Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Vera Pakkanen

EU:n kestävä rahoituslainsäädäntö ja viherpesu

SFDR: n potentiaali rahastoihin kohdistuvan viherpesun estämisessä

Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö
Talousoikeuden pro gradu -tutkielma
Talousoikeuden maisteriohjelma

Vaasa 2024

VAASAN YLIOPISTO
Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö
Tekijä: Vera Pakkanen
Tutkielman nimi: EU:n kestävä rahoituslainsäädäntö ja viherpesu: SFDR: n potentiaali rahastoihin kohdistuvan viherpesun estämisessä
Tutkinto: Kauppatieteiden maisteri
Oppiaine: Talousoikeus
Työn ohjaaja: Pekka Vainio
Valmistumisvuosi: 2024 **Sivumäärä:** 83

TIIVISTELMÄ:
Kestävyys ja vastuullisuus ovat nousseet yhdeksi merkittäväksi tekijäksi rahoitusmarkkinoilla. Ilmastonmuutos ja muut kestävyysriskit ovat uhka Euroopan talouskehitykselle. Euroopan unioni on käynnistänyt lukuisia toimenpiteitä kestävyysriskeihin vastaamiseksi. Merkittävin näistä on Euroopan kestävä toimintasuunnitelma, jonka keskiössä on rahoitusmarkkinatoimijoille suunnattu kestävä tiedonantosääntely. Rahoitusmarkkinoilla sijoituspalveluntarjoajan ja lopullisen sijoittajan välinen tieto ei koskaan ole täydellistä, sillä sijoituspalveluntarjoajalla on aina enemmän liiketoimintakäytäntöihin ja sijoitustuotteisiin liittyvää tietoa ja ymmärrystä, kuin sijoittajalla. Tämä synnyttää informaatioepäsymmetrian. Kestävyyden luoma kilpailuetu on saanut yritykset luokittelemaan ei-kestäviä rahastoja kestäviksi. Informaatioepäsymmetrian myötä tämä on mahdollista, sillä sijoittajilla ei ole resursseja erottaa aidosti kestäviä signaaleja epätosista signaaleista. Tällaista harhaanjohtavaa toimintaa kutsutaan viherpesuksi. Viherpesulla tarkoitetaan tilannetta, jossa rahastosta annetaan todellisuutta kestävämpi tai vastuullisempi mielikuva. Viherpesu uhkaa kestävää talouskehitystä, koska se romuttaa luottamusta koko rahoitusmarkkinajärjestelmään, mikä heijastuu reaalitalouden ongelmina.

Euroopan komissio antoi asetuksen (EU) 2019/2088 kestävän rahoituksen tiedonannosta. Asetuksen tavoitteena on lisätä vastuullisuustoimien läpinäkyvyyttä rahoitusmarkkinoilla vähentämällä informaatioepäsymmetriaa ja ehkäisemällä viherpesua. Asetus velvoittaa rahoitusmarkkinatoimijoita raportoimaan, miten kestävyysriskit on integroitu ja pääasialliset haitalliset kestävyysvaikutukset huomioitu sijoitusprosessissa. Tiedonantoasetusta yksityiskohtaisesti täydentävät komission delegoidun asetuksen (EU) 2022/1288 RTS-standardit. Tässä pro gradu -tutkielmassa selvitetään, miten nämä sääntelytoimenpiteet käytännössä onnistuvat ehkäisemään kestävissä rahastoissa esiintyvää viherpesua. Lisäksi tutkielmassa selvitetään, miksi viherpesu on iso uhka kestäville rahoitusmarkkinoille ja mistä ilmiö oikeastaan johtuu.

Tutkielmassa johtopäätöksinä todetaan asetuksella (EU) 2019/2088 olevan huomattava potentiaali viherpesun ehkäisemiseen, mutta sen toimiminen irrallaan muusta kestävästä rahoituslainsäädännöstä on mahdotonta. Kestävän rahoituslainsäädännön on toimittava yhtenäisesti, jotta lainsäädäntö onnistuu vastaamaan tavoitteisiinsa poistaa viherpesu ja luoda läpinäkyvä rahoitusmarkkinajärjestelmä.

AVAINSANAT: Kestävyysraportointi, SFDR, informaation epäsymmetria, viherpesu, kestävä sijoittaminen, kestävä rahasto

Sisällys

1 Johdanto 6
1.1 Tutkimuksen tausta 6
1.2 Tutkimuksen tavoite, tutkimuskysymykset, aiheen rajaus 8
1.3 Tutkimusmetodi, lähdeaineisto ja rakenne 10
2 Kestävyys rahoitusmarkkinoilla 13
2.1 Kestävä rahoitus 13
2.1.1 EU ja kestävä rahoitus 15
2.2 Kestävä sijoittaminen 16
2.2.1 Seulonta 17
2.2.2 Vaikuttavuusrahastot 18
2.2.3 Kestävät teemarahastot 18
2.3 Signalointiteorian soveltaminen kestävään rahoitukseen 19
2.3.1 Signalointiteoria 19
2.3.2 Informaation epäsymmetria 21
3 Viherpesu kestävissä rahastoissa 23
3.1 Viherpesun synty ja houkutus 23
3.2 Viherpesun integroiminen rahoitusmarkkinoille 24
3.2.1 Yritysten kiusaus: viherpesun houkutus 24
3.2.2 Viherpesun vaikutukset kestävälle rahoitukselle 26
3.3 Viherpesu rahoitustuotteissa 27
3.3.1 Signalointiteoria viherpesun taustalla 27
3.3.2 Vääristetyt väitteet ja niiden vaikutukset 29
3.3.3 Rahastojen uudelleenbrändäys kestävyyden tehostamisen strategiana 32
4 SFDR viherpesuriskin hallinnassa 34
4.1 SFDR:n potentiaali kestävän rahoituksen edistäjänä 34
4.1.1 Tarve kestävälle tiedonantosääntelylle 34
4.1.2 Tiedonantosääntelyn tavoitteet 36

4.1.3 Viherpesun estämisen pyrkimys 40
4.1.4 Vaatimukset kestäville tuotteille 42
4.2 SFDR tuoteluokitukset 44
4.2.1 Kolme tuoteluokitusta 44
4.2.2 Artikla 6 – kestämättömät rahastot 45
4.2.3 Artikla 8 – ympäristöllisiä tai sosiaalisia ominaisuuksia edistävät rahastot 46
4.2.4 Artikla 9 – kestäviä sijoituksia toteuttavat rahastot 48
4.3 Miten SFDR raportointivelvollisuudet estävät viherpesua 49
4.3.1 Standardisoidun kestävyysraportoinnin perusta 49
4.3.2 Ennen sopimusta annettavat tiedot 51
4.3.3 Jatkuva raportointi ja sijoituksen jälkeinen vaihe 56
4.3.4 Toisen tason sääntelytoimenpiteet 60
4.3.5 SFDR:n vaikutus sijoittajansuojaan 62
4.4 SFDR: n haasteet 63
4.5 SFDR:n yhteys taksonomia-asetukseen 66
5 Johtopäätökset 69
Lähteet 76

Lyhenteet

EU	Euroopan unioni
SFDR	Sustainable Finance Disclosure Regulation (EU) 2019/2088
ESG	Environmental, Social, Governance
ESMA	European Securities and Markets Authority
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development
NFDR	Non-Financial Reporting Directive
YK	Yhdistyneet Kansakunnat
TCFD	Task Force on Climate-Related Financial Disclosures
GSIA	Global Sustainable Investment Alliance
PRI	Principles for Responsible Investment
DNSH	Do No Significant Harm
PAI	Principle Adverse Impact

1 Johdanto

1.1 Tutkimuksen tausta

Viime vuosikymmeninä kestävyyden rooli rahoitusmarkkinoilla on kasvanut suureksi. Tämä on osittain seurausta sijoittajien ja muiden sidosryhmien luomasta paineesta, joka kohdistuu kestävien sijoitusvaihtoehtojen tarjoamiseen. Ilmastokriisi huolestuttaa sijoittajia, ja he ovat yhä enemmän tietoisia sijoituspäätöstensä vaikutuksista ympäristöön. [1] Kestävien sijoitustuotteiden kysyntä on suuressa kasvussa ja sijoittajat etsivät sellaisia rahoitustuotteita, jotka saavutetun taloudellisen hyödyn lisäksi vaikuttavat positiivisesti tai neutraalisti ympäristöön ja yhteiskuntaan. Termistä *kestävä sijoitus* on tullut vakiintunut käsite rahoitusmarkkinoilla ja kestävien sijoitustuotteiden määrä kasvaa edelleen nopeasti.[2]

Kestävällä sijoittamisella tarkoitetaan käytännössä sitä, että sellaiset sijoituskohteet, jotka eivät täytä ennalta määriteltyjä kestävyyskriteerejä, jätetään sijoitusportfolion ulkopuolelle. [3] Kestävä rahoitus on yksi merkittävämpiä keinoja ilmastonmuutoksen torjumiseen. Nykyisessä markkinaympäristössä se on välttämättömässä roolissa sille, että valtiot saavuttavat ilmastotavoitteensa. Julkinen sektori ei kykene itsessään ratkaisemaan ilmastokriisiä, vaan tähän tarvitaan huomattava määrä rahaa yksityiseltä sektorilta. [4] Tähän asti yksi merkittävä este yksityisen rahaliikenteen suuntaamisessa kestävään toimintaan ovat olleet tiedon ja standardoinnin puute, sekä sitä kautta sijoitusten tuottoihin liittyvä epävarmuus.[5]

Kestävän sijoittajatrendin suosion kasvun myötä yritykset ovat tunnistaneet kestävien rahastojen tarjoaman kilpailuedun. Sijoittajat ovat valmiita maksamaan enemmän sijoitustuotteesta, joka on vastuullinen ja ei aiheuta haittaa ympäristölle. Tämä on saanut

---

[1] EFAMA, 2021
[2] Berg ym. 2022
[3] Paukku, s. 69
[4] Paukku s. 69
[5] Paukku, s. 70

aikaan ilmiön *viherpesu.* Viherpesua tapahtuu, kun yritys antaa harhaanjohtavaa tietoa sijoitustuotteidensa kestävyydestä. [6] Viherpesu kattaa erilaisia tapoja, joilla sijoitustuotteen kestävyystietoja vääristellään, jotta kuluttajalle muodostuu käsitys, että sijoitustuote on kestävä. Todellisuudessa viherpesty rahasto ei ole kestävä. [7] Viherpesu juontaa juurensa tiedon puutteesta. Rahoitusmarkkinoilla sijoittajan ja sijoituspalveluntarjoajan välillä on havaittavissa informaatioepäsymmetria. Informaatioepäsymmetriassa kahden osapuolen välinen tieto on puutteellista tai jopa virheellistä. Tällainen tilanne tapahtuu, kun toisella osapuolella on hallussaan enemmän asiaankuuluvaa tietoa, kun toisella[8].

Huoli viherpesusta on levinnyt rahoitusmarkkinoilla, koska se heikentää luottamusta koko markkinajärjestelmään ja asettaa vaaraan kansainvälisten kestävien tavoitteiden saavuttamisen. Tämän seurauksena Euroopan unionin sääntelyviranomaiset ovat käynnistäneet useita toimia viherpesun torjumiseksi ja ilmastokriisiin vastaamiseksi. [9] Merkittävin näistä on Euroopan komission kestävän rahoituksen toimintasuunnitelma, joka perustettiin ohjaamaan yksityisiä sijoituksia kestävämpään toimintaan ja torjumaan viherpesua[10].

Toimintasuunnitelman keskiössä on EU-asetus 2019/2088 *(Sustainable Finance Disclosure Regulation, lyhyesti SFDR.)* Asetuksella pyritään puuttumaan sijoittajan ja rahoitusmarkkinaosapuolen väliseen informaatioepäsymmetriaan lisäämällä avoimuutta kestävyyteen liittyvistä tiedoista ja asettamalla rahoitusmarkkinatoimijoille pakollisia tiedonantovaatimuksia [11] . Osapuolten välisen informaation parantuessa viherpesun riski pienenee huomattavasti, sillä sijoittajat saavat paremman ymmärryksen yrityksen toiminnasta ja sen tarjoamista sijoitustuotteista ja niiden

---

[6] Marquis ym. 2016; Berg ym. 2022
[7] Delmas & Burbano, 2011
[8] Delmas & Burbano, 2011
[9] Deloitte 2022; Goldman Sachs, 2022
[10] Euroopan komissio, 2021
[11] Goldman Sachs, 2022

kestävyysvaikutuksista[12]. Tärkeänä osana informaatioepäsymmetrian korjaamisessa on SFDR: n asettamat kestävyysluokitukset rahoitustuotteille. SFDR luokittelee rahoitustuotteet sen perusteella, miten ne ottavat kestävyystekijät huomioon toiminnassaan ja prosesseissaan. Rahoitustuotteet voidaan karkeasti jakaa kolmeen luokkaan niiden kestävyyden tason perusteella. Artiklaan 8 ja 9 kuuluvat rahoitustuotteet täyttävät tietyt standardoidut kestävyyskriteerit. Muut tuotteet, jotka eivät huomioi kestävyystekijöitä, luokitellaan artiklan 6 mukaisiksi tuotteiksi.[13]

1.2 Tutkimuksen tavoite, tutkimuskysymykset, aiheen rajaus

Tutkielman tavoitteena on tarkastella SFDR:n vaikutuksia sijoitusrahastoissa esiintyvään viherpesuun. Tavoitteena on selvittää, miten SFDR:n avulla voidaan edistää kestäviä ja läpinäkyviä liiketoimintakäytäntöjä ja siten pienentää viherpesun riskiä. Koska SFDR:n tavoitteena on vähentää sijoittajan ja sijoituspalveluntarjoajan välistä informaatioepäsymmetriaa, tutkielma keskittyy siihen, miten sijoituspalvelutarjoajat tulkitsevat ja soveltavat sääntelyä, sekä mitä mahdollisia haasteita kohdataan sääntelyn tavoitteiden saavuttamisessa. Tutkielman painopisteenä ovat sijoitustuotekohtaiset kestävyysluokitukset sekä raportointivelvollisuus yleisen läpinäkyvyyden lisäämisessä rahoitusmarkkinoilla.

Tutkielman tavoitteiden pohjalta muodostettu päätutkimuskysymys on:

> *Miten SFDR:n sääntelytoimenpiteet voivat vähentää viherpesun riskiä kestävissä rahastoissa?*

Seuraavat alakysymykset auttavat syventämään vastausta päätutkimuskysymykseen sekä ymmärtämään aiheen taustalla vaikuttavia tekijöitä:

---

[12] Berg ym. 2022
[13] ESMA (a) 2023

1) *Miten viherpesu ilmenee rahastoissa ja mistä ilmiö johtuu?*
2) *Miten SFDR vähentää informaation epäsymmetriaa varainhoitajan ja sijoittajan välillä?*
3) *Kuinka SFDR vaikuttaa siihen, miten rahastot luokitellaan kestäviksi?*

Tutkielma keskittyy viherpesun tunnistamiseen rahoitustuotteiden tasolla, vaikka viherpesua esiintyy myös laajemmassa mittakaavassa yritystasolla. Siksi tutkielmassa SFDR:tä tarkastellaan ainoastaan niiden sääntelytoimenpiteiden osalta, jotka kohdistuvat rahoitustuotekohtaisiin tiedonantovaatimuksiin, vaikka SFDR sisältää myös useita yritystasolla velvoittavia vaatimuksia. EU:n sääntelyviranomaisten mukaan SFDR:n ensisijainen tavoite on vähentää erityisesti sijoitusrahastoihin liittyviä viherpesuriskejä[14]. Tämän vuoksi tutkielma keskittyy viherpesun esiintymiseen ainoastaan sijoitusrahastoissa, eikä se käsittele muita rahoitustuotteita, kuten velkakirjoja ja johdannaisia. Näin ollen tutkielmassa tarkastellaan SFDR:n tiedonantovaatimuksia sijoitusrahastojen osalta, ja muut rahoitusmarkkinatoimijat [15] jäävät tarkastelun ulkopuolelle. Tässä tutkielmassa ”rahoitusmarkkinatoimijalla” viitataan nimenomaisesti sijoituspalveluyrityksiin. Tutkielman painopiste on informaatioepäsymmetriassa sijoituspalveluyrityksen ja loppusijoittajan välillä, eikä muita sidosryhmiä huomioida tämän epäsymmetrian ympärillä.

Tutkimusaihe on hyvin ajankohtainen, sillä EU:n kestävän rahoituksen lainsäädäntökehys on edelleen kehitysvaiheessa. Viimeisimmät säännökset ovat astuneet voimaan vuosien 2023 ja 2024 aikana, ja lainsäädäntötyö jatkuu edelleen. Euroopan komissio hyväksyi huhtikuussa 2022 delegoidun asetuksen, joka täydentää asetusta 2019/2088 uusilla sääntelyteknisillä standardeilla (RTS, regulatory technical standards).[16] Tästä käytetään nimeä SFDR:n toinen taso. Toisen tason säännöksiä on alettu soveltaa portaittain

---

[14] ESMA (a) 2023
[15] EU:n kestävässä rahoituslainsäädännössä rahoitusmarkkinatoimijoita ovat sijoituspalveluyritysten lisäksi vakuusyritykset, eläkelaitokset, eläketuotteiden tarjoajat ja luottolaitokset
[16] Euroopan Parlamentti, PE 758.649

alkuvuodesta 2024 lähtien ja ne tuovat mukanaan yksityiskohtaisempia kriteerejä ja vaatimuksia rahoitusmarkkinatoimijoille. Tämä korostaa tutkimusaiheen ajankohtaisuutta. SFDR itsessään on erityinen siksi, että se on ensimmäinen EU-tasoinen velvoittava asetus, joka asettaa pakollisia vaatimuksia kestävyysraportoinnille ja kestävyysvaikutusten huomioonottamiselle. Koska sääntely on suhteellisen uutta ja sen soveltaminen ei ole niinkään yksinkertaista, on olennaista ymmärtää, miten sijoituspalveluntarjoajat ovat tähän asti tulkinneet ja soveltaneet sääntelyä käytännössä.

1.3 Tutkimusmetodi, lähdeaineisto ja rakenne

Tutkielman tavoitteena on analysoida nykyistä oikeudellista kehitystä kestävän rahoituksen alalla, minkä vuoksi pääasiallisena tutkimusmenetelmänä on käytetty lainopillista eli oikeusdogmaattista lähestymistapaa. Lainoppi pyrkii ymmärtämään voimassa olevan oikeuden sisältöä [17] ja ratkaisemaan oikeudellisia kysymyksiä [18]. Lainopillisen tutkimuksen perustana on yleisesti hyväksyttyjen oikeuslähteiden, kuten oikeuskäytännön, määräysten ja valmistelevan juridisen työn käyttö[19].

Oikeustieteellisissä tutkimuksissa harkinta ja punninta ovat keskeisiä työkaluja[20], mikä tekee lainopista enemmän näkökulman, kuin selkeän metodin. Tutkielman oikeudellisen arvion kohteena ovat SFDR:n sääntelytoimet ja niiden vaikutus läpinäkyvyyden lisäämiseen sijoitusrahastoissa sekä informaatioepäsymmetrian korjaamiseen viherpesuongelman ratkaisemiseksi. Lainopillisessa tutkimuksessa on tavallista esittää myös *de lege ferenda* -suosituksia lain kehittämiseksi [21]. Näin voidaan tunnistaa lainsäädännön puutteita tai aukkoja, joihin tutkielmassa voidaan ehdottaa konkreettisia kehitysehdotuksia. Koska tutkielman käsittelemä lainsäädäntö on uutta ja jatkuvassa muutoksessa, se tarjoaa mahdollisuuden kriittiseen arviointiin ja lainsäädäntöprosessin pohdintaan.

---

[17] Tolvanen ym. 2012, s. 7
[18] Hirvonen, 2011, s. 22
[19] Aarnio, 2006, s.236
[20] Aarnio, 2006, s.237.
[21] Tolvanen ym. 2012, s. 18

Tutkielmassa kestävää rahoitusta tarkastellaan signalointiteorian näkökulmasta, mikä soveltuu erityisen hyvin viherpesun havaitsemiseen. Viherpesua tapahtuu, kun yritys esittää tuotteitaan tai palveluitaan kestävimpinä, kuin mitä ne oikeasti ovat. Sijoittajalle tämä tieto välittyy yrityksen lähettämien signaalien mukana. Signalointiteoria selittää, kuinka kaksi osapuolta, signaalin lähettäjä ja vastaanottaja, tulkitsevat käytettävissä olevaa tietoa eri tavoin. [22] Signalointiteoria soveltuu erinomaisesti myös informaatioepäsymmetrian tarkasteluun, jossa keskeistä on osapuolten välinen tiedon tulkitseminen ja siinä esiintyvät puutteet. Sijoittaja tulkitsee vastaanottamiaan signaaleja oman ymmärryksen ja olemassa olevan tiedon valossa. Kuitenkin sijoituspalveluntarjoajalla on aina liiketoiminnan tekohetkellä käytössään enemmän informaatiota, kuin sijoittajalla. Viherpesua tapahtuu, kun sijoituspalveluntarjoaja lähettää harhaanjohtavia signaaleja, mikä kasvattaa edelleen osapuolten välistä informaatioepäsymmetriaa.[23]

Tutkielman aihe pohjautuu uuteen lainsäädäntöön, joka on ollut voimassa vain lyhyen aikaa, mikä on rajoittanut oikeuslähteiden saatavuutta. Tällä hetkellä SFDR:n liittyvää oikeuskäytäntöä tai oppia ei ole juurikaan saatavilla. Siksi tarkastelu ja analyysit perustuvat pääasiassa asetukseen liittyviin valmisteluasiakirjoihin, kuten Euroopan komission ja Parlamentin tiedonantoihin ja lausuntoihin sekä Euroopan valvontaviranomaisten luonnoksiin ja raportteihin. Lisäksi asetuksen perusteluosan kappaleita on käytetty tarkastelun tukena. Perinteisten lainopillisten lähteiden lisäksi tutkielmassa on hyödynnetty artikkeleita talouslehdistä sekä viherpesua käsittelevää kirjallisuutta. Tätä materiaalia on erityisesti käytetty kestävän rahoituksen ja viherpesun kuvailevissa osioissa, jotka ovat keskeisiä tutkielman tavoitteiden kannalta. Viherpesusta ja signalointiteoriasta löytyvää kirjallisuutta on hyödynnetty teoreettisen pohjan muodostamiseen.

---

[22] Connelly ym. 2011
[23] Berrone ym. 2017

Ensimmäisen kappaleen tarkoituksena on lyhyesti esitellä tutkielman aihe, johdatella tutkielmaan ja asettaa tutkimuskysymykset. Se myös esittelee tutkielman teoreettisen pohjan ja metodit, sekä tutkielman rajauksen. Toinen kappale keskittyy kestävän rahoituksen skaalaan. Kappale selittää, mitä kestävä rahoitus on, ja mikä on johtanut sen voimakkaaseen kasvuun. Lisäksi kappale esittelee signalointiteorian, minkä pohjalta viherpesua käsitellään tutkielmassa. Kolmas kappale keskittyy viherpesuun. Kappaleen tavoitteena on tarkastella, miten viherpesu ilmenee rahastoissa, mistä viherpesu johtuu ja miksi se uhkaa kestävien rahoitusmarkkinoiden luotettavuutta. Kappale vastaa ensimmäiseen alakysymykseen. Neljäs kappale keskittyy perusteellisesti SFDR:n tavoitteisiin ja vastaa toiseen ja kolmanteen alakysymykseen. Kappaleessa käsitellään SFDR:ää sen tavoitteiden, raportointivaatimusten, tuoteluokitusten ja muiden vaatimusten osalta. Kappaleessa nostetaan esiin myös haasteita, joita asetuksen soveltaminen on käytännössä aiheuttanut. Lopuksi kappaleessa viisi esitetään tutkielman pohjalta muodostettuja johtopäätöksiä ja analysoidaan kriittisesti asetuksen tehokkuutta viherpesuongelman poistamisessa.

