

Amy Wang

SIJOITUSRAHASTOJEN VASTUULLISUUSLUOKITTELU

Haasteet kestävän rahoituksen tiedonantoasetuksen
tulkinnessa

TIIVISTELMÄ

Amy Wang: Sijoitusrahastojen vastuullisuusluokittelu – haasteet kestävän rahoituksen tiedonantoasetuksen tulkinnassa

Kandidaatintutkielma

Tampereen yliopisto

Kauppätieteiden tutkinto-ohjelma, yritys juridiikka

Joulukuu 2025

Tämä tutkielma tarkastelee sijoitusrahastojen luokittelua vastuullisuussääntelyn näkökulmasta. Keskeisenä instrumenttina toimii kestävän rahoituksen tiedonantoasetus 2019/2088 (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR), jonka artikkelit 6, 8 ja 9 ohjaavat rahastoyhtiöiden tiedonanovelvoitteita. Tutkimuskysymys on seuraava: ”Miten SFDR-asetuksen artiklojen 6, 8 ja 9 määritelmät ohjaavat sijoitusrahastojen luokittelua, ja millaisia oikeudellisia haasteita sääntelyn epäselvyys aiheuttaa?” Aihe on ajankohtainen ja perusteltu, sillä kestävän rahoituksen sääntely on vielä suhteellisen uutta ja jatkuvasti kehittyvää. Tämä luo oikeudellista epävarmuutta ja korostaa tarvetta analysoida sääntelyn haasteita sekä sen vaikutuksia rahastojen luokitteluun.

Tutkielma perustuu oikeusdogmaattiseen menetelmään. Tutkimuksen tavoitteena on systematisoida kestävän rahoituksen sääntelyverkostoa ja analysoida sen toimivuutta. Keskeisiä säädöksiä ovat asetuksen 2019/2088 lisäksi muun muassa asetus 2020/853 ja Euroopan valvontaviranomaisten laatimat tekniset sääntelystandardit. Aineistoa täydentävät kansalliset säädökset, oikeuskirjallisuus ja muu ajankohtainen materiaali. Tavoitteena on muodostaa käsitys voimassa olevan lain tulkinnasta ja arvioida sääntelyn kehitystä *de lege ferenda*.

Tutkielman keskeinen havainto koskee sääntelykehityksen pirstaleisuutta ja epätasaisuutta, minkä seurauksena se ei ole toiminut toivotulla tavalla. Rahastoja säännellään monin eritasoisin instrumentein, mutta niiden velvoitteet eivät ole keskenään yhdenmukaisia: 2019/2088 ja 2020/852 sisältävät erilaiset määritelmät käsitteille ”kestävä sijoitus” ja ”ei merkittävää haittaa”. Haasteita ja uusia tulkintakerroksia tuovat myös sääntelyn toinen ja kolmas taso sekä Euroopan unionin ilmastovertailuarvot. Vastatakseen paremmin sisämarkkinoiden vaatimuksiin, komissio julkaisikin loppuvuodesta 2025 ehdotuksen asetuksen 2019/2088 uudistamisesta. Tavoitteena on yksinkertaistaa valvontaa ja luoda tehokkaampi toimintaympäristö sekä finanssimarkkinatoimijoille että sijoittajille.

Avainsanat: DNHS, sijoitusrahastot, SFDR, vastuullinen sijoittaminen, viherpesu

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin Originality Check -ohjelmalla.

TEKOÄLYN KÄYTTÖ OPINNÄYTTEESSÄ

Opinnäytteessäni on käytetty tekoälysovelluksia:

- Ei
- Kyllä

Ilmoitukseni mukaan olen käyttänyt opinnäytteessäni tutkielmaprosessin aikana seuraavia tekoälysovelluksia:

Tekoälysovellusten nimet ja versiot: Microsoft Copilot, joka perustuu malliin GPT-5.

Käyttötarkoitus: Tekoälyä on hyödynnetty apuvälineenä aiheen rajaamisessa ennen kirjoitusprosessia sekä vieraskielisten julkaisujen käännösten ja kieliasun tarkistamisessa.

Osiot, joissa tekoälyä on käytetty: luvut 1.1, 2.1–2.2, 3.1, 4.2–4.3, 5.

Olen tietoinen siitä, että olen täysin vastuussa koko opinnäytteeni sisällöstä, mukaan lukien osat, joissa on hyödynnetty tekoälyä, ja hyväksyn vastuun mahdollisista eettisten ohjeiden rikkomuksista.

SISÄLLYS

Lähteet	V
Lyhenteet	IX
1 Johdanto	1
1.1 Tutkielman tausta	1
1.2 Kysymyksenasettelu ja rajaukset	2
1.3 Tutkimusmenetelmä	3
1.4 Tutkielman rakenne	4
2 Kestävät tiedonantovelvoitteet osana Euroopan vihreän kehityksen ohjelmaa ...	5
2.1 Rahoitusmarkkinoiden sääntely kohti vastuullisia investointeja	5
2.1.1 Kestävä kehitys: historiasta nykypäivään	5
2.1.2 Lamfalussy-prosessi ja rahoitusalan nelitasoinen sääntelymalli	6
2.2 Kestävän rahoituksen tiedonantoasetus	7
2.2.1 Tausta ja soveltamisala	7
2.2.2 6 artikla	9
2.2.3 8 artikla	10
2.2.4 9 artikla	11
3 Kestävän rahoituksen tiedonantoasetusta täydentävä sääntely	13
3.1 EU-oikeudelliset instrumentit SFDR:n taustalla	13
3.1.1 Taksonomia-asetus	13
3.1.2 Tekniset sääntelystandardit	15
3.2 EU-sääntelyn ja kansallisen oikeuden vuorovaikutus	16
4 Sijoitusrahastojen kestävyys sääntelyn haasteet	18
4.1 Lähtökohdat	18
4.2 Tarkastelussa vastuullisuusluokittelu	20
4.2.1 SFDR:n artiklojen 8 ja 9 tulkinnanvaraisuus	20
4.2.2 Taksonomia ja kriittiset näkökulmat	21
4.3 SFDR 2.0 -uudistukset ja tulevaisuuden kehityssuunnat	22
5 Johtopäätökset	24

LÄHTEET

Kirjallisuus

Aarnio, Aulis: Laintulkinnan teoria: yleisen oikeustieteen oppikirja. WSOY 1989.

Beltrán Miralles, Manuel et al.: The implementation of the 'Do No Significant Harm' principle in selected EU instruments – A comparative analysis. Publications Office of the European Union 2023. <<https://data.europa.eu/doi/10.2760/18850>>.

Bodellini, Marco: Greenwashing and the misapplication of articles 8 and 9 of the Sustainable Finance Disclosure Regulation. ERA Forum 2023, 24:27–42. <<https://doi.org/10.1007/s12027-023-00739-8>>.

Hirvonen, Ari: Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Helsingin yliopisto 2011. Yleisen oikeustieteen julkaisuja 17.

Häyrynen, Janne – Kajala, Ville: Uusi arvopaperimarkkinalaki. Kauppakamari 2013.

Partiti, Enrico: Addressing the Flaws of the Sustainable Finance Disclosure Regulation: Moving from Disclosures to Labelling and Sustainability Due Diligence. European Business Organization Law Review 2024, 25:299–332. <<https://doi.org/10.1007/s40804-024-00317-6>>.

Paukku, Eelis: EU:n kestävän rahoituksen taksonomian potentiaali kestävän sijoittamisen edistäjänä Suomessa. Liikejuridiikka 1/2022, 66–89.

Paukku, Eelis: Raportointi keinona saavuttaa vihreyttä? EU:n uuden raportointisäätelyn vaikutukset. Ympäristöpolitiikan ja -oikeuden vuosikirja XVII 2024, 199–228.

Pfaff, Nicholas et al.: The Sustainability Disclosure Regime of the European Union. ICMA 1.9.2021. <<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/The-Sustainability-Disclosure-Regime-of-the-European-Union-ICMA-September-2021-220921.pdf>>.

Ramos Muñoz, David – Lamandini, Marco – Siri, Michele: The current implementation of the sustainable financial disclosure regulation (SFDR). Publications Office of the European Union 2024. <<https://data.europa.eu/doi/10.2861/187371>>.

Ribeiro Duarte, Diana – Capitão Barbosa, Pedro – Araújo Matias, Sofia: Shedding light on the Taxonomy's minimum safeguards and its interconnection with the SFDR. International Financial Law Review 2023. <<https://www.iflr.com/article/2bz4kltjatd7nq0wnygow/local-insights/shedding-light-on-the-taxonomys-minimum-safeguards-and-its-interconnection-with-the-sfdr>>.

Salo, Marika: Sijoittamisen ohjaaminen. Alma Talent 2016.

Silvola et al: ESG ja kestävyysraportointi: yritysjohton vastuu ja mahdollisuus. ST-Akatemia 2024.

Villa, Seppo et al.: Yritysoikeus. Osa IV: Knuts, Mårten – Kanervo, Joel: Arvopaperimarkkinoiden sääntely. Alma Talent 2024.

Virallislähteet

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2019/2088, annettu 27 päivänä marraskuuta 2019, kestävyys- ja liittyvien tietojen antamisesta rahoituspalvelusektorilla.

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2020/852, annettu 18 päivänä kesäkuuta 2020, kestävästä sijoittamisesta helpottavasta kehyksestä ja asetuksen (EU) 2019/2088 muuttamisesta.

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/65/EY, annettu 13 päivänä heinäkuuta 2009, siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta (uudelleenlaadittu toisinto).

Euroopan unionista tehdyn sopimuksen ja Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen konsolidoidut toisinnot 2016/C 202/01.

Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi HE 255/2020.

Komission delegoitu asetus (EU) 2021/2139, annettu 4 päivänä kesäkuuta 2021, Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) 2020/852 täydentämisestä vahvistamalla tekniset arviointikriteerit, joilla määritetään, millä edellytyksillä taloudellista toimintaa pidetään ilmastomuutoksen hillintää tai ilmastomuutokseen sopeutumista merkittävästi edistävänä ja aiheuttaako kyseinen taloudellinen toiminta merkittävää haittaa millekään muulle ympäristötavoitteelle.

Komission delegoitu asetus (EU) 2022/1214, annettu 9 päivänä maaliskuuta 2022, delegoidun asetuksen (EU) 2021/2139 muuttamisesta tiettyjen energia-alojen taloudellisten toimintojen osalta ja delegoidun asetuksen (EU) 2021/2178 muuttamisesta kyseisiä taloudellisia toimintoja koskevien tiettyjen tietojen antamisen osalta.

Komission delegoitu asetus (EU) 2022/1288, annettu 6 päivänä huhtikuuta 2022, Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) 2019/2088 täydentämisestä teknisillä sääntelytandardeilla, joissa täsmennetään ei merkittävää haittaa -periaatteeseen liittyvien tietojen sisällön ja esitystavan yksityiskohdat, kestävyysindikaattoreihin ja haitallisiin kestävyysvaihtokutuksiin 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 määräaikaikatsauksissa.

