäisyyden arviointia varten on myös vaikea luoda, koska yritykset, niiden rahoitusrakenne, liiketoimintastrategia tai toimintaympäristö eivät välttämättä koskaan ole riittävästi toistensa kaltaisia luotettavaa tutkimusasetelmaa varten.

Bakhtiari tutki Australian keskus- ja osavaltiotason antaman rahoituksen lisäisyyttä suuresta rahoitusta saaneiden yritysten joukosta (ex-post), ja päätteli sen lisäävän rahoitettujen yritysten taipumusta hakea ja kykyä varmistaa uutta kaupallista rahoitusta. Vaikutus oli selvin pienillä ja innovatiivisilla yrityksillä (Bakhtiari 2021, 76). Myös Abraham & Schmuckler summasivat takauksien mahdollista lisäisyyttä koskevaa tutkimusta ja päättelivät näytön puoltavan rahoituksellista lisäisyyttä sellaisten yritysten kohdalla, joilla muuten oli vaikeuksia ulkoisen rahoituksen saamisessa. Toisaalta sama päti myös sellaisille yrityksille, joilla vastaavia vaikeuksia ei ollut. (Abraham & Schmuckler 2017, 3) Niin ikään takauksien lisäisyyttä tutkineet Arraiz, Melendez & Stucchi päättelivät osittaisten luottotakauksien lisännen merkittävästi niitä saaneiden kolumbialaisten pienten ja keskisuurten firmojen mahdollisuutta saa-

da muuta rahoitusta (Arráiz, Menendez, Stucchi 2014, 722). Toisaalta joissain tutkimuksissa on havaittu takauksien heikentävän lainojen takaisinmaksukuria, eli niiden positiivisia vaikutuksia neutraloisi ongelmien kasaantuminen yritysten lainoittajien kannettaviksi.

Taguchi ja Yasumura tutkivat monenkeskisten kehitys pankkien rahoituksen lisäisyyttä infrastruktuuriprojekteissa ja päättelivät sen lisännen muiden rahoittajien rahoitussitoumusten kokoa, mukaan lukien investoinnit matalan tulotason maissa, joissa paikallista rahoitusta on niukemmin saatavilla (Taguchi & Yasumura 2021, 14). Vastaavasti Broccolini ym. havaitsivat kehitys pankkien osallistumisen lainoitukseen lisäävän yleisesti pankkien yksityisen rahoitustarjontaa tutkituissa maissa. Jossain määrin yllättäen tulokset olivat selvimmät verraten kehittyneissä maissa. (Broccolini, Lotti, Maffioli, Presbitero, Stucchi 2019, 22–23)

Koenig & Jacksonin mukaan kehitysrahoituslaitosten myöntämän rahoituksen lisäisyydestä ei juurikaan ole näyttöä (Koenig, Jackson 2016, 61) Osin tätä selittää seläisten muutosteorioiden (*Theory of Change*, TOC) puute, joilla vaikutusketjut kyettäisiin perustelemaan. Myös Colombo, Cumming ja Vismara päättelivät, että tutkimus ei ole kyennyt varmistamaan lisäisyyden toteutumista julkisten riskirahoitusohjelmien (*Governmental Venture Capital*) osalta (Colombo, Cumming, Vismara 2016, 20)

Lisäisyyden ex-ante arvioinnista ja siitä, miten se toimii osana eri rahoittajien investointiprosessia, tutkimusta löytyy huomattavasti vähemmän. Yksinkertaisimmillaan esimerkiksi rahoituksellista lisäisyyttä voidaan ajatella ennen sijoituspäätöstä arvioitavan tutkimalla paikallisia rahoitusmarkkinoita; käytetty rahoitusinstrumentti on lisäinen, jos vastaavaa ei ole markkinoilla saatavilla (Andersen ym. 2021, 23) Käytännössä asia on moniulotteisempi. Esimerkiksi oletettu lisäisyyttä synnyttävä mekanismi voi olla hyvin erilainen vaikkapa eri sekarahoitusmalleissa ja rahoitusinstrumenteissa. Lisäisyyden syntymekanismi voi riippua myös siitä, minkä kehitysvaiheen yritystä rahoitetaan. esimerkiksi venture capital riskirahoitus aloittelevalle yritykselle vs. investointi- tai käyttöpääoma jo etabloituneelle; investointi uuteen (*greenfield*) vs. jo olemassa olevaan kohteeseen. Hal & Lernerin mukaan yrityksen koko ja kehitysvaihe sekä maan rahoitusmarkkinan kehittyneisyys ovat isossa roolissa lisäisyyden toteutumisessa muun muassa innovatiivisten yritysten riskirahoituksessa (Hall & Lerner 2009, 634). Oman haasteensa tuovat jo itse lisäisyyden käsitteen eri ulottuvuudet; lisäisyytenä voidaan pitää esimerkiksi markkinan tai toimialan kehittymistä tai toisaalta yksittäisen yrityksen vastuullisuuden voimistumista julkisen rahoituksen seurauksena.