2 Kestävyys rahoitusmarkkinoilla

2.1 Kestävä rahoitus

Ilmastonmuutoksen seuraukset koettelevat koko Euroopan unionia. Tämän vuoksi tarvitaan pikaisia toimia julkisen politiikan lisäksi myös rahoituspalvelusektorilta, jotta pääoma saadaan siirtymään kestävää toimintaa kohti. Kestävä rahoitus kasvattaa merkitystään rahoitusmarkkinoilla erityisesti SFDR:n ollessa voimassa. Ennen kuin tutkielma syventyy asetuksen yksittäisiin sääntelyvaatimuksiin, on tärkeä ymmärtää kestävän rahoituksen taustaa ja sen merkitystä sijoitustoiminnalle ja rahoitusmarkkinoille.

Ilmastonmuutos vaikuttaa tulevaisuudessa merkittävästi talouteen ja elinympäristöön. Taloudellisen toiminnan vaikutukset ympäristöön ja yhteiskuntaan ovat herättäneet huolta jo pitkään. Ilmastonmuutoksen vuoksi yritysten on muutettava ja sopeutettava liiketoimintamallejaan. Talouden ja markkinoiden muutos heijastuu välttämättä myös rahoitusmarkkinoiden vakauteen.[24] Vastuullisuus- ja ESG-kriteerit nostavat merkitystään sijoituspäätösten valintaperusteina. Tämä voi johtaa siihen, että tietyt perinteiset toimialat eivät ole enää houkuttelevia sijoituskohteita. Lisäksi ilmastonmuutoksen hillitsemiseen kohdistuvat politiikkamuutokset ja erilaiset säädökset vaikuttavat esimerkiksi hiilipäästöihin liittyvien sijoitustuotteiden arvoihin. Yritysten on keskitettävä sijoituksensa enemmän vihreisiin ja kestäviin teknologioihin.[25]

Ajan mittaan on kehittynyt useita lähestymistapoja rahoituksen ja kestävän kehityksen välisen yhteyden tarkasteluun. Sijoituspäätöksissä ESG-kriteerit ovat nousseet merkittäväksi valintaperusteeksi, sosiaalisesti vastuullinen sijoittaminen sekä vaikuttavuussijoittaminen ovat kasvavassa suosiossa. Sijoittajat ovat huolestuneita

---

[24] Hyrske, 2021
[25] Migliorelli, 2021 s. 2

ilmastokriisistä ja tekevät tietoisesti kestäviä valintoja. Sijoituspäätöksissä huomioidaan taloudellisten tuottojen lisäksi myös sijoitusten mahdolliset negatiiviset ulkoisvaikutukset. Rahoitusmarkkinatoimijoilta on tämän vuoksi edellytettävä, että ne antavat tarpeeksi yksityiskohtaisia tietoja toimintatavoistaan, jotka koskevat mahdollisia kestävyysriskejä ja haitallisia kestävyysvaikutuksia. Sijoituspalveluntarjoajat lanseeraavat markkinoille enemmän kestäviä sijoitustuotteita, jotka vastaavat sijoittajien kestävyysvaatimuksiin.[26]

Vihreälle rahoitukselle tai kestävälle rahoitukselle ei ole olemassa yleisesti hyväksyttyä ja vakiintunutta määritelmää[27]. Kestävällä rahoituksella tarkoitetaan käytännössä sitä, että sellaiset sijoituskohteet, jotka eivät täytä tiettyjä ennalta määriteltyjä kestävyyskriteerejä, jätetään sijoitusportfolion ulkopuolelle.[28] Maailman pankin mukaan kestävä rahoitus on talouskasvua, joka huomioi ympäristön kestävyyden.[29]

Kestävyys ei kuitenkaan ole pelkästään ympäristöllistä kestävyyttä. Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) määrittelee kestävän rahoituksen lähestymistavaksi, joka huomioi ympäristöasioiden lisäksi sosiaaliset ja hallinnolliset tekijät kestävyyden edistämisessä[30]. Ympäristönäkökohdat voivat liittyä ilmastonmuutoksen hillitsemiseen ja siihen sopeutumiseen, sekä laajemmin ympäristökysymyksiin, kuten luonnon monimuotoisuuden säilyttämiseen, saastumisen ehkäisyyn ja kiertotalouteen siirtymiseen. Sosiaaliset näkökohdat koskevat esimerkiksi tasa-arvoa ja muita ihmisoikeuskysymyksiä. Hallinnolliset tekijät liittyvät yritysten hallintoon, johtamisrakenteisiin ja organisaatiokulttuuriin. [31]

---

[26] Migliorelli, 2021 s. 3
[27] Forstarter & Zhang, 2016, s. 10.
[28] Paukku, s.69
[29] Forstarter & Zhang, 2016 s. 5
[30] GSIA, 2020
[31] European Commission, 2023.

2.1.1 EU ja kestävä rahoitus

Kestävyys- termiä ei ole toistaiseksi määritelty EU:n tasolla. Käytännössä sillä tarkoitetaan negatiivisten ulkoisvaikutusten korjaamista, mitä esimerkiksi ilmastonmuutos on. Vaikka kestävyyttä ei ole määritelty, komissio on kuitenkin korostanut toimivan kestävyysstrategian tärkeyttä ja sitä, miten taloudelliset, sosiaaliset ja ympäristölliset tekijät pitäisi integroida siihen.[32] EU:n kontekstissa kestävällä rahoituksella tarkoitetaan talouskasvua tukevaa rahoitusta, jota vähentää ympäristöön kohdistuvia negatiivisia ulkoisvaikutuksia, huomioiden myös sosiaalisen ja hallinnollisen kestävyyden toimintasuunnitelman tavoitteiden mukaisesti[33].

Pariisin ilmastosopimuksen[34] solmimisen jälkeen Euroopan komissio antoi kestävän rahoituksen toimintasuunnitelman kestävään talouteen siirtymisen tueksi[35]. Euroopan komission kestävän rahoituksen toimintasuunnitelma perustettiin ohjaamaan yksityisiä sijoituksia kestävämpään toimintaan ja torjumaan viherpesua[36]. Toimintasuunnitelman toimien tavoite on selkeä: kuroa umpeen vuotuinen 180 miljardin euron investointivaje, joka tulisi kuroa umpeen EU:n ilmastotavoitteiden saavuttamiseksi vuoteen 2030 mennessä.[37] Toimintasuunnitelma tavoittelee pitkäaikaisten sijoitusten ohjaamista kohti kestäviä hankkeita ja toimintaa. Sen tavoite on suunnata rahoitus valmiiksi kestävien hankkeiden lisäksi myös toimintaan, joka on ajan mittaan siirtymässä kestäviksi. Tästä käytetään nimeä siirtymärahoitus. Siirtymärahoitus on tärkeässä roolissa, jotta vuoden 2030 ilmastotavoitteet saavutetaan.[38]

---

[32] European Commission Press Release IP/01/710, 2001
[33] European Commission, Overview of sustainable finance
[34] Pariisin sopimus on oikeudellisesti sitova kansainvälinen sopimus, joka allekirjoitettiin 196 osapuolen toimesta YK:n ilmastonmuutoskonferenssissa 12. joulukuuta 2015. Siinä asetettiin kolme pitkän aikavälin tavoitetta, jotka koskevat maapallon keskilämpötilan nousun pitämistä alle 2 °C:ssa, kykyä sopeutua ilmastonmuutoksen haitallisiin vaikutuksiin ja rahoitusvirtojen luomiseen, jotka tukevat vähähiilistä ja ilmastokestävää kehitystä.
[35] European Commission, Overview of sustainable finance
[36] European Commission, Overview of sustainable finance
[37] Paukku, s. 70
[38] European Commission, Overview of sustainable finance

Kestävän rahoituksen toimintasuunnitelman kolme keskeistä päämäärää on suunnata pääomavirtoja kohti kestäviä investointeja, hallita taloudellisia kestävyysriskejä kuten ilmastonmuutos, luonnonvarojen ehtyminen sekä sosiaalinen epätasa-arvoisuus, sekä edistää avoimuutta ja pitkäjänteisyyttä rahoitustoiminnassa. [39] Näihin päämääriin pääsemiseksi, toimintasuunnitelman pohjalta Euroopan unionin sääntelyviranomaiset ovat antaneet lainsäädäntöehdotuksia, joista merkittävin on SFDR-asetus. Tämä kestävän rahoituksen tiedonantoasetus asettaa kestävyysriskeihin ja ESG-tekijöihin liittyviä tiedonantovelvoitteita rahoitusmarkkinatoimijoille. [40] Asetusta täsmennetään delegoiduilla säädöksillä.[41]

2.2 Kestävä sijoittaminen

Kestävän rahoituksen käsitteen ohella on olemassa lukuisia määritelmiä kestävälle investoinnille. Kestävä sijoittaminen, josta käytetään myös termiä *vastuullinen sijoittaminen,* on sijoitusstrategia, joka ottaa huomioon ESG-tekijät sijoituspäätöksentekoprosessissa. Kestävän sijoittamisen tavoitteena on saavuttaa pitkäaikaisia taloudellisia tuottoja ja samaan aikaan edistää ympäristökestävyyttä, sosiaalista tasa-arvoa ja hyviä hallintotapoja.[42] Viime vuosina kestävä sijoittaminen on saavuttanut valtavirtaista suosiota. Sijoittajat ovat alkaneet sisällyttää ESG-tekijöitä sijoituspäätöksiinsä. Sääntelyelimet ovat edistäneet kestävää sijoittamista erilaisilla aloitteilla, kuten TCFD-raportointikehikko [43] , sekä YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet.[44] YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet ovat keskeisessä asemassa EU:n kestävän rahoituksen toimintasuunnitelmassa. Ne korostavat rehellisyyttä ja

[39] European Commission, Overview of sustainable finance
[40] ESMA (b) 2023
[41] Finanssivalvonta 19/2022 valvottavatiedote
[42] Eurosif, European SRI Study 2018 s. 12
[43] TCFD on kainsainvälinen ilmastonmuutoksen uhkiin ja mahdollisuuksiin kehittynyt raportointikehikko, jonka avulla sekä yritykset että sijoittajat voivat raportoida ilmastoriskinsä yhteisesti hyväksyttyjen määrittelyjen avulla
[44] Hebb, Louche & Hachigian, s. 3-6

vastuullisuutta kaikessa liiketoiminnoissa, ja pyrkivät puuttumaan kestävän rahoitusjärjestelmän rakenteellisiin haasteisiin.[45]

On erilaisia lähestymistapoja toteuttaa kestävää sijoittamista ja ottaa ESG-näkökohdat huomioon sijoituspäätöksissä ja -strategioissa. Lähestymistavat eivät sulje toisiaan pois ja rahastot voivat samanaikaisesti soveltaa useampaa kuin yhtä.[46] Kestävä sijoittaminen mahdollistaa rahoituksen lisäämisen kestäviin hankkeisiin ja yrityksiin, edistäen siten kestävää toimintaa. Se myös sulkee pois rahoituksen yrityksiltä, jotka eivät toimi kestävästi.[47] Yksi suosituimpia kestävän sijoittamisen muotoja ovat kestävät rahastot, joihin tässä tutkielmassa keskitytään. Kestävää rahastosijoittamista voi toteuttaa monella eri tapaa, ja seuraavaksi tutkielma esittelee niistä tyypillisimmät.

2.2.1 Seulonta

Yksi yleinen strategia kestävään rahastosijoittamiseen on negatiivinen seulonta, jota kutsutaan myös poissulkemiseksi [48]. Seulonnassa rahastonhoitajat sulkevat systemaattisesti pois tiettyjä sijoituskohteita, kuten toimialoja tai yrityksiä, joita he eivät pidä kestävinä ja siten sijoituskelpoisina[49]. Tyypillisiä poissuljettuja aloja ovat esimerkiksi alkoholi, tupakka, sekä kiistanalaiset käytännöt kuten eläinkokeet ja korruptio[50]. Poissulkemispäätökset perustuvat rahastonhoitajien näkemykseen siitä, että pääoman ei tulisi olla saatavilla sellaisille sektoreille, jotka vahingoittavat ympäristöä tai toimivat vastoin sosiaalisia tai eettisiä periaatteita[51].

---

[45] Reynolds, Fabian & Sullivan s. 90
[46] OECD, 2021, s. 32
[47] OECD, 2021, s. 14
[48] Eurosif, European SRI Study, 2021, s. 25
[49] GSIA, 2021
[50] Eurosif, European SRI Study, 2021, s. 26
[51] Hebb, Louche & Hachigian s. 14

Positiivinen seulonta tarkoittaa, että rahastosalkkuun valitaan tietyt kriteerit täyttäviä yrityksiä [52] . Sijoituskohteet valitaan kestävyyskriteerien perusteella, kuten ESG-luokitukset tai SFDR artikla 8 ja 9 mukaiset rahastot[53]. Positiivista seulontaa hyvin lähellä on normipohjainen seulonta, jossa sijoitusrahastot valitaan sen perusteella, noudattavatko ne tiettyjä kansainvälisiä normeja [54] tai liiketoiminnan vähimmäisstandardeja, kuten YK:n sopimukset ja OECD:n suuntaviivat[55].

2.2.2 Vaikuttavuusrahastot

Vaikuttavuussijoittaminen on sijoitusstrategia, jonka tavoitteena on saavuttaa mitattavissa oleva vaikutus ympäristöön tai yhteiskuntaan, samalla kun tavoitellaan taloudellista tuottoa. Kolme keskeistä piirrettä vaikuttavuussijoittamisessa ovat tarkoituksenmukaisuus, taloudellinen tuotto ja vaikutusten mitattavuus.[56] Ensinnäkin vaikuttavuusrahastojen tulisi tarkoituksellisesti edistää yhteiskunnallisia ja ympäristöllisiä tekijöitä. Toiseksi sijoitus tähtää aina taloudelliseen tuottoon. Kolmanneksi rahaston on sitouduttava mittaamaan ja raportoimaan sijoitusten yhteiskunnallinen ja ympäristöllinen suorituskyky. [57] ESG-vaikutusrahastot ovat vaikutusrahastoja, jotka pyrkivät taloudellisen tuoton lisäksi parantamaan yritysten ESG-käytäntöjä.[58]

2.2.3 Kestävät teemarahastot

Kestävää rahastosijoittamista voi toteuttaa myös erilaisten kestävyysteemojen mukaisesti. Rahastonhoitajat valitsevat kohderahastot teemojen perusteella, jotka liittyvät johonkin ESG-tekijöistä. Näitä teemoja voivat olla esimerkiksi ilmastonmuutoksen torjunta, puhdas energia, sukupuolten välinen tasa-arvo tai

---

[52] Hebb, Louche & Hachigian s. 14
[53] Eurosif, 2021, SDGs for SRI Investors
[54] GSIA, 2020
[55] PRI, 2023
[56] PRI, 2023
[57] Global Impact Investing Network, 2021
[58] OECD, 2021, s. 32

vesiensuojelu. [59] Strategia targetoi sellaisia toimialoja, jotka edistävät jotakin kestävyyden osa-alueista. [60] Kestävien teemarahastojen taustalla vaikuttavat sijoitusstrategiat keskittyvät joko ESG-riskien hallintaan, riskeihin sopeutumiseen tai tarkoituksellisen positiivisen ympäristövaikutuksen luomiseen[61].

On monia syitä, minkä takia sijoituspalveluntarjoajat hyödyntävät yhä enemmän kestäviä sijoitusrahastoja sijoitusportfolioissa. Ensinnäkin sijoittajat antavat painetta heidän kestävyyspreferenssien ollessa korkealla. Sijoittajat haluavat päätöksillään vaikuttaa positiivisesti ympäristömuutokseen. Kestävien rahastojen on myös osoitettu tuottavan kilpailukykyistä taloudellista tuottoa. Kestävät rahastot usein pienentävät yritysten ei-taloudellisia riskejä, kuten sääntelyriskejä ja maineriskejä. Kestävän sijoittamisen voidaan odottaa jatkavan lineaarista kasvuaan ja kestävien rahastojen voidaan nähdä olevan keskeisessä roolissa tulevaisuuden muovaamisessa rahoitusmarkkinoilla [62]

2.3 Signalointiteorian soveltaminen kestävään rahoitukseen

2.3.1 Signalointiteoria

Tutkielman teoreettinen pohja nojaa vahvasti signalointiteoriaan, erityisesti niissä osioissa, joissa tarkastellaan viherpesun esiintyvyyttä. Signalointiteoria selittää, kuinka kaksi osapuolta, signaalin lähettäjä ja vastaanottaja, tulkitsevat saatavilla olevaa tietoa eri tavoin [63] . Tässä tutkielmassa teoriaa sovelletaan selittämään sitä, kuinka sijoituspalveluntarjoajat, toimien signaalin lähettäjinä, viestivät sijoittajille kestävyyskriteerien integroimisesta sijoitusrahastoihin. Sijoittajat puolestaan toimivat

[59] Eurosif, 2021, SDGs for SRI Investors
[60] Eurosif, 2021, SDGs for SRI Investors
[61] GSIA, 2020
[62] Ruggie & Middleton, 2019
[63] Connelly ym. 2011

signaalin vastaanottajina, jotka tulkitsevat sijoituspalveluntarjoajien viestimää informaatiota rahastoesitteiden ja rahaston julkisen tiedonannon, kuten verkkosivujen, avulla. Signaalit ovat siis toimia, joita sijoituspalveluntarjoaja toteuttaa tarjotakseen informaatiota rahaston kestävyysprofiilista sijoittajille[64]. Tutkielmassa signalointiteorian ydinajatus perustuu siihen, että sijoituspalveluntarjoajat ovat rahastoihin kohdistuvan informaation haltijoita. Tämä informaatio ei ole täysin sijoittajien saatavilla ja he saattavat tulkita ja ymmärtää sitä eri tavoin. Tämä johtuu informaation epäsymmetriasta, jossa rahastonhoitajat ymmärtävät omia sijoitustuotteitaan ja toimintaansa paremmin kuin heidän sijoittajansa, minkä vuoksi informaatio muuttuu matkan varrella[65].

Signalointiteoriaa voidaan soveltaa tutkielmaan siten, että sijoituspalveluntarjoajien välittämät signaalit rahastojen kestävyydestä voivat olla sekä luotettavia että harhaanjohtavia[66]. Sijoittajat voivat ainoastaan luottaa näihin signaaleihin, ja tekevät niiden perusteella päätöksiä. Sijoittajat tulkitsevat signaaleja käytettävissä olevan informaation avulla. Sijoittajilla ei kuitenkaan ole tarpeeksi tietämystä ja ymmärrystä yritysten ja rahastojen toiminnasta, mikä johtaa siihen, että myös vääristynyt tai totuudenvastainen tieto tulkitaan aitoina signaaleina[67]. Sijoituspalveluntarjoajat voivat hyödyntää sijoittajien kestävyysmieltymyksiä ja välittää harhaanjohtavia kestävyyssignaaleja houkutellakseen lisää sijoittajia [68] . Rahastojen kestävyyden arvioimiseksi sijoittajien tulisi saada läpinäkyviä, aitoja ja selkeitä signaaleja kestävyyskäytännöistä. Vääristyneet signaalit hidastavat kestävän sijoittamisen kehitystä ja samalla voivat aiheuttaa viherpesua[69].

---

[64] Connelly ym. 2011
[65] Connelly ym. 2011
[66] Berrone ym. 2017
[67] Candelon ym. 2021; Lyon & Montgomery, 2015
[68] Berrone ym. 2017
[69] Ramos ym, 2022; Ruggie & Middleton, 2019

2.3.2 Informaation epäsymmetria

Rahoitusmarkkinoiden toiminta perustuu siihen, että markkinaosapuolet – ostaja ja myyjä – tuntevat kaupankäynnin kohteena olevan tuotteen – arvopaperin – ja tekevät liiketoimia käytössä olevan informaation perusteella.[70] Epäsymmetrinen informaatio syntyy, kun toisella osapuolella (sijoituspalveluyritys) on enemmän informaatiota kuin toisella (sijoittaja). Sijoittajat voivat ainoastaan luottaa siihen informaatioon, mitä sijoituspalveluntarjoajat päättävät heille tarjota, minkä vuoksi heillä on todellisuudessa vähemmän informaatiota kuin sijoituspalveluntarjoajilla. [71] Kun informaation epäsymmetria markkinoilla on liian suuri, ne romahtavat.[72]

Informaatioepäsymmetria ilmenee tilanteessa, jossa liiketoimen tekemiseen tarvittava informaatio ei ole yhdenmukaista markkinaosapuolten välillä. Tällainen tilanne syntyy silloin, kun liiketoimen toisella osapuolella on hallussaan olennaisempaa ja ajantasaisempaa tietoa liiketoimen kohteesta, kuin toisella[73]. Moni tilanne vaikuttaa informaatioepäsymmetrian syntyyn. Tieto voi olla vain toisen osapuolen ulottuvilla, jolloin kyse on yksityisestä tiedosta. Toinen liiketoimen osapuoli voi myös tahallisesti piilottaa tietoa toiselta osapuolelta, tieto voi olla epätäydellistä, puutteellista tai manipuloivaa, jolloin sillä pyritään vaikuttamaan toisen osapuolen käyttäytymiseen[74].

Tutkielman aihetta on erittäin helppo lähestyä informaatioepäsymmetrian näkökulmasta, koska rahoitusmarkkinoilla ja sijoittamisessa tiedonanto ja sen läpinäkyvyys ovat avainasemassa. Sijoittajat tekevät sijoituspäätöksensä ymmärryksensä ja olemassa olevan tiedon valossa, mitä ne tulkitsevat saamiensa signaalien kautta. Tutkielmassa informaatioepäsymmetria viittaa sijoittajien kykyyn arvioida sijoitusrahastojen kestävyysväitteitä saatavilla olevan informaation valossa.

---

[70] Akerlof, G, 1970
[71] Connelly ym. 2011
[72] Akerlof, G, 1970
[73] Wankhade & Dabade, 2010 s. 14-18
[74] Rubin, 2012, s.140

Lähes aina sijoituspalveluntarjoajalla on enemmän tietoa sijoitustuotteesta, niiden ominaisuuksista, riskeistä ja kustannuksista, kuin sijoittajalla. Kun tällainen tilanne esiintyy rahoitusmarkkinoilla, se johtaa kahdenlaiseen ongelmaan: moraaliseen riskiin ja haitalliseen valintaan. [75] Molemmat voivat johtaa huonojen tai väärien sijoituspäätösten tekemiseen tiedon puutteen vuoksi [76]. Haitallinen valinta viittaa tilanteeseen, jossa sijoituspalveluntarjoajat kontrolloivat rahaston laatua tai ominaisuuksia ennen liiketoimen tekemistä.[77] Moraalinen riski taas viittaa tilanteeseen, missä sijoituspalveluntarjoajat pyrkivät maksimoimaan omaa hyötyään sijoittajien kustannuksella. Sijoittajat voivat ainoastaan luottaa siihen informaatioon mikä heillä on saatavilla, mikä voi johtaa virheellisen tai puutteellisen tiedon perusteella tehtyyn sijoituspäätökseen.[78]

Viherpesua voidaan tarkastella informaatioepäsymmetrian kautta; kun sijoituspalveluntarjoaja kuvaa sijoitusrahastoaan ympäristöystävällisenä ilman todellista panosta vastuulliseen sijoittamiseen, lähettää tämä harhaanjohtavia signaaleja sijoittajille. Tiedon vääristeleminen ja piilotteleminen kasvattavat entisestään markkinoiden informaatioepäsymmetriaa. [79] Kestävällä tiedonannolla on tärkeä rooli sijoittajan ja sijoituspalveluntarjoajan välisessä vuorovaikutuksessa. Sijoituspalveluntarjoajalla on kuitenkin lähes aina enemmän informaatiota sijoitusrahaston kestävyysominaisuuksista ja -vaikutuksista, mikä synnyttää informaatioepäsymmetriaa rahoitusmarkkinoilla ja luo mahdollisuuksia harjoittaa viherpesua.