Komission delegoitu asetus (EU) 2023/2486, annettu 27 päivänä kesäkuuta 2023, Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) 2020/852 täydentämisestä vahvistamalla tekniset arviointikriteerit, joilla määritetään, millä edellytyksillä taloudellisen toiminnan katsotaan edistävän merkittävästi vesivarojen ja merten luonnonvarojen kestävästä käytöstä ja suojelua, siirtymistä kiertotalouteen, ympäristön pilaantumisen ehkäisemistä ja vähentämistä tai biologisen monimuotoisuuden ja ekosysteemien suojelua ja ennallistamista ja aiheuttaako

kyseinen taloudellinen toiminta merkittävää haittaa millekään muulle asiaankuuluvalla ympäristötavoitteelle, sekä komission delegoidun asetuksen (EU) 2021/2178 muuttamisesta kyseisiä taloudellisia toimintoja koskevien erityisten tietojen antamisen osalta

Komission delegeoitu asetus (EU) 2023/363, annettu 31 päivänä lokakuuta 2022, delegoidussa asetuksessa (EU) 2022/1288 vahvistettujen teknisten sääntelystandardien muuttamisesta ja oikaisemisesta ympäristön kannalta kestäviin taloudellisiin toimintoihin sijoittavista rahoitustuotteista ennen sopimuksen tekemistä annettavissa asiakirjoissa ja määräaikaikatsauksissa annettavien tietojen sisällön ja esitystavan osalta.

Laki Finanssivalvonnasta 878/2008.

Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2019/2088 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (SFDR), Regulation (EU) No 1286/2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs) and repealing Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288 COM/2025/841.

Paris Agreement to the United Nations Framework Convention on Climate Change.

Sijoituspalvelulaki 747/2012.

Sijoitusrahastolaki 213/2019.

Muut lähteet

Consolidated questions and answers (Q&A) on the SFDR (Regulation (EU) 2019/2088) and the SFDR Delegated Regulation (Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288). Euroopan komissio. <https://www.eiopa.europa.eu/document/download/de2ef448-5638-4b07-b493-259e109e35c2_en?filename=JC-2023-18-Consolidated-JC-SFDR-QAs.pdf>. Päivitetty 4.11.2025. Viitattu 28.12.2025.

Euroopan vihreän kehityksen ohjelma. Eurooppa-neuvosto. <<https://www.consilium.europa.eu/fi/policies/european-green-deal/>>. Päivitetty 21.2.2025. Viitattu 22.10.2025.

Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets. Committee of Wise Men 15.2.2001.

Final Report Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (ESMA) 14.3.2024.

Finanssivalvonta muistuttaa rahastotoimijoita, omaisuudenhoitajia ja sijoitusneuvoja kestävästä rahoituksesta koskevan sääntelyn soveltamisesta. Finanssivalvonta 30.11.2022. <<https://www.finanssivalvonta.fi/tiedotteet-ja-julkaisut/valvottavatiedotteet/2022/finanssivalvonta-muistuttaa-rahastotoimijoita-omaisuudenhoitajia-ja-sijoitusneuvoja-kestavaa-rahoituksesta-koskevan-saantelyn-soveltamisesta/>>.

Investment Fund Industry Fact Sheet. European Fund and Asset Management Association (EFAMA) 2024. <<https://www.efama.org/sites/default/files/files/efama-fact-sheet-january-2024-002.pdf>>.

Kestävyyriskit ja kestävyteen liittyvät tiedonantovelvoitteet rahastotoiminnassa. Finanssivalvonta 14.11.2024 (b). <<https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/tiedotteet-ja-julkaisut/valvottavatiedotteet/2024/teema-arvio-kestavyysriskit-ja-kestavyteen-liittyvat-tiedonantovelvoitteet-rahastotoiminnassa.pdf>>.

Kokoukset, sopimukset ja keskeiset asiakirjat. YK:n Länsi-Euroopan alueellinen tiedotuskeskus (UNRIC). <<https://unric.org/fi/kokoukset-sopimukset-ja-keskeiset-asiakirjat/>>. Päivitetty 2024. Viitattu 22.10.2025.

Komission tiedonanto luokitusjärjestelmäasetuksen eräiden säännösten tulkinnasta ja täytäntöönpanosta sekä yhteyksistä kestäväan rahoitukseen liittyvien tietojen antamista koskevaan asetukseen 2023/C 211/01. Euroopan komissio 16.6.2023.

Komission tiedonanto: Lamfalussy-prosessin uudelleentarkastelu KOM/2007/0727. Euroopan komissio 20.11.2007.

Nobelisti Bengt Holmström sanoo suoraan: EU säätelee itsensä hengiltä – ”Tilanne on katastrofaalinen” Yleisradio 27.11.2025 (b). <<https://yle.fi/a/74-20196313>>. Viitattu 16.12.2025.

OP sallii salkunhoitajiensa sijoitukset ydinaseteollisuuteen – professori: Vastuullinen sijoittaminen on konkurssissa. Yleisradio 27.7.2025 (a). <<https://yle.fi/a/74-20170838>>. Viitattu 17.12.2025.

Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future. Ympäristön ja kehityksen maailmankomissio 20.3.1987.

SFDR – vastaus komission konsultaatioon. Finanssiala 15.12.2023. <<https://www.finanssiala.fi/lausunnot/sfdr-vastaus-komission-konsultaatioon/>>.

SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q3 2025 in Review. Morningstar 29.10.2025.

Teema-arvio viherpesuriskin huomioimisesta rahastotoiminnassa. Finanssivalvonta 20.3.2024 (a). <https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/tiedotteet-ja-julkaisut/valvottavatiedotteet/2024/valvottavakirje_viherpesuriskin_huomioimisesta_rahastotoiminnassa.pdf>.

Updated Joint ESA Supervisory Statement on the application of the Sustainable Finance Disclosure Regulation. Euroopan valvontaviranomaiset (ESAs) 24.3.2022. <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2022_12_-_updated_supervisory_statement_on_the_application_of_the_sfdr.pdf>.

LYHENTEET

CSRD	direktiivi (EU) 2022/2464 asetuksen (EU) N:o 537/2014, direktiivin 2004/109/EY, direktiivin 2006/43/EY ja direktiivin 2013/34/EU muuttamisesta yritysten kestävyysraportoinnin osalta
DNSH	<i>do no significant harm</i> (ei merkittävää haittaa -periaate)
ESAs	Euroopan valvontaviranomaiset
ESMA	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen
ESG	<i>environmental, social, and governance</i> (ympäristö, yhteiskuntavastuu ja hallintotapa)
ETF	<i>exchange traded fund</i> (pörssinoteerattu rahasto)
EU	Euroopan unioni
Fiva	Finanssivalvonta
FivaL	laki Finanssivalvonnasta 878/2008
HE	hallituksen esitys
PAI	<i>principal adverse impacts</i> (pääasialliset haitalliset vaikutukset)
RTS	<i>regulatory technical standards</i> (tekniset sääntelystandardit)
SFDR	asetus (EU) 2019/2088 kestävyteen liittyvien tietojen antamisesta rahoituspalvelusektorilla
SijRL	sijoitusrahastolaki 213/2019
SipaL	sijoituspalvelulaki 747/2012
UCITS	direktiivi 2009/65/EY siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta
YK	Yhdistyneet kansakunnat

1 Johdanto

1.1 Tutkielman tausta

Vastuullisuus on yksi aikamme keskeisimmistä megatrendeistä, ja sen vaikutukset ulottuvat nykyään yhteiskunnan jokaiselle osa-alueelle. Yksilölle vastuullisuus voi ilmetä arjen kestävämpinä valintoina; laajemmassa mittakaavassa yritysvastuun merkitys on ollut olennainen – kehitystä ovat ohjanneet niin kansallinen lainsäädäntö kuin kansainväliset sopimukset ja ohjeistukset.¹ Erityisesti Euroopan unionin (EU) tasolla on toteutettu useita toimenpiteitä, joilla on pyritty ohjaamaan vastuullisiin investointeihin sekä edistämään siirtymää kohti ekologisesti kestävämpää taloutta. Samalla on tähdätty EU:n kilpailukyvyyn vahvistamiseen.²

Liiketoiminnassa kestäväällä tavalla toimimista pidetäänkin yhä useammin rasisitteen sijasta kilpailuetuna ja strategisesti kannattavana panostuksena tulevaisuuteen. Myös monet sijoittajat pyrkivät tekemään valintoja, jotka tukevat kestäväää kehitystä, esimerkiksi huomioimalla sijoituskohteiden valinnassa ESG-tekijät³. Vastuullinen sijoittaminen voi olla keino yhteiskunnalliseen vaikuttamiseen, ja kestävyystekijöitä sisältävät rahastot ovatkin muodostaneet sijoitusmarkkinoilla merkittävän segmentin.⁴

Yhtenä keskeisenä kysymyksenä vastuullista sijoittamista tavoittelevalle sijoittajalle on kuitenkin ollut erottaa aidosti vastuulliset yritykset niistä, jotka lähinnä pyrkivät parantamaan mainettaan antamalla harhaanjohtavaa kestävyystietoa liiketoiminnastaan.⁵ Haasteena on ollut myös se, että eri rahoitusalan toimijat ovat määritelleet vastuullisuuden eri tavoin, eikä sijoittajan saama tieto siten ole aina ollut verrattavissa toisiinsa.⁶

Askel yhtenäistettympien kestävyystietojen suuntaan otettiin vuonna 2019, kun Euroopan parlamentti ja neuvosto hyväksyivät asetuksen 2019/2088 kestävyyyteen liittyvien tietojen antamisesta rahoituspalvelusektorilla (jäljempänä SFDR, Sustainable Finance Disclosure

¹ Ks. esim. Kioton pöytäkirja 1997 ja OECD:n toimintaohjeet monikansallisille yrityksille vastuulliseen liiketoimintaan 2023.

² Ks. EU:n tavoitteet YK:n kestävään kehityksen toimintaohjelman Agenda 2030:n pohjalta (Sustainable Development Goals, SDG).

³ *Environmental, social, and governance* (suom. ympäristö, yhteiskuntavastuu ja hyvä hallintotapa).

⁴ Morningstar 2025, s. 9–10; Ramos Muñoz et al. 2024, s. 52.

⁵ Yritys saattaa esimerkiksi viitata vastuullisuusraportoinnissa ainoastaan itselleen edullisiin kohtiin (ns. *cherry picking*) tai muulla tavoin viestiä kestävyystietään harhaanjohtavalla optimismilla.

⁶ Esimerkiksi rahoitustuotteiden luokittelijoiden pisteet voivat vaihdella sen mukaan, kuinka eri teemoja painotetaan mittareissa tai miten arviointiasteikot on määritelty.

Regulation). Rahoitusalan toimijoille tiedonantoasetus luo standardoidun tavan raportoida sijoitustuotteensa vastuullisuuteen liittyvien tiedoista; Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen (SEUT) mukaan säädös on jäsenmaissa suoraan velvoittavaa oikeutta.

SFDR-asetuksella on merkittävä oikeudellinen merkitys rahoitusmarkkinoilla, sillä sen keskeisenä tehtävänä on estää rahoitustuotteiden viherpesu⁷ – edistää sijoitustuotteiden läpinäkyvyyttä ja siten helpottaa sijoittajien päätöksentekoa. SFDR ja siihen liittyvä EU-rahoitusoikeudellinen sääntely, kuten kaksinkertaisen olennaisuuden (engl. *double materiality*) periaatteen käyttöönotto, ovatkin lisänneet tiedonantovelvoitteita. Toisaalta, sääntely on aiheuttanut haasteita sen laajuuden ja konkretian puutteen seurauksena. Siksi tavoitteiden onnistuminen edellyttää säännöllistä tarkastelua ja sääntelyverkoston kehittämistä vastaamaan paremmin käytännön haasteita ja alati muuttuvaa toimintaympäristöä.

