

Eelis Pauku

RAPORTOINTI KEINONA SAAVUTTA VIHREYTTÄ? EU:N UUDEN RAPORTOINTISÄÄNTELYN VAIKUTUKSET

1 JOHDANTO

Ilmastonmuutoksen torjunta ja kestävä kehitys ovat olleet jo vuosia sääntelyn kehittämisen keskiössä, ja niiden rooli tuskin ainakaan heikkenee tulevaisuudessa. Erityisesti EU:sta on viime vuosina tullut runsaasti uutta sääntelyä aiheesta. Vuonna 2020 annettiin paljon julkista keskusteluakin herättänyt taksonomia-asetus¹. Vuonna 2022 annettiin kestävyysraportointidirektiivi², joka sinänsä ei ole uusi direktiivi, vaan kolmen aiemman direktiivin muuttaminen. Muutokset erityisesti listatuille yhtiöille ja rahoituslaitoksille ovat todella suuria, ja ne alkavat näkyä lähivuosina. Nämä molemmat ovat olleet runsaan akateemisen keskustelun ja tutkimuksen kohteena.³ Suomessa aiheesta ei ole juurikaan vielä kirjoitettu oikeustieteellistä tutkimusta.⁴ Tämän katsauksen tarkoituksena on tarkastella sekä kestävyysraportointidirektiiviä että taksonomia-asetusta. Katsauksen tavoite on tarkastella vihreään rahoitukseen liittyvää aikaisempaa tutkimusta ja siellä kehitettyjä politiikkasuosituksia, ja verrata niitä EU-sääntelyn tavoitteisiin ja sääntelyvalintoihin. Tarkastelen seuraavia kysymyksiä: 1) Mitkä ovat raportointisääntelyn kannalta keskeisiä seikkoja vihreän rahoituksen edistämässä, ja 2) Miten EU:n taksonomia-asetus ja kestävyysraportointidirektiivi suhtautuvat näihin keskeisiin seikkoihin?

¹ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2020/852, 18.6.2020, kestävä sijoittamista helpottavasta kehyksestä ja asetuksen (EU) 2019/2088 muuttamisesta PE/20/2020/INIT. EUVL L 198, 22.6.2020, s. 13–43.

² Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2022/2464, annettu 14 päivänä joulukuuta 2022, asetuksen (EU) N:o 537/2014, direktiivin 2004/109/EY, direktiivin 2006/43/EY ja direktiivin 2013/34/EU muuttamisesta yritysten kestävyysraportoinnin osalta PE/35/2022/REV/1 EUVL L 322, 16.12.2022, s. 15–80.

³ Katso esimerkiksi kestävyysraportointidirektiivistä *Falkenberg — Schneeberger — Poehtrager* 2023; *Krasodomska — Zarzycka — Zieniuk* 2023; *Baumüller — Grbenic* 2021; *Michalak — Staszkiwicz — Waniak-Michalak* 2023. Taksonomia-asetuksen osalta katso esimerkiksi *Lorenzo — Mastromatteo — Molocchi* 2021; *Hilde ym.* 2023; *Conea*, 2022; *Pacces* 2021.

⁴ *Pauku* 2022; *Rajavuori —Turtiainen* 2021.

Yksi keskeinen asia on valittava termistö. Kansainvälisessä kirjallisuudessa käytetään samoista ilmiöistä termejä ”*sustainable finance*” ja ”*green finance*” eli vapaasti suomennettuna kestävä rahoitus ja vihreä rahoitus.⁵ Käytännössä molemmilla termeillä puhutaan kansainvälisessä tutkimuskirjallisuudessa samoista ilmiöistä ja asioista, vaikkakin termeillä on jossain määrin erilaisia painotuksia.⁶ Suomessa monet viranomaiset, teemaan liittyen varmaankin tärkeimpänä Finanssivalvonta, käyttävät termiä ”kestävä rahoitus”.⁷ Monet pankit ja rahoituksen antajat käyttävät viestinnässään sen sijaan termiä ”vihreä rahoitus”. Kestävä rahoitus olisi siitä näkökulmasta selkeämpi valinta, että kestävyuden voitaisiin sanoa kattavan ympäristöasioiden eli vihreiden asioiden lisäksi myös taloudellisen ja sosiaalisen näkökulman. Tämä katsaus on tarkoitettu asemoida pääosin ympäristöoikeudelliseen kontekstiin, jolloin selkeämpi valinta on termi ”vihreä” eikä ”kestävä”. Kirjoituksessa hyödynnetään toki myös kestävästä rahoituksesta käsittelevää tutkimuskirjallisuutta. Kestävyysraportointidirektiivin nimen kohdalla on myös selkeämpää puhua kestävyysraportoinnista, vaikka tarkastelukulma onkin pääasiassa ympäristöoikeudellinen.

2 VIHREÄ RAHA

Vihreä rahoitus, englanniksi ”*green finance*”, kärsii käsitteenä samoista ongelmista kuin mikä tahansa yhteiskunta- tai ihmistieteellinen käsite. Sitä ei kyetä määrittelemään tarkasti ja useat akateemiset tutkimukset pyrkivät määrittelemään sen eri tavoin, usein keskenään ristiriitaisilla tai yhteensopimattomilla tavoilla.⁸ Määritelmät jakautuvat kolmeen pääryhmään: 1) ympäristönsuojelun tasoa parantava rahoitus (”*environmental finance*”), 2) rahoitusmarkkinatuote, jolla pyritään vähentämään ympäristöstä aiheutuvia riskejä sijoituskohteille tai johon kootaan vihreitä eli matalan ympäristöriskin sijoituskohteita ja 3) sijoitustoimintaa, joka pyrkii edistämään ympäristölle hyödyllistä toimintaa sekä ilmastonmuutokseen sopeutumista sijoittamisen ja investointien kautta.⁹

Rahoittajien näkökulmasta vihreän rahoituksen määritelmä on kuitenkin yksinkertainen: vihreys tai kestävyys määritellään jollain kriteeristöllä ja

⁵ Kestävästä rahoituksesta käytetään esimerkiksi seuraavissa teksteissä *Starks 2023, Ahlström – Monciardini 2022, Nedopil Wang – Christoph – Wang 2022*. Vihreästä rahoituksesta taas puhuvat *Zhang – Zhang – Managi 2019; Tran 2022; Qingxian 2023*.

⁶ *Naeem ym. 2023*.

⁷ *Finanssivalvonta 2023*. Kestävä rahoitus. [<https://www.finanssivalvonta.fi/kestava-rahoitus/>] Viitattu [26.11.2023]

⁸ *Zhang – Zhang – Managi 2019*.

⁹ *Lee – Lee 2022*.

sellaisia kohteita, jotka eivät täytä tätä kriteeristöä, ei rahoiteta.¹⁰ Kestävyyttä on määritelty rahoituksen puolella siten, että kestävästi toimiva yritys kykenee tuottamaan voittoa osakkeenomistajille aiheuttamatta negatiivisia sosiaalisia- tai ympäristövaikutuksia.¹¹ Käsitteen epäselvästä sisällöstä huolimatta useissa tutkimuksissa on löydetty empiirisiä korrelaatioita siihen, että vihreä rahoitus edistää ympäristölle hyödyllisiä tavoitteita ja usein myös talouskasvua ja usein myös muita yhteiskunnallisesti hyviä tavoitteita.¹² Vihreän rahoituksen on todettu, vähemmän yllättävästi, korreloivan vahvasti vihreäksi luokiteltavan teollisen toiminnan määrän ja tuottavuuden kanssa.¹³ Toisaalta on myös ristiriitaisia kansantaloustasolla tehtyjä tutkimuksia, joiden perusteella merkittäviä vaikutuksia ei olisi toistaiseksi vielä havaittavissa ainakaan merkittävimmässä kasvihuonekaasupäästöjen aiheuttajamaissa.¹⁴

Puhuttaessa ympäristö- ja kestävyysraportoinnista ei voida jättää mainitsematta sen lieveilmiötä, eli viherpesua. Viherpesu voidaan määrittellä yksinkertaisuudessaan toiminnaksi, jossa sijoituskohteet viestivät olevansa vihreämpiä/kestävämpiä, kuin ne tosiasiaassa ovat.¹⁵ Tämän ilmiön taustalla on se, että johdon kannustimena on pääsääntöisesti aina tarkastella yhtiön osakekurssin kehitystä, ja koska kestävyys- ja ympäristöraportoinnilla voidaan saavuttaa osakekurssin nousua, tehdään tällaista raportointia.¹⁶ Kevyimpänä viherpesun muotona pidetään yleensä toimintaa, jossa yritykset esittävät ympäristö- ja kestävyysasiat itselleen positiivisessa valossa antamalla sinänsä väärää tietoa.¹⁷ Englanninkielisessä kirjallisuudessa tästä käytetään usein ilmaisua ”*cherry picking*”, jolla viitataan siihen, että yrityksen toiminnasta poimitaan ilmaston kannalta parhaat asiat, ja viitataan niihin.¹⁸

Kestävyysraportointi on säännönmukaisesti ylioptimisista ja sen ei aina voida katsoa edes pyrkivän totuudenmukaiseen esittämiseen.¹⁹ Ainakin EU:ssa sääntelyllä on pyritty ratkaisemaan sitä ongelmaa, että vapaaehtoinen raportointi on usein keskittynyt yrityksen kannalta edullisiin seikkoihin eikä niihin, joita useat sijoittajat tahtoisivat tietää.²⁰ Väärien tietojen antamisen sijaan ongelmana on kuitenkin nähty enemmän läpinäkyvyyden puute, joka mahdollistaa sen, että

¹⁰ *Allevi ym.* 2019

¹¹ *Camodeca – Almici – Sagliaschi* 2018.

¹² Katso esimerkiksi *Tran* 2022; *YunQian* 2023; *Hongji – Guoyin* 2022.

¹³ *Lee – Lee* 2022.

¹⁴ *Qingxian* 2023.

¹⁵ *Kleffel – Muck* 2023.

¹⁶ *Camodeca – Almici – Sagliaschi* 2018.

¹⁷ *Tatomir ym.* 2023.

¹⁸ *Bingler ym.* 2022.

¹⁹ *Laskin – Nesova* 2022.

²⁰ *Pizzi ym.* 2022.

yritykset jättävät raportoimatta itselleen epäedullisista seikoista, mutta viestivät edullisista.²¹

Yksi selitys vihreiden rahoitustuotteiden yleistymiselle on niin sanottu signaalointiteoria.²² Signaalointiteoria on peliteoreettinen konsepti, jossa toimija ryhtyy itselleen kalliisiin tai muutoin epäedullisiin toimenpiteisiin viestiäkseen olevansa tietynlainen toimija.²³ Taloustieteen piirissä onkin selitetty vihreiden rahoitustuotteiden yleistymistä nimenomaan rahoituslaitosten signaloinnilla, jotta ne voivat viestiä ulospäin ottavansa ympäristöasiat huomioon ja siten saada sijoittajilta rahaa paremmilla ehdoilla.²⁴ Samaa teoriaa on käytetty selittämään myös yritysten toimintaa, jolloin kyse on siitä, että kestävämmät tai ”vihreämmät” yritykset pyrkivät saamaan kilpailuetua siitä, että ne hoitavat asiansa sijoittajien näkökulmasta paremmin.²⁵ Aikaisemmin jo vihreiden rahoitustuotteiden laskeminen markkinoille toimi yhdenlaisena signaalina markkinoille. Tosin tämän vaikutusmekanismina selitettiin sitä, että sijoittajat eivät muutoin saaneet tietoa sijoituskohteen ympäristöasioista.²⁶ Signaloinnin arvo nähtiinkin nimenomaan siinä, että tällä yritysten ympäristöasioista saatiin vakuutettua sijoittajia, koska muuta luotettavaa tietoa ei ollut tarjolla.²⁷

Kestävyysraportointiin liittyy myös toinen peliteoreettinen ongelma, ”cheap talk”²⁸, eli katteettomien väitteiden esittäminen sillä perusteella, että väitteiden kuulija ei kykene tai halua tarkistaa väitteiden paikkansapitävyyttä ennen päätöksentekohetkeä.²⁹ Peliteoria selittää ilmiötä, jossa toimijat tahtovat antaa katteettomia lupauksia, koska niillä saadaan hyötyä niin kauan, kun katteettomien lupauksien antamisesta ei aiheudu kustannuksia ja lupausten paikkansapitävyyttä ei voida tarkastaa.³⁰ Toisaalta asiassa on huomioitava, että peliteoriassa signaalointia voidaan käyttää väärin antamalla virheellinen signaali, mikä vihreillä sijoitusmarkkinoilla tarkoittaisi vihreän sijoituskohteen laskemista liikkeelle, vaikka yhtiöllä ei kokonaisuutena olisikaan aikomusta panostaa ympäristöasioihin.³¹ Tällöin päästään taas viherpesuun, mutta toimijalle kalliiseen sellaiseen.