---

[75] Wankhade & Dabade, 2010 s. 14-18
[76] Rubin, 2012, s. 140
[77] Connelly ym. 2011
[78] Connelly ym. 2011
[79] Candelon ym. 2021

3 Viherpesu kestävissä rahastoissa

3.1 Viherpesun synty ja houkutus

Yhä useampi kuluttaja etsii ympäristön kannalta normaalia kestävämpää vaihtoehtoa. Kuluttajat suosivat sellaisia palveluita ja tuotteita, jotka on tuotettu ympäristön kestävyys huomioiden ja ovat myös valmiita maksamaan enemmän tällaisista ympäristöystävällisistä tuotteista. Tämä suuntaus kohti kestävämpää taloutta on kaiken hyvän ohella johtanut myös siihen, että jotkin yritykset ovat alkaneet käyttämään tätä suuntausta hyväkseen ja alkaneet mainostaa omia tuotteitaan ympäristöystävällisempinä, kuin ne todellisuudessa ovat. Tämä ilmiö on synnyttänyt käsitteen viherpesu, jota vastaan myös EU pyrkii taistelemaan Pariisin sopimuksen ja Euroopan vihreän ohjelman myötä.

Viherpesu on saanut alkunsa 1890-luvulla Yhdysvalloissa, kun yritykset alkoivat korostaa tuotteidensa oletettuja ympäristön kannalta kestäviä ominaisuuksia vastatakseen muuttuneeseen kuluttajakysyntään. Trendin myötä myös harhaanjohtavat ja totuudenvastaiset ympäristöväitteet yleistyivät yritysten mainonnassa. [80] Kuluttajamarkkinoiden lisäksi trendi on levinnyt myös pääomamarkkinoille, jossa ilmiötä on tarkasteltu kahdella tavalla. Yritystasolla viherpesu on kuluttajien harhaan johtamista yrityksen ympäristökäytäntöjen suhteen ja tuotetasolla yksittäisen sijoitustuotteen ympäristöhyötyjen suhteen[81].

Tutkielma keskittyy tuotetasolla esiintyvään viherpesuun sijoitusrahastoissa ja viherpesu nähdään käytäntönä, jossa esitetään harhaanjohtavia väitteitä kestävyysriskien integroimisesta rahaston sijoitusstrategiaan[82]. Tämä voi tarkoittaa esimerkiksi, että rahastoja markkinoidaan ESG-rahastoina, vaikka todellisuudessa rahasto ei vastaa näitä

[80] Rotman, 2020
[81] Delmas & Burbano, 2011
[82] Berrone ym. 2017 s. 363

ominaisuuksia[83]. Esimerkki tällaisesta on rahasto, joka väittää sijoittavansa rahojaan hiilineutraaleihin yrityksiin, mutta todellisuudessa sijoittaa varojaan kaasu- ja öljy-yhtiöihin, joista aiheutuu merkittäviä hiilidioksidipäästöjä.[84]

Viherpesu määritellään kirjallisuudessa monin eri tavoin, eikä sille ole vakiintunutta yleistä määritelmää. Tutkielmassa viherpesulle muodostetaan määritelmä lainsäädännön pohjalta. Euroopan komission delegoidun asetuksen (EU) 2022/1288 mukaan viherpesu nähdään ilmiönä, jossa yritys saavuttaa epäreilun kilpailuedun mainostamalla rahoitustuotetta kestävänä, vaikka todellisuudessa se ei täytä kestävyyteen liittyviä perusnormeja[85]. ESMA:n määritelmä viittaa tarkoituksellisiin ja tahattomiin markkinakäytäntöihin, joissa liikkeeseenlaskijan julkisesti ilmoitettu kestävyysprofiili ja rahoitustuotteen ominaisuudet ja/tai tavoitteet eivät asianmukaisesti kuvasta taustalla olevia kestävyysriskejä ja -vaikutuksia, jotka liittyvät kyseiseen liikkeeseenlaskijaan tai rahoitustuotteeseen[86]. Näiden pohjalta tutkielmassa viherpesu määritellään käytännöksi, jossa yritykset pyrkivät luomaan todellisuutta vastuullisemman kuvan itsestään menestyäkseen kilpailussa. Tämä saadaan aikaan antamalla harhaanjohtavaa ympäristötietoa ja paljastamalla valikoituja tietoja, jotka tukevat kestävää kuvaa.

3.2 Viherpesun integroiminen rahoitusmarkkinoille

3.2.1 Yritysten kiusaus: viherpesun houkutus

Sijoittajat ovat enenevissä määrin kiinnostuneita vastuullisuudesta ja haluavat vaikuttaa kestävämmän tulevaisuuden luomiseen. Sijoituspäätöksiä tehdään paitsi tuotto-odotusten, myös myönteisten ympäristövaikutusten perusteella. Ilmastonmuutoksen myötä ESG-sijoittaminen on kasvattanut suosiotaan huomattavasti. Sana *ESG* muodostuu englannin kielen sanoista *Environmental, Social ja Governance*.

[83] EIOPA, 2023 s. 9
[84] Schiffler, 2022
[85] (EU) 2022/1288 (16)
[86] ESMA (b) 2022 s. 8

Suomennettuna ESG tarkoittaa ympäristöllisten, sosiaalisten ja hallinnollisten näkökulmien huomioonottamista. ESG-sijoittamisella pyritään ottamaan huomioon sijoitusten pitkäaikaisia ympäristöllisiä ja yhteiskunnallisia vaikutuksia.[87] Pelkästään vuoden 2021 aikana Euroopassa tuotiin markkinoille yli 500 uutta ESG-rahastoa vastaamaan sijoittajien kasvaviin kestävyysmieltymyksiin[88]. Voimakas kysyntä kestäville rahastoille on aiheuttanut yrityksille painetta muuttaa rahastojaan kestäviksi pysyäkseen kilpailussa mukana[89]. Nopea muutosvaatimus on saanut yritykset liioittelemaan sijoitustuotteidensa kestävyysvaikutuksia ja antamaan vaikutelman, että tuotteet ovat todellisuutta vastuullisempia.

Näin ollen viherpesun taustalla voidaan sanoa olevan sijoittajien voimakas vaatimus, että yritykset ottavat huomioon ESG-tekijät sijoitustuotteisiinsa. Kestävien rahastojen kysynnän voidaan olettaa olevan edelleen jatkuvassa kasvussa, ja yritykset ovat tietoisia tästä trendistä. Kestävyydestä on tullut uusi kilpailuvaltti sijoitusmarkkinoilla, mikä houkuttelee yrityksiä viherpesuun.[90] Viherpesu on houkuttelevaa myös taloudellisten tuottojen, kilpailuedun ja paremman julkisuuskuvan toiveiden valossa. Viherpesua harjoittamalla voidaan luoda illuusio kestävästä toiminnasta ja näin houkutella lisää sijoittajia ja kasvattaa pääomaa. Viherpesun avulla yritykset voivat kääntää sijoittajien huomion pois olemassa olevista ympäristöongelmista korostamalla yksittäisiä myönteisiä ympäristövaikutuksia, minkä seurauksena todelliset ympäristövaikutukset piiloutuvat tämän kestävyysilluusion taakse.

Kasvavan ympäristövastuullisuuden myötä kestävää toimintaa on alettu säännellä ja ohjeistaa entistä tiukemmin ja laajemmin. Tästä huolimatta monet yritykset pyrkivät näyttäytymään vaatimustenmukaisilta tekemättä todellisia muutoksia käytäntöihinsä. Näin luodaan vaikutelma kestävyysstandardien noudattamisesta, ilman että yritys todellisuudessa täyttää niitä. Viherpesu on todellinen ongelma, joka uhkaa

---

[87] EIOPA, 2023 s. 9
[88] Stuart, 2020
[89] de Freitas Netto ym. 2020
[90] Stuart, 2020

pääomamarkkinoiden kasvua ja luottamusta pääoman kohdistuessa virheellisesti vastuullisina esitettyihin rahastoihin.[91]

3.2.2 Viherpesun vaikutukset kestävälle rahoitukselle

Kun ymmärretään, mikä houkuttelee yrityksiä viherpesuun, voidaan muodostaa johtopäätöksiä siitä, millaisia kielteisiä seurauksia viherpesulla on rahoitusmarkkinoiden toimintaan. Sijoittajien kasvava tietoisuus rahoitustuotteiden ympäristövaikutuksista ohjaa markkinoita siirtymään aggressiivisesti kohti vihreitä ja kestäviä sijoituksia[92]. Kuluttajien kestävyysmieltymysten kasvaessa yritysten on pakko vastata tähän paineeseen esittämällä sijoitustuotteensa kestävinä ilman todellisia kestävyyspyrkimyksiä[93]. Jos yritykset uskovat, että voivat houkutella sijoittajia luomalla vihreän imagon ilman todellista sitoutumista kestävän talouden edistämiseen, niiden kannustimet sisällyttää ESG-tekijät todelliseen toimintaansa ovat vähäiset. Näin ollen viherpesu ei kannusta yrityksiä todelliseen kestävään toimintaan, koska ne voivat saavuttaa saman tuloksen pienemmällä pääomalla ja vaivalla.

Tyypillisesti viherpesu johtaa pääoman väärin allokoitumiseen. Kun sijoittajat uskovat yritysten harhaanjohtavia ja totuudenvastaisia kestävyysväitteitä, sijoittajat he varansa todellisuudessa kestämättömiin rahastoihin. Tämän seurauksena markkinat vääristyvät, kun aidosti kestävät yritykset kamppailevat pääoman hankkimisessa ja viherpestyt yritykset voivat viedä heidän sijoittajakuntansa. Pahimmassa tapauksessa pääomien väärin allokoituminen voi synnyttää markkinakuplan, mikä johtaa hintojen nousuun ja vääristää rahastojen arvostuksia. Kun pääomaa ohjataan yrityksiin, jotka eivät ole aidosti sitoutuneita kestävään kehitykseen, todellinen siirtyminen kestävään talouteen viivästyy ja EU:n kestävyystavoitteiden saavuttaminen hidastuu.[94]

---

[91] ESMA (b) 2022 s. 8
[92] Lenfter & muut, 2021 s. 37
[93] Lenfter & muut, 2021 s. 37
[94] European Commission, Commission staff working document: impact assessment, s. 26

Kun sijoittajat huomaavat, että kestävyyteen liittyvät väitteet ovat harhaanjohtavia, luottamus koko rahoitusmarkkinoiden toimintaan heikkenee. Tällä luottamuksen menetyksellä voi olla pitkälle kantautuvat seuraukset kestävän rahoituksen maineeseen. Huomatessaan harhaanjohtavat kestävyysväitteet, sijoittajat saattavat myydä sijoituksensa nopeasti, mikä johtaa markkinoiden heilahteluun ja epävakauteen. Voidaan sanoa, että viherpesu vaikuttaa sijoittajien päätöksentekoon virheellisesti, vaikeuttaa aidosti kestävien rahastojen tunnistamista, altistaa sijoittajat merkittäville taloudellisille riskeille, heikentää markkinoiden luottamusta sekä yleistä käsitystä kestävästä rahoituksesta.

Viherpesuun puuttuminen ja sen torjuminen on ratkaisevan tärkeää, jotta voidaan palauttaa sijoittajien luottamus rahoitusmarkkinoihin ja tukea siirtymistä kestävään talouteen. Sääntelytoimenpiteet, avoimuuden lisääminen ja sijoittajien tietoisuuden kasvattaminen ovat olennaisia tekijöitä, joilla voidaan lieventää viherpesun esiintymistä sekä sen kielteisiä vaikutuksia, joita ovat luottamuksen heikkeneminen, pääomien väärin allokoituminen ja vääristynyt kilpailukenttä. [95] EU:n kestävyyssääntelyllä pyritään ohjaamaan sijoituksia kestäviin kohteisiin, ja saavuttamaan Pariisin ilmastosopimuksen tavoitteet. Viherpesukäytännöt heikentävät tätä tavoitetta ohjaamalla pääomia pois aidosti kestävistä sijoitustuotteista. Selkeät ja luotettavat tiedot rahastojen kestävyysvaikutuksista ovat edellytys, jotta sijoittajat voivat tehdä perusteltuja sijoituspäätöksiä. [96] Sen vuoksi sääntelytoimenpiteet on kohdistettava tiedonsääntelyyn. Sillä pyritään lisätä rahoitustuotteiden tietojen yhdenmukaisuutta ja vertailukelpoisuutta.

3.3 Viherpesu rahoitustuotteissa

3.3.1 Signalointiteoria viherpesun taustalla

[95] Marquis ym. 2016
[96] Kamalanon ym. 2022

Sijoitusrahastoissa esiintyvää viherpesua voidaan lähestyä ja selittää helposti signalointiteorian näkökulmasta. Sijoituspalveluntarjoajat pyrkivät viestimään sijoitusrahastojen kestävyysominaisuuksista, esimerkiksi ESG-luokitusten avulla rahastoesitteiden ja verkkosivujen välityksellä. Lisäksi sijoittajat voivat havaita näitä signaaleja myös sijoitusrahaston yleisen viestinnän ja markkinoinnin välityksellä. Viherpesutilanteessa sijoituspalveluntarjoajat pyrkivät houkuttelemaan vastuullisuudesta kiinnostuneita sijoittajia lähettämällä harhaanjohtavia signaaleja sijoitusrahaston kestävyydestä ja rakentamaan näiden valossa positiivista imagoa sijoittajien mieltäessä nämä signaalit aitoina merkkeinä vastuullisesta toiminnasta.[97]

Jos markkinoilla olisi täydellinen informaatio, sijoittajat olisivat tietoisia siitä, että kaikki signaalit eivät vastaa todellista kestävyyttä tai vastuullisuutta, vaan ne saattavat olla manipuloituja tai harhaanjohtavia. Informaatio ei kuitenkaan ole täydellistä, vaan epäsymmetrian vuoksi totuudenvastaiset ja aidot ympäristöväitteet on lähes mahdoton erottaa toisistaan[98]. Voidaan muodostaa johtopäätös siitä, että viherpesun kannustimet korostuvat tällaisessa ympäristössä, jossa osapuolten välinen informaatioepäsymmetria on huomattava.

Signalointiteorian valossa viherpesua voidaan nähdä selittävän myös toimintaympäristön epäselvyys. Kestävyydellä ei ole yhteisesti hyväksyttyä universaalia määritelmää, mikä johtaa siihen, että yritykset määrittelevät kestävyyttä eri tavoin. Yhtenäisten kestävyysstandardien puuttuessa yritysten on helppo hyödyntää tätä epäselvyyttä ja luokitella oma toiminta kestäväksi pyrkien peittämään todellista viherpesua.[99]

Signaalit vaikuttavat nopeasti sijoittajien käytökseen. Näkyvimpänä ja merkittävimpänä signaalina voidaan pitää rahaston nimeä, sillä se viestii sijoittajille ytimekkäästi ja nopeasti rahaston kokonaisuudesta ja strategiasta[100]. Rahaston nimessä voidaan

---

[97] Connelly ym, 2011
[98] ESMA (a) 2023 s. 20
[99] Ramos ym. 2022
[100] ESMA (a) 2023 s. 12

mainita termi kestävä tai vastuullinen, jolloin sijoittaja muodostaa heti käsityksen, että kyseessä on kestävä rahasto ilman perusteellisempaa tutustumista rahastoon. Kuitenkin nimi voi sisältää vastuullisuuteen viittaavia termejä, ilman että näiden termien taustalla olevat periaatteet tuodaan ilmi, ja todellisuudessa sijoitussalkku voi sisältää suuren joukon sijoituksia, joista vain murto-osa on sijoituksia todelliseen kestävään toimintaan. [101] Informaation ollessa puutteellista harhaanjohtavat nimet toimivat signaaleina sijoittajille sijoittaa pääomansa rahastoihin, jotka eivät todellisuudessa vastaa heidän kestävyyspreferenssejään. [102]

Voidaan todeta, että sijoitusrahastot voivat lähettää sekä todenmukaisia, että totuudenvastaisia signaaleja sijoittajille ja sijoittajat vastaanottavat nämä signaalit ja tulkitsevat niitä olemassa olevan tiedon valossa. Informaatio epäsymmetrian vallitessa markkinoilla sijoittajat eivät kykene erottamaan näitä signaaleja toisistaan vaan käyttävät sijoituspäätöstensä perusteena totuudenvastaisia signaaleja. Tämä synnyttää yrityksille motiivin antaa harhaanjohtavia kestävyyssignaaleja ja houkutella lisää sijoittajia ja lisää pääomaa.

3.3.2 Vääristetyt väitteet ja niiden vaikutukset

Kuten aiemmassa kappaleessa todettiin, signaalit ovat väittämiä, joilla pyritään viestiä sijoitusrahaston ominaisuuksista sijoittajille. Ympäristöväitteillä tai vihreillä väitteillä pyritään luomaan vaikutelma siitä, että sijoitusrahasto on kestävä, eli sillä on myönteinen tai neutraali vaikutus ympäristöön ja yhteiskuntaan. Ympäristöväitteitä ovat myös sellaiset väitteet, jotka viestivät rahaston olevan muita kilpailevia rahastoja ympäristöystävällisempi.[103] Huoli ympäristön kestävyydessä on pinnalla ja se on tehnyt vastuullisten sijoitusrahastojen markkinoinnista houkuttelevaa. Sijoituspalveluntarjoajat lähettävät yhä enemmän signaaleja, jotka liittyvät kestävyyteen ja vastuullisuuteen.

---

[101] Ramos ym. 2022; Candelon ym. 2021
[102] Candelon ym. 2021
[103] Rubin, 2012 s. 144

Markkinoilla vallitsevan epäsymmetrisen informaation vuoksi sijoituspalveluyritykset voivat vääristellä esittämiään kestävyysväitteitä. Yleisin viherpesun muoto onkin vääristynyt ja totuudenvastainen tiedonanto.[104] Vääristyneeseen tiedonantoon liittyvät niin sanotut vaikutusväitteet. EU:n kestävän rahoituksen kehyksessä ei ole yhteisesti hyväksyttyjä ohjeita tai sääntöjä termin *vaikutus* käytölle. Yksi yleisimmistä viherpesutilanteista liittyy tällaisiin vaikutusväitteisiin. Ne perustuvat ESG-mittareiden ja todellisten kestävyysvaikutusten todistamattomaan syy-yhteyteen.[105] Tällainen tilanne syntyy esimerkiksi silloin, kun on epäselvää, missä ympäristövaikutus tarkalleen huomioidaan tai saavutetaan; missä osassa sijoitusprosessia rahastolle ja vertailuarvolle on tarkoitus saavuttaa myönteisiä ympäristöllisiä tai sosiaalisia vaikutuksia[106].

Viherpesua aiheuttavat kestävyysväitteet eivät aina ole vääristettyjä tai totuudenvastaisia. Sijoituspalveluntarjoajat voivat antaa aitoja signaaleja kestävyydestä ja esittää myös perusteita näiden väitteiden paikkansapitävyydelle, mutta se ei silti takaa sijoitusrahaston kestävyyttä. He voivat tietoisesti jättää olennaisia negatiivisia ympäristövaikutuksia julkistamatta, mitkä olennaisesti vaikuttaisivat sijoittajan päätöksentekoon. Tästä käytetään nimeä valikoiva paljastaminen. Valikoivassa paljastamisessa sijoituspalveluntarjoaja korostaa positiivisia ympäristövaikutuksia, jotta negatiiviset ympäristövaikutukset jäävät huomaamatta. Esimerkki tästä on, että sijoitusrahaston esitteessä tai verkkosivuilla kuvataan rahaston sitoutumista uusiutuvan energian hankkeisiin, mutta jätetään mainitsematta tiedot olennaisista sijoituksista uusiutumattoman energian aloille. Valikoivassa paljastamisessa tavoitteena on valikoivasti lähettää signaaleja, jotka korostavat sijoitusrahaston kestävyysominaisuuksia, mikä muodostaa rahastosta vastuullisen kuvan ja rahaston todellinen kokonaissuorituskyky hämärtyy.[107]

---

[104] Connelly ym. 2011
[105] ESMA (a) s. 20
[106] ESMA (a) s. 20
[107] ESMA (a) s. 25

Viherpesua voi toteuttaa valikoivan paljastamisen lisäksi muillakin tavoin. Ympäristöväitteet voivat olla perusteettomia, epämääräisiä, ristiriitaisia tai jopa täysin virheellisiä. Esimerkiksi *luokkansa parhaaksi* väitetty ekologinen rahasto voi edistää tiettyä ympäristötavoitetta valitsemalla salkkuunsa yrityksiä niiden sisäisen ESG-luokituksen perusteella, ilman selitystä sille, miten nämä luokitukset mittaavat oikeasti valitun ympäristötavoitteen saavuttamista ja miten sen edistymistä seurataan sekä kuinka rahasto reagoi, jos yrityksen toiminta ei edistä valittua tavoitetta vaaditulla tasolla[108]. Rahastot voivat käyttää nimissään termejä ESG, kestävä, vihreä tai vastuullinen, ilman että nämä todellisuudessa näkyvät rahaston sijoitusstrategiassa tai -portfoliossa[109]. Tällaisessa tilanteessa rahaston nimi toimii signaalina, joka viestii rahaston kestävyydestä sijoittajille, ja perusteeton tai täysin virheellinen informaatio välittyy sijoittajille.

Yleensä viherpesuun yhdistetään informaation vääristely. Vääristyneet ympäristöväitteet voivat ilmetä käytännössä esimerkiksi seuraavilla tavoilla: rahaston sanotaan tukevan kestävää kehitystä, vaikka rahasto sijoittaa suurimman osan varoistaan uusiutumattomiin energianlähteisin, kuten fossiilisiin polttoaineisiin. [110]Rahasto voi olla myös ympäristöllisesti kestävä, mutta kestävyyttä mitataan myös muilla osa-alueilla. Rahasto voi esimerkiksi sijoittaa osan varoistaan yrityksiin, jotka ovat syyllistyneet lapsityövoiman käyttöön tai ihmisoikeusloukkauksiin. Näin ollen rahasto ei täytä kestävyyden määritelmää, mikä määritellään myöhemmin tutkielmassa, vaikka se toisikin esiin positiivista ympäristösuoriutumista.[111]

Rahoitusmarkkinoiden luottamuksen turvaamiseksi tarvitaan selkeää ja avointa tiedonantosääntelyä, joka estää vääristettyjen, epämääräisten tai virheellisten ympäristöväitteiden esittämisen. Tähän päästään yhtenäisillä kestävyysstandardeilla, sekä tiukoilla ja yksityiskohtaisilla raportointivaatimuksilla.

---

[108] ESMA (b) 2023 s. 26
[109] Zukas & Trafkowski, 2022 s. 17
[110] ESMA (b) s. 27
[111] Zukas & Trafkowski, 2022 s. 23

3.3.3 Rahastojen uudelleenbrändäys kestävyyden tehostamisen strategiana

Rahastojen nimen todettiin olevan merkittävin ja näkyvin signaali, joka vaikuttaa sijoittajien sijoituspäätökseen. Tämä on aiheuttanut rahoitusmarkkinoilla uudenlaisen ilmiön, rahastojen uudelleenbrändäyksen. Uudelleenbrändäystä tapahtuu, kun rahaston nimi muutetaan viittaamaan kestäväksi ilman, että sen sijoitusstrategiaan tai rahaston ominaisuuksiin tehdään mitään muutoksia. [112]

Rahastojen uudelleenbrändäys on ilmiönä kasvanut nopeasti Euroopan kestävillä rahoitusmarkkinoilla sijoittajien kiinnostuksen kasvaessa kestäviä rahastoja kohtaan. Sijoituspalveluntarjoajat ovat reagoineet tähän kestävyysmieltymysten kasvuun leimaamalla jo olemassa olevia rahastojaan kestäviksi lisäämällä niiden nimiin termejä, kuten vastuullinen, vihreä tai kestävä. [113] Vuonna 2021 Euroopassa todettiin Morningstarin analyysissa yli 250 tapausta, jossa rahaston nimeä muutettiin kestäväksi, mutta mitään muutoksia rahaston sijoitusstrategiaan ei tehty. Tämän arvioidaan kattavan jopa 20 % kaikista sen hetkisistä Euroopan kestävistä rahastoista. Tämän uudelleenbrändäyksen voidaan sanoa olevan ainoastaan keino tavoitella laajempaa sijoittajakuntaa ja vastata sijoittajien luomiin kestävyyspaineisiin, koska siihen ei liity oikeasti rahaston rakenteen tai sijoitusstrategian muuttamista kestävämpään suuntaan.[114]

Vaikka tämän tavoitteena saattoi olla sijoittajien laajempi tavoittaminen, on ilmiössä kyse viherpesusta, sillä rahaston nimi toimii signaalina, joka viestii kestävyydestä sijoittajille, vaikka rahasto ei olisi kestävä. Viherpesu voikin olla sekä tarkoituksenmukaista, että tahatonta[115].