1.2 Kysymyksenasettelu ja rajaukset

Tutkielmassa tarkastellaan sijoitusrahastojen kestävyystiedon sääntelyä. Merkittävin oikeudellinen instrumentti on juuri SFDR-asetus, joka velvoittaa rahastoyhtiöt raportoimaan rahoitustuotteistaan artiklojen 6, 8 ja 9 mukaisesti. 6 artiklan rahastoja ja ETF:iä⁸ ei pidetä kestävyystekijöitä edistävinä, mutta niiden on ilmoitettava läpinäkyvästi pääasiallisista haitallisista kestävyysvaikutuksista (*principal adverse impact, PAI*) *comply or explain* -periaatteen mukaisesti. Artiklojen 8 ja 9 mukaiset rahastot edistävät kestävästä kehitystä, mutta artiklojen välillä on hienovarainen ero. 8 artikla velvoittaa rahastoja, jotka edistävät muiden ominaisuuksien ohella ympäristöön tai yhteiskuntaan liittyviä ominaisuuksia, kun taas 9 artiklan ensisijaisena tavoitteena on kestävien sijoitusten tekeminen. Keskeiseksi tutkimuskysymykseksi on siis muodostunut seuraava:

Miten SFDR-asetuksen artiklojen 6, 8 ja 9 määritelmät ohjaavat sijoitusrahastojen luokittelua, ja millaisia oikeudellisia haasteita sääntelyn epäselvyys aiheuttaa?

Siten tutkimuksen kohteeksi on tarkentunut SFDR:n artiklojen 6, 8 ja 9 oikeudellisen sisällön tarkastelu. Nämä artiklat säätelevät, mitä tietoja finanssimarkkinatoimijoiden on annettava,

⁷ Euroopan valvontaviranomaiset (ESAs) ovat määritelleet käsitteen ”viherpesu” seuraavasti: ”[A] practice where sustainability-related statements, declarations, actions, or communications do not clearly and fairly reflect the underlying sustainability profile of an entity, a financial product, or financial services. This practice may be misleading to consumers, investors, or other market participants.” Ks. ESMAn Progress Report on Greenwashing.

⁸ *Exchange traded fund* (suom. pörssinoteerattu rahasto).

mutta tiedonantoasetus ei sinänsä tee luokittelua; tulkinta on vahvasti sidoksissa asetukseen 2020/852 (jäljempänä taksonomia-asetus). Aihetta taustoitetaan sääntelyverkostolla suomalaisia ja EU-tason säädöksiä – kuten lailla finanssivalvonnasta 878/2008 ja EU:n teknisillä sääntelystandardeilla – sekä aihetta kommentoivalla oikeuskirjallisuudella. Tavoitteena on muodostaa oikeuslähteiden pohjalta *de lege lata* käsitys siitä, miten voimassa olevaa lakia olisi tulkittava.

Vaikka SFDR kattaa laajasti finanssialan sektorin toimijoita, kuten vakuutusyhtiöitä ja Private Banking -palveluita tarjoavia pankkeja, ja rahoitustuotteella tarkoitetaan myös esimerkiksi direktiivin 2011/61 (AIFM)⁹ mukaisia vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja, tässä tutkielmassa rajataan tarkastelu koskemaan direktiivin 2009/65 (UCITS)¹⁰ rahastoja. Rajaus on perusteltu, koska UCITS-rahastot muodostavat EU:n rahastomarkkinoiden keskeisimmän segmentin.¹¹ Tämän lisäksi tutkielmassa ei myöskään käsitellä muita EU-oikeudellisia tai kansallisia sääntelyinstrumentteja muilta osin kuin ne ovat tarpeen SFDR:n tulkinnan kannalta.¹²

1.3 Tutkimusmenetelmä

Tutkimuskysymykseen vastataan lainopillisin eli oikeusdogmaattisin menetelmin. Metodien lähtökohtina ovat tulkinta- ja punnintamenetelmät, ratkaisustandardit sekä oikeuslähdeoppi.¹³ Tutkimuskohteena on voimassa oleva oikeus; lainsäätäjän tuottamia oikeusnormeja systematisoidaan, ja tutkimuskysymykseen esitetään oikeusperiaatteita noudattaen normi- ja tulkintakannanottoja.¹⁴ Erityisen merkittäviä EU-oikeudelliset sääntelyinstrumentit, sillä hyväksytyillä EU-säädöksillä on ensisijainen asema verrattuna kansalliseen oikeuteen: ristiriitatilanteissa EU-oikeus syrjäyttää kansallisen lainsäädännön.¹⁵

⁹ Alternative Investment Fund Managers.

¹⁰ Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities.

¹¹ EFAMA 2024.

¹² Tässä rajataan ulkopuolelle esimerkiksi asetukset 2021/1119 ja 2023/2631 sekä direktiivi 2024/1760, jotka, vaikka liittyvätkin kestävyteen, eivät suoraan koske sijoitusrahastoja. Toiseksi, monet rahoitusoikeudelliset instrumentit, kuten asetus 1286/2014 sekä direktiivit 2014/65 ja 2016/97, esiintyvät tekstissä lähinnä taustoitamassa EU-oikeudellista sääntely-ympäristöä – niiden suhde SFDR:n kanssa on siis kontekstuaalinen. Myöskään arvopaperimarkkinalakia (AML) 746/2012 tai lakia vaihtoehtorahastojen hoitajista (AIFML) 162/2014 ei käsitellä, sillä nämä veisivät fokuksen pois ydinkysymyksestä.

¹³ Hirvonen 2011, s. 36.

¹⁴ Hirvonen 2011, s. 21–26.

¹⁵ Ks. Lissabonin sopimuksen liite, 17 k. EU-oikeuden etusijaisuutta ei ole vahvistettu EU:n perussopimuksissa, vaan periaate on kehittynyt EUT:n oikeuskäytännön perusteella.

Kuten äsken todettiin, oikeuslähdeoppi on lainopin ytimessä. Aarniolaisessa perusteoriassa oikeuslähteet jaetaan kolmeen kategoriaan niiden velvoittavuuden mukaan: vahvasti velvoittaviin, heikosti velvoittaviin ja sallittuihin oikeuslähteisiin. Vahvasti velvoittavia ovat lait, ja heikosti velvoittavia lain esityöt ja tuomioistuinratkaisut. Sallittuihin oikeuslähteisiin luetaan joukko eritasoisia oikeuslähteitä, kuten oikeustiede, moraaliperusteet ja yleiset oikeusperiaatteet.¹⁶ Tutkimusaiheen oikeuskäytäntöä ei Suomessa toistaiseksi vaikuta olevan; havainto toimii mielenkiintoisena tutkimuksellisena huomiona sääntelyn uutuudesta.

1.4 Tutkielman rakenne

Tutkielma rakentuu viidestä pääluvusta. Luvussa 1 johdatetaan tutkimuskysymykseen ja hahmotetaan tutkielman tausta. Samalla esitetään tutkimuksen rajaukset, keskeisimmät oikeuslähteet sekä tutkimuksessa käytettävä metodologinen lähestymistapa. Luvussa 2 tarkastellaan EU:n kestävän rahoituksen viitekehystä, ja systematisoidaan tutkielman kannalta merkityksellinen sääntelykokonaisuus, painottaen erityisesti SFDR-asetusta ja sen artikloja 6, 8 ja 9.

Luvussa 3 syvennyttään tekijöihin, jotka luovat kontekstin luokitteluun. Keskeistä on taksonomia-asetuksen sisältö, sillä se määrittelee yhteisen EU-tason luokittelujärjestelmän. Tarkastelu ulottuu edelleen teknisiin sääntelystandardeihin (jäljempänä RTS, *regulatory technical standards*), jotka täsmentävät SFDR:n vaatimuksia. Koska tutkimuskysymystä lähestytään suomalaisen oikeudellisen ympäristön näkökulmasta, luvussa avataan myös kansallisen sääntelyn ja Finanssivalvonnan (Fiva) roolia SFDR:n soveltamisessa.

Sääntelyn analyttinen tarkastelu tapahtuu luvussa 4, jossa arvioidaan yksityiskohtaisemmin SFDR:n artikloista 6, 8 ja 9 aiheutuvia oikeudellisia haasteita. Haasteiden jäsentämisessä ja havainnollistamisessa hyödynnetään aihealueen kirjallisuutta sekä muuta ajankohtaista aineistoa, kuten Finanssivalvonnan laatimaa tema-arviota. Lopuksi tarkastellaan tulevaisuuden kehityssuuntia, erityisesti SFDR 2.0 -uudistuksia ja niiden vaikutuksia sääntelyyn. Analyysin tulokset kootaan luvussa 5, jossa esitetään tutkimustyön johtopäätökset.

¹⁶ Aarnio 1989, s. 220–221.

2 Kestävät tiedonantovelvoitteet osana Euroopan vihreän kehityksen ohjelmaa

2.1 Rahoitusmarkkinoiden sääntely kohti vastuullisia investointeja

2.1.1 Kestävä kehitys: historiasta nykypäivään

Euroopan unionin kestävän rahoituksen viitekehys on rakentunut asteittain osana laajempaa kansainvälistä ilmastopoliittikkaa ja vastuullisen liiketoiminnan edistämistä. Käsite ”kestävä kehitys” määriteltiin ensimmäisen kerran jo vuonna 1987 Yhdistyneiden kansakuntien (YK) niin kutsutun Brundtlandin komission raportissa.¹⁷ Maailmanlaajuisesti merkittävimpänä ilmastopoliittisena saavutuksena voidaan kuitenkin pitää YK:n ilmastopuitesopimusta (United Nations Framework Convention on Climate Change, UNFCCC, jäljempänä yleissopimus), joka hyväksyttiin Rio de Janeirossa pidetyssä ilmastokokouksessa Earth Summitissa vuonna 1992.¹⁸

Yleissopimusta täydennettiin vuonna 2015 Pariisin ilmastokokouksessa (COP21) Pariisin sopimuksella. Sopimus on oikeudellisesti sitova ja siten tärkeä askel ilmastopoliitikassa, sillä sen ovat ratifioineet lähes kaikki maailman valtiot, mukaan lukien EU ja sen jäsenmaat.¹⁹ Merkittävin tavoite esiintyy ilmastopöytäkirjan 2 artiklan kohdassa a:

(a) Holding the increase in the global average temperature to well below 2°C above pre-industrial levels and pursuing efforts to limit the temperature increase to 1.5°C above pre-industrial levels, recognizing that this would significantly reduce the risks and impacts of climate change;

Tavoitteeksi siis asetettiin pyrkimys rajata maapallon keskilämpötilan nousu 1,5 °C:een suhteessa esiteolliseen aikaan. Tämän saavuttaakseen EU on käynnistänyt Euroopan vihreän kehityksen ohjelmaa (engl. *European Green Deal*) koskevan strategian sekä kehittänyt kestävän rahoituksen sääntelyverkostoa, jotta investointeja ohjattaisiin tehokkaammin kestävän kehityksen mukaisiin kohteisiin. Tähtäimessä on muuttaa ilmastotavoitteet lainsäädännöksi ja EU:n talous ilmastoneutraaliksi vuoteen 2050 mennessä.²⁰

¹⁷ Ks. tarkemmin Ympäristön ja kehityksen maailmankomissio 1987, s. 41–43.

¹⁸ UNRIC 2024.

¹⁹ Maailman suurimman talouden, Yhdysvaltojen, presidentti Donald Trump allekirjoitti tammikuussa 2025 päätöksen vetäytyä Pariisin sopimuksesta.

²⁰ Eurooppa-neuvosto 2025.

2.1.2 Lamfalussy-prosessi ja rahoitusalan nelitasoinen sääntelymalli

Eurooppalaisia pääomamarkkinoita koskeva sääntely perustui pitkään vähimmäisharmonisointiin; markkinoiden kehittyessä lainsäädäntöä kehitettiin jäsenmaissa kansallisesti vastaamaan tapahtuneita muutoksia. Kun arvopaperimarkkinat kehittyivät merkittävästi 1980- ja 1990-luvuilla, sääntely pirstoutui – jäsenmaiden rajat ylittävä rahoituspalvelujen tarjonta olikin varsin vähäistä.²¹ EU on vastannut haasteeseen kehittämällä pääomamarkkinoiden sääntely- ja valvontakehykseen, jonka tavoitteena on lainsäädännön nopea ja joustava reagointi rahoitusmarkkinoiden kehitykseen.