²¹ Kleffel – Muck 2023.

²² Nguyen ym. 2023.

²³ Teorian kehitti alun alkaen Spence, ja teoriaa on kehitetty myöhemmin runsaasti eteenpäin. Katso alkuperäisteoriasta Spence 1973.

²⁴ Nguyen ym. 2023.

²⁵ Pineiro-Chousa ym. 2016.

²⁶ Nguyen ym. 2023.

²⁷ Flammer 2021.

²⁸ Alkuperäisteoriasta katso tarkemmin Farrell – Rabin 1996.

²⁹ Ilmiöstä kestävyysraportoinnin yhteydessä ks. Lyon – Montgomery 2015.

³⁰ Camodeca – Almici – Sagliaschi 2018.

³¹ Flammer 2021.

Vihreät velkakirjat ovat yksi merkittävimpiä sijoituskohteita vihreiden sijoituskohteiden markkinoilla.³² Vihreiden velkakirjojen laajamittainen markkina käynnistyi 2000-luvun ensimmäisen vuosikymmenen lopulla. Yksi syy näiden yleistymiseen on, että sijoittajat arvostavat sitä, että rahoituslaitos laskee liikkeelle vihreitä velkakirjoja.³³ Yhteiskunnallisesta näkökulmasta vihreä rahoitus ratkaisee sitä ongelmaa, että maailmassa tarvittaisiin 5-7 biljoonaa dollaria investointeja, jotta YK:n kestävän kehityksen tavoitteet saavutettaisiin.³⁴ Käytännössä moniin tällaisiin tarkoituksiin olisikin rahoitusta saatavilla, koska merkittävä osa sijoittajista suosii vihreitä ja kestäväksi katsomiaan sijoituskohteita.³⁵ Myös investointipäätöksiä tekevät institutionaaliset tahot ovat etenevissä määrin alkaneet ottaa huomioon sijoituskohteiden ”vihreyttä”, osin riskinhallintasyistä mutta osin myös asiakkaiden paineesta.³⁶ Summa on myös hyvin pieni verrattuna koko maailman pääomamarkkinoilla olevaan varallisuuteen, yli 150 biljoonaan dollariin.³⁷ Käytännössä näiden yhteensovittamista haittaa eniten tällä hetkellä soveltuvien luokittelujärjestelmien puute.³⁸

Vihreässä rahoituksessa ja kriteerien luomisessa nähdään merkittäviä mahdollisuuksia. Esimerkiksi OECD katsoo, että julkisen tahon onnistuessa määrittelemään vihreä rahoitus parantaa markkinoiden selkeyttä ja läpinäkyvyyttä sekä mahdollistaa vihreiden rahavirtojen seuraamisen ja parantaa vihreiden hankkeiden rahoituksen saantia merkittävästi helpottaessa sijoituspäätöksiä.³⁹ Sijoittajat ovat valmiita hyväksymään hieman matalampia tuottoja sellaisilta hankkeilta, jotka täyttävät vihreyden tai kestävyyskriteerit, mikä voi helpottaa useiden hankkeiden rahoituksen saantia.⁴⁰ Myös pääomasijoitusmarkkinoilla on teoreettista keskustelua, ja tätä tukevaa empiirisiä havaintoja siitä, että sijoittajat tahtoisivat edistää kestävyyttä ja olisivat valmiita tarkastelemaan matalampia tuottoja kestävyyskriteerien hintana.⁴¹

Osakemarkkinoilla listatuissa yhtiöissä globaalisti yhtiöt, joiden tuotoista suurempi osa on ”vihreitä”, tuottavat yleensä paremmin kuin kyseisen

³² Ryan 2021, s. 221–258.

³³ Jakubik – Uguz 2021.

³⁴ United Nations. 2020. The Sustainable Development Agenda. United Nations Sustainable Development.

³⁵ Zerbib 2019.

³⁶ Qingxian 2023.

³⁷ Zerbib 2019.

³⁸ Wang – Christoph – Wang 2022.

³⁹ Martini 2020.

⁴⁰ Zerbib 2019.

⁴¹ Fiskerstrand ym. 2020.

markkinan keskiarvo.⁴² Toisaalta taas kestävyyttä tarkastelevissa tutkimuksissa on ristiriitaa, joillain markkinoilla kestävämpää liiketoimintaa harjoittavien yhtiöiden osakkeet menestyvät verrokkeja paremmin, joillain huonommin, ja joillain markkinoilla eroa ei ole havaittavissa.⁴³ Joillain markkinoilla sijoittajat ovat tosin valmiita maksamaan vihreistä sijoituskohteista niin paljon enemmän, että niiden tuotto laskee alemmaksi kuin perinteisten sijoituskohteiden, vaikka sijoituskohteet itsessään menestyisivät.⁴⁴ Yleisesti ottaen sijoittajien tyytyväisyys sijoitukseensa on myös korkeampi vihreiden sijoituskohteiden tapauksessa, vaikka tämä ei aina realisoituisikaan taloudellisissa seikoissa.⁴⁵ Tässä on selvyuden vuoksi syytä korostaa, että vaikka sijoituskohteet, kuten osakeyhtiöt, menestyisi, voi se olla sijoittajalle kannattamaton sijoitus, jos hän on maksanut osakkeista korkeamman hinnan niiden ”vihreyden” vuoksi. Tähän liittyy mahdollisesti myös se, että sijoittajat myös uskovat vihreiden hankkeiden tuottavan pitkällä aikavälillä paremmin, mistä on myös jonkin verran puoltavaa empiiristä näyttöä.⁴⁶

Käytännössä kaikki olemassa olevat luokittelu- ja määrittelyjärjestelmät ovat sisältäneet merkittäviä heikkouksia, jotka ovat johtaneet hyödyllisten vaikutusten lisäksi haitallisiin sosiaalisiin, ympäristö- tai talousvaikutuksiin.⁴⁷ Ennen EU:n käyttöön ottamaa sääntelyä luokittelusta markkinoilla oli globaalisti tarjolla valtava määrä erilaisia enemmän tai vähemmän toimivia luokittelujärjestelmiä, mikä oli sijoittajien ja muiden rahoituspäätösten tekijöiden näkökulmasta hyvin negatiivinen asia ja johti ylimääräiseen työhön rahoituskohteiden etsimisessä.⁴⁸ Yksi valtavirtaselitys, jolla selitetään sijoittajien syytä kestävä matalampia tuottoja, liittyy nimenomaan riskeihin, koska kestävien sijoituskohteiden arvioidaan sisältävän matalampia riskejä.⁴⁹ Läpinäkyvyyden, erityisesti lainsäädäntöpakolla luodun sellaisen, on nähty vähentävän näitä riskejä, koska tällöin sijoittajilla on jo ennakolta parempaa tietoa sijoituskohteista ylipäätään.⁵⁰ Myös tutkimukset, joissa todetaan vihreiden sijoituskohteiden tuottavan paremmin, esittävät suosituksia lainsäädännön kehittämiseksi, jotta sijoittajat voisivat

⁴² *Bassen – Shu – Tan 2023.* Tämä tutkimus hyödynsi FTSE Russelin mittaria ”Green revenues” jolla tarkasteltiin yrityksen liikevaihtoa sektoreittain sen mukaan, mitkä sektorit katsottiin ”vihreiksi”.

⁴³ *Fiskerstrand ym. 2020.*

⁴⁴ *Xianfang 2021.*

⁴⁵ *Song – Kangkang – Zhang 2017.*

⁴⁶ *Hartzmark – Sussman 2019.*

⁴⁷ *Slootweg 2022.*

⁴⁸ *Marcacci 2023.*

⁴⁹ *Fiskerstrand ym. 2020.*

⁵⁰ *Zhang ym. 2023.*

paremmin löytää nämä sijoituskohteet, jolloin pääomasijoitusmarkkina toimisi tehokkaammin.⁵¹

Sijoittajia ovat kiinnostaneet erityisesti ilmastonmuutokseen liittyvät riskit sijoituskohteissa ja sijoituskohteen kasvihuonekaasupäästöt.⁵² Hiiliverot ovatkin aiheuttaneet negatiivisia vaikutuksia vähemmän ”vihreille” yrityksille, minä vuoksi verotasojen noustessa vihreämmät sijoituskohteet ovat menestyneet verrokkeja paremmin.⁵³ Myös tämän ilmiön selittämisessä on hyödynnetty signaalointiteoriaa: yritykset pyrkivät oma-aloitteisesti viestimään olevansa vihreitä, jotta ne välttäisivät uuden pakottavan sääntelyn, ja tämän onnistumista voidaan arvostaa positiivisesti markkinoilla.⁵⁴ Verratessa fossiilisen ja uusiutuvan energian yhtiöiden osaketuottoja puhutaankin jopa energiamurrosriskistä (*energy transition risk*) eli ilmiöstä, jossa sijoittajat pyrkivät ennustamaan energiamuroksen nopeutta ja sitä kautta fossiilisen ja puhtaan energian yhtiöiden tulevia tuottoja, ja osakemarkkinat reagoivat ennusteiden muutoksiin.⁵⁵ EU-komissio jaottelee yritykseen kohdistuvat ilmatoriskit kahteen ryhmään, 1) fysikaalisiin riskeihin, jotka johtuvat ilmastonmuutoksen fysikaalisista vaikutuksista, kuten lämpötilan ja vedenpinnan nousu, ja 2) siirtymäriskiksi, jotka johtuvat vähähiiliseen ja ilmastonkestävään talouteen siirtymisestä, jotka nostavat yrityksen kustannuksia tai vaativat investointeja.⁵⁶

Yrityksen näkökulmasta vihreys ja kestävyys ovat erityisesti strategisia kysymyksiä, joilla voidaan vaikuttaa yrityksen tulevaan kehitykseen useilla tavoilla.⁵⁷ Ympäristöön liittyvänä haasteena nähdäänkin varsinaisen ympäristötoiminnan lisäksi se, miten siitä onnistutaan viestimään uskottavasti sidosryhmille.⁵⁸ Pääoman hankkimisen kannalta ympäristö- ja kestävyysraportointi on nähty kannattavana, koska raportointi alentaa pääomakustannuksia enemmän, kuin mitä raporttien tuottamisesta aiheutuu yritykselle kustannuksia.⁵⁹

⁵¹ *Bassen – Shu – Tan* 2023.

⁵² *Gebhardt ym.* 2023.

⁵³ *Fiskerstrand ym.* 2020.

⁵⁴ *Nguyen ym.* 2023.

⁵⁵ *Hassan* 2022.

⁵⁶ *Komission tiedonanto C/2019/4490.*

⁵⁷ *Kumar ym.* 2021.

⁵⁸ *Radhouane ym.* 2018.

⁵⁹ *Tatomir ym.* 2023.

3 EU:N RAPORTOINTISÄÄNTELYSTÄ

3.1 Yleistä

Yhteenvetona sekä rahoituksen tutkimuksesta voidaan todeta, että kestävyysraportoinnin merkittävimmät ongelmat, ja myös lainsäädännöllä ratkaistavat asiat, liittyvät kahteen seikkaan: yritysten mahdollisuuteen korostaa raportoinnissaan positiivisia seikkoja, ja yritysten mahdollisuuteen jättää negatiivisia seikkoja raportoimatta. Nämä kaksi voisivat joidenkin näkemysten mukaan olla sama asia, mutta peliteoreettisesti kyseessä on kahdesta eri ongelmasta: vangin dilemmasta ja innovoijan dilemmasta, joiden ratkaisut ovat myös erilaisia.⁶⁰ Kestävyysraportointi on myöskin vaikea toteuttaa perinteisillä numeraalisilla ja laskentatoimessa hyväksytyillä menetelmillä, koska informaatio on tyypillisesti laadullista ja vaikeasti mitattavaa.⁶¹ Aikaisemmassa tutkimuksessa on myös tunnistettu, että niissä valtioissa, joissa kestävyysraportointia säännellään lainsäädännöllä, kestävyysraportoinnin laatu on yleisesti ottaen parempaa kuin niissä valtioissa, joissa raportointi perustuu vapaaehtoisuuteen.⁶²

Kestävyysraportoinnin ensimmäiset askeleet otettiin direktiivillä 2003/51/EY⁶³. Tällöin toimintakertomusta koskevaa sääntelyä laajennettiin siten, että yritysten tuli raportoida tarvittavassa määrin myös ei-taloudellisia tulosindikaattoreita, jotka saattoivat sisältää myös ympäristöä ja työntekeyttä koskevia seikkoja. Tämä tosin perustui yksinkertaisen olennaisuuden periaatteelle siten, että tietoja raportoitiin nimenomaan tarkoituksena antaa perinteisen tilinpäätösraportoinnin tavoitteena oleva oikea ja riittävä kuva, jotta osakkeenomistajat ja muut tilinpäätöksen käyttäjät voisivat muodostaa yrityksestä ja sen taloudellisesta asemasta oikean kuvan.⁶⁴ Tämä vapaaehtoisuuteen perustuva ympäristöraportointi sai jo 2000-luvun alussa kritiikkiä sekä EU-parlamentilta että joiltain sidosryhmiltä.⁶⁵ Tämän jälkeen vuonna 2006 täydennettiin tilinpäätösraportointiin liittyviä corporate governance -raportointivaatimuksia direktiivillä 2006/46/

⁶⁰ *Pineiro-Chousa ym.* 2016.