---

[112] Migliorelli, 2021
[113] Stuart, 2020
[114] Stuart, 2020
[115] Migliorelli, 2021

Sijoituspalveluntarjoajia motivoi rahastojen uudelleenbrändäykseen lähtökohtaisesti kaksi tekijää: kasvava asiakaskysyntä ja sääntelypaine. Yritykset näkevät uudelleenbrändäyksen tilaisuutena tarjota kestäviä vaihtoehtoja vastatakseen sijoittajien kasvaviin kestävyyspreferensseihin.[116] Kestävien rahastojen määrä on moninkertaistanut viime vuosien aikana. Osa tästä kasvusta tulee uudelleenbrändäyksen myötä, minkä vuoksi todellinen kestävien rahastojen kasvu on vähäisempää. On tärkeä erottaa tämä kasvu todellisista investoinneista kestäviin toimialoihin. Kestävien rahastojen määrä on kasvanut nopeasti ja sen voidaan olettaa jatkavan lineaarista kasvuaan. Huolestuttavaa on, että myös uudelleenbrändättyjen rahastojen osuus tästä kasvusta on lisääntynyt vuosi vuodelta, saavuttaen vuonna 2020 20 prosenttia kaikista Euroopan ESG-rahastoista. Osuus on huomattava koko rahoitusmarkkinoita nähden, mikä vääristää todellisen kestävän sijoittajien kasvua ja vaarantaa pirstaleitta markkinoita ja sijoittajien luottamusta.[117]

Markkinoiden luottamuksen säilyttämiseksi tarvitaan siksi selkeää ja tehokasta tiedonantosääntelyä. Kestävyydelle on annettava tarkka määritelmä ja kriteerit, jotta tällaista rahastojen uudelleenbrändäystä ei pääse tapahtumaan.

---

[116] Stuart, 2020
[117] Stuart, 2020

4 SFDR viherpesuriskin hallinnassa

4.1 SFDR:n potentiaali kestävän rahoituksen edistäjänä

4.1.1 Tarve kestävälle tiedonantosääntelylle

Ilmastonmuutoksen seuraukset uhkaavat Euroopan talouskehitystä, minkä vuoksi julkisen politiikan lisäksi tarvitaan toimia rahoituspalvelusektorilla. EU:n kestävä toimintasuunnitelma on ollut merkittävä askel kestävän talouskehityksen tukemisessa, ja se on saanut rahoitusmarkkinoilla toimivia yrityksiä kiinnittämään huomiota kestäviin ratkaisuihin ja tarjoamaan tietoa toimintansa kestävyysvaikutuksista. [118] Kestävyysraportointi ei ole kuitenkaan ollut tarpeeksi kehittynyttä, koska tiedon julkistamiseen ei ole sovellettu yhdenmukaisia vaatimuksia.[119] EU:n sisällä ei ole ollut yhtenäisiä kriteerejä ja sääntöjä, jotka määrittäisivät, mitä kestävyystietoja on annettava ja missä muodossa. Kestävyystietoja on annettu tämän myötä hyvin pinnallisesti, sillä unionin kestävyyssääntelyssä ei ole määritelty sellaisten tarpeellisten tietojen antamisesta loppusijoittajille, joiden perusteella he voivat tehdä perusteltuja, ympäristön kannalta kestäviä sijoituspäätöksiä.[120] Tästä syystä on perusteltua määrittää tarkemmat ja standardoidut tiedonantovaatimukset kestäviä sijoituksia koskien.[121]

EU:ssa on myös monenlaisia kulttuureja ja käytäntöjä, ja jäsenvaltioiden ymmärrys kestävästä taloudesta ja kestävästä kehityksestä on hyvin vaihteleva. Tämä johtaa siihen, että eri toimijat määrittelevät kestävyyden eri tavoin. Vaikka Pariisin ilmastosopimuksessa on asetettu jäsenvaltioita koskevat selkeät tavoitteet, on olemassa riski siitä, että jäsenvaltiot toteuttavat kansallisia toimenpiteitä näiden tavoitteiden saavuttamiseksi, jotka ovat hyvin poikkeavia tai jopa ristiriidassa keskenään. Käytännössä tämä ilmenee esimerkiksi toisistaan poikkeavina ympäristöön liittyvinä

[118] (EU) 2019/2088, perusteluosa 8
[119] (EU) 2019/2088, perusteluosa 5
[120] (EU) 2019/2088 perusteluosa 9
[121] (EU) 2019/2088 perusteluosio 24

raportointistandardeina, jotka vaikeuttavat unionin sisäisten kestävien rahoitustuotteiden vertailua keskenään.[122] Erilaiset kestävyyden määritelmät ja sitä seuraavat toimenpiteet aiheuttavat kilpailun vääristymiä ja johtavat viime kädessä markkinoiden pirstaloitumiseen. Jos jokainen jäsenvaltio määrittelisi erikseen, mikä katsotaan ympäristön kannalta kestäväksi toiminnoksi, tämä johtaisi epäselvyyteen siitä, mikä todella täyttää kestävyyden kriteerit. Tämä aiheuttaa hämmennystä sijoittajien keskuudessa ja pahimmillaan voi johtaa heitä harhaan, koska sijoituspalveluntarjoajat pitävät sijoituksiaan kestävinä, vaikka ne eivät todellisuudessa sitä ole.[123] Tämä lisää myös viherpesun esiintymistä, kun pääomat ohjautuvat kohti sellaisia toimintoja, jotka eivät todellisuudessa edistä kestävyyttä.

Koska viherpesun taustalla on lähes aina informaatioepäsymmetria, on tarpeen säännellä tiedonantoa ja asettaa EU:n tasolla yhtenäiset kriteerit tälle tiedonannolle. On tarpeen määritellä kestävyyteen liittyvät termit, kuten kestävä sijoittaminen ja kestävyysriski, koko unionin tasolla, jotta sijoittajat saavat selkeyttä siihen, mikä toiminta ja mitkä sijoitustuotteet edistävät tosiasiassa kestävää talouskehitystä.[124]

Kestävyystekijöiden sisällyttäminen sijoituspäätöksentekoprosessiin tuottaa todennäköistä hyötyä myös rahoitusmarkkinoiden ulkopuolella. Se voi johtaa vakaampaan rahoitusjärjestelmään ja lisätä reaalitalouden häiriönsietokykyä ja näin vaikuttaa rahoitustuotteiden riski/tuottosuhteeseen.[125] Kestävällä tiedonannolla rakennetaan ensisijaisesti luottamusta rahoitusmarkkinoihin, minkä vuoksi on erityisen tärkeää säännellä tätä tiedonantoa. Luottamuksen rakentaminen edellyttää, että sijoittajat saavat vertailukelpoista ja läpinäkyvää tietoa sijoitusrahastojen kestävyysominaisuuksista ja -vaikutuksista. Lisäksi avoimuuden parantamiseksi on

---

[122] (EU) 2019/2088 perusteluosa 9
[123] (EU) 2019/2088 perusteluosa 19; Busch, 2023
[124] (EU) 2019/2088, perusteluosat 14 ja 17
[125] (EU) 2019/2088, perusteluosa 19

tarpeen säädellä tietojen saatavuutta koskien kestävyysriskejä, ja miten sijoitustuotteissa nämä on otettu huomioon[126].

Koska aiempi tiedonantosääntely on ollut puutteellista, Euroopan parlamentti ja neuvosto antoivat 29. marraskuuta 2019 asetuksen (EU) 2019/2088, Sustainable Finance Disclosure Regulation, lyhyesti SFDR. [127] SFDR:n voidaan nähdä olevan EU:n kestävän toimintasuunnitelman keskeisin toimi, joka on määritelty ”kestävän kehityksen tietojen julkistamisen ja kirjanpitosääntöjen vahvistamiseksi” [128] . SFDR on joukko EU:n tiedonantosääntöjä, joita sovelletaan sekä yksittäisen sijoitustuotteen tasolla, että laajemmin organisaatiotasolla. Tässä tutkielmassa asetusta käsitellään niiltä osin, jotka koskevat sääntelyä yksittäisen rahoitustuotteen tasolla. SFDR:n vaiheittainen käynnistys alkoi maaliskuussa 2021 ja se on tarkoitus panna täytäntöön askel kerrallaan seuraavien vuosien aikana. Sen soveltamisala ulottuu kaikkiin EU:n sisäisiin rahoitusmarkkinatoimijoihin ja rahoitusneuvojiin sekä EU:n ulkopuolisiin rahoitusmarkkinatoimijoihin ja rahoitusneuvojiin, jotka palvelevat asiakkaita EU:ssa[129].

4.1.2 Tiedonantosääntelyn tavoitteet

Yksi tärkeimmistä keinoista kestävän rahoituksen edistämiseksi on avoimuuden lisääminen. Kuten tutkielmassa on todettu, viherpesun taustalla on lähes aina informaatioepäsymmetria, joten on säänneltävä rahoitustuotteisiin kohdistuvaa tiedonantoa, jotta viherpesuongelmaan voidaan puuttua. SFDR:n ensisijainen tavoite on vähentää päämiehen ja edustajan välisessä suhteessa esiintyvää informaatioepäsymmetriaa [130] , joka tässä tutkielmassa liittyy kestävyysriskien ja haitallisten kestävyysvaikutusten esille tuomiseen. Informaatioepäsymmetriaa

---

[126] (EU) 2019/2088 perusteluosio 23
[127] (EU) 2019/2088
[128] European Commission, 2023; Sustainability-related disclosure in the financial services sector
[129] European Commission, 2023; Sustainability-related disclosure in the financial services sector
[130] (EU) 2019/2088 MIKÄ KOHTA

vähennetään edellyttämällä rahoitusmarkkinatoimijat tuomaan avoimesti ja selkeästi julki kestävyyteen liittyviä tietoja lopullisille sijoittajille koko sijoitusprosessin ajan. SFDR:ssä säädellään tietojen julkistamisesta ennen sijoituspäätöksentekoa sekä jatkuvasti koko sijoitusprosessin ajan.[131] Asetuksen päämääränä voidaan sanoa olevan lisätä vastuullisuuteen liittyvää tietoa ja avoimuutta rahoitusmarkkinoilla.

Kun tarkastellaan epäsymmetrisen informaation vastuuta, näyttää se lankeavan rahoitustuotteiden tarjoajille, sillä informaatioepäsymmetria juontaa juurensa heidän toiminnastaan. Sijoituspalveluntarjoajilla on aina enemmän tietoa ja ymmärrystä omasta toiminnastaan ja tarjoamistaan rahoitustuotteista, kuin sijoittajilla. Siksi oikeudelliset toimenpiteet tulisi pääasiassa kohdentaa sijoituspalveluntarjoajiin. [132] Sijoittaja ei voi hyötyä tiedonannosta, mikäli eri palveluntarjoajien välillä on eroavaisuuksia määritelmissä tai jos yhtenäistä tapaa julkistaa tietoa ei ole. SFDR pyrkii tehokkaasti puuttumaan informaatioepäsymmetriaan luomalla yhtenäiset ehdot ja määritelmät kestäville sijoitustuotteille sekä asettamalla tietyt tiedonantokaavakkeet ja velvollisuudet, jotka ovat yhtenäisiä kaikille asetuksen soveltamisalaan kuuluville toimijoille.[133]

Edellisessä kappaleessa kuvattiin tarvetta SFDR:n kehittämiselle. Aiemmat kestävyyttä koskevat tiedonantovaatimukset ovat olleet puutteellisia, eikä niissä ole vaadittu riittävien tietojen antamista sijoittajille, joiden perusteella he voisivat tehdä perusteltuja kestäviä sijoituspäätöksiä. Tämän vuoksi SFDR asettaa täsmennettyjä ja standardisoituja tiedonantovaatimuksia, jotka varmistavat tarpeellisen tiedon olemassaolon ja saatavuuden. SFDR:n voidaan nähdä asettavan rahoitusmarkkinatoimijoille minimivaatimukset siitä, mitä tietoa niiden tulee julkistaa liittyen toimintansa ja tarjoamiensa rahoitustuotteiden kestävyysriskeihin ja kestävyysvaikutuksiin. Asetus velvoittaa rahoitusmarkkinatoimijoita toimimaan lopullisten sijoittajien etujen

[131] (EU) 2019/2088
[132] Zukas & Trafkowski, 2022, s. 21
[133] PRI, 2020 s. 21

mukaisesti noudattaen asianmukaista huolellisuutta. Asetus on tarkoitettu turvaamaan sijoittajansuojaa, jotta luottamus rahoitusmarkkinoihin saadaan palautettua. [134]

Euroopan vihreän kehityksen ohjelma korostaa, että yritysten esittäessä ympäristöväitteitä, niiden olisi perusteltava väitteensä standardoiduilla menetelmillä, jotta rahoitustuotteiden ympäristövaikutukset on mahdollista arvioida objektiivisesti[135]. SFDR:n tavoitteena on vastata tähän lainsäädännölliseen tarpeeseen, jotta epämääräisiä ympäristöväitteitä voitaisiin torjua paremmin. [136] Sijoittajat tarvitsevat tietoa sijoitustuotteiden soveltuvuudesta, jota yhtenäisyyden puute ja kansainvälisten standardien puuttuminen saattaisi jarruttaa. Siksi on merkittävää säännellä nimenomaisesti tiedonantovelvollisuutta, sekä vahvistaa yhtenäinen kestävyyden määritelmä. SFDR helpottaa rahoitustuotteiden vertailua, kun se määrittelee niille yhtenäiset kriteerit. Kestävyysriskeihin ja -vaikutuksiin liittyvän tiedon avoimuudella EU haluaa torjua harhaanjohtavan ja totuudenvastaisen informaation leviämistä ja näin torjua viherpesua.[137]

SFDR:n mukaan on tarpeen vahvistaa yhdenmukainen kestävien sijoitusten määritelmä, jotta sijoittajat pystyvät vertailemaan rahoitustuotteita ja niiden kestävyysvaikutuksia keskenään. Tiedonantovelvollisuuden avulla väärinkäytön riski pienenee, sillä rahoitusmarkkinatoimijat ovat velvoitettuja julkistamaan avoimesti toimintansa ja sijoitustuotteidensa kestävyysriskit ja haitalliset kestävyysvaikutukset[138]. Tästä syystä SFDR:n tavoitteena onkin tehostaa vertailukelpoisuutta, lisätä yhtenäisiä kaikkia jäsenvaltioita koskevia kestävyysstandardeja, ja luoda yhtenäiset määritelmät kestävyyttä ympäröiville käsitteille.

---

[134] COM (2019) 640 lopullinen, s. 6
[135] COM(2019) 640 lopullinen, s. 8
[136] PRI, 2020 s. 20
[137] COM(2019) 640 lopullinen, s. 9
[138] (EU) 2019/2088

SFDR velvoittaa sijoituspalveluntarjoajia julkistamaan avoimesti sen, miten he ottavat huomioon kestävyysriskit toiminnassaan, kuinka he arvioivat ESG-tekijöitä sekä kuinka he ottavat huomioon sellaiset sijoitukset, joilla saattaa olla kielteisiä vaikutuksia kestävään talouskehitykseen [139] . Tiedonantosääntelyn tavoitteena on tuoda läpinäkyvyyttä markkinoille, joilla on kestävyyteen liittyviä väitteitä sisältäviä sijoitustuotteita. Se pyrkii mahdollistamaan sijoittajille paremman käsityksen sijoituspäätöksien kestävyysvaikutuksista, sekä ohjaamaan pääomaa kohti kestävämpiä toimintoja ja yrityksiä. [140] Sijoituspalveluyrityksiltä on tämän vuoksi edellytettävä ensinäkin, että ne antavat tarpeeksi tietoa sijoitusrahastojensa kestävyysominaisuuksista, ja että tietoon on voitava luottaa, joten sen on oltava tiettyjen kriteerien mukaisia.

SFDR :ää täydennetään EU:n komission teknisillä sääntelystandardeilla, jotka sisältyvät delegoituun asetukseen (EU) 2022/1288. Nämä RTS-standardit, jotka tunnetaan SFDR 2.tason sääntelynä, tulivat voimaan 1. tammikuuta 2023. Tämä delegoitu säännös on tutkielman kannalta erityisen tärkeä, koska siinä tarkennetaan SFDR:n tiedonantovaatimuksia ja viherpesun estämispyrkimyksiä. Delegoidun asetuksen perusteluosiossa korostetaan, että on tarpeen laajentaa tiedonantovaatimuksia ennen sijoitussopimusta ja myös koko sijoitusprosessin ajan. Lisäksi sijoitustuotetta on seurattava koko elinkaaren ajan, jotta se todella täyttää lupauksensa kestävyydestä.[141] SFDR on ensimmäinen EU:n tasoinen velvoittava sääntelykehys, joka vaatii sijoituspalveluntarjoajia antamaan tietoa sijoitustuotteiden kestävyysvaikutuksista, erityisesti haitallisista kestävyysvaikutuksista. Aiempi kestävyyteen liittyvä tiedonantosääntely on ollut vapaaehtoista ja jäsenvaltiot ovat toteuttaneet sitä eri tavoin, mikä on luonut hämmennystä sijoittajien keskuudessa.

---

[139] J.P. Morgan, 2023.
[140] Morningstar, The EU Sustainable Finance Disclosure Regulation Explained s. 3-4
[141] (EU) 2022/1288 perusteluosio 17

4.1.3 Viherpesun estämisen pyrkimys

Kuten luvussa 3 esitettiin, viherpesulla tarkoitetaan tilannetta, jossa rahoitustuotteesta pyritään luomaan todellisuutta kestävämpi mielikuva. Tämä voi tapahtua vääristelemällä tuotteen kestävyyteen pohjautuvia ominaisuuksia tai esittämällä harhaanjohtavaa tietoa tuotteen kestävyysvaikutuksista. Delegoitu asetus 2022/1288 korostaa tarvetta puuttua viherpesuun, sillä viherpesu hidastaa kestävän kehityksen edistämistä ja horjuttaa luottamuksen säilymistä rahoitusmarkkinoilla. [142] Sijoituspalveluntarjoajan ja sijoittajan välinen informaatioepäsymmetria mahdollistaa väärien kestävyyssignaalien välittymisen sijoittajille. Rahoitusmarkkinoilla sijoituspalveluntarjoajilla on aina enemmän ajantasaista informaatiota tarjoamistaan sijoitustuotteista, kun lopullisilla sijoittajilla.[143] Sijoittajat tekevät sijoituspäätöksensä sijoituspalveluntarjoajan heille esittämän informaation perusteella, eikä sijoittajilla aina ole kykyä varmistua informaation oikeellisuudesta, vaan heidän on ainoastaan voitava luottaa saatavilla olevaan informaatioon.

SFDR pyrkii vähentämään tätä informaatioepäsymmetriaa ja palauttamaan luottamuksen kestävään rahoitukseen. [144] Asetus perustuu informaatioepäsymmetrian poistamiseen ja sen voidaan nähdä tavoittelevan tilannetta, jossa vääristyneitä signaaleja ei pääse välittymään sijoittajille. Tavoitteena on estää markkinahäiriöt, jotka informaatioepäsymmetria synnyttää. Tällaisissa tilanteissa sijoittajat eivät tiedä sijoitustuotteen todellista kestävyyden tasoa.

Viherpesulle on ominaista erityisesti se, että positiivisia tai neutraaleja kestävyysvaikutuksia korostetaan voimakkaasti, ja samalla negatiiviset kestävyysvaikutukset jätetään mainitsematta. SFDR:n keskeinen ulottuvuus viherpesun

---

[142] (EU) 2022/1288
[143] Zukas & Trafkowski, 2022, s. 19
[144] Zukas & Trafkowski, 2022, s. 20

estämisen kannalta on vaatimus siitä, että taloudellinen toiminta ei saa aiheuttaa merkittävää haittaa millekään kestävyystavoitteelle, tai sijoitustuotetta ei voida luokitella kestäväksi. Raportointistandardit velvoittavat sijoituspalveluntarjoajia tuomaan haitalliset kestävyysvaikutukset esille, eikä niitä voida piilottaa positiivisen kestävyyskuvan taakse. Kestävyyteen liittyvien tietojen tulisi olla selkeitä, tiiviissä muodossa ja helposti saatavilla, jotta lopulliset sijoittajat voivat tehdä perusteltuja sijoituspäätöksiä. Tämä vaatii sen, että lopullisilla sijoittajilla tulisi olla mahdollisuus saada luotettavia tietoja, joita he voivat käyttää ja analysoida tehokkaasti ja oikea-aikaisesti.[145]

Tästä syystä on tärkeä välttää tilannetta, jossa rahoitusmarkkinatoimijat antavat sellaisia kestävyystietoja, jotka eivät heijasta rahoitustuotteen todellista kestävyyden tasoa. Rahoitusmarkkinatoimijoiden tulisikin antaa ainoastaan sijoituspäätöksen kannalta olennaista informaatiota, minkä vuoksi julkistettavaa informaatiota on säänneltävä.[146] SFDR:ssä korostuu kestävyystietojen paikkansapitävyys, eikä se jätä tilaa harhaanjohtaville kestävyysväitteille, sillä se määrittelee tarkat tiedonantovaatimukset, joita kestävien rahastojen on noudatettava[147].

Tärkeä osa pyrkimyksessä vähentää viherpesua on asettaa kestäville rahastoille tarkat ja yhtenäiset kriteerit. Kappaleessa 3 todettiin, että informaatioepäsymmetriaa syntyy myös erilaisten kestävyyskäytäntöjen myötä, joita noudatetaan eri jäsenvaltioiden ja yritysten välillä eri tavoin. Erilaiset kestävyyden käsitteet ja määritelmät johtavat siihen, että jotakin toimintaa voidaan pitää kestävänä yhdessä jäsenvaltiossa, mutta ei toisessa. Delegoidun asetuksen 2022/1288 perusteluosioissa korostetaan tarvetta yhtenäisille kestävyysmääritelmille. Kun sijoituspalveluntarjoajat käyttävät yhtenäisiä standardeja kaikkialla EU:ssa, se auttaisi sijoittajia vertailemaan sijoitusmahdollisuuksia laajemmalla alueella ja samalla kannustaisi sijoituskohteena olevia yrityksiä toimimaan ympäristön

[145] (EU) 2022/1288 perusteluosio, 1
[146] (EU) 2022/1288 perusteluosio, 11
[147] ks. EU (2019/2088) art. 9–11

kannalta kestävämmin. Tämä johtaisi siihen, että sijoittajat sijoittaisivat kestäviin sijoitusrahastoihin suuremmalla luottamuksella koko unionissa.[148] SFDR pyrkii estämään viherpesua siten määrittelemällä ja luokittelemalla, mitkä ovat kestäviä sijoituksia.

Ratkaisu viherpesun, eli epäsymmetrisen informaation, aiheuttamaan markkinahäiriöön on periaatteessa yksinkertainen, vaikka sen käytännön toteuttaminen voisi olla haastavaa. Kun rahoitusmarkkinatoimijat kykenevät selkeästi viestimään konkreettisista ympäristötoimistaan, tämä toimii tehokkaana signaalina, joka vahvistaa niiden uskottavuutta ja ympäristötoimien tehokkuutta. Mikäli sijoittajat voivat itsenäisesti havaita, että taloudelliset toimijat noudattavat kestäviä toimintatapoja ja politiikkoja, tämä voi johtaa luottamuksen palautumiseen toimijoihin ja niiden parantuneisiin ympäristövaikutuksiin.