Tässä ekonomisti Alexandre Lamfalussyyn mukaan Lamfalussy-prosessiksi kutsutussa mallissa on neljä tasoa.²² Ensimmäisellä tasolla EU:n toimielimet antavat puitelainsäädännön, jossa vahvistetaan normien mukaiset pääperiaatteet ja määritetään toimeenpanovalta.²³ Näitä prosessin mukaisia ensimmäisen tason säädöksiä ovat direktiivit ja asetukset, kuten 2019/2088 ja 2020/852.

Toisella tasolla komissio voi antaa säädöksiä säädösvallan siirron nojalla tai täytäntöönpanosäädöksinä. Ennen näiden täytäntöönpanotoimenpiteiden antamista komission tuli kuulla Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaista (ESMA)²⁴ sekä Euroopan parlamenttia.²⁵ ESMA voi myös laatia luonnoksia toisen tason teknisiksi sääntely- ja täytäntöönpanostandardeiksi, jotka sitten tulevat komission hyväksyttäviksi.²⁶ Esimerkkejä toisen tason säädöksiä ovat delegoidut asetukset 2022/1288 ja 2023/363. Lamfalussy-prosessissa rahoitusalaa säännellään siis kahdella tasolla.

Kehyksen niin sanotun kolmannen tason muodostavat ESMA:n antamat ohjeet, suositukset ja muut toimenpiteet sekä valvontaviranomaisten välinen yhteistyö.²⁷ Neljännellä tasolla komissio valvoo jäsenmaiden ensimmäisen ja toisen tason sääntelyn kansallista täytäntöönpanoa, ja voi ryhtyä toimenpiteisiin, jos sääntelyä ei noudateta.²⁸ Lamfalussy-prosessin

²¹ Häyrynen – Kajala 2013, s. 23.

²² Lamfalussy toimi viisaiden miesten komitean (engl. Committee of Wise Men) puheenjohtajana, kun neuvosto asetti komitean käsittelemään Euroopan arvopaperimarkkinoiden sääntelyä vuonna 2000.

²³ Committee of Wise Men 2001, s. 9.

²⁴ ESMA perustettiin asetuksella 1095/2010. Se korvasi aikaisemman Euroopan arvopaperimarkkinoiden valvojien komitean (CESR) 1.1.2011.

²⁵ Häyrynen – Kajala 2013, s. 24–25.

²⁶ Salo 2016, s. 55.

²⁷ Häyrynen – Kajala 2013, s. 24.

²⁸ Committee of Wise Men 2001, s. 9.

keskeisenä tavoitteena on ollut valvonnan lähentäminen ja valvontayhteistyön edistäminen, ja se onkin vahvistanut tehokkaamman eurooppalaisen sääntelyjärjestelmän kehittämistä.²⁹

2.2 Kestävän rahoituksen tiedonantoasetus

2.2.1 Tausta ja soveltamisala

Vastuullisessa sijoittamisessa otetaan ESG-tekijät huomioon. Lyhenne on englannin kielen sanoista *environmental*, *social* ja *governance*, ja sillä tarkoitetaan ympäristöä, yhteiskuntavastuuta ja hyvää hallintotapaa. Finanssimarkkinatoimijat harjoittavat ESG-sijoittamista esimerkiksi sulkemalla pois toimialoja tai vaikuttamalla yhtiön toimintaan omistussuosien tuomilla äänillä; yksityissijoittajilla tämä onnistuu helpoiten sijoittamalla vastuullisuuden huomioiviin rahastoihin tai ETF:iin.

Yrityksiä kannustavat ESG-raportointiin mainesyyt, riskienhallinta sekä sidosryhmien kasvavat vaatimukset, mutta myös taloudelliset mahdollisuudet: raportoimalla kestävydestä on mahdollista vaikuttaa myönteisesti rahoituksen saatavuuteen ja rahoituskustannuksiin.³⁰ ESG-tietojen raportointi on ollut kuitenkin epäyhdenmukaista: yritysten raportoimat tiedot eivät ole olleet riittävän luotettavia, tai ne ovat raportoineet tietoa, jota käyttäjät eivät ole pitäneet relevanttina.³¹ Rahoitustuotteiden heikko vertailtavuus hämmentää sijoittajia ja vääristää sijoituspäätöksiä, mikä on osaltaan aiheuttanut sisämarkkinoiden pirstaloitumista ja tehottomuutta.

Kestävän rahoituksen tiedonantoasetuksella 2019/2088 (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR) on harmonisoitu kestävyteen liittyviä tiedonantovelvoitteita. Asetus asettaa vaatimuksia sekä yritys- että tuotetasolla, ja tuo sijoittajalle eritasoisia tietoja tuotteen kestävyysominaisuuksien mukaan. Tavoitteena on parantaa avoimuutta markkinoilla: vähentää informaation epäsymmetriaa ja lisätä sijoittajien mahdollisuuksia vertailla eri rahoitustuotteiden kestävyysriskejä ja -vaikutuksia. Siten asetus tukisi myös EU:n kestävän kehityksen strategiaa. SFDR-asetusta on sovellettu maaliskuusta 2021 alkaen, ja se on

²⁹ Euroopan komissio 2007.

³⁰ Silvola et al. 2024, s. 26–27.

³¹ Pfaff et al. 2021, s. 5.

suoraan velvoittavaa oikeutta EU-jäsenmaissa. Yhdessä taksonomian 2020/852 kanssa SFDR määrittää kriteerit vihreälle rahoitukselle.³²

Tiedonantoasetus koskee EU:ssa laajasti eri finanssimarkkinoiden toimijoita, kuten luottolaitoksia, vakuutusyhtiöitä sekä sijoituspalveluyrityksiä. Näille toimijoille on asetettu velvollisuus raportoida toimintansa pääasiallisista haitallisista kestävyysvaikutuksista (PAI) kestävyystekijöihin *comply or explain* -periaatteen mukaisesti.³³ Tämä tarkoittaa, että niiden on otettava huomioon sijoituspäätöksissään PAI-indikaattorit; tai, mikäli ne eivät näin tee, perusteltava ratkaisunsa sekä ilmoitettava, aikovatko ne huomioida nämä tekijät tulevaisuudessa.

Erityisen merkittäviä ovat SFDR:n artikkelit 6, 8 ja 9, sillä ne ohjaavat suoraan rahoitustuotteiden tiedonantovaatimuksia. Artiklat eivät sisällä varsinaisesti luokittelun kriteerejä, vaan ainoastaan säättävät tiedonantovelvoitteista; alun perin läpinäkyvyysjärjestelmänä voimaantullutta asetusta on markkinakäytännössä alettu kuitenkin hyödyntämään myös luokittelun kaltaisena viitekehyksenä.³⁴ Tämä näkyy esimerkiksi värikoodein esitetyissä rahastoissa: harmaa viittaa usein niin sanottuna oletuskategoriana toimivan 6 artiklan rahastoihin, vaaleanvihreä 8 artiklan ja tummanvihreä 9 artiklan rahastoihin; rahastoa ei saa markkinoida kestäväenä, ellei se ole artiklojen 8 tai 9 mukainen.

EU on täydentänyt SFDR-asetusta sääntelyverkostolla eri tasoisia kestäväään rahoitukseen liittyviä säädöksiä – kuten RTS:illä ja taksonomialla – jotka tuovat tarkennuksia muun muassa aikataulujen ja luokittelun osalta. Näiden lisäksi finanssimarkkinatoimijoiden on noudatettava toiminnassaan myös muita keskeisiä rahoitusoikeudellisia säädöksiä, jotka liittyvät sijoittajansuojaan ja tiedonantovelvoitteisiin. Direktiivit 2009/65 (UCITS) ja 2011/61 (AIFMD) sääntelevät sijoitusrahastojen toimintaa; asetus 1286/2014 (PRIIPs) sekä direktiivit 2014/65 (MiFID II) ja 2016/97 (IDD) sisältävät vaatimuksia läpinäkyvyydestä ja asiakkaan tiedottamisesta. Säädöksiä on tarkennettu kestävyysnäkökulmien osalta delegoiduilla säädöksillä, kuten direktiiveillä 2021/1256 ja 2021/1270. Yhtenäinen sääntelyverkosto varmistaa, että kestävyys on johdonmukaisesti integroitu rahoitustuotteisiin.

SFDR ja sitä seuraavat EU-sääntelyinstrumentit ovatkin lisänneet yritysten tiedonantovelvoitteita, mutta samalla on esitetty huolta siitä, että sääntelyn kustannukset ovat

³² Ribeiro Duarte et al. 2023.

³³ Euroopan komissio 2025, s. 11.

³⁴ Partiti 2024, s. 300–302.

suhteettoman suuret verrattuna saavutettuihin hyötyihin.³⁵ Toiseksi, osaa sääntelyn sisälöstä ei ole määritelty riittävän täsmällisesti, ja esimerkiksi ”kestävä sijoitus” ja DNSH-periaate³⁶, ovat aiheuttaneet normatiivisia haasteita. Sääntelyn tavoitteiden onnistuminen vaatii siis jatkuvaa kestävän rahoituksen sääntelykehityksen tarkastelua ja kehittämistä.

2.2.2 6 artikla

Rahastot, joita ei voida pitää voimassa olevan lainsäädännön perusteella vastuullisina, kuuluvat SFDR:n 6 artiklan tiedonantovaatimusten piiriin. 6 artiklan 1 kohta kuuluu seuraavasti:

1. Finanssimarkkinatoimijoiden on sisällytettävä ennen sopimuksen tekemistä annettaviin tietoihin kuvaukset seuraavista:

a) tapa, jolla kestävyysriskit on otettu huomioon niiden sijoituspäätöksissä; ja

b) niiden vaikutusten arvioinnin tulokset, joita kestävyysriskit todennäköisesti aiheuttavat niiden saataville asettamien rahoitustuotteiden tuottoon.

Jos finanssimarkkinatoimijat eivät katso kestävyysriskien olevan merkityksellisiä, ensimmäisessä alakohdassa tarkoitettuihin kuvauksiin on sisällytettävä selkeä ja tiivis selvitys syistä siihen.

Tarkoituksena on varmistaa, että sijoittajille ei muodostuisi virheellistä käsitystä rahaston vastuullisuudesta. Vaikka artikla ei itsessään edellytä rahastojen noudattavan kestävän sijoittamisen tavoitteita, sen mukaisesti rahastoesitteeseen on sisällytettävä tiedot kestävyysriskeistä – ESG-tekijöistä, joiden toteutumisella saattaisi olla sijoituksen arvoon kielteinen olennainen vaikutus – tai vaihtoehtoisesti annettava selkeät syyt siihen, miksi eivät näin tee.

Suomen rahoitus- ja vakuutusvalvontaviranomainen Finanssivalvonta (Fiva) on katsonut, että rahastoyhtiöt voivat antaa sääntelyn vaatimaa tietoa enemmän rahaston sijoitusten kestävydestä, mikäli nämä lisätiedot antavat oikean ja totuudenmukaisen kuvan rahastosta. ESG-tunnusten esittäminen 6 artiklan rahastojen tiedoissa voi olla kuitenkin harhaanjohtavaa, jos ne antavat sijoittajalle vaikutelman tuotteesta vihreämpänä kuin rahaston sijoitusstrategian tarkoituksena todellisuudessa on.³⁷

Tiedonantoseituksen 6 artikla luo siis vähimmäisvaatimukset rahoitusmarkkinoiden vastuullisuusraportoinnin läpinäkyvyydelle. Artiklat 8 ja 9 rakentuvat tämän perustason päälle,

³⁵ Finanssiala 2023.