Eräs ehdotettu malli rahoituksellisen lisäisyyden ex-ante arviointiin investointipäätöstä tehtäessä on huutokauppamenettely (*subsidy-minimization auction*), jossa pyritään kysymään markkinoilla toimivilta rahoittajilta, onko, ja millä hinnalla hankkeelle saatavissa rahoitusta markkinoilta. (Esim. Carter ym. 2017, 23–26.) Jos rahoitusta ei näyttäisi olevan saatavilla, vaikuttaisi esimerkiksi julkisen toimijan tarjo-

ama sekarahoitus olevan lisäistä. Ongelma huutokauppamenettelyissä on muun ohessa saada relevantit rahoittajat osallistumaan ja paljastamaan rahoituksensa todellisen hinnan.

Carter ym. väittävät, että rahoituksellista lisäisyyttä ei todennäköisesti kyetä kvantitatiivisesti todistamaan. Parhaimmillaan voidaan päästä lisäisyyden kvalitatiiviseen arviointiin ja sen esiintymisen todennäköisyyksien arvioimiseen toteutuneiden hankkekohtaisten tekijöiden ja olosuhteiden perusteella. Tätä tukemaan voidaan käyttää esimerkiksi prosessien jäljittämisen menetelmään (*process-tracing*) perustuvaa analyysia. (Carter ym. 2021, 12).

Busch ym. puolestaan ovat väittäneet, että lisäisyyden ja vaikuttavuusinvestoinnissa usein puhutun intentionaalisuuden kaltaiset käsitteet eivät vaikuttavuussijoittamisessa ylipäätään ole kovin käyttökelpoisia, koska sijoittajien todellisia tavoitteita ja aikomuksia ei kyetä havainnoimaan eikä lisäisyyttä käytännössä arvioimaan ja dokumentoimaan. (Busch ym. 2021, 9–10)

Lisäisyys investointikriteerinä

Lisäisyyden arvioinnilla on kehitys- ja sekarahoituksen sekä vaikuttavuusinvestointien investointisyklin aikana erityinen merkitys kahdessa vaiheessa: ex-ante kriteerinä rahoituspäätöstä tehtäessä ja arviointikysymyksenä hankkeen aikaisissa tai sen päätyttyä tehtävissä ex-post evaluaatioissa. Lisäisyyden käyttö päätöskriteerinä vaikuttaisi käytännön toiminnan kannalta keskeisemmältä, vaikka evaluaatioista saatava tieto ja oppi on toki tärkeää toiminnan kehittämislle.

Lisäisyyttä koskevat kansainvälisten organisaatioiden ja toimijoiden linjaukset painottavat ex-ante-arviointia osana päätöksentekoa. OECD:n mukaan julkisia varoja ei tulisi käyttää sekarahoitukseen, jos niin ei kyetä luomaan lisäisiä kehitysvaikutuksia, tai jos samat vaikutukset voidaan saada aikaan jo olemassa olevilla julkisilla tai yksityisillä rahoitusvälineillä (OECD 2020, 17). Kyseessä on siis jonkinlainen poissulkeva kriteeri; hanketta ei tulisi rahoittaa, jos se ei ole lisäinen. Lisäisyys on yksi niistä periaatteista, joiden myös monenkeskiset kehityspankit edellyttävät täyttyvän yksityisen sektorin rahoituksessa. (Multilateral Development Bank Principles to Support Sustainable Private Sector Operations 2012, 2). Ne suosittavat rahoituksellisen lisäisyyden arvioimista tutkimalla esimerkiksi paikallisen markkinan ominaisuuksia sekä asiakkaan kykyä saada kaupallista rahoitusta tai maksaa kehityspankin rahoituksesta. Laadullista lisäisyyttä tulisi arvioida esimerkiksi tarkastelemalla, miten rahoituksella kyetään vaikuttamaan politiikkojen tai säätelyn uudistukseen, standardien kohottamiseen tai investoinnin riskien pienentämiseen. (MDB 2018, 9). Lisäisyyden käyttäminen ex-ante arviona päätöksentekoa ohjaamassa ei kuitenkaan ole ongelmatonta.