4.1.4 Vaatimukset kestäville tuotteille

Yhtenäiset unionin tasoiset, standardoidut kestävyyskriteerit mahdollistavat sijoittajille sijoitusten ympäristökestävyyden paremman tunnistamisen ja vertailun sekä kansallisesti että eri jäsenvaltioiden välillä. Siksi on tärkeää, että rahoitustuotteiden kestävyyskriteerit ovat yhdenmukaisia EU:n tasolla, eikä niissä ole vaihtelua eri maiden välillä. Tämän vuoksi SFDR asettaa tiettyjä vaatimuksia, jotta rahoitustuote voidaan luokitella kestäväksi. SFDR:n perusteluosiossa tuodaan ilmi kestävän sijoituksen määritelmän yhdenmukaistamisen tarve, jotta asetusta voidaan noudattaa yhdenmukaisesti.[149] Samalla SFDR pyrkii ohjaamaan pääomia sellaisiin sijoituksiin, jotka komissio katsoo olevan ympäristön kannalta kestäviä[150].

---

[148] 2022/1288 perusteluosio 12
[149] (EU) 2019/2088 (9)
[150] European Parliament PE 758.649

SFDR:ssä sijoituksen kestävyyttä arvioidaan ESG-tekijöiden perusteella. Kestävyys ei ole ainoastaan ympäristökestävyyttä, vaan käsittää myös yhteiskunnalliset ja sosiaaliset näkökulmat. Asetuksessa ympäristön kannalta kestäviä sijoituksia ovat sijoitukset taloudelliseen toimintaan, joka edistää jotakin asetuksessa määriteltyä ympäristötavoitetta. Ympäristötavoitteen edistäminen tulee olla mitattavissa, esimerkiksi erilaisilla resurssitehokkuusindikaattoreilla tai kasvihuonekaasupäästöillä. Ympäristötavoitetta voi mitata esimerkiksi siten, millaisia vaikutuksia sillä on biodiversiteettiin tai kiertotalouteen. Asetuksessa yhteiskunnallisesti ja sosiaalisesti kestäviä sijoituksia ovat sellaiset sijoitukset, jotka edistävät eriarvoisuuden torjumista, yhteiskunnallista yhtenäisyyttä, sosiaalista integraatiota tai työsuhteita. Tällainen rahasto voi sijoittaa esimerkiksi ihmispääomaan tai tukea taloudellisesti heikossa asemassa olevaa yhteisöä[151].

Vaikka sijoitukset voivat olla joko ympäristöllisesti tai sosiaalisesti kestäviä, niiden on kuitenkin täytettävä yhtenäisiä vaatimuksia, jotta ne saavat kestävän luokituksen. Sijoitusten on selitettävä, kuinka ne ottavat huomioon sijoituksen pääasialliset haitalliset vaikutukset (PAI:t). Käsite tullaan avaamaan myöhemmin tutkielmassa kappaleessa 4.3.4. Sijoitukset eivät saa vahingoittaa merkittävästi mitään asetuksessa määriteltyä kestävyystavoitetta. Tästä käytetään nimeä DNSH-periaate.[152] ESG-tekijöistä hallinnollinen kestävyys viittaa sijoituspalveluyritysten toimintatapoihin. Sijoituspalveluntarjoajien on lisäksi noudatettava toiminnassaan hyviä hallintokäytäntöjä[153], erityisesti luomalla vahvoja hallintorakenteita, kunnollisia henkilöstösuhteita ja toteuttamalla asianmukaista palkkausta noudattaen samalla verolakeja[154].

---

[151] (EU) 2019/2088 2(17)
[152] Morningstar, The EU Sustainable Finance Disclosure Regulation Explained s. 5
[153] Hyvillä hallintokäytännöillä (corporate governance) tarkoitetaan joukkoa sääntöjä tai periaatteita, jotka määrittelevät oikeudet, vastuut ja odotukset eri sidosryhmien välillä yritysten hallinnossa
[154] Bodellini, M, 2023

Viherpesun estämisen kannalta on ensisijaista varmistaa, että kaikki kestävyyden kriteerit täyttyvät, jotta sijoitukselle voidaan antaa kestävä luokitus. SFDR:n asettaessa yhdenmukaiset vaatimukset kestävälle sijoitukselle, on sijoittajien helpompi vertailla rahoitustuotteita keskenään. Selkeä kestävän sijoituksen määritelmä korjaa aiemman käytännön, jossa sijoituspalveluntarjoajat määrittelivät itse rahastojensa kestävyyttä. SFDR:n myötä sijoituspalveluntarjoajat ovat velvoitettuja käyttämään yhtenäistä kieltä vastuullisuusraporteissaan. Voidaan sanoa, että SFDR pyrkii ratkaisemaan viherpesun aiheuttaman ongelman tunnistamalla ja luokittelemalla kestävät sijoitukset. Lisäksi SFDR luokittelee vielä rahoitustuotteet niiden kestävyysasteen perusteella kolmeen luokkaan. Nämä tuoteluokitukset käsitellään seuraavassa kappaleessa.

4.2 SFDR tuoteluokitukset

4.2.1 Kolme tuoteluokitusta

Sen lisäksi, että SFDR:n myötä kestävän sijoituksen määritelmä on yhdenmukainen koko unionissa, SFDR luokittelee sijoitusrahastot niiden kestävyyden tason perusteella kolmeen luokkaan, joita käsitellään SFDR:n artikoissa 6, 8 ja 9. Kuhunkin luokkaan kuuluvien sijoitusrahastojen on täytettävä tietyt ominaisuudet. Tiedonantovaatimukset ovat sitä tiukempia, mitä korkeampaan luokkaan, eli mitä kestävämmäksi sijoitusrahasto on luokiteltu. Tämän on tarkoitus lisätä kestävyyden avoimuutta ja ehkäistä viherpesua rahoitustuotteissa.[155]

Rahastot eroavat toisistaan sen perusteella, missä määrin rahasto ottaa huomioon kestävyysriskit, edistääkö se ympäristöllistä tai sosiaalista kestävyyttä ja onko rahastolla kestävä sijoitustavoite. Kaikki sijoitusrahastot, jotka kuuluvat SFDR:n soveltamisalan

[155] Morningstar, The EU Sustainable Finance Disclosure Regulation Explained s. 5-7, 2023

piiriin saavat täytäntöönpanon myötä jonkun SFDR:ssä määritellystä kolmesta luokasta, jotka esitellään seuraavissa alakappaleissa. Artikla 6 on oletusluokitus kaikille SFDR:n soveltamisalan rahastoille. [156]

4.2.2 Artikla 6 – kestämättömät rahastot

SFDR:n artiklassa 6 asetetaan tiedonantovaatimuksia sijoitusrahastoille, jotka eivät täytä kestävän sijoituksen määritelmää. Sijoituspalveluntarjoajien on merkittävä nämä rahastot ei-kestäviksi. Kestävyysraportoinnin velvoitteet ulottuvat kuitenkin myös näihin ei-kestäviin sijoitusrahastoihin. Rahastojen oletusluokitus on artikla 6-mukainen luokitus. Artikla 6:n mukaisissa rahastoissa ei huomioida kestävyystekijöitä osana sijoitusprosessia tai -tavoitetta. Artikla 6 velvoittaa, että rahastojen esitteissä ja mahdollisilla verkkosivuilla tuodaan avoimesti esille, se, että rahasto ei ota huomioon ESG-tekijöitä, eikä täten saa kestävän sijoituksen luokitusta.[157]

Vaikka rahastoja tarjotaan markkinoille kestämättöminä, niiden on tuotava avoimesti esille jo ennen sijoitussopimusta edeltävissä tiedoissa, kuten rahastoesitteissä, mitä kestävyysriskejä sijoituksissa on. Tämä voidaan toteuttaa analysoimalla sitä, mitkä kestävyysriskit ovat olennaisia rahaston sijoitusten kannalta, ja mitä konkreettisia vaikutuksia näillä kestävyysriskeillä on ympäristöön tai yhteiskuntaan. Rahoitusmarkkinatoimijan on lisäksi annettava selvitys siitä, miksi se ei ryhdy toimiin näiden kestävyysriskien pienentämiseksi. Artikla 6 velvoittaa julkistamaan myös, miten nämä kestävyysriskit vaikuttavat rahaston tuottoon. Tämä pitää sisällään arvioinnin kaikista mahdollisista kestävyysriskeistä, joiden toteutumisella voi olla suora tai epäsuora negatiivinen vaikutus sijoituksen arvoon.[158]

---

[156] Busch, 2023
[157] Busch, 2023
[158] (EU) 2019/2088 art. 6(1)

Artikla 6:n asettamat tiedonantovelvoitteet pitävät sisällään kestävyysriskianalyysin; jos rahoitusmarkkinatoimija katsoo, että kestävyysriskit eivät ole rahaston kannalta merkityksellisiä, tulee sen antaa selkeä perustelu tälle päätökselle. Jos rahoitusmarkkinatoimija pitää kestävyysriskejä merkityksellisinä, sen tulisi antaa yksityiskohtainen selvitys siitä, kuinka kestävyysriskit on integroitu sijoitusprosesseihin. [159] Kun jokaisen SFDR:n piiriin kuuluvan sijoitusrahaston on raportoitava kestävyysriskeistä, on sijoittajien paljon helpompi tunnistaa aidosti kestävät rahastot ja täten myös mahdollisuus viherpesuun pienenee.

4.2.3 Artikla 8 – ympäristöllisiä tai sosiaalisia ominaisuuksia edistävät rahastot

Artikla 8:n asettamat tiedonantovaatimukset koskevat sellaisia sijoitusrahastoja, jotka edistävät joitakin sosiaalisesti tai ympäristöllisesti kestäviä ominaisuuksia. Kirjallisuudessa näistä sijoitusrahastoista käytetään nimeä vaaleanvihreät rahastot. Artikla velvoittaa rahoitusmarkkinatoimijoita sisällyttämään ennen sopimusta annettaviin tietoihin, kuten rahastoesitteeseen, kuvauksen siitä, miten rahasto edistää näitä valittuja kestävyysominaisuuksia ja miten näiden toteutumista mitataan. Kestävyysominaisuuden edistäminen voi tapahtua esimerkiksi toteuttamalla negatiivista seulontaa sijoitusstrategiana, eli rahasto voi esimerkiksi sulkea pois tiettyjen toimialojen yrityksiä sijoitusportfoliostaan.[160]

Tärkeää artikla 8:n mukaisissa rahastoissa on se, että ne tuovat selkeästi esille tiedon siitä, millä perusteella ne valitsevat salkkuunsa sijoituksia; käyttämällä poissulkemisstrategioita vai jotakin toista seulontatapaa. Rahastojen kohdeyhtiöiden on lisäksi noudatettava hyvää hallintotapaa, mikä vaaditaan, jotta rahasto saa kestävän

---

[159] (EU) 2019/2088 6 § kohdat 1-2
[160] Goldman Sachs, 2022

luokituksen. Artikla 8:n mukaisilla sijoitusrahastoilla ei kuitenkaan ole pääasiallisena tavoitteenaan kestävä sijoittaminen, mikä erottaa ne artikla 9:n mukaisista rahastoista.[161]

Artikla 8 ei velvoita käyttämään viitearvoa sen määrittämisessä, kuinka kestävyysominaisuuksia edistetään. Jos indeksi on määritelty vertailuarvoksi, on rahoitusmarkkinatoimijan julkistettava, miten valittu vertailuarvo on linjassa sijoitusten ympäristöllisten tai sosiaalisten ominaisuuksien kanssa, joita rahasto edistää. Jos vertailuarvoa ei ole käytetty, on julkistettava, miten nämä kestävyyttä edistävät ominaisuudet toteutuvat. Rahastojen on siis annettava tietoa siitä, miten niiden sijoitukset ovat kestävän kehityksen tavoitteiden mukaisia verrattuna valittuun vertailuarvoon. Artiklan 8 on lisäksi täytettävä tietysti artikla 6:n mukaiset vaatimukset siitä, miten ne huomioivat kestävyysriskit ja mikä vaikutus niillä on rahaston tuottoon. Lisäksi rahastojen on julkistettava PAI:n mukaiset vaatimukset siitä, mitä haitallisia kestävyysvaikutuksia sijoituksilla on ja miten ne on otettu huomioon, sekä noudatettava DNSH-periaatetta, eli millekään kestävyystavoitteille ei saa aiheutua mitään harmia. [162] Nämä käsitteet avataan kappaleessa 4.4.

Artikla 8 ei aseta vaatimuksia sijoitussalkun koostumuksen tai sovellettavien sijoitusstrategioiden suhteen. Asetus ei edellytä tiettyä vähimmäissijoitusten kynnysarvoa. Rahoitusmarkkinatoimijan on vain ilmoitettava rahaston varojen allokointi ESG- ja ei ESG-sijoitusten suhteen, eli sijoitusten taksonomianmukaisuus. [163]Täten vaikka rahasto on artikla 8:n mukainen, se voi sisältää sijoituksia kestämättömiin yrityksiin, koska kestävyyttä arvioidaan rahaston kokonaissuoriutumisen perusteella.[164]

---

[161] Busch, 2023
[162] Joint Committee ESA questions related to regulation on SFDR
[163] Joint Committee ESA questions related to regulation on SFDR
[164] ESMA (b) 2023

4.2.4 Artikla 9 – kestäviä sijoituksia toteuttavat rahastot

Artikla 9:n asettamat tiedonantovaatimukset koskevat sellaisia sijoitusrahastoja, joiden tavoite on kokonaisvaltaisesti kestävä sijoitus. Kirjallisuudessa näistä rahastoista käytetään nimeä tummanvihreät rahastot. Artiklan 9 mukaiset rahastot sijoittavat yrityksiin, jotka edistävät tiettyä ympäristöllistä tai sosiaalista tavoitetta, kuten hiilidioksidipäästöjen vähentämistä tai sukupuolten tasa-arvoisuuden edistämistä. Tavoitteina on sijoittaa yrityksiin, jotka tukevat YK:n kestävän kehityksen tavoitteita tai Pariisin ilmastosopimuksen tavoitteita.[165]

9:1 §:ssä velvoitetaan, että rahastoesitteissä on annettava yksityiskohtaiset tiedot siitä, miten sijoitusrahasto aikoo saavuttaa kestävät sijoitustavoitteensa. Artikla 8 ei asettanut vaatimuksia sijoitussalkun koostumukselle, mutta artikla 9:n mukaan suurin osa, yli 50% sijoituksista on oltava ESG-painotteisia. Artikla 8 ei myöskään velvoittanut vertailuarvon käyttämistä, mutta artiklan 9:n mukaan on valittava tavoitteiden mukainen vertailuindeksi, jota käytetään mittaamaan rahaston kestävän sijoitustavoitteen saavuttamista. Rahastoesitteessä on julkistettava, kuinka määritelty vertailuindeksi on linjassa rahaston kestävän sijoitustavoitteen kanssa. Niillä rahastoilla, joilla on tietty tavoite mitä ne edistävät, on esitettävä, mitä vertailuarvoa käytetään tämän tavoitteen mittaamiseen.[166]

Jos rahasto on valinnut sijoittavansa yrityksiin, jotka ovat Pariisin ilmastotavoitteiden mukaisia, 9:3 §:n mukaan rahastojen tavoitteena tulee olla hiilidioksidipäästöjen vähentäminen. Tämä edellyttää, että rahastoilla on selkeät suunnitelmat hiilidioksidipäästöjen vähentämiseksi ja ilmaston lämpenemisen hillitsemiseksi. On kuitenkin tilanteita, joissa Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) 2016/1011 (20)[167] mukaista EU:n ilmastonmuutoksen vertailuarvoa tai EU:n Pariisin

---

[165] Joint Committee ESA questions related to regulation on SFDR
[166] (EU) 2019/2088 perusteluosio 21
[167] ”Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 206/1011, annettu 8 päivänä kesäkuuta 2016, rahoitusvälineissä ja rahoitussopimuksissa vertailuarvona tai sijoitusrahastojen arvonkehityksen

sopimukseen mukautettua vertailuarvoa ei ole saatavilla. Tällöin rahaston on sisällytettävä sopimusta edeltäviin tietoihin yksityiskohtainen selvitys siitä, miten se aikoo jatkuvasti saavuttaa hiilidioksidipäästöjen vähimmäistavoitteet Pariisin sopimuksen pitkän aikavälin ilmastonlämpenemistä koskevien tavoitteiden saavuttamiseksi.[168] Artiklan 9 mukaisten rahastojen on edelleen täytettävä myös artikla 6 ja 8 mukaiset tiedonantovaatimukset. Rahastojen on myös raportoitava mahdolliset kestävyyteen liittyvät riskit ja niiden hallintamekanismit.[169]

Luokittelemalla sijoitusrahastot niiden kestävyyden tason perusteella, sijoittajat saavat selkeää tietoa siitä, mitkä ovat kestäviä rahastoja. Tiedonantovelvoitteet pakottavat yrityksiä paljastamaan kestävyysriskit, haitalliset kestävyysvaikutukset ja ne toimenpiteet, jotka toteutetaan näiden hallitsemiseksi. Näin mahdollisuus viherpesuun pienenee huomattavasti, kun rahastoja ei voida enää vain leimata kestäviksi, vaan kestävyyden perustana olevat tekijät on selitettävä ja julkistettava ja niiden toteuttamista ja edistämistä seurataan jatkuvasti.

Viherpesun vaikutelman syntymistä estävät ja loppusijoittajien ymmärrystä lisäävät selkeä selitys siitä, mitkä rahastot kuuluvat mihin SFDR:n tuotekategorioihin, sekä tiedot eroista rahastojen välillä, jotka integroivat kestävyysnäkökohdat osaksi perussijoitustoimintaansa ja niiden rahastojen välillä, joilla on kestävän sijoituksen tavoitteet ja siitä, mitkä rahastot kuuluvat mihinkin kategoriaan.[170]

4.3 Miten SFDR raportointivelvollisuudet estävät viherpesua

4.3.1 Standardisoidun kestävyysraportoinnin perusta

mittaamisessa käytettävistä indekseistä ja direktiivien 2008/48/EY ja 2014/17/EU sekä asetuksen (EU) N:o 596/2014 muuttamisesta.”

[168] (EU) 2019/2088 9 § (3)

[169] Joint Committee ESA questions related to regulation on SFDR

[170] Deloitte, 2022 s. 14

SFDR:n asettamat raportointivaatimukset estävät viherpesun mahdollisuutta tuomalla läpinäkyvyyttä ja avoimuutta kestävyyteen liittyvien tietojen luokittelu- ja julkistamisprosessiin. Erityisesti nämä vaatimukset velvoittavat sijoituspalveluntarjoajia julkistamaan yksityiskohtaista ja selkeää tietoa rahastojensa ympäristöllisistä ja sosiaalisista vaikutuksista.[171] Näihin sisältyvät tieto siitä, kuinka kestävyystekijät on integroitu sijoitusprosessiin, sekä tieto niistä menetelmistä, joiden avulla arvioidaan ja mitataan sijoitusten vaikutusta kestävän toimintasuunnitelman kestävyystavoitteisiin.
SFDR vaatii sijoituspalveluntarjoajia paljastamaan, kuinka kestävyysriskit huomioidaan sijoitusprosesseissa, mitä mittareita käytetään ESG-tekijöiden arvioimiseksi ja miten huomioidaan sellaiset sijoitukset, jotka voivat johtaa negatiivisiin kestävyysvaikutuksiin.[172]

Raportointia on annettava yritysten verkkosivuilla säännöllisesti, sekä myös ennen sijoitussopimuksen tekemistä rahaston asiakirjoissa, sekä määräaikaisesti julkistettavissa dokumenteissa. Näitä sopimuksen edeltävän ja jatkuvan raportoinnin vaiheita käsitellään tarkemmin seuraavissa alakappaleissa. Tämä varmistaa sen, että rahaston koko elinkaaren ympäristövaikutukset tulevat esille koko sijoitusprosessin ajan ja rahaston on oikeasti sitouduttava valitun ympäristötavoitteen edistämiseen tai toteuttamiseen. Raportointivelvollisuudet sisältävät myös vaatimuksen kuvata rahaston kestävyysriskejä ja sitä, mitä haitallisia ympäristövaikutuksia sijoituksella on. Tämän seurauksena yritykset eivät voi tahallisesti piilottaa negatiivisia ympäristövaikutuksia, vaan ne on tuotava useaan kertaan ja useassa paikassa julki. Näiden vaatimusten taustalla on kaksinkertainen syy. Vaatimuksilla pyritään toisaalta antamaan loppusijoittajille tarvittavaa informaatiota ja avoimuutta kestävyystekijöistä, joilla voisi olla vaikutusta sijoituspäätöksen tekemiseen, ja toisaalta myös varmistamaan, että sijoituspalveluntarjoajat kiinnittävät huomiota kestävyyden kannalta huonoihin sijoituskohteisiin.[173]

---

[171] Joint Committee ESA questions related to regulation on SFDR
[172] Morningstar, The EU Sustainable Finance Disclosure Regulation Explained s. 4-5

[173] Bodellini M, 2023

Kun rahaston kestävyysinformaatio on helposti ja selkeästi sijoittajien saatavilla, yritysten on lähes mahdotonta harjoittaa viherpesua johtamalla sijoittajia harhaan tai liioittelemalla rahaston kestäviä ominaisuuksia. SFDR:n velvoittamalla sijoituspalveluntarjoajat tuomaan esille perusteita kestävyysväitteiden tueksi, varmistaa se väitteiden täsmällisyyden ja luotettavuuden. SFDR muodostaa perustan standardoidulle kestävyysraportoinnille. Asettamalla yhteiset kestävyyden määritelmät ja raportointivelvollisuudet, edistää se rahoitustuotteiden johdonmukaisuutta, mikä helpottaa sijoittajia vertailemaan ja arvioimaan rahastoja keskenään. Tämä standardointi ei pelkästään auta sijoittajia tietoisempien sijoituspäätösten tekemisessä, vaan myös edistää yleistä ymmärrystä kestävistä rahoituskäytännöistä.

Tuomalla esiin kestävän kehityksen riskit, sijoittajat saavat luotettavaa informaatiota sijoitusstrategian vaikutuksista ympäristöön ja aitojen kestävien käytäntöjen löytämiseen. Tekemällä kestävästä raportoinnista läpinäkyvää, voidaan SFDR nähdä edelläkävijänä viherpesuongelman ratkaisemisessa. Kestävyysriskien läpinäkyvyys ja kestävyystekijöiden tunnistaminen ovat avaintekijöitä sijoittajien kyvyssä erottaa viherpesua harjoittavat ja aidosti kestävät yritykset. Yritysten on myös vaikeampi löytää porsaanreikiä viherpesun harjoittamiseen tiukkojen standardien asettaessa kynnyksen niin korkealle.