³⁶ *Do no significant harm* (suom. ei merkittävää haittaa).

³⁷ Finanssivalvonta 2024a, s. 12.

asettaen tiukempia velvoitteita tuotteille, jotka edistävät kestävyysominaisuuksia tai joiden tavoitteena on kestävä sijoittaminen: ainoastaan näiden artiklojen mukaisia rahastoja voidaan kutsua nykyisen lainsäädännön mukaan vastuullisiksi.

2.2.3 8 artikla

8 artiklan mukaiset rahastot, nämä niin sanotut ”vaaleanvihreät” rahastot, edistävät muiden ominaisuuksien ohella ympäristöön tai yhteiskuntaan liittyviä ominaisuuksia. Finanssivalvonnan raportissa UCITS-rahastoista lähes puolet noudattivat vuonna 2023 8 artiklan mukaisia tiedonantovelvoitteita.³⁸ Alla esitetään 8 artiklan 1 kohdan mukaiset vaatimukset:

1. Jos rahoitustuote edistää muiden ominaisuuksien ohella ympäristöön tai yhteiskuntaan liittyviä ominaisuuksia tai näiden ominaisuuksien yhdistelmiä, ja edellyttäen, että sijoitusten kohteena olevat yritykset noudattavat hyviä hallintotapoja, 6 artiklan 1 ja 3 kohdan mukaisesti annettaviin tietoihin on sisällytettävä seuraavat:

a) tiedot siitä, miten kyseiset ominaisuudet toteutuvat;

b) jos vertailuarvoksi on nimetty tietty indeksi, tiedot siitä, vastaako tämä indeksi kyseisiä ominaisuuksia, ja jos vastaa, millä tavoin.

8 artiklan rahastoja koskevat siis 6 artiklan rahastoja laajemmat tiedonantovaatimukset. Rahastoyhtiöitä artikla velvoittaa antamaan kuvaus muun muassa sijoitusstrategiasta ja varojen allokaatiosta. Pelkkä kestävyysriskien integrointi ei riitä 8 artiklan soveltamiseen, vaan tietoa annetaan myös tuotteen kestävyuden mittaamisesta.³⁹ Tämä tapahtuu esimerkiksi EU:n ilmastovertailuarvoin (engl. EU Climate Benchmarks): ne ovat läpinäkyvyysinstrumentteja, joita käytetään erityisesti passiivisessa sijoittamisessa SFDR:n tavoitteiden tukena.⁴⁰

Vaikka 8 artiklan rahastot tukevatkin kestäviä investointeja, kestävät sijoituspäätökset eivät ole rahastojen päätehtävä. Rahastot eivät esimerkiksi täytä ei merkittävää haittaa -periaatetta (*do no significant harm*, DNSH). Toiseksi, artikla ei aseta sijoituksille vähimmäiskriteerejä, ja luokituksen saamiseksi voi riittää se, että rahasto poissulkee tietyn sektorin, kuten uhkapelialan toimijat. EU onkin pyrkinyt täsmentämään 8 artiklan vaatimuksia muun muassa taksonomia-asetuksella sekä teknisillä sääntelystandardeilla (RTS).⁴¹

³⁸ Finanssivalvonta 2024a, s. 5.

³⁹ Euroopan komissio 2025, s. 32–34.

⁴⁰ Ks. EU:n ilmastosiirtymää koskevat vertailuarvot (CTB, Climate Transition Benchmark) sekä Pariisin sopimuksen mukaiset vertailuarvot (PAB, Paris-Aligned Benchmark). On kuitenkin huomioitava, että SFDR ja EU:n vertailuarvot eroavat sijoitustenttuotteiden poissulkuvaatimusten suhteen. Ramos Muñoz et al. 2024, s. 39–40.

⁴¹ Ribeiro Duarte et al. 2023. Ks. myös delegoidut asetukset 2022/1288 ja 2023/363.

2.2.4 9 artikla

SFDR:n 9 artiklan mukaisten ”tummanvihreiden” rahastojen tavoitteena on kestävien sijoitusten tekeminen. Tällä tarkoitetaan 2 artiklan 17 kohdan mukaan sijoitusta, joka edistää ympäristötavoitetta sekä yhteiskunnallista tavoitetta; lisäksi sijoitusten kohdeyhtiöiden on noudatettava hyvää hallintotapaa, eivätkä ne saa aiheuttaa merkittävää haittaa yhdellekään edellä mainituista tavoitteista. 9 artiklan sisällöstä säädetään 1 kohdassa seuraavasti:

1. Jos rahoitustuotteen tavoitteena on kestävien sijoitusten tekeminen ja vertailuarvoksi on nimetty tietty indeksi, 6 artiklan 1 ja 3 kohdan mukaisesti annettaviin tietoihin on sisällytettävä seuraavat:

a) tieto siitä, miten nimetty indeksi vastaa kyseistä tavoitetta;

b) selvitys siitä, miksi ja miten kyseistä tavoitetta vastaava nimetty indeksi poikkeaa yleisestä markkinaindeksistä.

Käytännössä 9 artiklan rahoitustuotteet markkinoidaan sijoittajille tuotteina, jotka tukevat EU:n kestävä kehityksen strategiaa. Tällaiset rahastot pyrkivät siis erityisesti saavuttamaan kestävyteen liittyviä tavoitteita: esimerkiksi tavoitteet, jotka koskevat uusiutuvaa energiaa ja luonnon monimuotoisuutta tai edistävät eriarvoisuuden torjuntaa ja yhteiskuntaan integroitumista. Kohdissa 2 ja 3 todetaan lisäksi näin:

2. Jos rahoitustuotteen tavoitteena on kestävien sijoitusten tekeminen eikä vertailuarvoksi ole nimetty indeksia, 6 artiklan 1 ja 3 kohdan mukaisesti annettaviin tietoihin on sisällytettävä selitys siitä, miten kyseinen tavoite saavutetaan.

3. Jos rahoitustuotteen tavoitteena on vähentää hiilipäästöjä, 6 artiklan 1 ja 3 kohdan mukaisesti annettaviin tietoihin on sisällytettävä yksityiskohtainen selvitys siitä, mikä on tavoitteena oleva alhaisten hiilipäästöjen taso Pariisin sopimuksen ilmaston lämpenemistä koskevien pitkän aikavälin tavoitteiden saavuttamiseksi.

Poiketen siitä, mitä tämän artiklan 2 kohdassa säädetään, jos käytettävissä ei ole EU:n ilmastosiirtymää koskevaa vertailuarvoa tai EU:n Pariisin sopimuksen mukaista vertailuarvoa Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) 2016/1011 (20) mukaisesti, 6 artiklassa tarkoitettuihin tietoihin on sisällytettävä yksityiskohtainen selvitys siitä, miten hiilipäästöjen vähentämistä koskevan tavoitteen saavuttaminen aiotaan jatkuvasti varmistaa Pariisin sopimuksen ilmaston lämpenemistä koskevien pitkän aikavälin tavoitteiden saavuttamiseksi.

Kuten kohdista ilmenee, 9 artiklan vaatimukset ovat 8 artiklaa yksityiskohtaisemmat, ja sääntelyn soveltaminen on edellistä monimutkaisempaa; rahaston sijoituspäätöksillä täytyy olla merkittävä vaikutus vastuullisuuteen, ja vain pieni osa rahastoista täyttääkin 9 artiklan

vaatimukset.⁴² Rahastoyhtiöiden on muun muassa annettava kuvaus kestävästä sijoitustavoitteesta ja ei merkittävää haittaa -periaatteen täyttymisestä. Toisaalta raja kahden artiklan välillä ei usein ole selkeää: 8 artikla ei esimerkiksi kiellä sijoittamista kestäviin sijoituksiin.⁴³ Siksi EU on pyrkinyt selventämään myös 9 artiklan vaatimuksia tiedonantoasetuksen voimaantulon jälkeen.⁴⁴

⁴² Morningstar 2025, s. 18; Finanssivalvonta 2024a, s. 5.

⁴³ Lisäksi on huomioitava, että rajanveto kestävien ominaisuuksien ”edistämisen” ja kestävien ”tavoitteiden” välillä ei ole yksiselitteinen. Ks. Ramos Muñoz et al. 2024, s. 44.

⁴⁴ Ribeiro Duarte et al. 2023.

3 Kestävän rahoituksen tiedonantoasetusta täydentävä sääntely

3.1 EU-oikeudelliset instrumentit SFDR:n taustalla

3.1.1 Taksonomia-asetus

EU:n kestävän rahoituksen sääntely muodostaa laajan kokonaisuuden, joka koostuu joukosta eritasoisia instrumentteja; yhdessä nämä luovat viitekehyksen pääomavirtojen uudelleen suuntaamiseksi kohti kestävämpää taloutta. Keskeisimpiä säädöksiä ovat kestävän rahoituksen tiedonantoasetuksen lisäksi asetus 2020/852 (taksonomia)⁴⁵ sekä direktiivi 2022/2464 (Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD).⁴⁶ Näiden säädösten välinen vuorovaikutus on ratkaisevaa SFDR:n tulkinnassa, sillä ne määrittävät, miten kestävyystiedot integroidaan sijoitustuotteiden luokitteluun ja yritysten raportointiin.⁴⁷

Kuten aikaisemmin todettiin, heinäkuussa 2020 voimaan astunut taksonomia-asetus 2020/852 on keskeinen osa EU:n vihreän rahoituksen sääntelyä. Asetus on erityisen merkityksellinen SFDR:n artiklojen 8 ja 9 kannalta, sillä se luo yhteisen eurooppalaisen luokittelujärjestelmän ja määrittää sen, miten kestävyydestä raportoidaan.⁴⁸ SFDR:n 9 artikla koskee rahoitustuotteita, joilla on tavoitteena kestävien sijoitusten tekeminen; taksonomia määrittää, mitä taloudellisia toimintoja pidetään ympäristön kannalta kestävinä, ja velvoittaa 5 artiklassa rahastoyhtiöitä antamaan tiedot taksonomian mukaisten sijoitusten osuudesta. Ympäristötavoitteet ovat taksonomia-asetuksen 9 artiklassa seuraavasti:

- a) ilmastonmuutoksen hillintä;
- b) ilmastonmuutokseen sopeutuminen;
- c) vesivarojen ja merten luonnonvarojen kestävä käyttö ja suojeleminen;
- d) siirtyminen kiertotalouteen;
- e) ympäristön pilaantumisen ehkäiseminen ja vähentäminen;
- f) biologisen monimuotoisuuden ja ekosysteemien suojeleminen ja ennallistaminen.

⁴⁵ Engl. Taxonomy Regulation (TR).

⁴⁶ CSRD korvasi aikaisemman direktiivin 2014/95 (NFRD) ei-taloudellisten tietojen raportoinnin ohjaamisessa.

⁴⁷ CSRD ja SFDR täydentävät toisiaan: CSRD asettaa kestävyysraportointivelvoitteet yrityksille, ja SFDR velvoittaa finanssimarkkinatoimijat raportoimaan kestävyystiedot rahoitustuotteistaan, esimerkiksi kolmannen osapuolen *due diligence* -selvityksen perusteella.

⁴⁸ Rahoitusalan yritysten raportointivelvollisuutta on täydennetty delegoidulla asetuksella 2021/2178.

