

**KESTÄVYYSRAPORTOINTISÄÄNTELYN TARKOITUKSEN  
MUKAISUUS ARVOPAPERIMARKKINAOIKEUDEL-  
LISESTA NÄKÖKULMASTA**

Helsingin yliopisto

Oikeustieteellinen tiedekunta

Moderni yhtiö- ja arvopaperimarkki-  
naoikeus

Oikeustieteen maisterin tutkielma

10.8.2021

Tiina Jääskeläinen

014815579

Seppo Villa

# TIIVISTELMÄ

**Tiedekunta:** Oikeustieteen tiedekunta

**Koulutusohjelma:** Oikeustieteen maisterin koulutusohjelma

**Opintosuunta:** Kauppaoikeus

**Tekijä:** Tiina Jääskeläinen

**Työn nimi:** Kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuus arvopaperimarkkinaoikeudellisesta näkökulmasta

**Työn laji:** Oikeustieteen maisterin tutkielma

**Kuukausi ja vuosi:** Elokuu 2021

**Sivumäärä:** xxxii + 69

**Avainsanat:** Arvopaperimarkkinaoikeus, tiedonantovelvollisuus, ESG, kestävyys, sääntelyteoria, regulaatioteoria, oikeustaloustiede, kestävä rahoitus, yritysvastuu, kestävyys, tehokkaat arvopaperimarkkinat, kestävyysraportointi, kestävyystiedot

**Ohjaaja tai ohjaajat:** Seppo Villa

**Säilytyspaikka:** Helsingin yliopiston kirjasto

**Muita tietoja:**

## Tiivistelmä

Tutkielman tarkoituksena on selvittää, minkälaista kestävyysraportointisääntelyn tulisi olla, jotta se olisi mahdollisimman tarkoituksenmukaista. Sääntelystandardeina käytetään sääntelyn vaikuttavuutta ja kustannustehokkuutta. Tutkielmassa tarkastellaan muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia koskevaa direktiiviä (2014/95/EU) ja Euroopan komission keväällä 2021 antamaa ehdotusta direktiiviksi yritysten kestävyysraportoinnista (KOM(2021) 189 lopll.).

Kestävyysraportoinnin tarkoituksenmukaisuutta arvioidaan edistävän yhdenmukaisuus arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedonantosääntelyn kanssa. Näkemystä tukee myös esitetty *de lege lata* -tulkinta. Kestävyysraportointisääntelyn tarkkarajainen tarkastelu osoittaa sen, että kestävyystietojen sääntely on arvopaperimarkkinaoikeudesta poikkeavaa. Sääntelyä leimaa ensinnäkin joustavuus, jonka arvioidaan heikentävän sääntelyn tarkoituksenmukaisuutta. Euroopan komission direktiiviehdotuksessa esitetty tarkkarajaisen ja pakottavan sääntelyn katsotaan kuitenkin edistävän kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuutta.

Toisekseen julkistettavien kestävyystietojen sääntely eroaa arvopaperimarkkinaoikeudellisesta tiedonantosääntelystä, minkä arvioidaan johtavan sääntelyn sivuvaikutuksiin, jotka heikentävät paitsi kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuutta myös arvopaperimarkkinoiden toimintaedellytyksiä. Kestävyysraportointisääntelyssä sovellettava olennaisuuden käsite on laajempi kuin arvopaperimarkkinaoikeudessa, minkä arvioidaan lisäävän informaation määrää markkinoilla. Kestävyysraportointisääntely velvoittaa antamaan tulevaisuuteen suuntautuvia kestävyystietoja. Lainsäätäjä ei ole kuitenkaan edellyttänyt tietojen täsmällisyyttä, mikä kasvattaa riskiä harhaanjohtavasta tiedottamisesta. Tutkielmassa esitetään johtopäätös siitä, että kestävyysraportointisääntelyn yhdenmukaisuus arvopaperimarkkinaoikeuden kanssa parantaisi kustannustehokkuutta. Kestävyysraportointisääntelyn vaikuttavuuden katsotaan kuitenkin edellyttävän arvopaperimarkkinaoikeudellisesta tiedonantosääntelystä poikkeavaa tietojen täsmällisyyden ja olennaisuuden sääntelyä. Tältä osin kyseenalaistetaan se, onko arvopaperimarkkinoilla tapahtuva kestävyysraportointi tarkoituksenmukainen keino edistää kestävyysriskien hallinnointia.