⁶¹ *Christensen – Hail – Leuz* 2021.

⁶² *Caputo ym.* 2020.

⁶³ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/51/EY, annettu 18 päivänä kesäkuuta 2003, yhtiömuodoltaan tietynlaisten yhtiöiden, pankkien ja muiden rahoituslaitosten sekä vakuutusyritysten tilinpäätöksistä ja konsolidoiduista tilinpäätöksistä annettujen direktiivien 78/660/ETY, 83/349/ETY, 86/635/ETY ja 91/674/ETY muuttamisesta EUVL L 178, 17.7.2003, s. 16–22.

⁶⁴ Direktiivi 2003/51/EY, perustelukappale 10.

⁶⁵ *Raith* 2023.

EY⁶⁶. Tällöin tietyille listayrityksille luotiin veloitteet sisällyttää toimintakertomukseen tiettyjä tietoja hallinto- ja ohjausjärjestelmästä. Tässä yhteydessä nähtiin myös, että samalla yritykset voisivat sisällyttää raporttiin lisää merkittäviksi katsomiaan ympäristö- ja yhteiskunnallisia näkökohtia, jotka ovat välttämättömiä niiden kehityksen, toiminnan tuloksen ja aseman ymmärtämiseksi.⁶⁷

Ensimmäinen merkittävä nimenomaan vihreyteen ja kestävytyteen liittyvä säännös oli EU:n ESG-direktiivi 2014/95⁶⁸.⁶⁹ Direktiivi oli heikosta oikeudellisesta velvoittavuudesta huolimatta erittäin merkittävä muutos globaalissa kestävyysraportointisääntelyssä.⁷⁰ Tätä ennen tosin moni jäsenvaltio oli jo ottanut käyttöön kansallista sääntelyä aiheesta.⁷¹ Direktiivi käsittelee yritysten julkistamia ei-taloudellisia tietoja, mutta käytännössä nämä tiedot ovat ympäristöön tai kestävytyteen liittyviä tietoja.⁷² Direktiiviä edelsi komission tiedonanto ”Yhdessä uuteen kasvuun” vuodelta 2011,⁷³ jossa käsiteltiin 12 eri toimenpidettä sisämarkkinoiden kasvun vauhdittamiseksi ja luottamuksen lisäämiseksi. Tätä seurasi EU:n yhteiskuntavastuuta käsittelevä strategia vuosille 2011–2014⁷⁴, jonka kohdassa 4.5 käsiteltiin yritysten yhteiskunta- ja ympäristötiedottamisen parantamista. Tiedottamisen mainittiin olevan tärkeää sidosryhmille ja erityisesti riskien tunnistamiseksi. Tällä perusteella alettiin valmistelemaan näiden tietojen raportointilainsäädäntöä. EU-parlamentti otti tosin muutamissa päätöslauselmissaan kannan, joka oli ainakin taloustieteellisen kirjallisuuden perusteella vaarassa johtaa tehottomaan raportointiin. Vuoden 2013 päätöslauselmassa

⁶⁶ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2006/46/EY, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2006, yhtiömuodoltaan tietynlaisten yhtiöiden tilinpäätöksistä annetun neuvoston direktiivin 78/660/ETY, konsolidoiduista tilinpäätöksistä annetun neuvoston direktiivin 83/349/ETY, pankkien ja muiden rahoituslaitosten tilinpäätöksestä ja konsolidoidusta tilinpäätöksestä annetun neuvoston direktiivin 86/635/ETY sekä vakuutusyritysten tilinpäätöksistä ja konsolidoiduista tilinpäätöksistä annetun neuvoston direktiivin 91/674/ETY muuttamisesta EUVL L 224, 16.8.2006, s. 1–7.

⁶⁷ Direktiivi 2006/46/EY, perustelukappale 10.

⁶⁸ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/95/EU, annettu 22 päivänä lokakuuta 2014, neuvoston direktiivin 2013/34/EU muuttamisesta tietyiltä suurilta yrityksiltä ja konserneilta edellytettävien muiden kuin taloudellisten tietojen ja monimuotoisuutta koskevien tietojen julkistamisen osalta VL L 330, 15.11.2014, s. 1–9.

⁶⁹ *Cerrato – Ferrando* 2020.

⁷⁰ *Raith* 2023.

⁷¹ *Caputo ym.* 2020.

⁷² *Michalak – Staszkievicz - Waniak-Michalak* 2023.

⁷³ Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle sekä alueiden komitealle, Sisämarkkinoiden toimenpidepaketti 12 viputekijää kasvun vauhdittamiseksi ja luottamuksen lisäämiseksi ”Yhdessä uuteen kasvuun” /* KOM/2011/0206 lopull. */

⁷⁴ Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle sekä alueiden komitealle, Yritysten yhteiskuntavastuuta koskeva uudistettu EU:n strategia vuosiksi 2011–2014 /* KOM/2011/0681 lopullinen */

korostettiin, että raportointisääntelyn pitäisi vertailukelpoisuuden lisäksi mahdollistaa joustavuutta, jotta yritysten eri tavat täyttää yhteiskuntavastuuta voitaisiin huomioida.⁷⁵ Taloustieteellisessä kirjallisuudessa nimenomaan tämä joustavuus nähtiin haasteena, koska se mahdollisti *cherry picking* -ilmiön, jossa yritykset raportoivat itselleen edullisia seikkoja, mikä taas vaarantaa vertailukelpoisuutta.

Käytännössä direktiivi osoittautui kuitenkin sijoittajien tarpeisiin liian ”pehmeäksi” ja raportointi jäi sijoittajien tiedonintressien näkökulmasta vajaaksi.⁷⁶ Yrityksille jäi merkittävästi harkintavaltaa siitä, miten kestävyysasioita esitetään ja millaista kuvaa sijoittajille annetaan.⁷⁷ Direktiivi sisälsi kyllä listauksen merkittävistä raportoitavista seikoista, mutta noudata-tai-selitä -periaate teki sääntelystä käytännössä *soft law* -instrumenttia vastaavan.⁷⁸ Ongelmaksi jäikin taloudelliselle raportoinnille keskeisen vertailukelpoisuuden ja harmonisoinnin puute.⁷⁹ Tätä ei kuitenkaan nähty riittävänä EU:n ympäristö- ja kestävä kehityksen tavoitteiden saavuttamiseksi. Tämän vuoksi EU-komissio antoi vuonna 2018 kestävä kasvun rahoituksen toimintasuunnitelman.⁸⁰ Yhtenä ongelmana direktiivin vaikuttavuudessa nähtiin kestävyystietojen heikko vertailukelpoisuus, ja toisena yritysten mahdollisuus jättää itselleen epäedullisia seikkoja raportoimatta.⁸¹ Tämä taas perustui kestävä rahoituksen asiantuntijaryhmän loppuraporttiin.⁸²

Vuoden 2014 direktiivin artiklalla 29 a lisättiin suurille listayhtiöille ja muille merkittävälle yhtiöille (PIE, Public Interest Entity) velvoite julkaista tietoja vähintään ympäristöasioista, sosiaalisista ja työntekijöihin liittyvistä seikoista, ihmisoikeuksien kunnioittamisesta sekä korruption ja lahjonnan torjuntaan liittyvistä seikoista. Tietoja piti antaa myös näiden seikkojen aiheuttamista riskeistä sekä tulosindikaattoreista, joilla mitataan ei taloudellisia seikkoja, ja jotka ovat merkityksellisiä konsernin liiketoiminnalle. Tältä osin direktiivi vastasikin muutamaan keskeiseen kirjallisuudessa tunnistettuun vaatimukseen. Direktiivi pantiin Suomessa täytäntöön lisäämällä kirjanpitolakiin uusi 3a-luku, joka otsikoitiin ”Selvitys muista kuin taloudellisista tiedoista”.

⁷⁵ Euroopan parlamentin päätöslauselma 6. helmikuuta 2013 yritysten yhteiskuntavastuusta: tilivelvollinen, avoin ja vastuullinen yritystoiminta sekä kestävä kasvu (2012/2098(INI)) kohta 26.

⁷⁶ Pizzi ym. 2022.

⁷⁷ Beretta – Demartini – Sotti 2023.

⁷⁸ Primec – Belak 2022.

⁷⁹ Pizzi – Venturelli – Caputo 2021.

⁸⁰ Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, Eurooppa-neuvostolle, neuvostolle, Euroopan keskuspankille, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle Kestävä kasvun rahoitusta koskeva toimintasuunnitelma COM/2018/097 final.

⁸¹ Direktiivi 2022/2464, perustelukappale 13.

⁸² Final Report 2018 by the High-Level Expert Group on Sustainable Finance.

Direktiivi sisälsi myös *comply or explain* eli noudata tai selitä -periaatteen.⁸³ Periaate on artiklassa 29a(1). Tämä periaate asettaa yritykselle mahdollisuuden olla raportoimatta jotain artiklassa 29 a vaadittua seikkaa, mutta tällöin yrityksen on annettava selkeä ja perusteltu selvitys, miksi se ei tee niin. Periaate oli kuitenkin sidosryhmien kannalta ongelmallinen. Käytännössä se mahdollisti ilmiön, jossa itselle epäedulliset seikat jätettiin raportoimatta ja raportoinnissa keskityttiin edullisiin seikkoihin.⁸⁴ Direktiiviä pidettiin myös riittämättömänä viherpesun ehkäisemiseksi.⁸⁵ Suomessa periaate on kirjanpitolain (1336/1997) 3a:2:n neljännessä momentissa: *Jos kirjanpitovelvollinen ei joiltain osin noudata 3 momentin 2 kohdassa tarkoitettuja toimintaperiaatteita [toimintaperiaatteet ESG-asioiden huolehtimisesta] suhteessa 1 ja 3 momentissa mainittuihin seikkoihin, selvityksessä on perusteltava syy noudattamatta jättämiselle.* Tämän lisäksi toisessa momentissa on olennaisuusrajaus: *Tiedot on annettava siinä laajuudessa kuin se on tarpeen kirjanpitovelvollisen toiminnan vaikutusten ymmärtämiseksi.*

Direktiivin kaksi merkittävintä kritiikkiä olivat noudata tai selitä -periaatteen mahdollistama vapaaehtoisuus, sekä informaation varmennuksen puutteet.⁸⁶ Kirjallisuudessa kyllä todettiin, että tällaisen ei-taloudellisen tiedon varmennus lisäisi sen käytettävyyttä ja käyttäjien halukkuutta luottaa tietoon, mutta tästä huolimatta moni yritys päätti olla varmentamatta raportointia.⁸⁷ Direktiivin voimaantulo lisäsi kyllä varmennettujen raporttien osuutta kaikista raporteista, vaikka varmennus oli tässä vaiheessa vapaaehtoista.⁸⁸

Seuraava merkittävä EU-lainsäädännön muutos oli asetus 2019/2088⁸⁹ kestävyysraportoinnista rahoituspalvelusektorilla. Asetus tunnetaan usein sen englanninkielisellä lyhenteellä SFDR (Sustainability Related Disclosures in Financial service sector), ja suomenkielisessä tekstissä se tunnetaan joissain tapauksessa tiedonantovelvoiteasetuksena. Tällä asetuksella tavoiteltiin, että kestävyysasioiden huomiointi päätöksenteossa ja neuvontamenettelyssä kehityisi, koska näihin liittyvien tietojen antamiseen alettaisiin soveltaa yhdenmukaisia menettelyä.⁹⁰ Samalla tavoiteltiin myös pääomien etenevää mobilisointia EU:n tavoitteisiin ehkäistä ilmastonmuutosta ja muita kestävyysliittyviä

⁸³ Termistä tarkemmin *Pizzi – Venturelli – Caputo* 2021.

⁸⁴ *Caputo ym.* 2021.

⁸⁵ *Caputo ym.* 2021.

⁸⁶ *Stefanescu* 2022.

⁸⁷ *Stefanescu* 2022.

⁸⁸ *Ottenstein ym.* 2022.

⁸⁹ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2019/2088, annettu 27 päivänä marraskuuta 2019, kestävyysliittyvien tietojen antamisesta rahoituspalvelusektorilla PE/87/2019/REV/1 VL L 317, 9.12.2019, s. 1–16.