Tavoitteita on tarkennettu komission teknisillä arviointikriteereillä: ilmastotavoitteiden osalta delegoidulla asetuksella 2021/2139, ja neljän jälkimmäisen osalta delegoidulla asetuksella 2023/2486. Nämä määrittävät, millä edellytyksillä taloudellista toimintaa pidetään edellä esitettyjen ympäristötavoitteiden mukaisina. Käytännössä vasta teknisten arviointikriteerien myötä taksonomia sai aikaan merkittäviä oikeusvaikutuksia.⁴⁹

Jotta taloudellista toimintaa pidettäisiin ympäristön kannalta kestäväenä, on sen 3 artiklan mukaisesti edistettävä merkittävästi yhtä tai useampaa ympäristötavoitetta, eikä se saa 17 artiklan mukaisesti aiheuttaa merkittävää haittaa kyseisille tavoitteille. Lisäksi toiminta on toteutettava 18 artiklassa säädettyjen vähimmäistason suoja-toimien (engl. *minimum safeguards*)⁵⁰ mukaisesti, ja täytettävä komission tekniset arviointikriteerit.

Toiseksi, taksonomian mukaista toimintaa voi olla 10 artiklan 2 kohdan mukainen taloudellinen siirtymätoiminta, mikäli se tukee siirtymistä ilmastoneutraaliin talouteen Pariisin sopimuksen mukaisesti: esimerkiksi energiayhtiön siirtyminen vähähiilisempään ratkaisuun voisi kuulua tähän. Myös 16 artiklan mahdollistava taloudellinen toiminta on taksonomian mukaista, mikäli se mahdollistaa sen, että muilla toiminnoilla edistetään merkittävästi yhtä tai useampaa kyseisistä tavoitteista: tätä taas edustaa esimerkiksi aurinkopaneelien valmistus. Siten taksonomian tuoma ohjaus osaltaan selkeyttää yhtiöiden velvollisuuksia, mikä voi säästää kustannuksia ja helpottaa vastuullista sijoittamista.⁵¹

Taksonomian sisältöä tarkastellessa on huomioitava, että sen ja SFDR:n ”negatiiviset” määritelmät – määritelmät siitä, mikä ei ole kestävä – eroavat jossain määrin toisistaan. Sijoitus ei ole SFDR:n mukaan ”kestävä”, jos se edistää esimerkiksi ympäristöön liittyvää tavoitetta mutta aiheuttaa merkittävää haittaa yhteiskuntaan liittyvälle; sijoitus voi olla taksonomian mukaan ”kestävä”, jos se ”edistää merkittävästi” ympäristötavoitetta eikä aiheuta merkittävää haittaa toiselle ympäristötavoitteelle – mikä herättää kysymyksen siitä, mitä tapahtuisi, jos sijoitus vahingoittaisi esimerkiksi yhteiskunnallista tavoitetta. ”Ei merkittävää haittaa” tarkoittaa siis eri asioita näissä kahdessa asetuksessa.⁵²

⁴⁹ Pauku 2022, s. 83–84.

⁵⁰ Ks. tarkemmin OECD:n toimintaohjeet monikansallisille yrityksille sekä yritystoimintaa ja ihmisoikeuksia koskevat YK:n ohjaavat periaatteet. Huomaa, että taksonomian 18 art. vaatimukset muistuttavat SFDR:n 2 art. 17 k. vaatimuksia yhteiskunnallisesta tavoitteesta sekä hyvästä hallintotavasta.

⁵¹ Pauku 2022, s. 75–76.

⁵² Ramos Muñoz et al. 2024, s. 38–39. Taksonomiassa aukkoa on paikattu juuri vähimmäistason suoja-toimin. Ratkaisu on monimutkaisempi verrattuna tilanteeseen, jossa sama käsite olisi asetuksissa yhdenmukainen. Myös yhteiskuntavastuuta sääntelevää taksonomiaa on kehitetty, mutta se on edelleen keskeneräinen.

Luokittelun lisäksi taksonomia tuo määrämuotoiset lausumat rahastoyhtiöiden käytettäväksi. Silloin, kun kyseessä on SFDR:n 8 artiklan mukainen rahasto, tietoihin liitetään taksonomian 6 artiklan mukaisesti:

”Ei merkittävää haittaa’ -periaatetta sovelletaan ainoastaan rahoitustuotteeseen sisältyviin sijoituksiin, joissa otetaan huomioon ympäristön kannalta kestäviä taloudellisia toimintoja koskevat EU:n kriteerit.

Muiden tähän rahoitustuotteeseen sisältyvien sijoitusten osuuden osalta ei oteta huomioon ympäristön kannalta kestäviä taloudellisia toimintoja koskevia EU:n kriteerejä.”

Jos rahasto ei sovelle SFDR:n 8 artiklan 1 kohtaa tai 9 artiklan kohtia 1, 2 tai 3, on taksonomian 7 artiklan perusteella sisällytettävä seuraava lausuma ennen sopimuksen tekemistä annettaviin tietoihin:

”Tähän rahoitustuotteeseen sisältyvissä sijoituksissa ei oteta huomioon ympäristön kannalta kestäviä taloudellisia toimintoja koskevia EU:n kriteerejä.”

Taksonomia-asetus ja SFDR ovat siis erottamattomasti yhteydessä toisiinsa. Tästä huolimatta, asetusten välillä on epä johdonmukaisuutta, kuten edellä kuvattiin: taksonomian kestävän sijoittamisen määritelmä on pitkälti ympäristöoikeudellinen, kun taas SFDR:ssä viitataan kestäviin sijoituksiin laajemmin. Lisäksi asetukset sisältävät osin päällekkäisiä vaatimuksia DNSH-periaatteelle ja hyvälle hallintotavalle, mutta velvoitteet eivät ole kuitenkaan identtisiä – lopputulos on monimutkainen.⁵³ Komissio onkin pyrkinyt selventämään muun muassa näitä kysymyksiä tiedonannossa 2023/C 211/01.

3.1.2 Tekniset sääntelystandardit

SFDR:n 8 artiklan 3 kohdassa ja 9 artiklan 5 kohdassa Euroopan valvontaviranomaisille (ESAs)⁵⁴ annetaan valta sääntelyn toisen tason teknisten sääntelystandardien (RTS, *regulatory technical standards*) laatimiselle. RTS:ien on tarkoitus täydentää SFDR-asetuksen tavoitteita määrittelemällä tarkemmin finanssimarkkinatoimijoiden ilmoitettavat sisällöt ja niiden esitystapa. Niiden voimaantulo kuitenkin viivästy merkittävästi alkuperäisestä aikataulusta, mikä aiheutti tiedonantoasetuksen vaatimien tietojen raportoinnissa tulkinnanvaraisuutta. Siirtymäkaudelle ESAt olivat laatineet *ex ante* väliaikaiset ohjeet, joilla on pyritty

⁵³ Ribeiro Duarte et al. 2023.

⁵⁴ Euroopan kolme valvontaviranomaista ovat Euroopan pankkiviranomainen (EBA), Euroopan vakuutus- ja työeläkeviranomainen (EIOPA) sekä Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (ESMA).

varmistamaan unionin sisäinen johdonmukaisuus SFDR:n ja taksonomian vaatimusten noudattamisessa.⁵⁵

Vuoteen 2025 mennessä komissio on antanut kaksi delegoitua säädöstä, asetukset 2022/1288 ja 2023/363. 2022/1288 on ollut voimassa vuoden 2023 alusta lähtien, ja se sisältää standardoidut mallipohjat SFDR:n artiklojen 8 ja 9 mukaisten rahoitustuotteiden raportoitiin. Lisäksi se täsmentää ja yhtenäistää tiedonantovelvoitteita, jotta ilmoitettavien tietojen vertailukelpoisuus ja ymmärrettävyys parantuisi. 2023/363 päivittää alkuperäisiä teknisiä sääntelystandardeja taksonomian tuomien tietojen soveltamisen osalta. Siten RTS:t mahdollistavat sen, että sijoittajat saavat tarvitsemansa kestävyteen liittyvät tiedot harmonisoidusti, luotettavasti ja selkeässä muodossa.

3.2 EU-sääntelyn ja kansallisen oikeuden vuorovaikutus

Kuten aikaisemmin todettiin, kestävän rahoituksen tiedonantoasetus 2019/2088 on SEUT:n mukaan jäsenmaissa suoraan velvoittavaa oikeutta ilman kansallista implementointia. Tämä ei kuitenkaan poista tarvetta kansalliselle oikeudelle sekä lainmuutoksille. Merkittävimpiä ovat sijoitusrahastolaki 213/2019 (SijRL), joka sääntelee rahastojen, ja sijoituspalvelulaki 747/2012 (SipaL), joka sääntelee sijoituspalveluyritysten toimintaa. Hallituksen esitys HE 255/2020 johti näiden tarkistuksiin, jotta kansallinen sääntely olisi yhdenmukaisempi SFDR:n ja taksonomian kanssa.⁵⁶

Finanssivalvonnan tehtävänä on valvoa muun muassa luotto-, vakuutus- ja eläkelaitosten sekä pörssin toimintaa.⁵⁷ Fivan toiminnasta säädetään laissa Finanssivalvonnasta 878/2008 (FivaL); lakia on ajantasaistettu SFDR:n ja taksonomian osalta.⁵⁸ SFDR:n velvoitteiden täytäntöönpanossa Fivalla onkin keskeinen rooli, sillä se valvoo asetuksen mukaisten tiedonantovelvoitteiden noudattamista ja ohjeistaa niiden soveltamisessa.⁵⁹ Lisäksi Fiva voi FivaL:n 4 luvun mukaan määrätä hallinnollisia seuraamuksia, kuten rikemaksuja, laiminlyönneistä.

⁵⁵ ESAs 2022, s.1.

⁵⁶ Ks. SijRL 1:1 § 6 mom. ja SipaL 10:5 a §. Näiden muutosten myötä varmistettiin, että Suomen kansallinen sääntely huomioi SFDR:n ja taksonomian vaatimukset.

⁵⁷ Knuts – Kanervo, s. 864.

⁵⁸ Hallituksen esityksen HE 255/2020 perusteella FivaL:iin lisättiin seuraavat kohdat: 38 § 1 mom. 9 k.; 40 § 2 mom. 6, 8 ja 10–11 k.; 50 t §.

⁵⁹ Ks. Fivan valvottavatiedotteet.

Eritasoisten säädösten sekä Fivan määräysten ja ohjeiden lisäksi arvopaperimarkkinaoikeuden luetaan joukko itsesääntelynormeja, jotka ovat yleensä laadittu viranomaissääntelyä käytännönläheisemmiksi.⁶⁰ Nämä kaikki täydentävät EU-oikeutta, mutta eivät kuitenkaan poista tiedonantoasetuksen käsitteellisiä epäselvyyksiä, mikä osoittaaakin tarpeen unionin yhteiselle, harmonisoidulle tulkinnalle.

⁶⁰ Knuts – Kanervo, s. 865.

4 Sijoitusrahastojen kestävyysääntelyn haasteet

4.1 Lähtökohdat

Pankkeja, sijoituspalveluyrityksiä ja muita finanssimarkkinatoimijoita edustava etujärjestö Finanssiala totesi joulukuussa 2023 vastauksessaan komission konsultaatioon seuraavasti:

- SFDR:n tavoitteet ovat kannatettavia ja tärkeitä, mutta ne eivät toteudu nykyisellään tarkoituksenmukaisesti. Sääntelyä tulee kehittää palvelemaan paremmin lopullista sijoittajaa.
- Sääntelyn hyödyt suhteessa kustannuksiin ovat epäsuhdassa.
- Sääntelyn sisältämät käsitteet ovat epäselviä ja raportoitavaa dataa ei ole saatavilla riittävästi, mikä lisää riskiä siitä, että finanssialan toimia tulkitaan viherpesuksi. Datan puute näkyy erityisesti haasteissa raportoida PAI-vaikutuksia.
- SFDR sisältää liian paljon tiedonantovelvoitteita, jotka ovat lisäksi osin keskenään päällekkäisiä.