# SISÄLLYS

<b>LÄHTEET</b> .....	<b>IV</b>
<b>LYHENNYSLUETTELO</b> .....	<b>XXX</b>
<b>KUVIOT JA TALUKOT</b> .....	<b>XXXII</b>
<b>1 JOHDANTO</b> .....	<b>1</b>
1.1 Kestävyyriskit rahoitusjärjestelmän systeemisenä riskinä .....	1
1.2 Tutkimuskysymykset, metodit ja lähdeaineisto .....	3
1.3 Arvopaperimarkkinoiden erityispiirteet ja sääntelyjärjestelmä .....	9
1.4 Tutkielman rajaukset, keskeiset käsitteet ja rakenne .....	14
<b>2 TIEDOTTAMINEN ARVOPAPERIMARKKINOILLA</b> .....	<b>17</b>
2.1 Arvopaperimarkkinasääntelyn tavoitteet .....	17
2.2 Sääntely tehokkaiden markkinoiden saavuttamiseksi.....	19
2.2.1 Teoreettiset lähtökohdat.....	19
2.2.2 Liikkeeseenlaskijoiden tiedonantosääntely .....	23
<b>3 LIIKKEESEENLASKIJOIDEN KESTÄVYYSRAPORTOINTI</b> .....	<b>33</b>
3.1 Kestävyyraportoinnin tavoitteet .....	33
3.2 Kestävä rahoitus ja arvopaperimarkkinaoikeus .....	39
3.3 Kestävyyraportointisääntelyn kehitys .....	42
<b>4 KESTÄVYYSRAPORTOINTISÄÄNTELYN TARKOITUKSEN MUKAISUUS</b> .....	<b>49</b>
4.1 Sääntelyn joustavuus.....	49
4.2 Kestävyystietojen laatu .....	56
4.2.1 Olennaisuus.....	56
4.2.2 Täsmällisyys .....	61
4.3 De lege ferenda .....	63
<b>5 JOHTOPÄÄTÖKSET</b> .....	<b>66</b>

# LÄHTEET

## KIRJALLISUUS

Aarnio, Aulis, Mitä lainoppi on? Tammi 1978.

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

Aarnio, Aulis, Tulkinnan taito: Ajatuksia oikeudesta, oikeustieteestä ja yhteiskunnasta. Talentum Media 2006.

Ahern, Deirdre, Turning up the Heat? EU Sustainability Goals and the Role of Reporting under the Non-Financial Reporting Directive. *European Company and Financial Law Review* 13(4) 2016, s. 599–630.

Akerlof, George A., On the Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics* 84(3) 1970, s. 488–500.

Annola, Vesa, Informaatio, sisäpiiri, markkinat: Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus informaatioepätasapainosta arvopaperikaupassa. Turun yliopisto 2005.

Anttila, Tapio, Pankki, riskit ja sääntely: Oikeustieteellinen tutkimus mahdollisuuksista sääntelyllä hallita pankin riskejä. Lakimiesliiton kustannus 1996.

Armour, John – Awrey, Dan – Davies, Paul – Enriques, Luca – Gordon, Jeffrey N. – Mayer, Colin – Payne, Jennifer, *Principles of Financial Regulation*. Oxford University Press 2016. (Armour et al. 2016)

Armour, John – Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier – Pargendler, Mariana, What is Corporate Law?, s. 1–28 teoksessa Reinier Kraakman – John Armour – Paul Davies – Luca Enriques – Henry Hansmann – Gerard Hertig – Klaus Hopt – Hideki Kanda – Mariana Pargendler – Wolf-Georg Ringe – Edward Rock (eds), *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford University Press 2017. (Armour et al. 2017)

Astola, Tiina, Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Lakimiesliiton kustannus 1990.

Avgouleas, Emiliós E., *The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis*. Oxford University Press 2005.

Bailey, Roy E., *The Economics of Financial Markets*. Cambridge University Press 2005.