⁹⁰ Asetus (EU) 2019/2088, perustelukappale 5.

kysymyksiä.⁹¹ Tässä myös jossain määrin onnistuttiin, ja asetuksen sääntely, tai asetus osana EU:n muuta kestävyysraportointisääntelyä, johti muutoksiin useilla muilla markkina-alueilla, joilla alettiin tuottaa paremmin EU-vaatimusten kanssa yhteensopivaa informaatiota.⁹²

Tässä huomionarvoista on myös tavoitteiden painottuminen nimenomaan ilmastomuutokseen, kun muut kestävyysseikat mainittiin sivulauseessa. Perusteluissa mainittiin myös pirstaloitumisen riski sekä sijoituspäätösten vääristyminen erilaisten vapaaehtoisten raportointikäytösten vuoksi, sekä kestävyysriskeihin liittyvä päämies-agenttisuhteen epäsymmetria sijoittajia kiinnostavista kestävyysseikoista.⁹³ Asetuksen osalta ongelmalliseksi jäi varmentamattomien raporttien puute rahoituksen kohdeyrityksiltä, pankkien ja muiden sijoituslaitosten tuli raportoida sijoitusten kestävyys- ja ympäristöseikkoja, mutta ne eivät voineet täysin luottaa sijoituskohteiden raportointiin, koska merkittävä osa raporteista oli varmentamattomia.⁹⁴

Käytännössä tämäkin pankkeja ja muita rahoituslaitoksia koskenut asetus johti vaihteleviin raportointikäytäntöihin, mikä jätti myös tilaa viherpesulle sekä valikoivalle kestävyysraportoinnille, mihin osasyynä oli sääntelyn epätarkka luonne.⁹⁵ Asetuksessa nähtiin myös useita sijoittajia hyödyttäviä seikkoja, erityisesti se, että rahoituslaitokset joutuivat julkaisemaan tietoja siitä, miten ne arvioivat kestävyysriskejä ja miten ne huomioidaan sijoituskohteiden valinnassa.⁹⁶ Tämä perustuu asetuksen artiklaan 7, jonka mukaan rahoituslaitoksen on tietyissä tilanteissa annettava ”*selkeä ja perusteltu selvitys siitä, otetaanko rahoitustuotteessa huomioon pääasialliset haitalliset vaikutukset kestävyystekijöihin, ja jos otetaan, miten.*”

Toinen huomionarvoinen lähestyminen on kaksinkertaisen olennaisuuden periaate (*double materiality*).⁹⁷ Taloudellisten ja ei-taloudellisten tietojen raportoinnissa peruseriaate on, että vain olennaiset seikat raportoidaan, jolloin tietojen luokittelu olennaiseksi ratkaisee sen, raportoidaanko sitä ylipäätään.⁹⁸ Kyseessä on alun perin kestävyysraportointitutkimuksen piirissä kehitetty konsepti, jota EU-lainsäädännössä on vahvasti kannustettu hyödyntämään osana

⁹¹ Asetus (EU) 2019/2088, Perustelukappale 6.

⁹² *Alamillos – de Mariz* 2022.

⁹³ Asetus (EU) 2019/2088, perustelukappale 9–10.

⁹⁴ *Moneva* 2023.

⁹⁵ *Komarnicka – Komarnicki* 2022, s. 699.

⁹⁶ *Balcerzak ym.* 2023.

⁹⁷ Käännöksestä esimerkiksi COM(2021) 189 final 2021/0104(COD) Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi direktiivin 2013/34/EU, direktiivin 2004/109/EY, direktiivin 2006/43/EY ja asetuksen (EU) N:o 537/2014 muuttamisesta yritysten kestävyysraportoinnin osalta {SEC(2021) 164 final} - {SWD(2021) 150 final} - {SWD(2021) 151 final}.

⁹⁸ *Abhayawansa* 2022.

kestävyysraportointia, kaksinkertainen olennaisuus viittaa perinteisen laskentatoimen olennaisuuden lisäksi siihen, mitä olennaisia vaikutuksia raportoivan yksikön toiminnalla on planeettaan ja elinympäristöömme.⁹⁹ Osa kirjoittajista tiivistääkin kaksinkertaisen olennaisuuden siten, että toinen olennaisuus on taloudellinen ("financial") ja toinen sosiaali- ja ympäristöolennaisuus.¹⁰⁰ Yksinkertainen olennaisuus mahdollistaa sijoittajien harhaanjohtamisen tai viherpesun. Tällöin yritys voi joko raportoida vain toimintansa ulkoisia vaikutuksia jättäen liiketoiminnan ympäristö- ja kestävyysriskit raportoimatta, tai sitten yritys voi raportoida näitä vain liiketoiminnan näkökulmasta jättäen raportoimatta ulkoisia vaikutuksia.¹⁰¹ Perinteinen laskentatoimen olennaisuuden periaate on ohjannut yrityksiä siihen, että ne raportoivat ainoastaan niiden liiketoiminnan kannalta merkittäviä eli yritykseen ja sen tuleviin kassavirtoihin vaikuttavia ympäristö- ja kestävyysseikkoja, ja itse ympäristövaikutusten raportointi on jäänyt vähäisemmälle.¹⁰² EU-tason lainsäädäntö on tosin perustunut sille olettamalle, että on sidosryhmiä, joille olennaista on myös toiminnan ulkoiset vaikutukset.¹⁰³ Tämä oletama on kuitenkin osoittautunut haastavaksi käytännön raportointivelvoitteille: yrityksillä on ollut käytännön haasteita tiedostaa, mitä tietoja tulisi raportoida osakkeenomistajille ja mitä muille sidosryhmille.¹⁰⁴

Ensimmäiset askeleet kaksinkertaisen olennaisuuden käyttöönottoon olivat vuoden 2019 direktiivin käyttöönotossa, jolloin otettiin käyttöön ensimmäistä sääntelyä, joka mahdollisti ulospäin suuntautuvien ympäristövaikutusten raportointipakon tulevaisuudessa.¹⁰⁵ Ensimmäisen kerran kaksinkertaisen olennaisuuden periaate mainittiin komission vuoden 2019 tiedonannossa ei-taloudellisten tietojen raportoinnin suuntaviivoista¹⁰⁶.¹⁰⁷ Näiden suuntaviivojen kohdassa 2.2 mainittiin, että nimenomaan yrityksen ulkopuolelleen aiheuttamien vaikutusten huomiointi on raportoinnille uusi olennaisuuden käsite, joka olisi tullut omak-sua jo aiemman sääntelyn perusteella, mutta jota tulisi tulevassa sääntelyssä ja suuntaviivoissa korostaa vielä entisestään. Kohdan 2.3 mukaan vuoden 2014 direktiiviä ei-taloudellisten tietojen julkistamisesta tulisi tulkita siten, että ilmastoon liittyviin tietoihin pitäisi tarvittavassa laajuudessa kuulua sekä yrityksen kehitykseen, tulokseen ja asemaan kohdistuvat ilmastonmuutoksen aiheuttamat merkittävimmät riskit että yrityksen toiminnoista johtuvien ilmastoon

⁹⁹ Chiu 2022, s. 97.

¹⁰⁰ Abhayawansa 2022.

¹⁰¹ Fiandrino ym. 2022.

¹⁰² Ng – Yorke – Nathwani 2022.

¹⁰³ Direktiivi 2022/2464, perustelukappale 37.

¹⁰⁴ Abhayawansa 2022.

¹⁰⁵ Chiu 2022,

¹⁰⁶ Komission tiedonanto C/2019/4490.

¹⁰⁷ Historiasta katso Abhayawansa 2022.

kohdistuvien kielteisten vaikutusten aiheuttamat merkittävimmät riskit. Tässä korostettiin vahvasti kaksinkertaisen olennaisuuden näkökulmaa.

Kirjallisuudessa ei juurikaan ole korostettu sijoitusten mahdollisia haitallisia ympäristö- tai kestävyysvaikutuksia. Asetuksen 2019/2088 perusteluissa nämä sen sijaan mainittiin useaan kertaan. Perustelukappaleessa todettiin, että koska sijoitusneuvonta ja -päätökset voivat aiheuttaa kestävyydelle haitallisia epäsuoria tai suoria vaikutuksia, minkä vuoksi kestävien sijoitusten osalta otettiin käyttöön ”ei merkittävää haittaa”- eli ”*do no significant harm*” -periaate.¹⁰⁸ Periaate tosin mainittiin ainoastaan kestävä *sijoituksen määritelmässä* asetuksen artiklassa 2. Periaate sai myöhemmin suuremman roolin taksonomia-asetuksessa ja siihen asetettiin myös kirjallisuudessa merkittäviä odotuksia, kun teknisiä kestävyysstandardeja odotettiin.¹⁰⁹ Käytännössä periaate jäikin vaikutuksiltaan heikoksi ennen taksonomia-asetuksen julkaisua, minkä jälkeen merkittävää harmia tuottavat sijoituskohteet pystyttiin määrittelemään tarkemmin, mikä taas poisti viherpesun mahdollistavan valinnanvapauden.¹¹⁰

3.2 Taksonomiasta

EU:n taksonomia-asetus perustui korkean tason asiantuntijaryhmän vuonna 2018 julkaisemaan raporttiin kestävä kasvun rahoituksen edistämisestä.¹¹¹ Raportissa suositeltiin luokittelujärjestelmän perustamista sen vuoksi, että tämä lisääisi sijoittajien luottamusta ja yritysten ymmärrystä kestävyydestä, järjestelmä estäisi viherpesua. Raportissa myös todettiin, että vihreiden velkakirjojen kohdalla markkinoilla vakiintuneet luokittelujärjestelmät mahdollistavat sijoittajien luottamuksen ja tehokkaat markkinat, mutta useimpien sijoituskohteiden kohdalla tällaisia ei ole, ja monien sijoituskohteiden osalta on erilaisia kilpailevia järjestelmiä, jotka sekoittavat markkinaa.¹¹²

Komission kestävä rahoituksen toimintasuunnitelmassa nämä konkretisoituivat vielä pidemmälle. toimintasuunnitelmassa esitettiin mm. numeraalisten vertailuarvojen luomista viherpesun riskin vähentämiseksi.¹¹³ Luokittelujärjestelmää puollettiin myös luotettavuuden lisäämisellä, sijoittajien työmäärän vähentymisenä, vapaaehtoisten luokittelujärjestelmien puutteilla ja piensijoittajien

¹⁰⁸ Asetus (EU) 2019/2088, perustelukappale 5.

¹⁰⁹ *Balcerzak ym.* 2023.

¹¹⁰ *Tomassetti* 2023.

¹¹¹ *EU High-level expert group on sustainable finance* 2018.

¹¹² *EU High-level expert group on sustainable finance* 2018, s. 45-50.

¹¹³ COM/2018/097 final, kohta 2.5.

sijoituspäätösten helpottamisella.¹¹⁴ Samassa toimintasuunnitelmassa päädyttiin myös suunnittelemaan ei-taloudellisten tietojen julkaisemisen kehittämistä, koska vuoden 2018 uudistus ympäristö-, hallinnointi, ja yhteiskunnallisista riskeistä jätti vielä liikaa joustavuutta yrityksille valita, mitä raportoidaan.¹¹⁵

Taksonomia-asetusta sovelletaan samalla tavalla kuin tilinpäätösdirektiivin 2013/34/EU mukaisia velvoitteita julkaista muita kuin taloudellisia tietoja, eli käytännössä pörssiyhtiöihin ja muutamiin muihin yleisen edun kannalta merkittäviin yrityksiin (PIE, *Public Interest Entity*). Tämän lisäksi asetusta sovelletaan asetuksen 2019/2088 soveltamisalalla eli finanssimarkkinatoimijoihin. Asetuksen keskeiset velvoitteet astuivat sen artiklan 27 mukaan voimaan 1.1.2022 ja 1.1.2023. Käytännössä taksonomia-asetus ei sisältänyt vielä toimialalle vaikuttavaa sääntelyä, vaan komissiolle delegoitiin oikeus ja velvoite julkaista tekniset arviointikriteerit, miten eri toiminnot luokiteltaisiin taksonomiassa, ja vasta nämä arviointikriteerit aiheuttivat merkittäviä oikeusvaikutuksia.¹¹⁶ Vuoden 2023 loppuun mennessä komissio on antanut delegoidut asetukset ilmastonmuutoksen hillinnästä¹¹⁷, ympäristönsuojelusta¹¹⁸ ja kestävyystietojen esittämisestä.¹¹⁹ Tämän

¹¹⁴ COM/2018/097 final, kohta 2.2.

¹¹⁵ COM/2018/097 final kohta 4.1.

¹¹⁶ *Bond — Dusík 2022; Paukku 2022*, s. 75.

¹¹⁷ 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 ilmastonmuutoksen hillintää tai ilmastonmuutokseen sopeutumista merkittävästi edistävänä ja aiheuttaako kyseinen taloudellinen toiminta merkittävää haittaa millekään muulle ympäristötavoitteelle C/2021/2800 EUVL L 442, 9.12.2021, s. 1—349.