4.3.2 Ennen sopimusta annettavat tiedot

Useimmissa nykyisissä liiketoimintamalleissa sijoituspalveluntarjoaja ja sijoittaja kommunikoivat keskenään ainoastaan verkkosivujen sekä rahastoesitteiden kautta. Sen vuoksi yritysten on erityisen tärkeä selventää rahastojen kestävyystavoitteita ja -

ominaisuuksia ennen sijoituspäätöksen tekemistä. [174] SFDR velvoittaa rahoitusmarkkinatoimijoita julkistamaan tietoa sijoitusrahastoista ja niiden kestävyysominaisuuksista sopimusta edeltävässä vaiheessa, sekä jatkuvasti sijoitussopimuksen solmimisen jälkeen. [175] Informaatiota täydennetään teknisillä säätelystandardeilla. Ne astuivat voimaan 2024 vuoden alkupuolella delegoidun asetuksen 2022/1288 myötä. Tämä delegoitu asetus velvoittaa rahoitusmarkkinoiden toimijat antamaan yksityiskohtaista tietoa siitä, kuinka he torjuvat ja vähentävät sijoitustensa mahdollisia kielteisiä vaikutuksia ympäristöön ja yhteiskuntaan.[176]

Sopimuksen edeltävällä vaiheella tarkoitetaan vaihetta ennen sijoituspäätöksen tekemistä, jossa sijoittajat etsivät tietoa eri sijoituskohteista, vertailevat niitä keskenään ja valitsevat lopullisen sijoituskohteen. Sopimusta edeltävässä vaiheessa annettavalla informaatiolla on tarkoitus lisätä kestävyysominaisuuksien ja kestävyystavoitteiden läpinäkyvyyttä, jotta sijoittaja voi varmistua rahaston kestävyydestä ja signaalien oikeellisuudesta. [177] Sopimusta edeltävässä vaiheessa SFDR edellyttää sijoituspalveluntarjoajia antamaan tietoa tarjoamiensa rahastojen ESG-ominaisuuksista sekä artiklan 8 ja 9 mukaisten rahastojen kestävyystavoitteista. Tämä edellyttää, että sijoituspalveluntarjoajat tunnistavat kestävän kehityksen riskit rahastoissaan ja arvioivat niiden vaikutusta rahaston tuottoon, kustannuksiin ja suoriutumiseen, mukaan lukien sekä mahdolliset negatiiviset että myönteiset vaikutukset. SFDR varmistaa myös sen, että sijoittajat voivat olla varmoja siitä, että heidän omistamiensa rahastojen tuotto liittyy todelliseen vastuullisuuteen.[178]

Artiklan 8 ja 9 mukaisten rahastojen kohdalla sijoituspalveluntarjoajien on ilmoitettava ennen sopimusta annetuissa tiedoissa, kuinka kestävyysriskit on huomioitu sijoitusportfoliossa ja jos niitä ei ole integroitu sijoituspäätökseen, eli kyseessä on artikla 6:n mukainen rahasto, on annettava selvitys sille, miksi riskejä ei pidetä olennaisina ja

---

[174] Deloitte, 2022 s. 8–9
[175] Joint Committee ESA questions related to regulation on SFDR
[176] (EU) 2022/1288
[177] Joint Committee ESA questions related to regulation on SFDR
[178] Pallu ym. 2023

miksi niitä ei ole otettu huomioon. SFDR velvoittaa sopimusta edeltävässä vaiheessa, että sijoituspalveluntarjoajat tiedottavat avoimesti siitä, onko pääasialliset haittavaikutukset huomioitu.[179]

Informaation epäsymmetriaa vähennetään sillä, että sijoittajat saavat tietoa rahoitustuotteiden kestävyydestä ennen sijoituspäätösten tekemistä. [180] Informaatioepäsymmetria ilmenee selkeimmin sijoitusprosessin alkuvaiheessa, sillä hetkellä, kun sijoittaja on tekemässä sijoituspäätöstä ja pohtii eri sijoituskohteita. Sijoituspäätöksen perustana on olemassa oleva ja saatavilla oleva informaatio rahoitustuotteesta, ja sijoittaja voi ainoastaan luottaa siihen, että tieto on aitoa ja oikeaa. Sijoituksen kestävyysominaisuudet on tuotava ilmi jo siinä vaiheessa, kun sijoittaja tutustuu rahastoon ja erilaisiin tarjolla oleviin sijoitusvaihtoehtoihin. Sopimusta edeltävässä vaiheessa mahdollinen tai olemassa oleva sijoittaja saa tietoa sijoituspalveluntarjoajan tarjolla olevien rahastojen kestävyysominaisuuksista erilaisten dokumenttien, kuten rahastoesitteen ja avaintietoasiakirjojen kautta.[181] Siksi on erittäin tärkeää, että tiedonantosääntely kohdistuu ennen sijoitussopimusta annettaviin tietoihin, jotka toimivat sijoituspäätöksen perusteena ja mahdollistavat sijoituskohteiden vertailun.

Rahaston kestävyysominaisuudet tulisi näkyä yhtenäisesti niin rahaston nimen, asetettujen tavoitteiden, dokumentoidun sijoitusstrategian kuin rahaston omistusosuuksienkin osalta. [182] RTS-standardit täydentävät SFDR:n tiedonantovaatimuksia erityisesti rahoitustuotteiden osalta, jotka on luokiteltu SFDR:n 8. ja 9. artiklan mukaisesti sopimusta edeltävissä asiakirjoissa, verkkosivuilla sekä määräaikaisraporteissa. [183] Sijoituspalveluntarjoajien on täytettävä yksityiskohtaiset kestävään kehitykseen liittyvät tiedonantovelvollisuudet ja käytettävä määrättyjä raportointimalleja 8 ja 9 artiklan mukaisten rahastojen osalta. Näiden tietojen tulisi

[179] European Parlamentti PE 758.649
[180] Busch, 2023; (EU) 2019/2088 (10)
[181] Busch, 2023
[182] Deloitte 2022, s. 8
[183] Pallu ym. 2023

ilmaista, kuinka kestävyysriskit voivat vaikuttaa sijoituksiin ja missä määrin ne voivat aiheuttaa haittaa ympäristölle tai yhteiskunnalle. Sijoittajien tulisi näin ollen olla paremmassa asemassa arvioidessaan, vastaavatko kestävän rahastojen strategiat SFDR:ssä asetettuja arvoja ja tavoitteita.[184]

Komission delegoidun asetuksen (EU) 2022/1288 mukaan:

> ”*On tarpeen varmistaa asetuksessa (EU) 2019/2088 edellytettyjen pääasiallisia haitallisia vaikutuksia koskevien ilmoitusten, ennen sopimuksen tekemistä annettavien tietojen ja määräajoin annettavien tietojen vertailukelpoisuus sekä se, että lopulliset sijoittajat voivat helposti ymmärtää näitä tietoja. Sen vuoksi on tarkoituksenmukaista vahvistaa vakiolomakkeet näiden tietojen esittämistä varten. Samasta syystä lomakkeiden olisi sisällettävä lyhyet selitykset niissä käytetyistä keskeisistä termeistä*.”[185]

Tämän vuoksi rahoitusmarkkinatoimijoiden on esitettävä ennen sopimuksen tekemistä tiedot asetuksen liitteiden I ja II mukaisesti, kuten määrätään (EU) 2022/1288 delegoidussa asetuksessa. Ympäristöllisiä tai sosiaalisia ominaisuuksia edistäviä tuotteita koskevat ennen sopimuksen tekemistä esitettävät tiedot (SFDR 8 §) on määritelty 14–17 artikloissa, ja niiden on oltava yhdenmukaisia liitteessä II esitetyn lomakkeen kanssa.[186] Tämä lomake sisältää joukon kysymyksiä, joihin rahoitusmarkkinatoimijoiden on vastattava noudattaakseen delegoidussa asetuksessa määriteltyjä tiedonantovaatimuksia. Mallin mukaan rahoitusmarkkinatoimijoiden on esitettävä muun muassa seuraavat tiedot:

a) *Tuotteen edistämät ympäristölliset ja sosiaaliset ominaisuudet ja niihin liittyvät kestävyysindikaattorit, joiden avulla mitataan näiden ominaisuuksien saavuttamista;*

---

[184] Pallu ym. 2023
[185] (EU) 2022/1288 (29)
[186] (EU) 2022/1288 § 12-15

b) *Mitkä ovat tärkeimmät haittavaikutukset, jotka liittyvät kestävyysindikaattoreihin, ja miten nämä haittavaikutukset huomioidaan;*
c) *Tuotteen noudattama sijoitusstrategia, mukaan lukien strategian sitovat osatekijät, joilla pyritään edistämään tuotteen edistämiä ympäristöllisiä ja sosiaalisia ominaisuuksia;*
d) *Onko rahoitustuotteen vertailuarvoksi nimetty indeksi, jotta varmistetaan, miten rahoitustuote vastaa edistämiään ympäristö- tai sosiaalisia ominaisuuksia ja miten sijoitusstrategia vastaa indeksin menetelmiä;*
e) *Tiedot siitä, mitä periaatteita käytetään sijoituskohteena olevien yritysten hyvän hallintotavan arvioinnissa;*
f) *Kuinka hyvin tuotteen ympäristötavoitteet vastaavat EU:n luokitusjärjestelmän (taksonomian) kriteerejä.*[187]

Kestävää sijoittamista tavoittelevien tuotteiden, eli artikla 9 mukaisten rahastojen sopimusta edeltävät tiedonantovaatimukset määritellään komission delegoidussa asetuksessa (EU) 2022/1288 18. ja 19. artiklassa. Rahoitusmarkkinatoimijoiden on esitettävä nämä tiedot liitteen III lomakkeen mukaisesti, kuten säädetään delegoidussa asetuksessa. Lomake määrittää, että artiklan 9 mukaisia tuotteita koskevien tietojen tulee olla samanlaiset kuin artiklan 8 mukaisia tuotteita koskevat tiedot, huomioiden, että artikla 9 koskee vain tuotteita, joilla on selkeä kestävä sijoitustavoite. Näin ollen artiklan 9 tuotteita koskevissa sopimusta edeltävissä tiedoissa on määriteltävä tämä kestävä sijoitustavoite, ja pyrittävä mahdollisuuksien mukaan yhdenmukaistamaan tämä tavoite taksonomia-asetuksen kuuden ympäristötavoitteen ja mahdollisten sosiaalisten tavoitteiden kanssa.[188]

Nyt kun SFDR vaatii sijoituspalveluntarjoajia antamaan tiettyjä kestävyystietoja jo ennen sijoitussopimusta, sijoittajat tulevat tietoisimmiksi sijoitustuotteiden todellisesta kestävyydestä ja harhaanjohtavat signaalit esimerkiksi rahaston nimestä eivät enää

[187] (EU) 2022/1288 § 14-17
[188] (EU) 2022/1288 § 18-19

johda sijoittajia tekemään sijoituspäätöksiä kestämättömistä rahastoista. Sijoituspalveluntarjoajat eivät voi itse vaikuttaa siihen, mitä tietoja he antavat ja mitä jättävät pois, minkä seurauksena epäsymmetrinen tieto sijoituspalveluntarjoajan ja loppusijoittajan välillä vähenee.

4.3.3 Jatkuva raportointi ja sijoituksen jälkeinen vaihe

SFDR:n tiedonantovaatimukset jatkuvat sijoituksen jälkeisen jatkuvan raportoinnin vaiheessa. Jatkuvan raportoinnin osalta SFDR pyrkii varmistamaan, että käytössä on yhdenmukainen strategia, joka määrittelee ne ei-taloudelliset mittarit, joita on käytettävä, ja kuinka ne on esitettävä. Säännöllisten tiedonantovaatimusten tarkoituksena on tarjota sijoittajille tietoa sijoitusrahastojen kestävyydestä ja suoriutumisesta jatkuvasti. [189] Säännöllistä raportointia vaaditaan artiklan 8 ja 9 mukaisilta sijoitusrahastoilta ja vaatimusten ulkopuolelle jäävät artiklan 6 mukaiset rahastot. 8. ja 9. artiklojen mukaisten rahastojen määräaikaisraporteissa on arvioitava, miltä osin edistettävät kestävyysominaisuudet tai valittu kestävä sijoitustavoite on edistynyt. Määräaikaisraportteja ovat vuosikertomukset ja vapaaehtoiset kvartaaleittain julkistettavat kertomukset. Säännöllinen tiedonanto kattaa myös rahaston verkkosivujen jatkuvan ylläpitämisen ja päivittämisen. Kestävyysraportointi on tulossa myös pakolliseksi osaksi rahastojen toimintakertomusta lähivuosina. Toimintakertomus liitetään aina tilinpäätökseen. [190]

Lisäksi sijoituspalveluntarjoajien on ilmoitettava prosenttiosuus niistä taloudellisista toiminnoista, jotka ovat ympäristön kannalta tai sosiaalisesti kestäviä EU:n taksonomian mukaan. Taksonomia on luokitusjärjestelmä, joka määrittelee ympäristön kannalta kestävän taloudellisen toiminnan. Se määritellään tarkemmin kappaleessa 4.5. EU:n taksonomia luokittelee liiketoimet kuuden ympäristötavoitteen alle, mukaan lukien ilmastonmuutoksen hillitseminen, ilmastonmuutokseen sopeutuminen, vesi- ja

---

[189] Joint Committee ESA questions related to regulation on SFDR
[190] Deloitte 2022, s. 8-10

meriresurssien kestävä käyttö ja suojelu, siirtyminen kiertotalouteen, saastumisen ehkäisy ja valvonta sekä biologisen monimuotoisuuden ja ekosysteemien suojelu ja ennallistaminen.[191]

Jos 9 artiklan mukaisten rahastojen osalta vertailuindeksiä käytetään viitearvona, määräaikaisraportin tulisi sisältää vertailu rahoitustuotteen kokonaisvaikutuksen ja määritellyn indeksin vaikutuksen välillä. Jos kuluttajat ymmärtävät ne perusteet, joiden mukaan rahoitusmarkkinatoimijat antavat kestävyysväitteensä ja voivat seurata, täyttyvätkö nämä väitteet, tämä voi edistää markkinoiden toimivuutta ja luotettavuutta.[192] Näissä raporteissa on esitettävä, miten rahastot ovat edistäneet ympäristöllisiä ja sosiaalisia ominaisuuksia, miten kestävät tavoitteet on saavutettu, mitkä ovat rahastojen tärkeimmät sijoitukset ja mitä toimenpiteitä toteutetaan kestävien tavoitteiden saavuttamiselle.[193]

Komission delegoidun setuksen (EU) 2022/1288 johdanto-osan mukaan:

> *”Asetuksen (EU) 2019/2088 11 artiklassa edellytettyjen määräajoin annettavien tietojen sisällön osalta finanssimarkkinatoimijoiden olisi annettava tiedot vähimmäismäärästä standardoituja ja vertailukelpoisia laadullisia ja määrällisiä indikaattoreita, jotka osoittavat, miten kukin rahoitustuote aikaansaa edistämiensä ympäristöön tai yhteiskuntaan liittyvien ominaisuuksien toteutumisen tai saavuttaa kestävän sijoitustavoitteensa. Näiden indikaattoreiden olisi oltava merkityksellisiä rahoitustuotteen rakenteen ja sijoitusstrategian kannalta, kuten rahoitustuotteen sopimusta edeltävissä tiedoissa kuvataan. Jotta voidaan varmistaa ennen sopimuksen tekemistä ja määräajoin annettavien tietojen yhdenmukaisuus, finanssimarkkinatoimijoiden olisi raportoitava määräajoin antamissaan tiedoissa erityisistä*

[191] Howard-Cooper, 2022
[192] Deloitte, 2022 s. 19
[193] Joint Committee ESA questions related to regulation on SFDR

kestävyysindikaattoreista, jotka mainitaan ennen sopimuksen tekemistä annettavissa tiedoissa ja joita käytetään mittaamaan, miten ympäristöön tai yhteiskuntaan liittyvät ominaisuudet toteutuvat tai miten kestävä sijoitustavoite saavutetaan."[194]

SFDR:n artiklan 8 mukaisten tuotteiden määräaikaisraporttien tiedonantovaatimukset on määritelty komission delegoidun asetuksen (EU) 2022/1288 50–57 artikloissa. Tiedot on esitettävä liitteen IV lomakkeen mukaisesti. Lomakkeen mukaan rahoitusmarkkinatoimijoiden on sisällytettävä vuosikertomuksiinsa seuraavat tiedot:

a) *Kuvaus siitä, kuinka rahoitustuote on edistänyt ympäristöllisiä tai sosiaalisia kestävyysominaisuuksia, sekä kehitys vertailukaudesta;*
b) *Kuvaus siitä, kuinka pääasialliset haitalliset vaikutukset on otettu huomioon, ja kuinka on varmistettu, että kestävyystavoitteille ei aiheutunut merkittävää haittaa;*
c) *Luettelo rahoitustuotteen suurimmista sijoituksista, eli niistä sijoituksista, joilla on suurin osuus rahoitustuotteen sijoituksista vertailujaksolla;*
d) *Kuvaus sellaisten kestävien sijoitusten osuudesta, jotka eivät täytä taksonomian Kuvaus niistä toimenpiteistä, jotka on toteutettu ympäristöllisten tai sosiaalisten ominaisuuksien täyttämiseksi;*
e) *Vertailu rahaston suorituskyvyn ja sille asetetun vertailuarvon välillä ja selvitys siitä, eroaako vertailuarvo yleisestä markkinaindeksistä.*[195]

SFDR:n artiklan 9 mukaisille tuotteille määräajoin annettavat tiedot esitetään delegoidun asetuksen 2022/1288 artikloissa 58–63. Vaaditut tiedot on toimitettava asetuksen liitteen V lomakkeen mukaisessa muodossa. Lomakkeen mukaan 9 artiklan mukaisten rahastojen on annettava kaikki samat tiedot, kuin artiklan 8 mukaiset rahastot, lisäksi niiden on määriteltävä, kuinka paljon investoinneista kohdistuu kestävän tavoitteen

---

[194] (EU) 2022/1288 (25)
[195] (EU) 2022/1288 (50–57)

saavuttamiseen, sekä annettava tiedot kestävyysindikaattoreista, joita käytetään saavuttamisen arvioimiseen.[196]

Ennen sopimuksen tekemistä annettavat tiedot toistetaan määräajoin julkaistavissa raporteissa. Sopimusta edeltävät tiedot ovat pääasiassa prosessitietoja ja sisältävät tietoa suunnitellusta sijoitusstrategiasta. Määräaikaisraportissa esitettävät tiedot ovat kvantitatiivisempia ja tarjoavat syvemmän kuvan rahaston historiallisesta kehityksestä sekä kestävyysriskiarvioista. Raportti sisältää lisäksi tietoa kestävyysindikaattoreiden tehokkuudesta ja siitä, miten sovittu strategia on toteutettu käytännössä.[197] Delegoidun asetuksen 2022/1288 64 §:n mukaan rahoitusmarkkinatoimijoita velvoitetaan antamaan säännöllisesti historiallinen vertailu joko SFDR:n 8. tai 9. artiklan mukaisista tuotteista. Vertailujakso on yksi vuosi, mikä tarkoittaa, että varainhoitajan on esitettävä tarvittavat tiedot vähintään vuosikertomuksessa. Näissä raporteissa tarkastellaan ympäristöllisten tai sosiaalisten ominaisuuksien edistymistä sekä rahaston pyrkimystä saavuttaa kestävä sijoitustavoite ja lisäksi kuvaillaan sijoitusten taksonomianmukaisuutta. Sijoituspalveluntarjoajien on osoitettava, miten he ovat noudattaneet sopimusta edeltävissä tiedoissa antamiaan lausuntoja.[198]

Kun vastuullisuuteen liittyvien tietojen antaminen on säänneltyä ja sääntely on kaikkia velvoittavaa, loppusijoittajat voivat olla varmempia siitä, että rahastot ovat toimineet kestävästi. Tämä antaa sijoittajille mahdollisuuden tehdä tietoisia päätöksiä, mikä vähentää todennäköisyyttä joutua viherpesuun liittyvien harhaanjohtavien markkinointikäytäntöjen uhriksi. Näin läpinäkyvyys lisääntyy ja rahoitustuotteiden vertailu on helpompaa.

---

[196] EU) 2022/1288 (58-63)
[197] Goldman Sachs, 2022 s. 14
[198] (EU) 2022/1288

4.3.4 Toisen tason sääntelytoimenpiteet

SFDR-asetusta täydennetään EU:n komission teknisillä sääntelystandardeilla, jotka sisältyvät delegoituun asetukseen (EU) 2022/1288. RTS-standardit asettavat kaksi yksityiskohtaista tiedonantovelvoitetta kestävän luokituksen saamisen ehtona: PAI; sijoitustuotteen haitallisten vaikutusten ilmoitus, sekä DNSH-periaatteen toteutuminen[199].

RTS:t vaativat rahoitusmarkkinatoimijoita antamaan tietoa rahaston pääasiallisista haitallisista vaikutuksista. Tästä käytetään nimeä PAI, mikä tulee englannin kielestä *principle adverse sustainable impacts*. Haitallisen kestävyysvaikutuksen käsite tarkoittaa negatiivisia, aineellisia tai todennäköisesti olennaisia vaikutuksia kestävän kehityksen tekijöihin, jotka aiheutuvat, täydentävät tai liittyvät suoraan oikeushenkilön tekemiin sijoituspäätöksiin tai -neuvoihin. Tämä sisältää mahdollisten negatiivisten kestävyysvaikutusten huomioimisen sijoitusprosessissa. [200] SFDR pyrkii tuomaan haitalliset vaikutukset esille, jotta sosiaaliset tai ympäristölliset negatiiviset vaikutukset eivät jäisi varjoon. Tämän avulla viherpesu vähenee, kun haittavaikutukset ovat selkeät ja näkyvillä.

Kaikki yritykset vaikuttavat toiminnallaan ympäristöön. Haitalliset kestävyysvaikutukset viittaavat kielteisiin ympäristöllisiin, sosiaalisiin tai yhteiskunnallisiin vaikutuksiin, jotka ovat seurausta sijoituspäätöksistä.[201] On tärkeä ymmärtää rahaston kokonaisvaltainen kestävyysprofiili ja kullekin rahastolle ominaiset kestävyysriskit, jotta voidaan tunnistaa haitallisimmat kestävyysvaikutukset. SFDR vaatii sijoituspalveluntarjoajia tuomaan esille haitalliset kestävyysvaikutukset myönteisten lisäksi, minkä myötä valikoivien signaalien lähettäminen sijoittajille ei ole mahdollista. Rahastonhoitajien on sisällytettävä

[199] European Union, 2021
[200] European Parliament PE 758.649
[201] European Union, 2023

sijoitusprosesseihinsa tiedot menetelmistä, joita käytetään kestävän kehityksen haitallisten vaikutusten arvioinnissa ja sisällyttämisessä.[202] Tämä läpinäkyvyys vähentää viherpesun esiintymistä, sillä yritykset eivät voi piilottaa negatiivista ympäristösuoriutumista, vaan kielteiset ympäristövaikutukset on raportoitava julkisesti. Ottaessaan sijoitustuotteiden pääasialliset haitalliset vaikutukset huomioon, SFDR tunnistaa viherpesua harjoittavat yritykset ja eliminoi yritysten mahdollisuuden viherpesun harjoittamiseen esimerkiksi valehtelemisen tai harhaanjohtavien väitteiden muodossa.

Toinen viherpesua vähentävä tiedonantovelvoite on DNHS (Do No Significant Harm-periaate). DNSH-periaatteen mukaan sijoitukset eivät saa aiheuttaa merkittävää haittaa sijoitusprosessin tai -rahaston kestävyystavoitteille[203], minkä vuoksi SFDR puuttuu erityisesti tämän tyyppisen viherpesun poistamiseen, sillä se pakottaa yritykset näyttämään suorituskykynsä kokonaisvaikutukset ympäristöön ja yhteiskuntaan. Toinen rahoitusalalla esiintyvä viherpesu-uhka syntyy vihreistä väitteistä, jotka kääntävät sijoittajien huomion pois tuotteen merkittävimmistä ympäristövaikutuksista. PAI:n mukaan tiedot on annettava ilmoituksena siitä, aiheuttaako sijoitus merkittävää haittaa kestävän kehityksen tavoitteille, jolloin merkittävimmät ympäristövaikutukset tulevat vääjäämättä ilmi.[204]

Sijoitusten tarjoajien on arvioitava ja julkistettava sijoituspäätöstensä kielteiset vaikutukset kestävälle kehitykselle ja kestävän talouskasvun edistämiselle. Näin varmistetaan, että sijoittajat saavat kattavaa tietoa sijoitustensa ympäristöllisistä ja sosiaalisista seurauksista, mikä estää kestämättömien käytäntöjen piilottamisen. Rahaston on edistettävä jonkin ympäristötavoitteen toteutumista eikä se saa aiheuttaa merkittävää haittaa samanaikaisesti muiden ympäristötavoitteiden toteutumiselle. Tämä on viherpesun kannalta mielestäni merkittävin sääntelytoimenpide, sillä rahastoa

[202] Goldman Sachs, 2022 s. 14-16
[203] ESMA, c, 2023
[204] Eurpean Union, 2023

ei voida mainostaa harhaanjohtavasti kestävänä, sillä sen on täytettävä tietyt kriteerit ja tuotava ne julkisesti esille. Rahaston toimintaa myös seurataan jatkuvasti, joten kestävyystavoitteen edistymisaste on jatkuvasti sijoittajien tiedossa, minkä myötä he voivat varmistua rahaston todellisesta kestävyydestä.