- Battiston, Stefano – Mandel, Antoine – Monasterolo, Irene – Schütze, Franziska – Visentin, Gabriele, A Climate Stress-test of the Financial System. *Nature Climate Change* 7(4) 2017, s. 283–288. (Battiston et al. 2017)
- Baumüller, Josef – Schaffhauser-Linzatti, Michaela, In Search of Materiality for Nonfinancial Information – Reporting Requirements of the Directive 2014/95/EU. *Sustainability Management Forum* 26(1) 2018, s. 101–111.
- Bernstein, Asaf – Gustafson, Matthew T. – Lewis, Ryan, Disaster on the Horizon: The Price Effect of Sea Level Rise. *Journal of Financial Economics* 134(2) 2019, s. 253–272.
- BlackRock Investment Institute, *Getting Physical: Scenario Analysis for Assessing Climate-related Risks* 2019.
- Bolton, Patrick – Kacperczyk, Marcin, *Do Investors Care About Carbon Risk?* European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper 711/2020.
- Bowen, Howard R., *Social Responsibilities of the Businessman*. Harper & Brothers 1953.
- Brinckmann, Hendrik, § 16 Foundations, s. 263–279 teoksessa Veil Rüdiger (ed), *European Capital Markets Law*. Hart Publishing 2017. (Brinckmann 2017a)
- Brinckmann, Hendrik, § 18 Periodic Disclosure, s. 311–343 teoksessa Veil Rüdiger (ed), *European Capital Markets Law*. Hart Publishing 2017. (Brinckmann 2017b)
- Caldecott, Ben – Howarth, Nicholas – McSharry, Patrick, *Stranded Assets in Agriculture: Protecting Value from Environment-related Risks*. Smith School of Enterprise and the Environment. University of Oxford 2013.
- Carbon Tracker Initiative, *Unburnable Carbon: Are the World’s Financial Markets Carrying a Carbon Bubble?* 2011.
- Carney, Mark, *Breaking the Tragedy of the Horizon – Climate Change and Financial Stability*. Speech at Lloyd’s of London. 2015 [<https://www.bis.org/review/r151009a.pdf>].
- Chenet, Hugues – Ryan-Collins, Josh – van Lerven, Frank, *Climate-related Financial Policy in a World of Radical Uncertainty: Towards a Precautionary Approach*. UCL Institute for Innovation and Public Purpose 2019.

- Chiu, Iris H. -Y, Disclosure Regulation and Sustainability: Legislation and Governance Implications, s. 521–535 teoksessa Beate Sjøfjell – Christopher M. Bruner (eds), *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*. Cambridge University 2019.
- Choudhury, Barnali, Social Disclosure. *Berkeley Business Law Journal* 13(1) 2016, s. 183–216.
- Ciscar, J.C –Ibarreta, D. – Soria, A. – Dosio, A. – Toreti, A. – Ceglar, A. – Fumagalli, D. – Dentener, F. – Lecerf, R. – Zucchini, A. – Panarello, L. – Niemeyer, S. – Pérez-Domínguez, I. – Fellmann, T. – Kitous, A. – Després, J. – Christodoulou, A. – Demirel, H. – Alfieri, L. – Dottori, F. – Vousdoukas, M.I. – Mentaschi, L. – Voukouvalas, E. – Cammalleri, C. – Barbosa, P. – Micale, F. – Vogt, J.V. – Barredo, J.I. – Caudullo, G. – Mauri, A. – de Rigo, D. – Libertà, G. – Houston Durrant, T. – Artés Vivancos, T. – San-Miguel-Ayanz, J. – Gosling, S.N. – Zaherpour, J. – De Roo, A. – Bisselink, B. – Bernhard, J. – Bianchi, L. – Rozsai, M. – Szewczyk, W. – Mongelli, I. – Feyen, L., *Climate Impacts in Europe: Final Report of the JRC PESETA III Project*, EUR 29427 EN, Publications Office of the European Union 2018. (Ciscar et al. 2018)
- Clarke, Blanaid – Anker-Sørensen, Linn, The EU as a Potential Norm Creator for Sustainable Corporate Groups, s. 190–203 teoksessa Beate Sjøfjell – Christopher M. Bruner (eds), *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*. Cambridge University Press 2019.
- Collin, Jesse, Osake ja modernit arvopaperimarkkinat: Yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus pörssiyrityksen osakkeen omistuksen oikeudellisen luonteen ja tiettyjen rahoitusvälineiden välisestä suhteesta. Alma Talent 2020.
- Cornell, Bradford – Roll, Richard, Strategies for Pairwise Competition in Markets and Organizations. *The Bell Journal of Economics* 12(1) 1981, s. 201–213.
- Cullen, Jay – Mähönen, Jukka, Taming Unsustainable Finance: The Perils of Modern Risk Management, s. 100–113 teoksessa Beate Sjøfjell – Christopher M. Bruner (eds), *The Cambridge Handbook Of Corporate Law, Corporate Governance And Sustainability*. Cambridge University Press 2019.
- Dahlberg, Maija – Paso, Mirjami, Kansallisen lainsäädännön, ihmisoikeussopimuksen ja unionin oikeuden tavoitteellinen tulkinta – mikä muuttuu? *Lakimies* 7–8/2020, s. 925–953.