¹¹⁸ 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 kestäväää käyttöä 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 C/2023/3851 EUVL L, 2023/2486, 21.11.2023.

¹¹⁹ Komission delegoitu asetus (EU) 2021/2178, annettu 6 päivänä heinäkuuta 2021, Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) 2020/852 täydentämisestä täsmentämällä niiden tietojen sisältö ja esitystapa, jotka direktiivin 2013/34/EU 19 a tai 29 a artiklan soveltamisalaa kuuluvien yritysten on annettava ympäristön kannalta kestävästä taloudellisista toiminnoista, sekä kyseisen tiedonantovelvollisuuden noudattamiseksi käytettävä menetelmä C/2021/4987 EUVL L 443, 10.12.2021, s. 9—67.

lisäksi ilmastonmuutoksen hillintää käsitteleviä teknisiä arviointikriteereitä on muutettu kahdesti.¹²⁰

Taksonomia-asetuksen perusvelvoite on sen artiklassa 3, jonka mukana tietty taloudellinen toiminta voidaan määrittää ympäristön kannalta kestäväksi, jos se täyttää neljä kriteeriä:

- a) edistää merkittävästi yhtä tai useampaa 9 artiklassa asetettua ympäristötavoitetta;
- b) ei aiheuta merkittävää haittaa millekään 9 artiklan ympäristötavoitteelle (ei merkittävää haittaa);
- c) toteutetaan vähimmäistason suojatoimien mukaisesti (sosiaalinen kestävyys); ja
- d) täyttää komission delegoidulla asetuksella annetut tekniset arviointikriteerit.

Artiklan 9 mukaisia ympäristötavoitteita ovat: 1) ilmastonmuutoksen hillintä; 2) ilmastonmuutokseen sopeutuminen; 3) vesivarojen ja merten luonnonvarojen kestävä käyttö ja suojelu; 4) siirtyminen kiertotalouteen; 5) ympäristön pilaantumisen ehkäiseminen ja vähentäminen; 6) biologisen monimuotoisuuden ja ekosysteemien suojelu ja ennallistaminen. Artiklan 18 mukaiset vähimmäistason suojatoimet ovat OECD:n ja YK:n toimintaohjeiden ja periaatteiden mukaisia toimia ihmisoikeuksien vähimmäistason varmistamiseksi. Tähän sisältyi myös sosiaalinen ”ei merkittävää haittaa” -periaate, joka sisältyy asetuksen 2019/2088 artiklan 2 alakohtaan 17. Tämän artiklan mukaan toiminta ei saa aiheuttaa merkittävää haittaa millekään seuraavista: eriarvoisuuden torjunta, sosiaalinen yhteenkuuluvuus, yhteiskuntaan integroituminen, työmarkkinasuhteet, inhimillinen pääoma ja/tai panostukset taloudellisesti tai sosiaalisesti heikommassa asemassa oleviin yhteisöihin.

EU:n taksonomiasäätelyn katsottiin olevan pääasiassa yhdenmukainen kansainvälisten standardien kanssa, vaikkakin EU:n taksonomia sisältää huomattavasti yksityiskohtaisempia vaatimuksia verrattuna kaikkiin muihin

¹²⁰ Komission delegoitu asetus (EU) 2023/2485, annettu 27 päivänä kesäkuuta 2023, asetuksen (EU) 2021/2139 muuttamisesta vahvistamalla täydentäviä teknisiä arviointikriteereitä, joilla määritetään, millä edellytyksillä taloudellista toimintaa pidetään ilmastonmuutoksen hillintää tai ilmastonmuutokseen sopeutumista merkittävästi edistävänä ja aiheuttaako kyseinen taloudellinen toiminta merkittävää haittaa millekään muulle ympäristötavoitteelle C/2023/3850 EUVL L, 2023/2485, 21.11.2023; 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 C/2022/631 EUVL L 188, 15.7.2022, s. 1—45.

luokittelujärjestelmiin.¹²¹ Asetuksella 2021/2139 pyrittiin määrittämään taloudellinen toiminta, joka edistää merkittävästi ilmastonmuutoksen hillintää tai ilmastotavoitteeseen toteutumista. Asetuksessa tehtiin tämän perusteella hyvin tarkoitushakuisia valintoja, asetuksen ensimmäisessä versiossa käsiteltiin vain niitä toimialoja, joiden osuus kasvihuonekaasupäästöistä on suuri ja joilla on mahdollista saavuttaa merkittäviä päästövähennyksiä.¹²² Maataloudelle ei vahvistettu kriteereitä maatalouspolitiikan keskeneräisten neuvottelujen vuoksi, vaan nämä lykättiin tulevaisuuteen.¹²³ Asetus kattaa yhdeksän eri toimialaa, ja runsaasti niiden alatoimialoja: 1) Metsätalous, 2) Ympäristön suojeluun ja ennallistamiseen liittyvä toiminta, 3) Valmistus, 4) Energia, 5) Vesihuolto, viemäri- ja jätevesihuolto, jätehuolto ja muu ympäristön puhtaanapito, 6) Liikenne, 7) Rakennus- ja kiinteistöalan toiminta, 8) Informaatio ja viestintä, 9) Ammatillinen, tieteellinen ja tekninen toiminta.

Taksonomia-asetuksen yksi julkisuudessa merkittävästi kritiikkiä saanut kohta on 10(2) artikla, jonka mukaan myös kasvihuonekaasupäästöjä aiheuttavaa toimintaa voidaan pitää tietyin edellytyksin ilmastonmuutoksen hillintää merkittävästi edistävänä toimintana: 1) toiminnalla ei ole ei ole teknisesti ja taloudellisesti toteuttamiskelpoista vähähiilistä vaihtoehtoa, 2) se on linjassa EU:n 1,5 celsiusasteen tavoitteen kanssa, 3) sen kasvihuonekaasupäästötasot vastaavat alan tai toimialan parasta suorituskykyä, 4) se ei haittaa vähähiilisten vaihtoehtojen kehittämistä ja käyttöönottoa, 5) se ei aiheuta lukkiutumista hiili-intensiivisiin omaisuuseriin, kun otetaan huomioon kyseisten omaisuuserien taloudellinen elinkaari. Asetuksessa 2021/2139 tällaisiksi toiminnoiksi luettiin esimerkiksi sementin, alumiinin, raudan ja teräksen, hiilimustan, soodan, kloorin, orgaanisten petrokemikaalien, typpihapon ja muoviaineiden valmistus, rautateiden henkilökauliikenne ja tavaraliikenne, erilaiset liikennepalvelut ajoneuvoilla, tieliikenteen tavaraliikennepalvelut, sisävesi- ja meriliikenteen henkilö- ja tavarakuljetus, rakennusten korjaus sekä tietojenkäsittely ja palvelintilan vuokraus. Merkittävään osaan näistä toiminnoista sallittiin yhä suorien kasvihuonekaasupäästöjen aiheuttaminen, kunhan päästöt olivat tiettyjen raja-arvojen alla.

Vielä mahdollisesti enemmän julkisuudessa keskustelua herättänyt asetus oli asetus 2022/1214, jolla vahvistettiin tiettyjen energia-alan toimintojen luokittelu ilmastonmuutoksen hillintää edistäväksi. Ydinvoiman roolia kasvihuonekaasupäästöjä vähentävänä toimintana pidettiin selkeänä, mutta enemmän haasteita aiheutti sen suhde ”ei merkittävää haittaa” -periaatteeseen, erityisesti

¹²¹ *Zetsche – Bodellini – Consiglio* 2022.

¹²² Komission delegoitu asetus (EU) 2021/2139 perustelukappale 7.

¹²³ Komission delegoitu asetus (EU) 2021/2139 perustelukappale 14.

ydinjätteen osalta. Asetuksessa 2022/1214 tämä kuitenkin katsottiin kestäväksi, osin sillä perusteella, että hiilestä irtautumista ei pidetty mahdollisena ilman merkittäviä investointeja ydinvoimaan, mikä taas edellytti sen saamista kestävä rahoituksen piiriin.¹²⁴ Myös fossiilinen kaasu katsottiin välttämättömäksi siirtymäkauden polttoaineeksi hiilestä irtautumiseksi.¹²⁵ Tältä osin asetuksessa viitattiin lähinnä komission aiempiin tiedonantoihin. Tiedonannossa COM/2021/188 EU-komissio viittasi lähinnä EU-parlamentin, jäsenvaltioiden ja Neuvoston kannanottoihin siitä, että nykyinen luokittelujärjestelmä ei edistä riittävästi ilmastoneutraalisuuteen siirtymistä lähitulevaisuudessa, minkä vuoksi komissio päätyi harkitsemaan maakaasun sisällyttämistä kestävien toimintojen luokitteluun.¹²⁶ Myös tiedonannossa COM/2021/390 viitattiin pitkälti 11.12.2020 kokoontuneen Eurooppa-neuvoston päätelmiin, joissa tunnustettiin maakaasun rooli siirtymätoimintona.¹²⁷ Näiltä osin päätöslauselma¹²⁸ oli hyvin pelkistetty, kohdassa 14 mainittiin useita perusteluja sille, miksi EU:n tulisi kunnioittaa jäsenvaltioiden oikeutta valita itselleen kaikkein soveltuvin energiaportfolio ja tekniikat, huomioiden myös siirtymävaiheen tekniikat, kuten kaasu. Tätä perusteltiin useilla seikoilla: solidariteetti jäsenvaltioiden välillä, reiluus, EU:n kilpailukyky, kansalliset olosuhteet ja päästövähennyspotentiali, energiavarmuus sekä energian hinta kotitalouksille ja yrityksille. Kaasu oli ainoa yksittäinen energiantuotantomuoto, joka päätöslauselmassa mainittiin, mikä oli sinänsä jo vahva viesti.

Tämän lisäksi yritykset velvoitettiin asetuksen artiklalla 2 raportoimaan ydinvoiman ja fossiilisen kaasun osuuden niiden keskeisissä tulosindikaattoreissa. Tätä perusteltiin sillä, että näillä tiedoilla saattaa olla merkitystä sijoittajille.¹²⁹ Rahoitusmarkkinoilla onkin viitteitä siitä, että vihreä rahoitus suosisi nimenomaan uusiutuvaan energiaan investoivia yrityksiä, ja fossiilinen maakaasu olisi vasta toissijainen vaihtoehto.¹³⁰

¹²⁴ Komission delegoitu asetus (EU) 2022/1214 perustelukappale 10.

¹²⁵ Komission delegoitu asetus (EU) 2022/1214 perustelukappale 3.

¹²⁶ Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle EU:n kestävyysluokitusjärjestelmä, yritysten kestävyysraportointi, kestävyysmieltymykset luottamusvelvollisuudet: rahoituksen suunta kohti Euroopan vihreän kehityksen ohjelmaa COM/2021/188 final, s. 8.

¹²⁷ Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle Kestävään talouteen siirtymisen rahoitusstrategia COM/2021/390, s. 6.

¹²⁸ European Council meeting (10 and 11 December 2020) – Conclusions. EUCO 22/20 CO EUR 17 CONCL 8.

¹²⁹ Komission delegoitu asetus (EU) 2022/1214 perustelukappale 15.

¹³⁰ *Kosowski – Kosowska* 2021.

Vaikka maakaasu ja ydinvoima ovat kestävyuden näkökulmasta kritiikille alttiita polttoaineita, mahdollistettiin taksonomia-asetuksessa näiden luokittelu kestäväksi, ainakin siirtymäkaudella. Toki poiketen muista kestävästä toiminoista, nämä tulee esittää erikseen kestävyysraportoinnissa, jotta viime kädessä sijoittajat voivat tehdä omat johtopäätöksensä. Tältä osin on kuitenkin aiheellista korostaa, että taksonomia-asetus, ja sen nojalla annetut Komission asetukset muovaavat osin myös sijoittajien ja muiden sidosryhmien näkemystä tiettyjen toimintojen hyväksyttävyydestä, minkä vuoksi perustelu sijoittajien mahdollisuudesta tehdä lopullinen valinta ei ole täysin riidaton.¹³¹ Tämän lisäksi EU:n valtioneuvoston sääntelyä ollaan sovittamassa yhteen taksonomian kestävyysluokittelun kanssa.¹³² EU-politiikassa on vahva olettama, että valtiontukea tullaan käyttämään sellaiseen tavoitteeseen, mihin sitä sallitaan EU:n puolesta käytettävän.¹³³ Tästä syystä tietyn toiminnan luokittelu kestäväksi taksonomia-asetuksessa tai sen teknisissä kriteereissä tulee siis ohjaamaan myös julkisten varojen käyttöä.