Finanssialan lausunnossa korostuvat sääntelyn monimutkaisuus ja tulkinnanvaraisuus sekä raportointia varten tarvittavan datan puutteellisuus, mikä näkyy erityisesti PAI-raportoinnissa. Sen mukaan SFDR ei nykymuodossaan palvele riittävän hyvin sijoittajien intressejä; rahoituslalle ekstensiivinen sääntely on muodostunut kalliiksi implementoida, ja hyödyt suhteessa kustannuksiin ovat jääneet epäselviksi. Vaikka Finanssiala kannattaa SFDR:n tavoitteita, järjestö katsoo sääntelyn kehittämisen olevan välttämätöntä, jotta se vastaisi paremmin käytännön tarpeisiin.⁶¹

Samansuuntaisia haasteita havaittiin myös Finanssivalvonnan vuonna 2024 julkaistussa, kaksiosaisessa teema-arviossa, joka toteutettiin kyselyinä rahastoyhtiöille. Raportin, joka organisoitiin osana ESMAn valvontatoimenpiteitä (Common Supervisory Action, CSA)⁶², ensimmäinen osa käsitteli viherpesuriskien estämistä, ja toinen osa keskittyi kestävyysriskien huomioimista ja kestävyystietojen tiedonantovelvoitteita koskeviin kysymyksiin.

Fivan raportissa kiinnitettiin huomiota siihen, että jokaisella kyselyyn osallistuneella yhtiöllä oli puutteita SFDR:n velvoitteiden implementoinnissa, vaikka komission delegoitu asetus on määritellyt tarkasti tiedonantovelvoitteet. Kestävyystietoja ei usein ollut annettu riittävän

⁶¹ Finanssiala 2023.

⁶² CSA:t ovat ESMAn ja kansallisten valvontaviranomaisten yhdessä koordinoimia kolmannen tason valvontatoimenpiteitä.

kattavasti, tai ne oli annettu tavalla, josta sijoittaja voi saada rahastosta kestävämmän ja ympäristöystävällisemmän vaikutelman, kuin mitä se todellisuudessa oli.⁶³ Esimerkiksi PAI-tietojen raportoinnissa oli havaittu useita puutteita, ja ESG-tunnuksia oli käytetty harhaanjohtavalla tavalla.⁶⁴

Merkittävänä voidaan myös pitää Fivan havaintoa, jossa monet yhtiöt, vaikka huomioivatkin viherpesuriskin, tekivät sen suppeasti, eikä riskejä ole integroitu riittävän selkeästi yhtiöiden riskienhallintaperiaatteisiin. Se arvioi käytännön johtuvan osaltaan siitä, että käsitettä ”viherpesu” ei ole määritelty tarkasti EU-tason sääntelyssä.⁶⁵ Havainnot osoittavat, että SFDR:n soveltaminen on ollut epäyhtenäistä ja -täsmällistä, eikä sääntely ole toiminut toivotulla tavalla.

Edellä esitetyt haasteet eivät ole yksittäisiä, vaan heijastavat laajempaa ilmiötä: Euroopan unionia on perinteisesti pidetty hyvin sääntelykeskeisenä, ja unionin kestävä rahoituksen sääntelykehys on kasvanut nopeasti erittäin yksityiskohtaiseksi. Kehitys ei kuitenkaan ole taannut sääntelyn selkeyttä tai käytännön soveltuvuutta, mikä on herättänyt keskustelua sääntelyn tarkoituksenmukaisuudesta. Ilmapiiri onkin muuttunut sääntelyoptimismista skeptisemmäksi.⁶⁶ Deregulaatiokehitystä edustaa esimerkiksi marraskuussa 2025 hyväksytty Omnibus 1 -yksinkertaistamis paketti, jossa tavoitteena on muun muassa keventää CSRD:n vaatimuksia ja lykätä sen voimaatuloa.⁶⁷

Kehityksen myötä painopiste ei ole enää pelkästään sääntelyn lisäämisessä, vaan sen tarkoituksenmukaisuuden arvioinnissa. Samalla kestävyyskeskustelu on laajentunut uusille aloille: erilaiset geopoliittiset jännitteet⁶⁸ ovat kasvattaneet sijoittajien kiinnostusta turvallisuuden ja puolustusteollisuuden, mikä tuo mukanaan jälleen uusia oikeudellisia haasteita ja tulkintakysymyksiä.⁶⁹

⁶³ Tämä voi osaltaan johtua siitä, että ulkoinen valvonta on ollut suhteellisen kevyttä. Ks. Ramos Muñoz et al. 2024, s. 34.

⁶⁴ Finanssivalvonta 2024a, s. 2–3; Finanssivalvonta 2024b, s. 4.

⁶⁵ Finanssivalvonta 2024a, s. 8–9.

⁶⁶ Esimerkiksi taloustieteen nobelisti, ekonomisti Bengt Holmström kuvaili Ylen haastattelussa 27.11.2025 EU:n liiallista sääntelykeskeisyyttä katastrofaaliseksi. Holmströmin mukaan tämä aiheuttaa eurooppalaisille yrityksille ylimääräistä hallinnollista taakkaa ja heikentää niiden kilpailukykyä.

⁶⁷ Ks. komission Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives (EU) 2022/2464 and (EU) 2024/1760 as regards the dates from which Member States are to apply certain corporate sustainability reporting and due diligence requirements.

⁶⁸ Erityisesti Ukrainan sodalla on ollut merkittäviä vaikutuksia eurooppalaiseen taloudelliseen ympäristöön.

⁶⁹ Yleisradio 2025a. Puolustusteollisuutta ei perinteisesti ole pidetty ESG-kriteereihin soveltuvana, sillä monet alan tuottamat tuotteet ovat ristiriidassa YK:n kestävä kehityksen tavoitteiden kanssa. Ks. Agenda 2030, tavoite 16.

4.2 Tarkastelussa vastuullisuusluokittelu

4.2.1 SFDR:n artiklojen 8 ja 9 tulkinnanvaraisuus

Kestävän rahoituksen tiedonantoasetuksen keskeinen tavoite on vähentää informaation epäsymmetriaa ja siten lisätä rahoitustuotteiden kestävyysliittävää läpinäkyvyyttä, mutta asetuksen tulkinnanvaraisuus on muodostunut merkittäväksi haasteeksi rahoitusalan toimijoille. SFDR:n 8 artiklan tiedonantovaatimukset koskevat rahastoja ja ETF:iä, jotka edistävät ESG-ominaisuuksia; 9 artikla velvoittaa niitä, joiden tavoitteena on nimenomaisesti kestävä sijoitukset. Partiti huomauttaa kuitenkin, että asetuksesta puuttuvat yksiselitteiset määritelmät ja kynnyksarvot monille keskeisille käsitteille, minkä lisäksi artiklojen 8 ja 9 sisältö on määritelty laueasti, jotta mahdollisimman moni tuote kuuluisi tiedonantovelvollisuuden piiriin.⁷⁰ Käytännössä osa artiklojen 8 ja 9 mukaisista rahastoista on esimerkiksi sisältänyt sijoituksia fossiilisiin polttoaineisiin.⁷¹

Kuten luvussa 2.2 todettiin, markkinakäytäntö on ohjannut finanssimarkkinatoimijoita käyttämään SFDR:n läpinäkyvyysjärjestelmäksi luotuja artikloja 6, 8 ja 9 *de facto* rahastojen luokittelujärjestelmänä, vaikka ne eivät sitä ole. Koska näiden artiklojen välillä on tunnistettavissa hierarkia, on toimijoilla kannustin pyrkiä sovittamaan tuotteensa erityisesti artikloista 8 ja 9 syntyneihin kategorioihin.⁷² Sääntelyn toisen tason voimaantulon ja komission ohjeistusten seurauksena osa rahastoista on sittemmin vaihtanut luokitustaan.⁷³

Tiedonantoasetukseen liittyy siis tulkintaepäselvyyttä. Eräs tarkastelun kohteista on SFDR:n 8 artikla, joka nyky muodossaan voi kattaa hyvinkin laajan kirjon tiukkuudeltaan eriasteisia ESG-strategioita noudattavia tuotteita.⁷⁴ Haasteita aiheuttaa esimerkiksi kysymys siitä, voiko poissulkemisstrategiaa noudattava rahasto olla 8 artiklan mukainen; komissio näyttäisi vahvistavan tulkinnan.⁷⁵ Tämä tarkoittaisi Bodellinin mukaan kuitenkin sitä, että jokainen eurooppalainen rahasto voisi teoriassa kuulua 8 artiklan soveltamisalaan.⁷⁶

Merkittävää on myös SFDR:n 9 artikla, jonka keskeinen normatiivinen haaste liittyy kestävä sijoituksen määritelmään – asetuksessa tämä on muotoiltu avoimesti, ja käsite on jossain

⁷⁰ Partiti 2024, s. 300; 312–313.

⁷¹ Morningstar 2025, s. 23.

⁷² Partiti 2024, s. 324–325.

⁷³ Morningstar 2025, s. 19–20.

⁷⁴ Bodellini 2023, s. 34.

⁷⁵ Euroopan komissio 2025, s. 33.

⁷⁶ Ks. tarkemmin Bodellini 2023, s. 35–36.

määrin laveampi kuin taksonomiassa esitetty.⁷⁷ Komissio on ohjeistuksessaan antanut finanssimarkkinatoimijoille laajan vapauden arvioida kestävän sijoituksen kriteerit; painopiste on siinä, täyttävätkö ne tiedon avoimuuden vaatimukset.⁷⁸ Ratkaisu voi kuitenkin heikentää rahastojen vertailukelpoisuutta ja luoda riskin viherpesulle.

Myös ei merkittävää haittaa -periaate on aiheuttanut haasteita, sillä DNSH:n määritelmä on sekin muotoiltu taksonomiassa SFDR:stä poikkeavalla tavalla.⁷⁹ Beltrán Miralles et al. katsovatkin, että ei merkittävää haittaa -periaatetta tulisi vahvistaa ja yhdenmukaistaa, jotta sääntely toimisi EU:n kestävyystavoitteiden mukaisesti.⁸⁰ Tarve käsitteistön täsmentämiselle sekä harmonisoinnille ulottuu edelleen pääasiallisiin haitallisiin kestävyysvaikutuksiin liittyvään sääntelyyn, sillä PAI ja DNSH ovat kytköksissä toisiinsa. PAI-tekijöille ei tällä hetkellä ole määritelty hyväksyttävää raja-arvoa – finanssimarkkinatoimijoille ei siis muodostu erityistä velvoitetta näiden estämiseksi tai poistamiseksi.⁸¹

4.2.2 Taksonomia ja kriittiset näkökulmat

Jo taksonomian sisältö itsessään on aiheuttanut keskustelua: esimerkiksi 10 artiklan 2 kohta, jonka mukaan myös kasvihuonekaasupäästöjä aiheuttavaa taloudellista toimintaa voidaan pitää tietyin edellytyksin ilmastonmuutoksen hillintää merkittävästi edistävänä, on moitittu. Delegoidussa asetuksessa 2021/2139 tällaisiksi toiminnoiksi luettiin muun muassa raudan ja teräksen valmistus, tieliikenteen tavaraliikennepalvelut sekä uusien rakennusten rakentaminen, ja moniin näistä sallittiin suorien kasvihuonekaasupäästöjen aiheuttaminen, jos vain päästötasot olivat tiettyjen raja-arvojen alla.⁸²

Asetusta 2021/2139 päivittänyt 2022/1214 on sekin herättänyt arvostelua, sillä siinä ydinvoima ja maakaasu luokiteltiin kestäviksi. Vaikka ydinvoima on keskeinen osa ilmastonmuutoksen torjunnassa, ydinjätteen suhdetta ei merkittävää haittaa -periaatteeseen on pidetty haastavana⁸³; maakaasu taas on metaanista koostuva fossiilinen polttoaine. Asetuksessa ratkaisua perusteltiin siten, että edellä esitetyillä toiminnoilla voidaan edistää unionin talouden irtautumista hiilestä.