4.3.5 SFDR:n vaikutus sijoittajansuojaan

Kestävillä rahoitusmarkkinoilla sijoittajansuoja on ensiarvoisen tärkeää luottamuksen ja uskottavuuden edistämiseksi. SFDR:n vaikutus ulottuu sijoittajansuojaan, koska se tarjoaa sijoittajille ne työkalut, joita tarvitaan erottamaan aito kestävä toiminta valheellisista kestävyysväitteistä.[205] Säännöksellä varmistetaan, että sijoittajat voivat tehdä tietoisia päätöksiä tarkan ja vertailukelpoisen tiedon perusteella, mikä vähentää riskiä joutua viherpesukäytäntöjen uhriksi. SFDR tavoitteena on saavuttaa läpinäkyvyys ja poistaa sijoittajan ja sijoituspalveluntarjoajan välinen informaation epäsymmetria, jotta viherpesu poistuu.

SFDR velvoittaa sijoituspalveluntarjoajia antamaan sijoittajille tiedot, joita he tarvitsevat perusteltujen sijoituspäätösten tekemiseen. Kestäviä rahastoja vaaditaan paljastamaan, kuinka ne integroivat ESG-tekijät sijoitusprosesseihinsa. Tämä läpinäkyvyys varmistaa, että sijoittajilla on kattava käsitys rahaston kestävän kehityksen käytännöistä, mikä vähentää riskiä joutua harhaanjohtavien tai liioiteltujen väitteiden uhriksi.[206] Antamalla nämä tiedot jo sijoituspäätöksentekovaiheessa SFDR helpottaa kommunikaatiota ja vähentää informaation epäsymmetriaa sijoittajien ja rahoitusmarkkinatoimijoiden välillä.

---

[205] European Union, Summary Report of the Open and Targeted Consultations on the SFDR assessment, s. 1-5

[206] European Union, Summary Report of the Open and Targeted Consultations on the SFDR assessment, s. 1-5

Kuten tutkielmassa on tullut ilmi, SFDR:n ensimmäinen taso edellyttää rahoitusmarkkinatoimijoiden raportoivan sijoitustensa aiheuttamista pääasiallisista haitallisista kestävyysvaikutuksista, mutta SFDR:n toinen taso antaa lisää sääntelyteknisiä standardeja, lisäraportointivaatimuksia ja -malleja. SFDR pyrkii vähentämään informaatioepäsymmetriaa sijoituspalveluntarjoajien ja loppusijoittajien välillä ja parantamaan sijoittajansuojaa tarjoamalla avoimempaa ja vertailukelpoisempaa tietoa sijoitusten kestävyydestä.

Tiedonantostandardit ovat avaintekijä sijoittajansuojassa. Arvopaperimarkkinoiden voidaan sanoa käyvän kauppaa arvopaperiin liittyvällä tiedolla, ja siksi tiedonsääntely on yksi arvopaperilainsäädännön perusperiaatteista. Tietoa on pyritty sääntelemään siten, että tietyissä tilanteissa tiedon antaminen markkinoille on pakollista. Väärän tiedon antaminen markkinoille on kiellettyä ja jo annettujen tietojen oikaisua vaaditaan, jos ne myöhemmin muuttuvat virheellisiksi.[207] Tämä on tärkeää, jotta sijoittajat voivat luottaa rahoitusmarkkinoiden toimintaan ja siellä esiintyvän tiedon oikeellisuuteen.

4.4 SFDR: n haasteet

On liian aikaista sanoa varmaksi, riittääkö SFDR sellaisenaan viherpesun estämiseen. Viherpesun riski pienenee huomattavasti asetuksen raportointivelvoitteiden myötä, kun rahastojen kestävyysvaikutukset ovat läpinäkyviä ja ne tulevat ilmi jo sijoituspäätöksentekohetkellä. Valheellisten ja epämääräisten signaalien välittyminen sijoittajille vähenee sääntelytoimenpiteiden vähentäessä sijoitusmarkkinoilla esiintyvää informaatioepäsymmetriaa. Kuitenkin asetus on suhteellisen tuoretta lainsäädäntöä, ja sijoituspalveluntarjoajat ovat kohdanneet haasteita asetusta sovellettaessa.

Ensimmäinen selkeä haaste SFDR:tä sovellettaessa ilmenee kestävään kehitykseen liittyvien tietojen saatavuudessa. SFDR vaatii rahoitusmarkkinatoimijoita antamaan

---

[207] Akerlof, 1970

yksityiskohtaista informaatiota kestävistä rahastoistaan. Rahoitusmarkkinatoimijat tarvitsevat siis luotettavia ja standardoituja tietoja kunkin rahaston kohdeyritysten taloudellisesta toiminnasta voidakseen arvioida, onko se taksonomianmukaista. [208] Taksonomiaa käsitellään tutkielmassa seuraavassa kappaleessa. Kuitenkin ainoastaan niiden yritysten, joita NFRD[209] (Non Financial Reporting Directive) sitoo, on annettava kestävyystiedot standardoidun lomakkeen mukaisesti. Vaikka direktiivin ulkopuolisille yrityksille tietojen julkistaminen on suositeltavaa, se ei ole pakollista. Tällöin rahoitusmarkkinatoimijat joutuvat itse arvioimaan taloudellisen toiminnan kestävyyttä, mikä voi aiheuttaa erilaisia toisistaan poikkeavia tulkintoja ja ymmärrystä kestävyydestä.[210]

Toinen haaste, mitä sijoituspalveluntarjoajat ovat kohdanneet SFDR:tä sovellettaessa ilmenee siinä, että sääntelyviranomaiset eivät ole antaneet selkeitä määräyksiä siitä, mitä sijoitusstrategioita rahastojen tulisi käyttää kestävyyden edistämiseen.[211] Sääntely kohdistuu ainoastaan siihen, että sopimusta edeltävät asiakirjat tarjoavat loppusijoittajille riittävästi tietoa rahaston tavoitteista ja toiminnasta. Kuten tutkielmassa sivuttiin kappaleessa 2.2., samaan artiklaan kuuluvat rahastot hyödyntävät erilaisia sijoitusstrategioita siihen, miten kohdeyritykset valitaan sijoitusportfolioon. Yleisin sijoitusstrategia artikla 8:n rahastoilla on poissulkemisstrategiat: positiivinen tai negatiivinen seulonta.[212] Nämä määriteltiin kappaleessa 2.2.

(EU) 2022/1288 perusteluosion 16 kohdassa todetaan, että:

---

[208] European Union, Summary Report of the Open and Targeted Consultations on the SFDR assessment, s. 6-9

[209] (EU) Non-Financial Reporting (NFR)- direktiivi edellyttää EU:n jäsenvaltioiden yli 500 työntekijän yleisen edun mukaisten yhtiöiden julkistavan tietyntyyppisiä ei-taloudellisia tietoja ja monimuotoisuutta koskevia tietoja vuosittaisissa toimintakertomuksissa

[210] Busch, 2023

[211] ESMA (b) 2023 s. 22

[212] Mornigstar, The EU Sustainable Finance Disclosure Regulation Explained s. 4

”… jotkin poissulkemisstrategiat esitellään tehokkaina, vaikka ne itse asiassa johtavat vain harvojen sijoitusten poissulkemiseen tai perustuvat lainsäädännössä edellytettyyn poissulkemiseen.”[213]

Näin ollen poissulkemisstrategiat eivät kuitenkaan ole paras mahdollinen tapa valita kestäviä yrityksiä sijoitusportfolioon. Yksi merkittävä tekijä liittyy artiklan 9 mukaisten rahastojen osalta kestävään tavoitteeseen, joka voi olla epämääräinen tai epätäydellinen. Esimerkiksi, rahaston vertailuarvona käytetyissä poissulkemiskäytännöissä voi olla epäselvyyttä, mikä voi luoda rahoitusmarkkinatoimijalle mahdollisuuden sijoittaa sijoitusuniversumin ulkopuolelle jätettyihin yrityksiin tai sektoreihin, tai tarjota palveluita niille.[214] Tämä synnyttää porsaanreiän viherpesun harjoittamiseen, sillä rahaston kuvataan toteuttavan poissulkemisstrategiaa, mutta se voi sisältää epäeettisiä yrityksiä, ja tämä edelleen johtaa sijoittajia harhaan.[215]

Poissulkemisstrategiat harvoin edistävät oikeasti valitun ympäristötavoitteen toteutumista. Rahaston tulisi käyttää useita erilaisia sijoitusstrategioita, jotta se todellisuudessa voi edistää jotakin ympäristötavoitetta. Tätä tulkintaa vahvistaa myös Euroopan valvontaviranomaisten antama lausunto SFDR :n kuulemisasiakirjassa, jossa he ilmaisevat, että käsite *ESG-integraatio* ei yksinään riitä siihen, että rahaston voidaan sanoa edistävän ympäristöllisiä tai sosiaalisia ominaisuuksia.[216] Siksi uskon, että rahastot, jotka käyttävät vain yhtä tai hyvin rajoitettua määrää ESG-sijoitusstrategioita tai jotka yksinkertaisesti ainoastaan integroivat ESG-kriteerit taloudelliseen analyysiinsä, kuuluvat todennäköisesti artiklaan 6.

---

[213] (EU) 2022/1288 perusteluosio 16
[214] Busch, 2023
[215] ESMA (b) 2023 s. 22
[216] ESMA (b) 2023 s. 20-25

Lisäksi epäselvyys artiklojen 8 ja 9 välillä vaikuttaa osaltaan käytettäviin sijoitusstrategioihin. Artiklaan 8 kuuluvien rahastojen edellytyksenä on, että ne edistävät joitakin ympäristöllisiä tai sosiaalisia ominaisuuksia. Kuitenkin tämä edistämisen käsite on edelleen lainsäädännössä hyvin epäselvä. Tämä huomioon ottaen vaikuttavuussijoittaminen ja kestävä teemasijoittaminen voisivat olla sovellettavia ESG-strategioita rahastoille, jotka haluavat kuulua artiklan 8 luokkaan. Artiklaan 8 ja 9 sovelletaan tällä hetkellä samanlaisia menetelmiä. Määritelmissä ja luokittelussa on varmasti vielä epäselvyyttä, joihin sääntelyviranomaisten on puututtava. Minusta näyttää siis siltä, että tämä saattaa sekoittaa artikloja ja tarvittaisiin jonkinlaiset kynnysvaatimukset, jotka säätelisivät artiklojen välistä eroa. Tästä rahoitusmarkkinatoimijatkin ovat huomauttaneet Euroopan valvontaviranomaisille.

4.5 SFDR:n yhteys taksonomia-asetukseen

Vaikka tutkielma keskittyy rahastojen viherpesuriskin estämiseen SFDR:n avulla, on välttämätöntä sivuta myös EU:n taksonomia-asetusta. SFDR:n käsitteleminen kokonaan irrallaan taksonomia-asetuksesta ei olisi mahdollista, koska taksonomia on keskeinen osa EU:n kestävän rahoituksen sääntelykokonaisuutta ja se liittyy hyvin vahvasti SFDR:tä täydentävien RTS-standardien soveltamiseen. Taksonomia-asetus on EU:n toinen merkittävä kestävän rahoituslainsäädäntökokonaisuuden velvoittava asetus. SFDR ja taksonomia-asetus yhdessä muodostavat EU:n kestävän rahoituksen lainsäädännöllisen perustan.[217]

RTS-standardit vaativat sijoituspalveluntarjoajia julkistamaan tietoa rahastojensa taksonomianmukaisuudesta. Taksonomianmukaisuudesta on annettava tietoa sekä sopimusta edeltävässä vaiheessa, että jatkuvassa dokumentaatiossa.

[217] Busch, 2023

Taksonomianmukaisuus esitetään prosenttiosuutena kohdeyrityksen kokonaisliikevaihdosta.[218]

Taksonomian perustana on kuusi ympäristötavoitetta, joiden pohjalta asetus luokittelee kestävän taloudellisen toiminnan. Taksonomian kuusi ympäristötavoitetta ovat ilmastonmuutoksen hillitseminen, ilmastomuutokseen sopeutuminen, vesi- ja merivarojen kestävä käyttö ja suojelu, siirtyminen kiertotalouteen, saastumisen ehkäisy ja valvonta, sekö biologisen monimuotoisuuden ja ekosysteemien suojelu ja ennallistaminen. Taksonomiassa mitataan yksittäisiä taloudellisia toimintoja, eikä yrityksiä kokonaisuudessaan. Yksi yritys voi tehdä samanaikaisesti taksonomian mukaisia toimintoja, mutta myös taksonomian vastaisia toimintoja. Tarkastelemalla yrityksen kokonaisliikevaihtoa, joka muodostuu kaikista sen tekemistä taloudellisista toiminnoista, voidaan laskea yritystoiminnan todellinen kestävyyden taso.[219] Näin ollen taksonomia tuo ilmi sen osuuden yrityksen liiketoiminnasta, jota ei voida määritellä kestäväksi.

Sekä EU: n taksonomian, että SFDR:n tavoitteena on lisätä avoimuutta ja läpinäkyvyyttä kestävällä rahoitusmarkkinalla. SFDR ja taksonomia-asetus ovat vahvasti kytköksissä toisiinsa etenkin tuoteluokitusten - SFDR:n artiklan 8 ja 9 osalta. Rahastojen, jotka kuuluvat artiklan 8 tai 9 luokkaan, on raportoitava niiden taksonomianmukaisuudesta. Tällä tarkoitetaan sitä, kuinka kestävää niiden yritysten kokonaisliikevaihto on, eli millaisiin yrityksiin rahasto on sijoittanut varojansa.[220] Delegoidun asetuksen mukaan artiklan 8 mukaisten rahastojen on edistettävä jotakin taksonomian kuudesta ympäristötavoitteesta ja artiklan 9 mukaisilla rahastoilla on oltava jokin tietty kestävä sijoitustavoite, joka muodostetaan näiden kuuden ympäristötavoitteen pohjalta.[221]

Voi olla vaikea hahmottaa eroa ja yhteyttä SFDR:n ja taksonomia-asetuksen välillä. Tutkielman kannalta merkittävin erottava tekijä on se, että SFDR asettaa

---

[218] Howard-Cooper, 2022
[219] Lenfter ja muut, s.45
[220] Howard-Cooper, 2022
[221] Bueno and Clennon, 2024

tiedonantovaatimuksia yksittäisille sijoitustuotteille; tässä tutkielmassa rahastoille. Rahastonhoitaja valvoo rahastoa ja päättää mitä arvopapereita se pitää hallussaan ja missä määrin. Rahasto voi sisältää esimerkiksi yksittäisten yritysten osakkeita.[222] Näiden yritysten, joihin rahasto on sijoittanut varojaan, on mukauduttava SFDR artiklojen vaatimusten alle, jotta se nähdään sopivana sijoituskohteena esimerkiksi artiklaan 8 luokitellulle rahastolle. Taksonomia sääntelee näiden sijoituskohteena olevien yritysten toimintaa ja luokittelee kestävän taloudellisen toiminnan. Jotta yritys voi olla sopiva sijoituskohde SFDR: n luokittelemille kestäville rahastolle, on sen mukauduttava artiklan 8 tai 9 kriteerien alle, ja oltava siten kestävä sijoituskohde.[223]

Yleensä rahaston kohdeyritykset ovat velvoitettuja taksonomia-asetuksen mukaisesti raportoimaan taksonomianmukaisuudesta. Tällöin rahastonhoitajat saavat tarvittavat kestävyystiedot suoraan julkisesti saatavilla olevista johdon raporteista. Joillakin kohdeyrityksillä ei kuitenkaan ole vielä taksonomian raportointivelvoitteita. Tämä koskee sellaisia pienyrityksiä, jotka jäävät ei-taloudellisen raportointidirektiivin (NFDR) soveltamisalan ulkopuolelle. Tällaisissa tapauksissa rahastonhoitajien on itse arvioitava kohdeyritystensä taksonomianmukaisuutta. Tämä aiheuttaa edelleen epäselvyyttä ja erilaisia tulkintoja kestävistä toiminnoista.[224]

[222] Lenfter & muut, s. 46
[223] Bueno and Clennon, 2024
[224] Howard-Cooper, 2022

5 Johtopäätökset

Tämän tutkielman tavoitteena oli selvittää, miten SFDR: n sääntelytoimenpiteillä voidaan edistää kestäviä ja läpinäkyviä liiketoimintakäytäntöjä ja siten pienentää kestävissä rahastoissa esiintyvää viherpesuriskiä. SFDR: n tavoitteena voidaan pitää päämies-agentti -suhteissa esiintyvän informaatioepäsymmetrian poistamista. Tässä tutkielmassa suhde viittaa sijoituspalveluntarjoajan ja lopullisen sijoittajan väliseen interaktioon. Tutkielmassa oli yksi päätutkimuskysymys, sekä kolme alatutkimuskysymystä, jotka auttavat ymmärtämään viherpesun ja kestävän rahoituksen kontekstia ja sitä sääntelevää lainsäädäntöympäristöä. Tutkielmassa selvitettiin, miten viherpesu ilmenee rahastoissa ja mistä se johtuu, miten SFDR vähentää informaatioepäsymmetriaa, sekä kuinka SFDR vaikuttaa siihen, miten rahastot luokitellaan kestäviksi. Vastatakseen päätutkimuskysymykseen, tutkielmassa analysoitiin SFDR: n viherpesua koskevia sääntelytoimenpiteitä ja niiden soveltamisessa esiin nousseita haasteita. Lisäksi tutkielmassa selvitettiin lainsäädännön sisältö ja sen tärkeimmät komponentit viherpesun estämisen kannalta.

Tutkielmassa tärkeässä osassa olivat oikeuslähteet, sekä Euroopan valvontaviranomaisten ja komission tiedonannot, lausunnot ja erilaiset raportit. Tutkielma lähestyi aihetta signalointiteorian pohjalta. Signalointiteoria selittää, kuinka kaksi osapuolta, signaalin vastaanottaja ja lähettäjä, tulkitsevat tietoa eri tavoin. Tutkielmassa todettiin tämän soveltuvan erityisen hyvin informaatioepäsymmetrian ja sitä kautta viherpesun tarkasteluun. Tutkielmassa signaalit määriteltiin toimiksi, joiden avulla sijoituspalveluntarjoajat välittävät informaatiota sijoitustuotteistaan lopullisille sijoittajille. Nämä signaalit voivat olla sekä todenmukaisia, että valheellisia, sillä informaatioepäsymmetrian vallitessa myös totuudenvastaiset signaalit voidaan tulkita aitoina. Tämä synnyttää myös ilmiön viherpesu, joka tutkielmassa määriteltiin kuvaamaan tilannetta, jossa rahastosta annetaan todellisuutta kestävämpi tai vastuullisempi mielikuva.

Tutkielman toisessa luvussa selvitettiin kestävän rahoituksen taustaa ja määriteltiin tutkielman kannalta olennaisia käsitteitä, kuten kestävä sijoittaminen ja kestävä rahasto. Luvussa myös selvitettiin tarkemmin signalointiteorian soveltamista kestävään rahoitukseen. Kestävää rahastosijoittamista voi toteuttaa monin eri tavoin. Usein SFDR: n artiklaan 8 ja 9 luokitellut rahastot hyödyntävät poissulkemisstrategioita, joissa sijoitusportfolion ulkopuolelle jätetään tiettyjä yrityksiä tai toimialoja, joita ei luokitella kestäviksi.

Tutkielman kolmannessa luvussa selvitettiin viherpesun esiintymistä ja alkuperää rahoitusmarkkinoilla, ja kuvattiin, miten ja miksi se uhkaa kestävää talouskasvua ja miksi siihen on puututtava sääntelyn avulla. Viherpesulla tarkoitetaan tilannetta, jossa yritys luo rahastosta todellisuutta kestävämmän mielikuvan. Tämä voi tapahtua esimerkiksi vääristettyjen kestävyysväitteiden avulla, joita välittyy signaaleina esimerkiksi rahaston nimen tai rahastoesitteen kautta sijoittajille. Sijoittajat tulkitsevat nämä signaalit olemassa olevan tiedon perusteella. Tutkielmassa todettiin, että sijoittajalla on aina vähemmän ymmärrystä ja oikea-aikaista tietoa liiketoiminnasta ja rahastosta, kun sitä operoivalla yrityksellä. Viherpesu horjuttaa kestävän rahoituksen luottamusta ja heikentää Euroopan kestävän toimintasuunnitelman ja kansainvälisissä sopimuksissa asetettujen tavoitteiden noudattamista ja siten uhkaa koko unionin talouskehitystä. Sääntelytoimenpiteet on kohdistettava tiedonantoon, jotta informaatioepäsymmetrian synnyttämää markkinahäiriötä voidaan ehkäistä.

Tutkielman neljännessä luvussa selvitettiin ensin tiedonantosääntelyn tarvetta ja analysoitiin SFDR: n sääntelytoimenpiteitä niiltä osin, joilla se tavoittelee viherpesun estämistä. Luvussa selvitettiin, kuinka SFDR luokittelee rahastot kestäviksi ja millaisia tiedonantovelvollisuuksia se asettaa rahoituspalvelumarkkinatoimijoille. Aiempi kestävyyteen liittyvä tiedonantosääntely on ollut vapaaehtoista ja yritykset ovat myös määritelleet kestävyyden täysin toisistaan poikkeavin tavoin. Yhtenäisten kriteerien puuttuminen johtaisi nopeasti markkinahäiriöön, koska kestäväksi luokiteltujen sijoitusten todelliseen kestävyyteen ei pystyttäisi luottamaan. Tämän vuoksi Euroopan

parlamentti ja neuvosto ovat antaneet asetuksen koskien kestävää tiedonantosääntelyä rahoitusmarkkinoilla. SFDR on ensimmäinen EU:n tasoinen velvoittava sääntelykehys, joka vaatii sijoituspalveluntarjoajia antamaan tietoa sijoitustuotteiden kestävyysvaikutuksista, erityisesti haitallisista kestävyysvaikutuksista ja toimintaan kohdistuvista kestävyysriskeistä. Ennen SFDR: n voimaantuloa kestävyyden ympärillä ei ollut yhteistä ymmärrystä. Tällä on ollut valtava vaikutus informaatioepäsymmetrian syntymiseen, ja siitä johtuvaan viherpesuun, sillä eri toimijoiden väliset kestävyysmääritelmät ovat poikenneet merkittävästi toisistaan ja olleet jopa ristiriidassa keskenään.

Tutkielman päätutkimuskysymyksenä selvitettiin, miten SFDR: n sääntelytoimenpiteet voivat ehkäistä kestäviin rahastoihin kohdistuvaa viherpesun riskiä. SDFR vaatii sijoituspalveluntarjoajia raportoimaan siitä, millä tavalla ne sisällyttävät ESG-tekijät rahastoihinsa ja sijoitussalkkuihinsa. Näin SFDR: n tavoitteena on antaa sijoittajille totuudenmukainen ja aito käsitys rahastojen ympäristövaikutuksista ja kokonaisvaltaisesta kestävyydestä. Vastuullisuuteen liittyvän tiedon julkistaminen on lisääntynyt ja parantunut, koska kaikkia rahoitusmarkkinatoimijoita, jotka haluavat luokitella rahastonsa kestäviksi, velvoitetaan julkistamaan samat tiedot. Nämä tiedot on myös julkistettava riippumatta tiedon sisällöstä; toisin sanoen riippumatta siitä, kuinka positiivisesti tai negatiivisesti annetut tiedot vaikuttavat sijoittajien päätöksiin. Tiedot on julkistettava standardoitujen lomakkeiden mukaisesti, mikä varmistaa, että kaikki pakolliset ja tarvittavat tiedot tulevat julki, ja että tieto on totuudenmukaista ja perusteltua, sekä aitoa. Näin SFDR: n raportointivaatimukset vähentävät viherpesuesiintymiä huomattavasti.