Sosiaalisten ja hallintoasioiden osalta EU:n taksonomia-asetuksessa pääasiassa viitataan muiden kansainvälisten toimijoiden, kuten OECD:n, standardien vaatimuksiin.¹³⁴ Taksonomia-asetuksen perusteella raportoitavien seikkojen hyödyllisyys eri sidosryhmille sai vaihtelevan vastaanoton, koska asetus huomioi merkittävästi myös muita sidosryhmiä kuin pääomamarkkinoilla toimivia sijoittajia.¹³⁵ Taksonomiaa on kritisoitu siitä, että se ylikorostaa ympäristönäkökulmia muiden näkökulmien kustannuksella.¹³⁶ Toisaalta yhtenäisen luokittelujärjestelmän on nähty mahdollistavan sen, että erilaiset taloudellisin perustein sijoituksia tekevät institutionaaliset tahot, kuten eläkerahastot, voivat huomioida kestävyys- ja ympäristöasioita sijoitustoiminnassaan, mikä ennen on ollut mahdollista vain rajoitetusti.¹³⁷

Taksonomia-asetuksen “ei merkittävää haittaa” -periaate nähtiin merkityksellisenä, koska se vähensi monella tapaa ympäristöön liittyvien trade-offien hyväksyttävyyttä, koska talous- ja yhteiskunnallisilla näkökulmilla ei voitu aiheuttaa enää merkittävää ympäristöhaittaa ja kuvata toimintaa tästä huolimatta kestäväksi.¹³⁸ Periaatteen noudattaminen aiheutti jonkin verran epävarmuutta eri sidosryhmissä.¹³⁹ Periaate omaksuttiin myös ilmastotoimien, ympäristönsuojelun

¹³¹ Bond — Dusík 2022.

¹³² Jourdan-Andersen – Brunt 2022.

¹³³ Paukku 2020, s. 280–282.

¹³⁴ Zetzsche – Bodellini – Consiglio 2022.

¹³⁵ Moneva 2023.

¹³⁶ Zetzsche – Bodellini – Consiglio 2022.

¹³⁷ Tomassetti 2023; Paukku 2022, s. 65–87.

¹³⁸ Bond — Dusík 2022:98.

¹³⁹ Hilde ym. 2023.

ja energia-alan valtiontukisuuntaviivoihin¹⁴⁰ osana sen tarkastelua, miten tuen hyödyt ylittävät sen haitat.¹⁴¹ Toisaalta periaatetta kritisoitiin myös riittämättömänä sen yksityiskohtaisuuden vuoksi, koska merkittävä harmi määritettiin teknisissä kriteereissä hyvin tarkasti, minkä vuoksi monien harmia aiheuttavien toimintojen katsottiin jäävän sen ulkopuolelle.¹⁴²

3.3 CSR

Kestävyysraportointidirektiivin juuret ovat vuoden 2014 ei-taloudellisten tietojen direktiivissä. Yksi merkittävä muutos oli terminologinen muutos; enää ei puhuttu ei-taloudellisten tietojen raportoinnista, vaan raportoinnin nimi vaihtui suoraan kestävyysraportoinniksi.¹⁴³ Yhtenä perusteluna tälle oli, että ilmaisu luo harhakäsityksen siitä, että tiedoilla ei olisi taloudellista merkitystä, ja alalle oli vakiintunut termi ”kestävyysraportointi”.¹⁴⁴ Euroopan parlamentti antoi 2018 päätöslauselman, jossa todettiin, että tarvitaan yksityiskohtaisempaa ja avoimuuteen pakottavaa sääntelyä, jotta sijoittajat saavat tietoja sijoituskohteista, minkä lisäksi viherpesun torjuminen edellyttää pidemmälle menevää lainsäädäntöä.¹⁴⁵

Direktiivin keskeinen ero yritysten kannalta oli, että aikaisemmin noudatta tai selitä -periaatteen nojalla vapaaehtoisesti raportoitu informaatio muuttui nyt pakolliseksi.¹⁴⁶ Kestävyysraportointidirektiivi rakentuu vielä vahvemmin kaksinkertaisen olennaisuuden periaatteelle.¹⁴⁷ Kaksinkertaisen olennaisuuden tarvetta perusteltiin kahdella käyttäjäryhmällä: sijoittajilla ja sidosryhmillä, jotka tahtovat saada yritykset paremmin vastuuseen niiden vaikutuksista ihmisiin ja ympäristöön.¹⁴⁸ Direktiivillä muutettiin tilinpäätösdirektiivin 19a artiklaa siten, että yritysten tuli raportoida liiketoimintamallin ja -strategian resilienssi kestävyysseikkoihin liittyviin riskeihin nähden eli perinteinen olennaisuus, ja kuvaus siitä, miten yrityksen liiketoiminta ja tulevaisuuden suunnitelmat ovat

¹⁴⁰ Komission tiedonanto – Vuoden 2022 suuntaviivat ilmastotoimiin, ympäristönsuojeluun ja energia-alalle myönnettävälle valtiontuelle C/2022/481 EUVL C 80, 18.2.2022, s. 1–89.

¹⁴¹ Jourdan-Andersen – Brunt 2022.

¹⁴² Bernstein ym. 2023, s. 508-517.

¹⁴³ Primec – Belak 2022.

¹⁴⁴ Direktiivi 2022/2464, perustelukappale 8.

¹⁴⁵ Euroopan unionin virallinen lehti, C 76, 9. maaliskuuta 2020 s. 33.

¹⁴⁶ Primec – Belak 2022.

¹⁴⁷ Abhayawansa 2022.

¹⁴⁸ Direktiivi 2022/2464, perustelukappale 8.

yhteensopivia Pariisin ilmastopimuksen¹⁴⁹ tavoitteiden ja EU:n hiilineutraalisuustavoitteiden¹⁵⁰ kanssa. Pariisin ilmastopimuksen artiklan 2 mukainen sitoumus on rajata lämpeneminen 2 celsiusasteeseen verrattuna esiteolliseen aikaan ja sitoumus tavoitella lämpenemisen jäämistä vain 1,5 celsiusasteeseen. EU:n oma hiilineutraalisuustavoite on vahvistettu Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksella 2021/1119, jonka artikla 2 sisältää jäsenvaltioita sitovat velvoitteet vuoden 2050 nettonollapäästöistä. Tämän lisäksi asetuksen artiklassa 4 on välitavoitteita, 55 % vähennys kasvihuonekaasupäästöistä vuoden 1990 tasosta vuoden 2030 tasoon, ja Komissiolle asetettu velvoite määrittää vuoden 2040 välitavoite.

Kestävyysraportointidirektiivillä tilinpäätösdirektiiviin tehty 34 artiklan muutos teki kestävyysraportoinnin varmentamisesta pakollista. Artiklan perusteella yhteisön tilintarkastajan tai muun kestävyysraportin varmentajan on annettava tarvittaessa rajoitetun varmuuden antavan toimeksiannon perusteella lausunto siitä, noudatetaanko kestävyysraportoinnissa direktiivin ja sen perusteella hyväksytyyn standardin vaatimuksia. Talous- ja raha-asioiden valiokunta korosti lausunnossaan sen laajemmin asiaa perustelematta, että lakisääteisten tilintarkastajien toimiminen myös kestävyysraportoinnin varmentajana tulisi mahdollistaa.¹⁵¹

Direktiivi lisäsi myös sosiaalisten seikkojen raportointivelvoitteita. Toisaalta useiden valmisteluun osallistuneiden valiokuntien mielestä näitä ei otettu huomioon tarpeeksi.¹⁵² Kestävyysraportointistandardeja käsittelevän tilinpäätösdirektiiviin lisätyn 29b artiklan kohdan (2)(b) perusteella myös useita yhdenvertaisuuteen, häirintään, työoloihin, yhdistymisvapauteen, ihmisoikeuksiin, perusvapauksiin, demokratian periaatteisiin, YK:n ihmisoikeusasiakirjoihin

¹⁴⁹ Ilmastonmuutosta koskevan Yhdistyneiden kansakuntien puitesopimuksen nojalla 12 päivänä joulukuuta 2015 hyväksytyn Pariisin sopimuksen hyväksytyt valtioneuvoston asetuksella 76/2016.

¹⁵⁰ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2021/1119, annettu 30 päivänä kesäkuuta 2021, puitteiden vahvistamisesta ilmastoneutraaliuden saavuttamiseksi sekä asetusten (EY) N:o 401/2009 ja (EU) 2018/1999 muuttamisesta (eurooppalainen ilmastolaki) (EUVL L 243, 9.7.2021, s. 1).

¹⁵¹ Lausunto talous- ja raha-asioiden valiokunnalta oikeudellisten asioiden valiokunnalle ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi direktiivin 2013/34/EU, direktiivin 2004/109/EY, direktiivin 2006/43/EY ja asetuksen (EU) N:o 537/2014 muuttamisesta yritysten kestävyysraportoinnin osalta (COM(2021)0189 - C9-0147/2021 - 2021/0104(COD)) AD/2022/700636, kohta 56.

¹⁵² Lausunto naisten oikeuksien ja sukupuolten tasa-arvon valiokunnalta oikeudellisten asioiden valiokunnalle ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi direktiivin 2013/34/EU, direktiivin 2004/109/EY, direktiivin 2006/43/EY ja asetuksen (EU) N:o 537/2014 muuttamisesta yritysten kestävyysraportoinnin osalta (COM(2021)0189 - C9-0147/2021 - 2021/0104(COD)) AD/2022/700408, s. 1; Lausunto AD/2022/700718.

ja Kansainvälisen työjärjestön asiakirjoihin kuuluvia seikkoja tuli ottaa huomioon raportointistandardeissa. Merkittävä osa näistä velvoitteista lisättiin EU-parlamentin työllisyyden ja sosiaaliasioiden valiokunnan muutosehdotusten perusteella, vaikka esitys sisälsi jo ennen muutosehdotuksia useita raportointivelvollisuuksia sosiaalisten asioiden osalta.¹⁵³

Kuten aiemmin peliteorian yhteydessä todettiin, kestävyysinformaation varmentaminen on keskeisessä roolissa tarkasteltaessa sen käytettävyyttä. Signaalointiteoria olikin yksi pääasiallisista tutkimussuuntauksista, joiden lähtökohdista vuoden 2014 direktiivin kritiikkiä rakennettiin.¹⁵⁴ Tämä tiedostettiin myös kestävyysraportointidirektiivin valmistelutöissä jolloin todettiin, että kestävyysraportointitietojen luotettava varmentaminen on erityisen tärkeää tiedon käyttäjille. Varmentamisen merkitys nähtiin erityisesti kaksinkertaisen laskennan ja viherpesun välttämiseksi.¹⁵⁵ Jo aiemmin sidosryhmät olivat nähneet varmentamisen tärkeänä.¹⁵⁶ Laajan kirjallisuuskatsauksen perusteella merkittävä osa aiemman kirjallisuuden politiikkasuosituksista otettiin huomioon direktiivin laadinnassa, tosin tämän katsauksen rajoituksena on, että suurin osa tutkimuksista ei sisällä selkeitä politiikkasuosituksia.¹⁵⁷

Suomessa kestävyysraportointidirektiivi pantiin täytäntöön 21.12.2023 hyväksytyillä muutoksilla kirjanpitolakiin (1336/1997 alkuperäinen, muutos 1249/2023), tilintarkastuslakiin (1141/2015 alkuperäinen, muutos 1250/2023), osakeyhtiölakiin (624/2006 alkuperäinen, muutos 1252/2023), osuuskuntalakiin (421/2013 alkuperäinen, muutos 1253/2023). Kirjanpitolain muutos oli merkittävin: vanha ei-taloudellisten tietojen julkistamista käsitellyt 3a-luku kumottiin, ja lakiin lisättiin uusi 7 luku otsikolla ”kestävyysraportti”. Kirjanpitolain osalta muutos vastaa pitkälti direktiivin sisällön kirjoittamista uudestaan kotimaisen lainsäädännön vaatimaan muotoon, eikä sisällä juurikaan itsenäisiä muutoksia.

Sääntelyn ulottaminen osuuskuntiin oli kansallinen valinta, direktiivi ei edellyttänyt muiden kuin osakeyhtiöiden ottamista soveltamisalaan, mutta yhdenmukaisuuden vuoksi Suomessa tahdottiin ulottaa sääntely myös osuuskuntiin.¹⁵⁸ Perusteluna tälle käytettiin yhtiöoikeudellista neutraliteettiperiaatetta, jonka mukaan samanlaista toimintaa harjoittavia tahoja kohdellaan samalla tavalla oikeudellisesta muodosta riippumatta.¹⁵⁹ Tässä yhteydessä tehtiin kuitenkin

¹⁵³ Lausunto (COM(2021)0189 - C9-0147/2021 - 2021/0104(COD)).

¹⁵⁴ *Michalak – Staszkiwicz – Waniak-Michalak* 2023.

¹⁵⁵ Direktiivi 2022/2464, perustelukappale 13.

¹⁵⁶ *Vander Bauwhede — Van Cauwenberge* 2022.

¹⁵⁷ *Michalak – Staszkiwicz – Waniak-Michalak* 2023.