Ainakin esimerkiksi OECD vaatii sekarahoitusperiaatteissaan (4.2.1. Sub-principle 2.A) investoinnin sekä rahoituksellista että kehityksellistä lisäisyyttä (OECD 2020, 17). Rahoituksellinen lisäisyys ei kuitenkaan takaa kehityksellistä lisäisyyttä. Toisaalta kehityksellistä lisäisyyttä voi olla ilman rahoituksellista lisäisyyttä. Esimerkiksi kehitysrahoituslaitokset usein kanssarahoittavat hankkeita, joille löytyisi täysi kaupallinen rahoitus, jolloin niissä ei siis olisi rahoituksellista lisäisyyttä vain taatakseen esimerkiksi työturvallisuus- ja ympäristöstandardien kohentamisen rahoitetussa yrityksessä (Kenny & Moss 2020, 2).

Varsinkin kehityksellisesti lisäinen rahoitus voi myös syrjäyttää kaupallista rahoitusta. Usein kriteerinä kehotetaan käyttämään sitä, että julkisen rahoituksen pitää lisäisyyden lisäksi houkuttaa mukaan (*crowd in*) kaupallista rahoitusta. Käytännössä tämä ja sen osoittaminen voi olla vaikeaa; lisäksi pidetään usein sellaisia rahoitusinstrumentteja ja investointeja esimerkiksi riskisissä toimintaympäristöissä, joihin yksityiset rahoittajat eivät mielellään osallistu, ja kun osallistuvat, ovat syyt usein hyvin tapauskohtaisia. Kehitysrahoituslaitosten periaatteissa korostetaan hieman vähemmän kunnianhimoisesti, että sekarahoituksen tulee olla 1. lisäistä ja 2. se ei saa syrjäyttää (*crowd out*) muuta, varsinkaan yksityistä rahoitusta (DFI Working Group 2017, 5).

Varsinkin lahjaosuuden sisältävällä (*soft*) rahoituksella on usein hyvät mahdollisuudet olla sekä rahoituksellisesti että laadullisesti lisäistä. Pelkästään se, että rahoituksessa on lahjaosuus (verrattuna markkinarahoitukseen) ei kuitenkaan täytä lisäisyyden ehtoja ja siten kelpaa päätösperusteeksi. Tällaista rahoitusta pitäisi myöntää vain, jos markkinat eivät kykene tarjoamaan kohteelle sopivaa rahoitusta (Private Sector Roundtable 2013, 7). Lahjaosuus voi jopa rapauttaa lisäisyyttä, jos sitä tarjotaan tilanteessa, jossa kaupallistakin rahoitusta olisi saatavilla. (DFI Working Group 2017, 5)

Esimerkkejä

Käytännössä lisäisyyden ex-ante arviointi ja käyttö rahoituspäätöskriteerinä jättää usein paljon toivomisen varaa.

Pohjoismaisista kehitysrahoituslaitoksista Finnfundilla ja Norfundilla lisäisyyden arviointi kuuluu investointiprosessin alkuvaiheisiin: Finnfundilla periaatepäätösvaiheeseen (*clearance in principle*) ja Norfundilla alustavaan investointikohteen arviointiin (*initial screening*). Kummallakin laitoksella lisäisyys on vain yksi huomioitavista tekijöistä, ja sen arviointi on verraten ylimalkainen. Finnfundilla (Finnfund, 29.5.2023) lisäisyyttä arvioidaan rahoituksellisesta näkökulmasta perustuen siihen, i) osallistuuko investointiin muita rahoittajia, ii) ovatko nämä vaikuttavuusinvestoijia, kehitysrahoittajia vai yksityisiä, iii) millaiset ovat Finnfundin rahoituksen ehdot mui-

den rahoittajien ehtoihin verrattuna ja iv) katsotaanko Finnfundin rahoituksen mobilisoivan tai katalysoivan muuta rahoitusta. Arvio on pakostakin verraten kevyt ja kvalitatiivinen, johtuen muun muassa varman tiedon puutteesta (esimerkiksi muiden rahoittajien ehdot) ja syy-seuraus-suhteen (esimerkiksi mobilisointi) tulkinvaraisuudesta. Lisäisyyden painoarvo Finnfundin kehitysvaikutusarvioinnin pisteytyksessä on 20 prosenttia. Se ei ole rahoituspäätöstä ratkaiseva tekijä, eli investointia ei automaattisesti hylätä pelkän puutteellisen lisäisyyden perusteella.