Tutkielmassa muodostettiin kolme alatutkimuskysymystä, jotta päätutkimuskysymykseen pystytään vastaamaan paremmin ja ymmärtämään kestävän rahoituksen kontekstia syvemmin ja tehokkaammin. Ensimmäisessä alatutkimuskysymyksessä selvitettiin, miten viherpesu ilmenee kestävissä rahastoissa ja mistä ilmiö johtuu. Sijoittajat ovat yhä kiinnostuneempia kestävyydestä ja

vastuullisuudesta ja haluavat myös omalla toiminnallaan edistää sitä. Sijoittajien kestävyyspreferenssien kasvaessa yritykset ovat huomanneet kestävien rahastojen tuoman kilpailuedun, minkä vuoksi niiden tarjonta on kasvanut nopeasti. Tämä kasvu on saanut yritykset liioittelemaan rahastojensa kestävyysvaikutuksia ja piilottamaan negatiivista ympäristösuoriutumista. Markkinoilla vallitsevan informaation ollessa epätäydellistä tämä on mahdollista ja sijoittajat tulkitsevat nämä signaalit merkkinä kestävästä toiminnasta. Rahaston nimi on näkyvin ja merkittävin signaali sijoituspäätöksentekovaiheessa. Rahastoja on uudelleenbrändätty kestäviksi, jolloin niiden nimeen tuodaan termejä kestävä tai vastuullinen, ilman että tehdään todellisia muutoksia niiden sijoitusstrategiaan. Uudelleenbrändäyksen lisäksi viherpesua tapahtuu kestävyysväitteiden muodossa, joista tyypillisempiä ovat vaikutusväitteet ja valheelliset väitteet.

Toisessa alatutkimuskysymyksessä selvitettiin miten SFDR vähentää sijoittajan ja sijoituspalveluntarjoajan välistä informaatioepäsymmetriaa, jota asetus itsessään tavoittelee. Tutkielmassa selvitettiin, kuinka tähän tavoitteeseen päästään. Ennen SFDR: n voimaantuloa kestävyyden ympärillä ei ollut yhteistä ymmärrystä, ja rahoitusmarkkinatoimijat määrittelivät kestävän toiminnan itse. Tällä on ollut valtava vaikutus informaatioepäsymmetrian syntymiseen, ja siitä johtuvaan viherpesuun, sillä eri toimijoiden väliset kestävyysmääritelmät ovat poikenneet merkittävästi toisistaan ja olleet jopa ristiriidassa keskenään. SFDR: n määritellessä kestävän investoinnin ja taksonomian määritellessä kestävän taloudellisen toiminnan, kestävyysraportoinneissa käytetty kieli on muuttunut vertailukelpoiseksi ja läpinäkyväksi. Tämän myötä sijoituspalveluntarjoajat eivät voi lähettää harhaanjohtavia signaaleja ja sen seurauksena informaatioepäsymmetria vähenee.

Kolmannessa alatutkimuskysymyksessä selvitettiin, miten SFDR vaikuttaa siihen, kuinka rahastot luokitellaan kestäviksi. SFDR: n artiklat 6, 8 ja 9 asettavat kaikki erilaisia tiedonantovaatimuksia ja velvoitteita, jotka rahastojen on täytettävä saadakseen kestävän luokituksen. Lisäksi rahastojen kohdeyritysten on noudatettava hyviä

hallintokäytäntöjä. Delegoitu asetus asettaa SFDR: n artiklojen 8 ja 9 mukaisille rahastoille standardoituja raportointivaatimuksia, joista merkittävimmät ovat ilmoitus haitallisista kestävyysvaikutuksista sekä ei merkittävää haittaa -periaate, jonka mukaan rahasto ei saa aiheuttaa haittaa millekään kestävän kehityksen tavoitteille, jotka koskevat ympäristön osalta esimerkiksi ilmastonmuutoksen hillitsemistä ja sopeutumista, biologisen monimuotoisuuden säilyttämistä. Haitallisia kestävyysvaikutuksia on arvioitava jokaisen rahaston kohdeyrityksen toiminnan kannalta erikseen ja merkittävimmät niistä on tuotava ilmi sekä julkistettava ne keinot, joilla näihin puututaan.

EU:n kestävä rahoitus voidaan nähdä potentiaalisena työkaluna rahoitusmarkkinoiden läpinäkyvyyden parantamiseen ja viherpesun ehkäisemiseen. SFDR: n tarkoituksena on tarjota sijoittajille läpinäkyvyyttä rahastojen kestävyysvaikutuksiin liittyen ja erotella selkeästi kestävät ja ei-kestävät rahastot toisistaan. Kun kestävyyteen liittyvistä tiedoista on julkisesti raportoitava, sen voidaan nähdä tarjoavan sijoittajille todennettavissa olevat perusteet kestävyysväitteille. Kestävyyssääntelyn toimiessa tavoitteidensa mukaisesti, sijoituspalveluntarjoajat tietävät tarkat kriteerit, minkä avulla he kuvaavat kestäviä tuotteitaan ja sijoittajat pystyvät luottamaan näihin tietoihin. Näin informaatioepäsymmetria vähenee ja vääristeltyjen väitteiden ja siten viherpesun mahdollisuus vähenee.

Viherpesun estämisen yhtenä tärkeimpänä osana SFDR: tä voidaan nähdä olevan delegoidun asetuksen tuomat ilmoitusvelvollisuudet haitallisista kestävyysvaikutuksista ja siitä periaatteesta, jonka mukaan taloudellinen toiminta ei saa aiheuttaa merkittävää haittaa millekään kestävyyden osa-alueille. Tämä osa asetusta estää nimenomaisesti valikoivan paljastamisen, joka on aiemmin ollut mahdollinen kompastuskivi viherpesun suhteen. Valikoivaa paljastamista tapahtuu tilanteessa, jossa sijoituspalveluntarjoajat korostavat rahaston positiivisia kestävyystekijöitä tavoitteena piilottaa negatiiviset kestävyysvaikutukset positiivisten tekijöiden taakse. Rahoitusmarkkinatoimijoiden on mahdotonta kiertää PAI- vaatimusta, koska jotta rahasto voi saada artiklan 8 tai 9 kestävän luokituksen, on sen otettava dokumentoitava haitallisista vaikutuksista

jatkuvasti. Yksi viherpesun tavanomainen muoto on sijoittajan huomion kiinnittäminen vihreään elementtiin, kuten rahaston nimeen. Vihreät elementit ovat signaaleja, jotka viestivät sijoittajalle rahaston kestävyydestä. Samaan aikaan piilotetaan mahdolliset ympäristölle haitalliset osa-alueet. Tämä onnistuu esimerkiksi uudelleenbrändäyksen avulla, jossa rahaston nimeen on lisätty kestävyyteen viittaava termi, mutta todellisuudessa mitään muutoksia rahaston sijoitusstrategiaa ei ole tehty. SFDR: n myötä tämän ei pitäisi olla enää mahdollista ja näin sääntelyn voidaan sanoa toimivan sen tavoitteidensa mukaisesti.

EU-tasoinen kestävyyssääntely voidaan nähdä tärkeänä siksi, että se yhdenmukaistaa lainsäädäntöä, jolloin jäsenmaiden väliset ja eri toimijoiden väliset erot kestävyyskriteereissä katoavat. Tämän harmonisoinnin avulla rahoitusmarkkinatoimijat pystyvät luokittelemaan sijoitusrahastonsa yhdenmukaisesti ja tämän ansiosta markkinoiden luottamus lujittuu. Sääntelyn ulkopuolelle jäävät tietenkin EU:n ulkopuoliset maat ja tietyt kriteerit täyttävät pien- ja mikroyritykset, mutta yhtenäisyys lujittaa kokonaisuutta. EU-sääntely voi myös toimia esimerkkinä muiden maiden regulaatiolle ja näin ollen EU voi parantaa mainettaan kestävyyssääntelyn edelläkävijänä, mikä on ollut myös sen pitkän aikavälin tavoite. Laajemmassa mittakaavassa kestävyyssäätely ei ole vain sijoittajan etu, vaan keino edistää EU:n brändiä kansainvälisessä vertailussa ja näin ollen myös houkutella EU:n-ulkomaisia kestävyyssäännöstelystä kiinnostuneita sijoittajia.

Viherpesua ei kokonaan voida sääntelyn keinoin täysin estää, koska kestävyyssääntely on uutta ja sijoituspalveluntarjoajat ovat jo tähän asti törmänneet haasteisiin sitä soveltaessa. Lainsäädäntökokonaisuudet ovat tulleet voimaan nopealla aikataululla, mikä aiheuttaa haasteita direktiivien oikeaoppisessa täytäntöönpanossa. Kysymykseen tulee myös se, onko rahastoyhtiöllä tarpeeksi aikaa sovelluttaa uudet vaatimukset omiin järjestelmiinsä. Tietojärjestelmien päivitykset ovat hitaita ja vaativat paljon resursseja. Yksi haaste muodostuu siitä, miten eri tiedontuottajien datat korreloivat toistensa kanssa. Sijoitustuotteiden ESG-valtuuksien arvioiminen ja vertaileminen aiheuttaa

ongelmia olosuhteissa, joissa näitä tuotteita koskevat tiedot ja jopa käytetty terminologia ovat parhaimmillaankin epäjohdonmukaisia tai epätäydellisiä. Pahimmassa tapauksessa tämä voi herättää syytöksiä viherpesusta, jos sijoittajia on johdettu harhaan käytetyistä ESG-lähestymistavoista.

Lähteet

Aarnio, A. (2006). Tulkinnan taito: Ajatuksia oikeudesta, oikeustieteestä ja yhteiskunnasta. WSOY.

Akerlof, G. (1970). The market for lemons. Noudettu 30.7.2024 osoitteesta https://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/akerlof.pdf

Berg, F., Kölbel, J. & Rigobon, R. (2022). Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings: Review of Finance, Volume 26, Issue 6. https://academic.oup.com/rof/article/26/6/1315/6590670

Berrone, P., Fosfuri, A., & Gelabert, L. (2017). Does greenwashing pay off? understanding the relationship between environmental actions and environmental legitimacy. Journal of Business Ethics, 144(2), 363–379.

Bodellini, M. 2023. Greenwashing and the misapplication of articles 8 and 9 of the Sustainable Finance Disclosure Regulation. ERA forum 24, 24-42- https://link.springer.com/article/10.1007/s12027-023-00739-8

Brian, L., Connelly, S. & Certo, R. (2011). Signaling Theory: A Review and Assesment. Journal of Management. 37:39

Bueno, L & Glennon A. (2024). Sustainable Capital Group. Sustainable Finance Explained: Episode 01 - How to Raise Funds Sustainably? Youtube. https://www.youtube.com/watch?v=klLCfFwsBBA&t=544s

Busch, D. (2023). EU Sustainable Finance Disclosure Regulation, *Capital Markets Law Journal*, Volume 18, Issue 3, July 2023, Pages 303–328, https://doi.org/10.1093/cmlj/kmad005

Candelon, B., Hasse, J-B., & Lajaunie, Q. (2021). ESG-Washing in the Mutual Funds Industry? From Information Asymmetry to Regulation. Risks, 9(11), 199. http://dx.doi.org/10.3390/risks9110199

Dabade, B., & Waknhade, L. (2010). Analysis of quality uncertainity due to information asymmetry. Noudettu 5.4.2024 osoitteesta https://www.researchgate.net/publication/235299263_Analysis_of_quality_uncertainty_due_to_information_asymmetry

De Freitas Netto, S.V., Sobral, M.F.F., Ribeiro, A.R.B. ym. (2020). Concepts and forms of greenwashing: a systematic review. 39(19). https://doi.org/10.1186/s12302-020-0300-3

Delmas, M. A. & Burbano, V. C. (2011). The drivers of greenwashing. California Management Review, 54(1), 64–87.

Deloitte. (2022). Greenwashing risks in asset management. Staying one step ahead. https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/financial-services/greenwashing-risks-in-asset-management.pdf

EIOPA. (2023). Bos-24-159. Advice to the European Commission on Greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies. Final Report. Noudettu 12.3.2024 osoitteesta https://www.eiopa.europa.eu/document/download/c5d52866-1c3f-4913-9e20-5a5f40135efa_en?filename=Final%20Report%20-%20EIOPA%20advice%20to%20the%20European%20Commission%20on%20greenwashing.pdf

ESMA; a. Joint Committee SFDR Q&As. Questions related to Regulation (EU) 2019/2088 on SFDR.

ESMA; b. Progress Report on Greenwashing. (2023). Noudettu 4.12.2023 osoitteesta https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498_Progress_Report_ESMA_response_to_COM_RfI_on_greenwashing_risks.pdf

ESMA; c. (2023). 'Do no significant Harm' definitions and criteria across the EU Sustainable Finance Framework. Noudettu 3.8.2024 osoitteesta https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-11/ESMA30-379-2281_Note_DNSH_definitions_and_criteria_across_the_EU_Sustainable_Finance_framework.pdf

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2019/2088, annettu 27 päivänä marraskuuta 2019, kestävyyteen liittyvien tietojen antamisesta rahoituspalvelusektorilla (ETA:n kannalta merkityksellinen teksti).

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2020/852, annettu 18 päivänä kesäkuuta 2020, kestävää sijoittamista helpottavasta kehyksestä ja asetuksen (EU) 2019/2088 muuttamisesta (ETA:n kannalta merkityksellinen teksti)

European Commission. (2023). Overview of sustainable finance. Noudettu 14.5.2023 osoitteesta: https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en

European Commission Press Release IP/01/710. Commission proposes bold EU strategy for sustainable development. (2001). Noudettu 1.2.2024 osoitteesta https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_01_710

European Commission. (2019). COM (2019) 640 final. Communication from the Commission. The European Green Deal. Noudettu 6.6.2024 osoitteesta https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2019%3A640%3AFIN

European Commission. (2021) Press Release, IP/01/710. Commission proposes bold EU strategy for sustainable development. Noudettu 14.2.2023 osoitteesta https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_01_710

European Commission. (2020). Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth.

European Commission. Overview of sustainable finance. (n.d). Noudettu 11.2.2024 osoitteesta https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en

European Commission. Sustainablitiy-related disclosure in the financial services sector. Noudettu 4.5.2024 osoitteesta https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/disclosures/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector_en

European Fund and Asset Management Association. (2023). Sustainable investing explained. Noudettu 31.10.2023 osoitteesta https://www.efama.org/policy/sustainable-finance

European Parliament. Committee on Economic and Monetary Affairs (Econ). PE 758.649. SFDR: Draft delegated act (RTS) amending the Delegated Regulation (EU) 2022/2018. Econ Scrunity Session of 23 January 2024.

European Union. Publications office of the European Union. Commission staff working document impact assessment report. (2021).

European Union. (2023). Summary Report of the Open and Targeted Consultations on the SFDR assessment. Noudettu 7.8.2024 osoitteesta https://finance.ec.europa.eu/document/download/0f2cfde1-12b0-4860-b548-0393ac5b592b_en?filename=2023-sfdr-implementation-summary-of-responses_en.pdf

Eurosif 2021. Responsible Investment Strategies. Noudettu osoitteesta https://www.eurosif.org/responsible-investment-strategies/

Eurosif. SDGs for SRI investors. https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/10/SDG_Eurosif-1.pdf

Eusorif. European SRI Study 2018. Noudettu 1.2.2024 osoitteesta https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/10/European-SRI-2018-Study.pdf

Finanssivalvonta. Kestävän rahoituksen tiedonantovelvoitteiden soveltaminen finanssimarkkinoilla vuonna 2022 – finanssimarkkinatoimijoiden on kerrottava kestävyystiedoista tuotetiedoissa ja verkkosivuillaan. Valvottavatiedote 19/2022. Noudettu 12.9.2023 osoitteesta https://www.finanssivalvonta.fi/tiedotteet-ja-julkaisut/valvottavatiedotteet/2022/kestavan-rahoituksen-tiedonantovelvoitteiden-soveltaminen-finanssimarkkinoilla-vuonna-2022---finanssimarkkinatoimijoiden-on-kerrottava-kestavyystiedoista-tuotetiedoissa-ja-verkkosivuillaan/

Forstater, M. & Zhang, N. (2016) UNEP Inquiry Working Paper. Definitions and concepts: Background Note. 13/16

Global Impact Investing Network. What you need to know about impact investing. Noudettu 5.4.2024 osoitteesta https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing

Global Sustainable Investment Alliance (GSIA). Trends Report 2020. (2020). Global sustainable investment review.

Global Sustainable Investment Alliance. GSIA. (2020). Global Sustainable Investment Review. Noudettu 7.6.2024 osoitteesta http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf

Goldman Sachs. SFDR, one year on: The Trends and Anatomy of Article 8 & 9 funds. Equity Research. (2022). Noudettu 31.3.2024 osoitteesta https://www.goldmansachs.com/intelligence/pages/gs-research/gs-sustain-sfdr-one-year-on/report.pdf

Hebb, T., Louche, C. & Hachigian, H. (2014). Exploring the societal impacts of SRI, Socially Responsible Investment in the 21st Century: Does it Make a Difference for Society? (Critical Studies on Corporate Responsibility, Governance and Sustainability, vol. 7). https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/S2043-905920140000007001/full/html

Hirvonen, A. (2011). Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. https://helda.helsinki.fi/server/api/core/bitstreams/20149471-38b2-4cc8-94b7-2f6b3feed81d/content

Howard-Cooper, B. (2022). Understanding the relationship between the SFDR and the EU Taxonomy - will Article 8 and Article 9 fund managers need to report on Taxonomy alignment? Noudettu 17.7.2024 osoitteesta https://www.briink.com/post/sfdr-and-eu-taxonomy

Hyrske, A. (2021). Kansainväliset suositukset auttavat tunnistamaan sijoitusten ilmastonmuutokseen liittyviä riskejä ja mahdollisuuksia. Noudettu 31.4.2024 osoitteesta https://www.eurojatalous.fi/fi/blogit/2021/kansainvaliset-suositukset-auttavat-tunnistamaan-sijoitusten-ilmastonmuutokseen-liittyvia-riskeja-ja-mahdollisuuksia/

J.P.Morgan. (2023). SFDR explained: A guide to the EU Sustainable Disclosure Regulation for investors. Noudettu osoitteesta https://am.jpmorgan.com/hu/en/asset-management/institutional/investment-strategies/sustainable-investing/understanding-SFDR/

Kamalanon, P., Chen, J.-S., & Le, T.-T.-Y. (2022). “Why Do We Buy Green Products?” An Extended Theory of the Planned Behavior Model for Green Product Purchase Behavior. Sustainability, 14(2), 689. MDPI AG. http://dx.doi.org/10.3390/su14020689

Komission delegoitu asetus (EU) 2022/1288, annettu 6 päivänä huhtikuuta 2022, Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) 2019/2088 täydentämisestä teknisillä sääntelystandardeilla, joissa täsmennetään ”ei merkittävää haittaa” -periaatteeseen liittyvien tietojen sisällön ja esitystavan yksityiskohdat, kestävyysindikaattoreihin ja haitallisiin kestävyysvaikutuksiin liittyvien tietojen sisältö, menetelmät ja esitystapa sekä ympäristöön tai yhteiskuntaan liittyvien ominaisuuksien ja kestävien sijoitustavoitteiden edistämiseen liittyvien tietojen sisältö ja esitystapa ennen sopimuksen tekemistä annettavissa asiakirjoissa, verkkosivustoilla ja määräaikaiskatsauksissa (ETA:n kannalta merkityksellinen teksti)

Lenfter, S., Mavon, L., & Stenberg, S. (2021). The Impact of the EU Taxonomy on Greenwashing. Noudettu 3.5.2024 osoitteesta https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1561137/FULLTEXT01.pdf

Lyon, T. P., & Montgomery, A. W. (2015) The Means and End of Greenwash. Organization & Environment. 28(2) 223-249. https://doi.org/10.1177/1086026615575332

Marquis, C., W. Toffel, M. & Zhou, Y. (2016). Scrutiny, Norms, and Selective Disclosure: Global Study of Greenwashing. Noudettu 28.11.2023 osoitteesta https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/greenwash%20paper%202015-01-14_c61eb9fe-1389-4c71-9165-9aa67e758676.pdf

Migriorelli, M. (2021). What Do We Mean by Sustainable Finance? Assessing Existing Frameworks and Policy Risks. Sustainability, 13(2) 975. https://doi.org/10.3390/su13020975

Morningstar. The EU Sustainable Finance Disclosure Regulation Explained. (2023). Noudettu 3.5.2024 osoitteesta https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt4eb669caa7dc65b2/bltf5770674a136ffc2/64955adee64f412dac42ce83/EU_SUST_FIN_DISCLO_2023FINAL.pdf

Pallu, M., Vasseur, E. & Parot, V. (2023). A look back on the implementation of Level 2 of the EU Sustainable Finance Disclosure Regulation. Noudettu 4.8.2024 osoitteesta https://www.mayerbrown.com/en/perspectives-events/publications/2023/03/a-look-back-on-the-implementation-of-level-2-of-the-eu-sustainable-finance-disclosure-regulation

Paukku, E. (n.d.). EU:n kestävän rahoituksen taksonomian potentiaali kestävän sijoittamisen edistäjänä Suomessa. Noudettu 3.8.2024 osoitteesta https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/liikejuridiikka/1000540004.pdf

Paul H. Rubin, (2012). "Regulation of Information and Advertising," Chapters, in: Roger J. Van den Bergh & Alessio M. Pacces (ed.), Regulation and Economics, chapter 3, Edward Elgar Publishing.

Principles for Responsible Investment. PRI Association. (2023). Reporting Framework glossary. Noudettu osoitteesta https://www.unpri.org/reporting-and-assessment/reporting- framework-glossary/6937.article

Ramos, S., Cortez, M. & Silva, F. (2022). Divergence in Mutual Fund Sustainability Labelling. ESSEC Business School Research Paper. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4112227

Reynolds, F., Fabian, N. & Sullivan R. 2021. 1st edition. Sustainable Investing: A Path to a New Horizon. Routledge.

Rotman, R. & Gossett, C. & Goldman, H. (2020). Greenwashing No More: The Case for Stronger Regulation of Environmental Marketing. University of Missouri School of Law Scholarship Repository

Ruggie, J., & Middleton, E. (2019). Money, Millenials and Human Rights: Sustaining 'Sustainable Investing'. Noudettu 4.3.2024 osoitteesta https://www.researchgate.net/publication/330118673_Money_Millennials_and_Human_Rights_Sustaining_'Sustainable_Investing'

Schiffler, A. (2022). DWS and the Global Crackdown on Greenwashing. Morningstar. Noudettu 15.11.2023 osoitteesta https://www.morningstar.ca/ca/news/226638/dws-and-the-global-crackdown-on-greenwashing.aspx

Stuart, E. (2020). Surge in Funds rebranding as sustainable. Noudettu 17.6.2024 osoitteesta https://www.morningstar.co.uk/uk/news/201590/surge-in-funds-rebranding-as-sustainable.aspx

Tolvanen M., Väätänen U., Kolehmainen A., ym. Määttä T., (toim.). (2012). Oikeudellisen ajattelun perusteita. https://erepo.uef.fi/bitstream/handle/123456789/10545/urn_isbn_978-952-61-0766-0.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Zukas T. & Trafkowski, U. (2022). Sustainable Finance: The Regulatory Concept of Greenwashing under EU Law. Noudettu 22.11.2023 osoitteesta https://eizpublishing.ch/wp-content/uploads/2022/02/EuZ-Digital-2022-02-Zukas-V1_02b-20220214.pdf