¹⁵⁸ HE 20/2023 vp Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi kirjanpitolain ja tilintarkastuslain muuttamisesta sekä eräiksi niihin liittyviksi laeiksi, s. 14.

¹⁵⁹ HE 20/2023 vp, s. 14-15.

kin valinta suojata alkutuotantoa lisäkustannuksilta tarjoamalla mahdollisuus jättäytyä kestävyysraportointisääntelyn ulkopuolelle.¹⁶⁰

Osakeyhtiölaista taas muutettiin 6-luvun 16-alkuisia pykälää siten, että pörssiyhtiöiden ja muiden yleisen edun kannalta merkittävien yhtiöiden hallituksen ja tarkastusvaliokunnan velvoitteet ulotettiin kattamaan myös kestävyysraportoinnin laatimista. Tältä osin tehtiin kansallinen valinta ulottaa vastuu hallitukselle kollektiivina eikä sen alaiseen elimeen, kun kestävyysraportointidirektiivillä muutetut artiklat 39(4) ja 39(6) mahdollistaisivat, että kestävyysraportointiin ja kestävyysraportoinnin varmentamiseen liittyvät tehtävät suorittaa hallinto- tai valvontaelin eli kotimaisessa osakeyhtiössä kokonaisuutena tai hallinto- tai valvontaelimen perustama erityinen elin eli Suomessa tarkastusvaliokunta. Tältä osin Suomessa aiemmin valittu sääntelyrakenne oli asettaa vastuu lähtökohtaisesti hallitukselle ja korostaa tarkastusvaliokunnan roolia elimenä, jolla ei ole itsenäistä päätöksentekovaltaa.¹⁶¹ Tämän lisäksi lukuun 7 lisättiin 6 a §:llä erityinen velvollisuus valita kestävyysraportointitarkastaja niissä yhtiöissä, joihin tulee kirjanpitolain mukaan valita kestävyysraportointitarkastaja.

4 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tässä katsauksessa oli kaksi tutkimuskysymystä. Ensimmäinen niistä oli ”*Mitkä ovat raportointisääntelyn kannalta keskeisiä seikkoja vihreän rahoituksen edistämisessä?*”. Rahoittajien näkökulmaa tarkastellessa keskeisessä roolissa on kaksi seikkaa. Ensimmäinen niistä on akateemisessa tutkimuksessa riidattomampi havainto siitä, että on runsaasti sijoittajia, jotka tahtovat painottaa vihreyttä ja kestävyyttä sijoituspäätöksissään. Tämän vuoksi markkinoilla on myös merkittävä määrä pääomia, joita voidaan sijoittaa muiden sijoituskohteiden sijasta vihreämpiin ja kestävämpiin kohteisiin. Tämän rahoituksen kohdistumisen esteitä on tutkittu runsaasti aiemmassa akateemisessa tutkimuksessa. Merkittävin este on sijoituskohteen ja sijoittajan välinen informaatioepäsymmetria, mikä johtaa siihen, että sijoittajat eivät voi tietää, kuinka vihreitä sijoituskohteet tosiasiaissa ovat.

Erilainen vapaaehtoinen kestävyys- ja ympäristöraportointi ei ole merkittävästi parantanut tilannetta. Syitä tähän on kuvattu erilaisilla liiketaloustieteellisillä menetelmillä, erityisesti peliteoreettisilla, kvantitatiivisilla ja kvalitatiivisilla. Perussyö ongelmaan on, että koska vihreisiin ja kestäviin sijoituskohteisiin on saatavilla rahoitusta enemmän ja paremmilla ehdoilla kuin taloudellisilta

¹⁶⁰ HE 20/2023 vp, s. 14–15.

¹⁶¹ HE 20/2023 vp, s. 45–46.

ominaisuuksiltaan vastaaviin ei-vihreisiin ja ei-kestäviin, sijoituskohteelle on kannattavaa yrittää vakuuttaa sijoittajia omasta vihreydestään ja kestävydestään. Sijoituskohteet voivat päättää itse mitä raportoivat, ja tähän asti sijoittajaviestinnän sääntelyssä on keskitytty lähinnä totuusarvoltaan väärin yksittäisten väittämien kieltämiseen.

Toinen vihreän rahoituksen kannalta merkittävä seikka on, että kestävyys- ja ympäristöasiat vaikuttavat sijoituskohteiden tuottoon. Empiiristen tutkimusten perusteella on kiistanalaista, tuottavatko vihreät ja kestävät sijoituskohteet paremmin. Merkittävä osa tutkimuksista puoltaa sitä, että näihin liittyy vähemmän tiettyjä riskejä, mutta toisaalta toiset riskit vaikuttaisivat korostuvan. Vihreiden ja kestävien sijoituskohteiden tuottoon vaikuttaa alentavasti myös se, että monet sijoittajat ovat valmiita maksamaan enemmän kestävämmistä ja vihreämmistä sijoituskohteista, mikä taas vähentää niiden tuottoa.

Toinen tarkasteltava tutkimuskysymys oli, ”*Miten EU:n taksonomia-asetus ja kestävyysraportointidirektiivi suhtautuvat näihin keskeisiin seikkoihin?*”. Tutkimuskysymystä on selkein lähestyä vuoden 2014 ei-taloudellisten tietojen direktiivin kautta. Tällöin luotiin ensimmäinen laajempi pakottava järjestelmä ympäristö- ja kestävyystietojen raportointiin. Järjestelmä jäi kuitenkin vajaaksi useista syistä, jotka korostavat kestävyysraportoinnin ongelmia. Ensimmäinen näistä oli noudata tai selitä -periaate, joka mahdollisti sen, että yritykset saattoivat jättää joitain seikkoja raportoimatta oman harkintansa mukaan. Tämä mahdollisti sen ilmiön jatkumisen, että yritykset jättivät raportoimatta itselleen epäedullisia seikkoja. Toinen ongelma oli raportointikehyksen puute. Yritykset pystyivät raportoimaan seikkoja haluamallaan tavalla, mikä mahdollisti sekä itselle edullisten seikkojen ylikorostamisen että esti tehokkaan vertailun yritysten välillä.

Näihin ongelmiin pyrittiin puuttumaan ensin taksonomia-asetuksella. Asetus loi ensimmäisen kriteeristön siitä, milloin jokin toiminta pystyttiin luokittelemaan kestäväksi. Asetuksella on toistaiseksi vahvistettu ilmastomuutokseen ja ympäristöön liittyviä kriteeristöjä. Asetuksen luoma kriteeristö vaikuttaa erityisesti rahavirtojen ohjailuun isossa mittakaavassa ja instituutioiden tasolla. Taksonomia-asetuksen nähtiin vaikuttavan erityisesti vihreiden velkakirjojen markkinoilla, mutta vaikutukset nähtiin merkittävänä myös suorissa sijoituksissa. Taksonomia-asetuksen yksi keskeinen kritiikki on, että se painottuu liiaksi ympäristöseikkoihin muiden kestävyuden osatekijöiden kustannuksella. Myös kestävyysraportointidirektiivin valmistelussa esitettiin runsaasti samaa kritiikkiä, mikä vaikutti myös sen valmistelussa siten, että direktiivin johdanto-osassa ja myös itse direktiivin tekstissä painotettiin aiempaa enemmän muita kestävyysosatekijöitä.

Kestävyysraportointidirektiivi poikkeaa merkittävästi aikaisemmasta tilinpäätösraportoinnista. Aikaisemmin myös ei-taloudellisten raporttien käyttäjäryhmänä on pidetty nimenomaisesti sijoittajia ja rahoittajia, jotka tekevät sijoituskohdetta koskevia taloudellisia päätöksiä raportoinnin perusteella. Tällöin riittäväksi on katsottu niin sanottu yksinkertainen olennaisuus, jolla yritys raportoi itseensä ja toimintaansa liittyviä merkittäviä kestävyysseikkoja. EU:n uudemmassa kestävyysraportointisääntelyssä on kuitenkin kiinnitetty huomiota myös muihin sidosryhmiin, kuten kansalaisjärjestöihin, ammattiliittoihin, alkuperäiskansoihin ja paikallishallintoihin, joita ei perinteisesti ole pidetty tilinpäätösraportoinnin käyttäjinä. Tavoitetta kuvattiin politiikkatasolla ilmaisulla ”mahdollistaa yritysten ympäristövastuun toteuttaminen”. Käytännössä tarkoituksena olikin mahdollistaa raportointisääntelyn laajentaminen siten, että ulkopuoliset tahot voisivat vaikuttaa yrityksen ympäristövastuuasioihin erilaisilla vaikuttamiskeinoilla. Tämä on merkittävä ero aiempaan sääntelyyn, ja tämä saattaa olla myös raportointisääntelyä tulevaisuudessa ohjaava seikka.

LÄHTEET

- Abhayawansa, Subhash*: Swimming against the tide: back to single materiality for sustainability reporting. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal* (Print) 13(6) 2022, s. 1361–1385.
- Ahlström, Hanna – Monciardini, David*: The regulatory dynamics of sustainable finance: paradoxical success and limitations of EU reforms. *Journal of Business Ethics* 177(1) 2022, s. 193–212.
- Alamillos, Rocío Redondo – Frédéric Rozeira de Mariz*: How can European regulation on ESG impact business globally? *Journal of Risk and Financial Management* 15(7) 2022, s. 1–19.
- Allevi, Elisabetta – Basso, Antonella – Bonenti, F. – Oggioni, Giorgia – Riccardi, Rossanna*: Measuring the Environmental Performance of Green SRI Funds: A DEA approach. *Energy Economics* 79/2019, s. 32–44.
- Balcerzak, Adam P. – MacGregor, Robert Kenyon – MacGregor Pelikánová, Radka – Rogalska, Elżbieta – Szostek, Dawid*: The EU regulation of sustainable investment: the end of sustainability trade-offs? *Entrepreneurial Business and Economics Review* 11, no. 1 (2023): 199-212. (Balcerzak ym. 2023)
- Bassen, Alexander – Shu, Hao – Tan, Weiqiang*: Green revenues and stock returns: cross-market evidence. *Finance Research Letters* 52/2023, s. 103550.
- Beretta, Valentina – Demartini, Maria Chiara – Sott, Francesco*: Board composition and textual attributes of non-financial disclosure in the banking sector: evidence from the Italian setting after directive 2014/95/EU. *Journal of Cleaner Production* 385 (2023): 135561.
- Bernstein, Michael J. – Franssen, Thomas – Smith, Robert D. J. – de Wilde, Mandy*: The European commission's green deal is an opportunity to rethink harmful practices of research and innovation policy. *Ambio* 52(3) 2023, s. 508–517.
- Bhutta, Umair Saeed – Tariq, Adeel – Farrukh, Muhammad – Raza, Ali – Iqbal, Muhammad Khalid*: Green bonds for sustainable development: review of literature on development and impact of green bonds. *Technological Forecasting & Social Change* 175/2022, s. 12.
- Bingler, Julia Anna – Kraus, Mathias – Leippold, Markus – Webersinke, Nicolas*: Cheap talk and cherry-picking: what ClimateBert has to say on corporate climate risk disclosures. *Finance Research Letters* 47/2022, s. 102776.
- Bond, Shaun A. – Devine, Avis*: Certification matters: is green talk cheap talk? *The Journal of Real Estate Finance and Economics* 52(2) 2016, s. 117–140.
- Camodeca, Renato – Almici, Alex – Sagliaschi, Umberto*: Sustainability disclosure in integrated reporting: does it matter to investors? a cheap talk approach. *Sustainability* (Basel, Switzerland) 10(12) 2018, s. 4393.
- Candelon, Bertrand – Hasse, Jean-Baptiste – Lajaunie, Quentin*: ESG-Washing in the mutual funds industry? from information asymmetry to regulation. *Risks* (Basel) 9(11) 2021, s. 1–23.
- Caputo, Fabio – Leopizzi, Rossella – Pizzi, Simone – Milone, Virginia*: The non-financial reporting harmonization in Europe: evolutionary pathways related to the transposition of the directive 95/2014/EU within the Italian context. *Sustainability* (Basel, Switzerland) 12(1) 2020, s. 1–13.