Norfundin lisäisyysarvio perustuu yhtiön kymmeneen lisäisyystavoitteeseen (*additionality ambitions*), joista kahdeksan koskee rahoituksellista lisäisyyttä:

- köyhimpiin maihin
- pääomaköyhimpiin maihin
- riskisimpiin maihin
- vaikeimpiin liiketoimintaympäristöihin
- suurimpien kehitystarpeiden toimialoille
- riskisimpiin instrumentteihin
- muutoin ohitetulle liiketoiminnalle (erityisesti pienet yritykset)
- ja muuta rahoitusta mobilisoivat investoinnit.

Kaksi tavoitteista koskee laadullista lisäisyyttä (josta Norfund käyttää termiä *arvolisäisyys, value additionality*):

- aktiivinen osallistuminen rahoitettuun toimintaan
- rahoitetun toiminnan yhteiskunnallisen ja ympäristöllisen vastuullisuuden ja vaikuttavuuden vahvistaminen.

Kaikkien investointien tulee täyttää ainakin joku lisäisyystavoitteista, mutta selkeää sääntöä tai päätösavainta esimerkiksi minkälaista lisäisyyttä tarvitaan tai kuinka moni lisäisyystavoitteista pitää täytyä myönteisen investointipäätöksen tekemiseksi yhtiö ei ainakaan julkisesti kerro. (Norfund, 29.5.2023.)

Tanskan kansallisen kehitysrahoituslaitos IFU:n hankevalinnassa oli lisäisyys aiemmin yhtenä selkeänä elementtinä *ex-ante* kehitysvaikutusten arviointiväline DIM:ssä (*Development Impact Model*) ja sille annettiin numeraalinen arvo (*score*), mutta silloinkaan se ei ollut hankevalinnan ratkaisevan tekijä. Vuonna 2020 IFU luopui DIM:stä ja samalla systemaattisesta lisäisyyden arvioinnista. Ilman selkeää lisäisyyden arvioinnin menetelmää ja arviointivälinettä lisäisyyttä ei luonnollisestikaan voi johdonmukaisesti käyttää investointien valinnan kriteerinä.

Suomen ulkoministeriön hallinnoimat kehityspoliittiset finanssifinanssisijoitukset ovat sekarahoitusoperaatioita, joissa ministeriö myöntää lainoja vaikuttavuussijoittajille, kansainvälisille kehitysorganisaatioille tai monenkeskisille pankeille ja tekee sijoituksia rahastoihin päämääränään aikaansaada kehitysvaikutuksia ja mobilisoida muuta, erityisesti yksityistä rahoitusta kehitysvaikutuksia tuottaviin investointeihin. Vuoden 2021 lopussa näitä sijoituksia oli ulkona noin 730 miljoonaa euroa. Sijoituksia

ohjaavassa, vuodet 2020–2023 kattavassa investointisuunnitelmassa ei ole mainintaa lisäisyydestä tai sen käytöstä kriteerinä rahoituspäätöksiä tehtäessä. (Ulkoministeriö, 29.5.2023)

Käsittelyn ja argumentoinnin tulokset, johtopäätökset

Vastauksina tarkentaviin kysymyksiin:

i) Minkälaisen toiminnan yhteydessä lisäisyyden käsitettä käytetään?

Varsinkin kehittyviin maihin suunnatussa kehitys- ja sekarahoituksessa sekä vaikuttavuusinvestoimisessa, kun pyritään löytämään kriteerejä erityisesti julkisten varojen käytölle yksityisen sektorin rahoittamiseen.

ii) Miten lisäisyys määritellään?

Lisäisyydellä ei ole yhtä, yleisesti tunnustettua määritelmää. Eri toimijat tulkitsevat ja käyttävät käsitettä usein eri tavoin. Yleisin kahtiajako on puhua a) rahoituksellisesta ja b) ei-rahoituksellisesta, laadullisesta tai kehityslisäisyydestä. Näidenkin osalta eri tahojen määritelmät poikkeavat toisistaan. Lisäisyys liitetään lisäksi moneen muuhunkin käsitteeseen, muun muassa vaikutukseen, vaikuttavuuteen ja kontribuutioon.

iii) Milloin rahoitus on lisäistä?