⁷⁷ Vrt. SFDR:n 2 art. 17 k. ja taksonomian 3 art. Ks. myös alaluku 3.1.

⁷⁸ Euroopan komissio 2025, s. 7.

⁷⁹ Vrt. SFDR:n 17 perustelukappale ja taksonomian 8 art.

⁸⁰ Beltrán Miralles et al. 2023, passim.

⁸¹ Ramos Muñoz et al. 2024, s. 25–26.

⁸² Paukku 2024, s. 215.

⁸³ Paukku 2024, s. 215–217.

4.3 SFDR 2.0 -uudistukset ja tulevaisuuden kehityssuunnat

Hallitukseen viherpesuriskiä, ESMA toi toukokuussa 2024 rahastoille uudet nimeämisohteet, joiden tavoitteena on tarjota selkeyttä sääntelyyn. Näiden mukaisesti rahastojen, jotka käyttävät kestävyteen liittyviä⁸⁴ tai ESG-termejä, tulisi vähintään 80 % sijoituksista olla linjassa rahaston sijoitus- sekä poissulkustrategian kanssa.⁸⁵ Sinänsä ohjeet täsmentävät kestävä rahaston määritelmää; viherpesun torjunnassa ne voivat silti osoittautua haastaviksi, sillä ohjeissa viitataan jälleen SFDR:n monitulkintaisiin määritelmiin ympäristöön ja yhteiskuntaan liittyvistä ominaisuuksista sekä kestävästä sijoituksesta. Bodellini painottaakin tarvetta selkeämmälle oikeudelliselle kehykselle ja ehdottaa *de iure condendo*, että SFDR:n rinnalle tuotaisiin toinen säädös rahoitustuotteiden kestävyysluokitusten sääntelystä.⁸⁶

Käsitteistön epätasällisuudesta ja muista edellä mainituista haasteista johtuen Ramos Muñoz, Lamandini ja Siri katsovat Euroopan parlamentin talous- ja raha-asioiden valiokunnan (ECON) tilaamassa tutkimuksessa, että SFDR ei nykyisellään ole yksityissijoittajalle käyttäjäystävällinen; lainsäätäjien tulisi parantaa sääntelyn käytettävyyttä kaikille toimijoille.⁸⁷ Vastatakseen paremmin sisämarkkinoiden vaatimuksiin, komissio julkaisi marraskuussa 2025 esityksensä COM/2025/841 SFDR:n uudistamisesta. SFDR 2.0:n merkittävin ehdotus koski rahoitustuotteiden luokittelua: laajan sidosryhmäpalautteen pohjalta komissio ehdotti seuraavia kolmea kategoriata:

1. sustainable category: products contributing to sustainability goals (e.g. climate, environment or social goals), such as investments in companies or projects that are already meeting high sustainability standards
2. transition category: products channeling investments towards companies and/or projects that are not yet sustainable, but that are on a credible transition path, or investments that contribute toward improvements in e.g. climate, environment or social areas
3. ESG basics category: other products that integrate a variety of ESG investment approaches but do not meet the criteria of the sustainable or transition investment categories⁸⁸

⁸⁴ Tällä viitataan sanoihin, jotka on johdettu perussanasta ”kestävä” (engl. *sustainable*). Esim. *sustainably*, *sustainability*, jne.

⁸⁵ ESMA 2024, s. 55–57. Ks. myös Pariisin sopimuksen mukaisten vertailuarvojen (PAB) määrittämät kiistanalaiset toiminnot delegoidusta asetuksesta 2020/1818, 12 art.

⁸⁶ Bodellini 2023, s. 40–41.

⁸⁷ Ramos Muñoz et al. 2024, s. 49; 56.

⁸⁸ Suom. kestävyystuotteet, siirtymätuotteet ja muut ESG-tuotteet.

Ehdotus täsmentäisi erityisesti SFDR:n artikloja 8 ja 9. Lisäksi se toisi tarkennuksia siirtymätuotteisiin, sillä SFDR:n sisältö ei nykyisellään näitä kata.⁸⁹ Toiseksi, komissio esittää raportointivaatimusten keventämistä ja yhteisötason PAI-indikaattorien poistoa. Merkittäviä ehdotuksia ovat niin ikään yhtenäiset poissulkukriteerit sekä vaatimus kestävyys- ja siirtymätuotteiden vähintään 15 %:n taksonomian mukaiselle kynnyksarvolle. Lopuksi, myös puolustus- ja avaruussektori huomioitiin ehdotuksessa, ja ne voidaankin tulevaisuudessa tietyin edellytyksin sisällyttää kestävyystuotteisiin.⁹⁰

SFDR:n muutosehdotusten odotettu vaikutus olisi kaksisuuntainen: finanssimarkkinatoimijoiden osalta uudistus vähentäisi kestävyteen liittyviä hallinnollisia velvoitteita, ja sijoittajan mahdollisuutta tehdä omien kestävyysmieltymystensä mukaisia päätöksiä se parantaisi. Vaikka uudistus on osa komission yksinkertaistamisaloitteita, sen tavoitteena on pysyä Euroopan vihreän kehityksen ohjelman tavoitteissa. Ehdotukset ja jo toteutuneet muutokset konkretisoivat sääntelykehystä ja siirtävät painopisteen pelkästä toiminnan raportoinnista toimintaan velvoittavaan.

⁸⁹ Ramos Muñoz et al. 2024, s. 33–34.

⁹⁰ Ks. tarkemmin Defence Readiness Omnibus.

5 Johtopäätökset

Edellä tutkielmassa on tarkasteltu kestävän rahoituksen sääntelykehystä, erityisesti kestävän rahoituksen tiedonantoasetusta 2019/2088 ja sen artiklojen 6, 8 ja 9 vaikutusta rahastojen ja ETF:ien vastuullisuuden sääntelyyn. Näiden pohjalta on kuvattu sääntelyn aiheuttamia keskeisiä normatiivisia haasteita sekä analysoitu niistä aiheutuvia oikeudellisia vaikutuksia. Osana sääntelyverkoston systematisointia, ensimmäisessä käsittelyluvussa analysoitiin tutkielman aihetta osana laajempaa yhteiskunnallista muutosta. Rahastojen vastuullisuussääntely ei siis liity pelkästään kansalliseen tai eurooppalaiseen kestävän kehityksen ohjelmaan, vaan sen juuret ovat globaaleissa ilmastopolitiikan tavoitteissa yhdistyen aina Pariisin ilmastopimukseen saakka.

Tutkielman keskeinen havainto liittyy rahastojen vastuullisuussääntelyn pirstaleisuuteen: vaikka SFDR:n artikkelit 6, 8 ja 9 toimivat *de facto* sijoitusrahastojen luokittelujärjestelmänä, itse asetukset keskittyvät ainoastaan tiedon läpinäkyvyyteen ja tiedonantovelvoitteisiin. Artiklat eivät muodosta oikeudellisesti sitovia kategorioita, eivätkä siten velvoita rahastoyhtiöitä kestävään toimintaan. Vasta taksonomia asettaa kriteerit vihreälle rahoitukselle, mutta sen käsitteet – ”kestävä sijoitus” ja ”ei merkittävää haittaa” – poikkeavat SFDR:n määritelmistä: niiden merkitys on selkeästi ympäristöoikeudellinen.

Havainnosta seuraakin kysymys: jos taksonomian painopiste on ympäristöteemoissa, mikä sääntelee sijoituskohteiden yhteiskuntavastuuta? Ensinnäkin, SFDR ja taksonomia esittävät kumpikin vaatimuksia yhteiskunnallisille tavoitteille. SFDR sisällyttää nämä suoraan kestävän sijoituksen määritelmään, kun taas taksonomia ratkaisee asian tuomalla vähimmäistason suojatoimet.⁹¹ Toiseksi, EU:n Social Taxonomy on ollut kehitteillä, mutta sen etenemistä on hidastanut ympäristö- ja yhteiskuntateemoihin liittyvän tiedon perustavanlaatuisen ero.⁹²

Toisaalla tulkintahaasteita aiheuttavat EU:n ilmastovertailuarvot, joiden vaatimukset sijoituskohteiden poissulkemisesta eroavat SFDR:ssä ja taksonomiassa esitetyistä.⁹³ Rahastoja säännellään siis monin eri instrumentein, joiden velvoitteet eivät ole keskenään yhdenmukaisia. Lopputulos on vähintäänkin monimutkainen, jopa tulkinnanvarainen – sääntelyn

⁹¹ On tosin huomioitava, että vähimmäistason suojatoimet pohjautuvat pehmeälle sääntelylle (engl. *soft law*). Yksistään taksonomian 18 artiklassa viitattuihin OECD:n toimintaohjeisiin ja YK:n ohjaaviin periaatteisiin ei voida perustaa viranomaispäätöstä.

⁹² Ks. Platform on Sustainable Finance: Final Report on Social Taxonomy.

⁹³ Ks. alaviite 41.

toinen ja kolmas taso ovatkin joutuneet määrittelemään monilta osin uudelleen sen, mitä tiedonantoasetus rahastoyhtiöiltä edellyttää.

Rahastoyhtiöille sääntelyverkoston laajuus ja epätasällisyys on aiheuttanut oikeusvarmuuden puutetta ja lisännyt viherpesun riskiä. Komissio käynnistikin syyskuussa 2023 laajan konsultaation saadakseen sidosryhmäpalautetta SFDR:n uudistustarpeesta, ja julkaisi marraskuussa 2025 ehdotuksensa SFDR:n uudistamisesta. Keskeisimmät muutokset koskivat rahoitustuotteiden luokittelun täsmentämistä ja finanssimarkkinatoimijoiden raportointivelvollisuuksien keventämistä. Näiden odotetaan parantavan sijoittajansuojaa ja tuovan yrityksille kustannussäästöjä.

Toimintaympäristön dynaamisuus vaatii lainsäätäjältä ja pääomamarkkinoiden toimijoita jatkuvaa tarkastelua ja nopeaa reagointia. Uusia haasteita ilmaantuu jatkuvasti, ja esimerkiksi *green bleaching* -riski⁹⁴ on kasvanut. Käsite kuvaa tilannetta, jossa finanssimarkkinatoimijat jättävät kertomatta tuotteidensa ESG-ominaisuuksista välttääkseen lisäkustannuksia ja oikeudellisia riskejä. Ne siis arvioivat, että kestävydestä viestimisen hyödyt ovat riittämättömät suhteessa niistä aiheutuviin kustannuksiin.⁹⁵ Tulevaisuudessa sääntelykehikon onkin kenties kyettävä vastaamaan yhä monimuotoisimpiin ilmiöihin, jotta se pysyy ennakoivana, tehokkaana ja yhteiskunnallisesti vaikuttavana.

⁹⁴ Käsitteelle ei ole vakiintunutta suomenkielistä vastinetta, mutta sen voi tässä yhteydessä kääntää vapaasti ilmaisulla ”vihreyden häivyttäminen”.

⁹⁵ Ramos Muñoz et al. 2024, s. 38; 58–59.