- Caputo, Fabio — Pizzi, Simone — Ligorio, Lorenzo — Leopizzi, Rossella*: Enhancing environmental information transparency through corporate social responsibility reporting regulation. *Business Strategy and the Environment* 30(8) 2021, s. 3470–3484.
- Cerrato, Davide – Ferrando, Tomaso*: The financialization of civil society activism: sustainable finance, non-financial disclosure and the shrinking space for engagement. *Accounting, Economics, and Law* 10(2) 2020.
- Christensen, Hans B. – Hail, Lutz – Leuz, Christian*: Mandatory CSR and sustainability reporting: economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies* 26(3) 2021, s. 1176–1248.
- Chiu, Iris H-Y*: The EU Sustainable finance agenda: developing governance for double materiality in sustainability metrics. *European Business Organization Law Review* 23(1) 2022, s. 87–23.
- Conea, Alina Mihaela*: EU taxonomy: qualifying as green. *Lex Et Scientia* XXIX 2/2022, s. 26–39.
- D’Amico, Eugenio — Coluccia, Daniela — Fontana, Stefano — Solimene, Silvia*: Factors influencing corporate environmental disclosure. *Business Strategy and the Environment* 25(3) 2016, s. 178–192.
- Dusík, Jiří — Bond, Alan*: Environmental assessments and sustainable finance frameworks: will the EU taxonomy change the mindset over the contribution of EIA to sustainable development? *Impact Assessment and Project Appraisal* 40(2) 2022, s. 90–98.
- Esposito, Lorenzo — Mastromatteo, Giuseppe — Molocchi, Andrea*: Extending ‘environment-risk weighted assets’: EU taxonomy and banking supervision. *Journal of Sustainable Finance & Investment* 11(3) 2021, s. 214–232.
- Falkenberg, Christof — Schneeberger, Carina — Poechtrager, Siegfried*: Is sustainability reporting promoting a circular economy? analysis of companies’ sustainability reports in the agri-food sector in the scope of corporate sustainability reporting directive and EU taxonomy regulation. *Sustainability (Basel, Switzerland)* 15(9) 2023, s. 7498.
- Farrell, Joseph – Rabin, Matthew*: Cheap talk. *Journal of Economic perspectives* 10.3/1996, s. 103–118.
- Fiandrino, Simona – Gromis di Trana, Melchior – Tonelli, Alberto – Lucchese, Antonella*: The multi-faceted dimensions for the disclosure quality of non-financial information in revising directive 2014/95/EU. *Journal of Applied Accounting Research* 23(1) 2022, s. 274–300.
- Gebhardt, Maria – Schneider, Anne – Seefloth, Marcel – Zülch, Henning*: Institutional investors’ information needs in the context of the sustainable finance disclosure regulation (EU/2019/2088): the implications for companies’ sustainability reporting. *Journal of Applied Accounting Research* 2023.
- Fiskerstrand, Sondre R. – Fjeldavli, Susanne – Leirvik, Thomas – Antoniuk, Yevheniia – Nenadić, Oleg*: Sustainable investments in the Norwegian stock market. *Journal of Sustainable Finance & Investment* 10(3) 2020, s. 294–310.
- Flammer, Caroline*: Corporate green bonds. *Journal of Financial Economics* 142(2) 2021, s. 499–516.

- Guermond, Vincent – Iskander, Dalia – Michiels, Sébastien – Brickell, Katherine – Fay, Gráinne – Ly Vouch, Long – Natarajan, Nithya – Parsons, Laurie – Picchioni, Fiorella – Green, W. Nathan:* Depleted by debt: “green” microfinance, over-indebtedness, and social reproduction in climate-vulnerable Cambodia. *Antipode* 2023.
- Hartzmark, Samuel M. – Sussman, Abigail B.:* Do investors value sustainability? A natural experiment examining ranking and fund flows. *The Journal of Finance* 74.6/2019, s. 2789–2837.
- Hassan, Aminu:* Does Clean energy financial market reflect carbon transition risks? evidence from the NASDAQ clean energy stock volatility. *Journal of Sustainable Finance & Investment* 2022, s. 1–19.
- Jakubik, Petr – Uguz, Sibel:* Impact of green bond policies on insurers: evidence from the European equity market. *Journal of Economics and Finance* 45(2)/2021, s. 381–393.
- Jourdan-Andersen, Birgitte – Brunt, Astrid Skjønborg:* State aid (CEEAG) and taxonomy: two novel pieces of legislation at the heart of Europe’s green transition. *European State Aid Law Quarterly* 21(3) 2022, s. 266–277.
- Kim, Eun-Hee – Lyon, Thomas P.:* Greenwash Vs. brownwash: exaggeration and undue modesty in corporate sustainability disclosure. *Organization Science (Providence, R.I.)* 26(3)/2015, s. 705–723.
- Kleffel, Philipp – Muck, Matthias:* Aggregate confusion or inner conflict? an experimental analysis of investors’ reaction to greenwashing. *Finance Research Letters* 53/2023, s. 103421.
- Komarnicka, Anna – Komarnicki, Michał:* Challenges in the EU banking sector as exemplified by Poland in view of legislative changes related to climate crisis prevention. *Energies (Basel)* 15(3) 2022, s. 699.
- Kosowski, Piotr – Kosowska, Katarzyna:* Valuation of energy security for natural gas—European Example. *Energies (Basel)* 14(9) 2021, s. 2678.
- Kozłowski, Anika – Searcy, Cory – Bardecki, Michał:* Corporate sustainability reporting in the apparel industry an analysis of indicators disclosed. *International Journal of Productivity and Performance Management* 64(3) 2015, s. 377–397.
- Krasodomska, Joanna — Zarzycka, Ewelina — Zieniuk, Paweł:* Voluntary sustainability reporting assurance in the European union before the advent of the corporate sustainability reporting directive: the country and firm-level impact of sustainable development goals. *Sustainable Development (Bradford, West Yorkshire, England)* 2023.
- Kumar, Satish – Sureka, Riya – Lim, Weng Marc – Mangla, Sachin Kumar – Goyal, Nisha:* *What do we know about business strategy and environmental research? insights from business strategy and the environment.* *Business Strategy and the Environment* 30(8)/2021, s. 3454–3469.
- Laskin, Alexander V. – Nesova, Natalya Mikhailovna:* The language of optimism in corporate sustainability reports: a computerized content analysis. *Business and Professional Communication Quarterly* 85(1)/2022, s. 80–98.
- Lee, Chi-Chuan – Lee, Chien-Chiang:* How does green finance affect green total factor productivity? evidence from China. *Energy Economics* 107/2022, s. 105863.
- Lyon, Thomas P. – Montgomery, A. Wren:* *The means and end of greenwash.* *Organization & Environment* 28(2) 2015, s. 223–249.

- Marcacci, Antonio*: Global finance and the anthropocene: regulatory shifts and prospective effects. *European Business Law Review* 34(4) 2023, s. 619–664.
- Michalak, Jan — Staszkiwicz, Piotr — Waniak-Michalak, Halina*: Is academic recommendation translated into the European union corporate sustainability reporting directive proposal? *Journal of Cleaner Production* 412/2023, s. 137186.
- Martini, Mireille*: Developing sustainable finance definitions and taxonomies. OECD, 2020.
- Moneva, José M. — Scarpellini, Sabina — Aranda-Usón, Alfonso — Alvarez Etxeberria, Igor*: Sustainability reporting in view of the European sustainable finance taxonomy: is the financial sector ready to disclose circular economy? *Corporate Social-responsibility and Environmental Management* 30(3) 2023, s. 1336–1347.
- Naeem, Muhammad Abubakr — Karim, Sitara — Rabbani, Mustafa Raza — Bashar, Abu — Kumar, Satish*: Current state and future directions of green and sustainable finance: a bibliometric analysis. *Qualitative Research in Financial Markets* 15(4) 2023, s. 608–629.
- Ng, Artie W. — Yorke, Sally Mingle — Nathwani, Jatin*: Enforcing double materiality in global sustainability reporting for developing economies: reflection on Ghana’s oil exploration and mining sectors. *Sustainability (Basel, Switzerland)* 14(16) 2022, s. 9988.
- Nguyen, Ngoc Minh — Luu, Nguyen Hanh — Hoang, Anh — Nguyen, Mai Thi Ngoc*: Environmental impacts of green bonds in cross-countries analysis: a moderating effect of institutional quality. *Journal of Financial Economic Policy* 15(4/5) 2023, s. 313–336.
- Ottenstein, Philipp — Erben, Saskia — Jost, Sébastien — Weuster, Carl William — Zülch, Henning*: From voluntarism to regulation: effects of directive 2014/95/EU on sustainability reporting in the EU. *Journal of Applied Accounting Research* 23(1) 2022, s. 55–98.
- Paccas, Alessio M.*: Will the EU taxonomy regulation foster sustainable corporate governance? *Sustainability (Basel, Switzerland)* 13(21) 2021, s. 12316.
- Paukku, Eelis*: Euroopan unionin politiikan ja tukikilpailun vaikutus valtiontukisääntelyyn. Väitöskirja. *Acta electronica Universitatis Lapponiensis*, 2020.
- Paukku, Eelis*: EU:n kestävä rahoituksen taksonomian potentiaali kestävä sijoittamisen edistäjänä Suomessa. *Liikejuridiikka* 1/2022 s. 65–87.
- Peattie, Ken*: Golden goose or wild goose? the hunt for the green consumer. *Business Strategy and the Environment* 10(4) 2001, s. 187–199.
- Pineiro-Chousa, Juan — Vizcaíno-González, Marcos — López-Cabarcos, M.*: Reputation, game theory and entrepreneurial sustainability. *Sustainability (Basel, Switzerland)* 8(11) 2016, s. 1196.
- Pizzi, Simone — Venturelli, Andrea — Caputo, Fabio*: The “comply-or-explain” principle in Directive 95/2014/EU. A rhetorical analysis of Italian PIEs. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal (Print)* 12(1) 2021, s. 30-50.
- Pizzi, Simone — Del Baldo, Mara — Caputo, Fabio — Venturelli, Andrea*: Voluntary disclosure of sustainable development goals in mandatory non-financial reports: the moderating role of cultural dimension. *Journal of International Financial Management & Accounting* 33(1) 2022, s. 83–106.

- Primec, Andreja — Belak, Jernej*: Sustainable CSR: legal and managerial demands of the new EU legislation (CSRD) for the future corporate governance practices. *Sustainability (Basel, Switzerland)* 14(24) 2022, s. 16648.
- Radhouane, Ikram – Nekhili, Mehdi – Nagati, Haithem – Paché, Gilles*: The impact of corporate environmental reporting on customer-related performance and market value. *Management Decision* 56(7) 2018, s. 1630–1659
- Raith, Dirk*: The contest for materiality. what counts as CSR? *Journal of Applied Accounting Research* 24(1) 2023, s. 134–148.
- Rajavuori, Mikko – Turtiainen, Matti*: Kestävä rahoitus ja sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuudet: kestävyysmieltymykset osana soveltuvuusarviota. *Liikejuridiikka* 3/2021, s. 85–109.
- Ryan, Chan*: Ensuring impactful performance in green bonds and sustainability-linked loans. *Adelaide Law Review*, 42(1) 2021, s. 221–258.
- Slootweg, Roel*: Response to Dusík and Bond. *Impact Assessment and Project Appraisal* 40(2) 2022, s. 99–101.
- Song, Hua – Yu, Kangkang – Zhang, Songbo*: Green procurement, stakeholder satisfaction and operational performance. *The International Journal of Logistics Management* 28(4) 2017, s. 1054–1077.
- Starks, Laura T.*: Presidential address: sustainable finance and ESG issues—value versus values. *The Journal of Finance (New York)* 78(4) 2023, s. 1837–1872.
- Stefanescu, Cristina Alexandrina*: Linking sustainability and non-financial reporting directive 2014/95/EU through isomorphism lens. *Meditari Accountancy Research* 30(6) 2022, s. 1680–1704.
- Tatomir, Mirel – Dreyer, Johannes K. – Sund, Kristian J. – Yu, Jiang*: WARM-GLOW Investing and the Greenwashing Hypothesis. *Journal of Cleaner Production* 419/2023, s. 138229.
- Tomassetti, Paolo*: Between stakeholders and shareholders: pension funds and labour solidarity in the age of sustainability. *European Labour Law Journal* 14(1) 2023, s. 73–91.
- Tran, Quyen Ha*: The impact of green finance, economic growth and energy usage on CO2 emission in Vietnam – a multivariate time series analysis. *China Finance Review International* 12(2) 2022, s. 280–296.
- Vander Bauwhede, Heidi – Van Cauwenberge, Philippe*: Determinants and value relevance of voluntary assurance of sustainability reports in a mandatory reporting context: evidence from Europe. *Sustainability (Basel, Switzerland)* 14(15)/2022, s. 9795.
- Wang, Nedopil – Larsen, Christoph Mathias Lund – Wang, Y.*: Addressing the missing linkage in sustainable finance: the SDG finance taxonomy. *Journal of Sustainable Finance & Investment* 12(2) 2022, s. 630–637.
- Zetsche, Dirk A. – Bodellini, Marco – Consiglio, Roberta*: The EU sustainable finance framework in light of international standards. *Journal of International Economic Law* 25(4) 2022, s. 659–679.
- Zerbib, Olivier David*: The effect of pro-environmental preferences on bond prices: evidence from green bonds. *Journal of Banking & Finance* 98/2019, s. 39–60.
- Zhang, Dayong – Zhang, Zhiwei – Managi, Shunsuke*: A bibliometric analysis on green finance: current status, development, and future directions. *Finance Research Letters* 29/2019, s. 425–430.