Ainakin julkisen rahoituksen osalta edellytys on, että se ei syrjäytä yksityistä rahoitusta, vaan mieluummin houkuttaa ja mobilisoi sitä. Lahjaosuuden sisältävä (*concessional*) rahoitus on todennäköisemmin lisäistä kuin markkinaehtoinen. Jos lisäisyyden saavuttaminen edellyttää eri sijoittajien käytössä olevan informaation epäsymmetriaa ja ei-kilpailullista rahoitusmarkkinaa, näyttävät esimerkiksi listattuihin, hyvin likvideihin rahoitusvälineisiin ja rikkaissa maissa tehdyt investoinnit harvoin täyttävän nämä ehdot. Esimerkiksi kehitysmaissa tehdyt pääomasijoitukset ja suora lainoitus ovat todennäköisemmin, mutta ei välttämättä lisäisiä.

iv) Miten lisäisyys todetaan?

Suurin osa lisäisyyden tutkimuksesta kohdistuu sen ex-post arviointiin. Tulokset ovat keskenään ristiriitaisia ja menetelmällisiä haasteita on paljon. Sitä, miten lisäisyys voidaan arvioida tai todentaa ex-ante, osana investointiprosessia, on tutkittu vähemmän. Esimerkiksi investointi- markkina- ja instrumenttikohtaiset erot tekevät ex-ante-arvioinnin vaikeaksi. Eräiden näkemysten mukaan lisäisyyttä ei varmuudella pystykään todentamaan. Käsitettä pidetään jopa hyödyttömänä.

v) Miten lisäisyyttä käytetään investointikriteerinä?

Suhteutettuna siihen, miten keskeisenä päätöskriteerinä monet kansainväliset toimijat ja standardien asettajat lisäisyyttä pitävät, on sen käyttö investointisyklissä var-

sin hajanaista ja epäjohdonmukaista. Tätä tukee myös artikkelissa esitelty anekdotaalinen evidenssi eräistä kehitys- ja sekarahoittajista (Finnfund, Norfund, IFU, Suomen ulkoministeriön kehityspoliittiset finanssisijoitukset).

Vastaus pääkysymykseen:

Miten hyvin lisäisyyden käsite toimii päätöskriteerinä, kun julkista rahoitusta ohjataan yrityksille?

Nykyisellään lisäisyys ei toimi päätöskriteerinä sillä tavalla kuin kansainvälisessä kehitys- ja sekarahoitusta ja vaikuttavuusinvestointia koskevassa keskustelussa ajatellaan ja ohjataan. Samaan aikaan, kun yksityistä rahoitusta, osaamista ja teknologiaa entistä enemmän tarvitaan globaaliin haasteisiin vastaamiseen, ja julkisia varoja lisääntyvästi käytetään tämän yksityisen rahoituksen mobilisoimiseen ja investointien toivottujen vaikutusten varmistamiseen, on niiden käytön selkeille kriteereille suuri tarve.

Johtopäätöksenä voi tiivistää, että lisäisyyden ex-ante arvioinnin menetelmiä tulee kehittää, sen merkitystä julkisten varojen käytöstä päätettäessä selkeyttää läpinäkyvin päätöskriteerein, tai sitten koko käsitteen asemaa rahoittajien tavoitehierarkiassa arvioida uudelleen.

Esimerkiksi rahoituksellisen lisäisyyden ex-ante arvioinnissa tulisi panostaa investointikohtaiseen kontekstietojen keräämiseen mm. investoinnin isäntämaan, toimialan ja yritys- liiketoimintatyyppin mahdollisuuksista saada muuta, erityisesti kaupallista rahoitusta. Haasteena on tällöin päästä käsiksi relevanttiin tietoon; vertaillulle tärkeät aiemmin toteutuneiden, varsinkin täysin yksityisten toimijoiden välisten rahoitussopimusten ehdot harvoin ovat julkisia. Käytännössä tietojen hankkiminen edellyttää usein paikalla oloa kohdemarkkinoilla, eli huomattavia resursseja.

Yksi mahdollisuus arvioida rahoituksellista lisäisyyttä voi olla potentiaalisen investoinnin varjo- tai suositushinnan määrittäminen ulkoisella, tai ainakin oman organisaation investointiesityksestä vastaavasta hanketiimistä erillisellä yksiköllä, eli simuloida markkinan toimintaa käytettävissä olevan tiedon perusteella. Investointiesityksen ehtoja, lisäisyyttä ja rahoitettavuutta peilattaisiin sitten tätä varjohintaa vasten. Menetelmä jossain muodossaan on jo käytössä joillain seka- ja kehitysrahoittajilla.

Ehkä keskeisin tapa kasvattaa varsinkin ex-ante lisäisyysanalyysin käytettävyyttä päätöksenteossa olisi selventää lisäisyytavoitteiden asemaa rahoittajan yleisessä tavoitehierarkiassa tai -kentässä, sen suhdetta muun ohessa rahalliseen tuottovaatimukseen, muun rahoituksen mobilisointitavoitteisiin tai yhteiskunnallisten, kehitys- ja ympäristövaikutusten tavoitteluun. Esimerkiksi rahoituksellinen lisäisyys on usein toisensa poissulkevassa asetelmassa (*trade-off*) muiden tavoitteiden kanssa; monet seka- ja kehitysrahoittajat tavoittelevat nykyään esimerkiksi eläkeyhtiöiden kaltaisten institutionaalisten sijoittajien varojen mobilisointia pyrkiessään samaan aikaan mah-

dollisimman suureen lisäisyyteen, eli kohdentamaan rahoitusta uusille toimialoille tai innovatiivisiin, riskisiin hankkeisiin ja toimintaympäristöihin. Yhtälö on hyvin vaikeasti ratkaistavissa. Jos lisäisyys sitten käytännössä on alisteinen muille tavoitteille, jää siihen viittaaminen investointien valintakriteerinä helposti sanahelinäksi. Lisätutkimusta tarvitaan rahoittajien tavoitehierarkioista ja niiden vaikutuksesta investointistrategioihin ja yksittäisiä investointeja koskevaan päätöksentekoon.

Lähteet

- Abraham, F., & Schmuckler, S. L. 2017. Are public credit guarantees worth the hype. *Research & Policy Briefs* No 11, World Bank, Washington, DC.
- Andersen, O. W., Hansen, H., & Rand, J. 2021. Evaluation financial and development additionality in blended finance operations. OECD, Paris.
- Arráiz, I., Meléndez, M., & Stucchi, R. 2014. Partial credit guarantees and firm performance: evidence from Colombia. *Small Business Economics*, 43(3), 711–724.
<https://doi.org/10.1007/s11187-014-9558-4>
- Attridge, S., & Engen, L. 2019. Blended finance in the poorest countries. The need for a better approach. ODI, London.
- Bakhtiari, S. 2021. Government financial assistance as catalyst for private financing. *International Review of Economics & Finance*, 72, 59–78. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.11.003>
- Barber, B. M., Morse, A., & Yasuda, A. 2021. Impact investing. *Journal of Financial Economics*, 139(1), 162–185. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.07.008>
- Braak-Forstinger, C., Selian, A., & Mohn, B. 2020. How to increase family office engagement in impact investing. Bertelsman Stiftung, Güntersloch.
- Bridges Ventures, Bank of America, & Merrill Lynch. 2014. Shifting the Lens. A De-risking Toolkit for Impact Investment. Bridges Ventures, London.
- Broccolini, C., Lotti, G., Maffioli, A., Presbitero, A. F., & Stucchi, R. 2019. Mobilization Effects of Multilateral Development Banks. IMF Working Paper/19/28. International Monetary Fund, Washington, DC.
- Busch, T., Bruce-Clark, P., Derwall, J., Eccles, R., Hebb, T., Hoepner, A., Klein, C., Krueger, P., Paetzold, F., Scholtens, B., & Weber, O. 2021. Impact investments: a call for (re) orientation. *SN Business & Economics*, 1(2). <https://doi.org/10.1007/s43546-020-00033-6>
- Carter, P., Decarolis, F., & Young, N. 2017. Subsidising the Private Sector for Development: Lessons from Mechanism Design. ODI, London.
- Carter, P., van de Sijpe, N., & Calel, R. 2021. The elusive quest for additionality. *World Development*, 141. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2021.105393>
- Colombo, M. G., Cumming, D. J., & Vismara, S. 2016. Governmental venture capital for innovative young firms. *Journal of Technology Transfer*, 41(1), 10–24.
<https://doi.org/10.1007/s10961-014-9380-9>
- Convergence. 2022. *The State of Blended Finance 2021 Revised*. Convergence, Toronto.
- DFI Working Group. 2017. DFI Working Group on Blended Concessional Finance for Private Sector Projects. Summary report.
- European Commission. 2022. EFSD+ Guidance Note Open Access – final 22032022. European Commission, Brussels.
- Finnfund. Kehitysvaikutusten arviointityökalu (DEAT). Osoitteessa <https://www.finnfund.fi/vaikuttavuus/kehitysvaikutukset/deat/>. Viitattu 29.5.2023
- GIIN. 2020. Annual Impact Investor Survey 2020. GIIN, New York.
- GIIN. What is Impact Investing. Osoitteessa: <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>. Viitattu 29.5.2023
- Habbel, V., Jackson, E. T., Orth, M., Richter, J., & Harten, S. 2021. Evaluating Blended Finance Instruments and Mechanisms: Approaches and Methods. OECD, Paris.
- Hall, B. H., Lerner, J., Hall, B. H., & Lerner, J. 2009. The Financing of R&D and Innovation. NBER Working paper series. Working Paper 15325. NBER Cambridge.

- International Finance Corporation IFC. 2019. Creating Impact: The Promise of Impact Investing. In IFC. International Finance Corporation, Washington, DC.
<http://hdl.handle.net/10986/32767>
- Kenny, C., & Moss, T. 2020. What to Do When You Can't Prove DFI Additionality. Center for Global Development, Washington.
- Koenig, A.-N., Jackson, E. T., Jackson, E., Ltd, A., & Carriere, B. 2016. Evaluation Study. Private Capital for Sustainable Development: Concepts, Issues and Options for Engagement in Impact Investing and Innovative Finance. Ministry of Foreign Affairs of Denmark DANIDA. Copenhagen.
- Multilateral Development Banks. 2012. Multilateral Development Bank Principles to Support Sustainable Private Sector Operations. Washington, DC.
- Multilateral Development Banks. 2018. Multilateral Development Banks' Harmonized Framework for Additionality in Private Sector Operations. Washington, DC.
- Norfund. Our Approach to Additionality. Osoitteessa <https://www.norfund.no/our-approach-to-additionality/>. Viitattu 29.5.2023
- OECD DAC. 2016. Understanding Key Terms and Modalities for Private Sector Engagement in Development Co-operation. Private Sector Peer Learning. Peer Inventory 1: Private Sector Engagement Terminology and Typology. OECD, Paris.
- OECD DAC. 2020. DAC methodologies for measuring the amounts mobilised from the private sector by official development finance interventions. DRAFT. May 2020. OECD, Paris.
- OECD. 2020. Blended Finance Principles Guidance. OECD, Paris.
- Paul Brest, B., Born, K., Choi, A., Speirn, S. K., Rodriguez Arregui, A., Chu, M., & Pfund, N. E. 2013. When Can Impact Investing Create Real Impact? *Stanford Social Innovation Review* 2013.
- Private Sector Roundtable. 2013. Private Sector Roundtable. DFI Guidance for Using Investment Concessional Finance in Private Sector Operations.
http://www.developmentandtheprivatesector.org/report/files/assets/downloads/IFI_and_Development_Trough_
- Taguchi, H., & Yasumura, K. 2021. Financial Additionality of Multilateral Development Banks in Private Participation in Infrastructure Projects. *Sustainability*, 13(15), 8412.
<https://doi.org/10.3390/su13158412>
- Tideline. 2021. Truth in Impact. A Tideline Guide to Using the Impact Investment Label. www.tideline.com.
- Ulkoministeriö. Kehityspoliittiset lainat ja finanssisijoitukset. Osoitteessa: <https://um.fi/kehityspoliittiset-finanssisijoitukset>. Viitattu 29.5.2023.
- United Nations Secretary General. 2019. Roadmap for Financing the 2030 Agenda for Sustainable Development. UN. New York. United States.
- World Economic Forum. 2015. Blended Finance Vol. 1: A Primer for Development Finance and Philanthropic Funders. An overview of the strategic use of development finance and philanthropic funds to mobilize private capital for development. WEF. Geneva, Switzerland.