- De Nederlandsche Bank, Values at Risk?: Sustainability Risks and Goals in the Dutch Financial Sector. 2019.
- De Nederlandsche Bank, Indebted to Nature: Exploring Biodiversity Risks for the Dutch Financial Sector. 2020.
- den Hertog, Johan, Economic Theories of Regulation, s. 25–96 teoksessa Alessio M. Paces – Van den Bergh, Roger J. (eds), Regulation and Economics. Edward Elgar Publishing Limited 2012.
- Dunfee, Thomas W., Stakeholder Theory: Managing Corporate Social Responsibility in a Multiple Actor Context. Oxford University Press 2008.
- Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R., Mandatory Disclosure and the Protection of Investors. Virginia Law Review 70(4) 1984, s. 669–715.
- Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R., The Economic Structure of Corporate Law. Harvard University Press 1996.
- Enriques, Luca – Gilotta, Sergio, Disclosure and Financial Market Regulation, s. 512–535 teoksessa Niam Moloney – Eilís Ferran – Jennifer Payne (eds), The Oxford Handbook of Financial Regulation. Oxford University Press 2015.
- Ernst & Young, Study on Directors’ Duties and Sustainable Corporate Governance, Final Report. 2020 [https://op.europa.eu/fi/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en].
- Fama, Eugene F., Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance 25(2) 1970, s. 383– 417.
- Friede, Gunnar – Busch, Timo – Bassen, Alexander, ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies. Journal of Sustainable Finance & Investment 5(4) 2015, s. 210–233.
- Fung, Archon – Graham, Mary – Weil, David, Full Disclosure: The Perils and Promise of Transparency. Cambridge University Press 2007.
- Fung, Archon – Graham, Mary – Weil, David, Targeting Transparency. Science 340(6139) 2013, s. 1410–1411.

- Gerner-Beuerle, C., United in Diversity: Maximum Versus Minimum Harmonization in EU Securities Regulation. *Capital Markets Law Journal* 7(3) 2012, s. 317–342.
- Griffin, Paul A. – Jaffe, Amy M. – Lont, David H. – Dominguez-Faus, Rosa, Science and the Stock Market: Investors' Recognition of Unburnable Carbon. *Energy Economics* 52(12) 2015, s. 1–12. (Griffin et al. 2015)
- Griffin, Paul – Lont, David – Lubberink, Martien, Extreme High Surface Temperature Events and Equity-related Physical Climate Risk. *Weather and Climate Extremes* 26/2019, 100220.
- Hannigan, Brenda, Non-financial Reporting Evolving Demands for Transparent Enterprises, s. 176–197 teoksessa Vassilios Tountopoulos – Rüdiger Veil (eds), *Transparency of Stock Corporations in Europe: Rationales, Limitations and Perspectives*. Bloomsbury Publishing Plc 2019.
- Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier, The End of History for Corporate Law. *The Georgetown Law Journal* 89(2) 2001, s. 439–468.
- Harju, Ilkka, Arvopaperimarkkinaoikeudellinen arvio Jesse Collinin yhtiöoikeudellisesta väitöskirjasta. *Defensor Legis* 4/2020, s. 711–723.
- Harmaala, Minna-Maari – Jallinoja, Niina, *Yritysvastuu ja menestyvä liiketoiminta*. Talentum Media 2012.
- Hemmo, Mika, *Vahingonkorvauksen sovittelu ja moderni korvausoikeus*. Suomalainen Lakimiesyhdistys 1996.
- Hemmo, Mika – Hoppu, Kari, 2021. *Sopimusoikeus*. WSOYpro Asiantuntija -sarja. Jatkuva-täydenteinen. Teoksen viimeisin päivitys on tehty 3.5.2021. Viitattu 11.6.2021.
- Hombach, Katharina – Sellhorn, Thorsten, Shaping Corporate Actions through Targeted Transparency Regulation: A Framework and Review of Extant Evidence. *Schmalenbach Business Review* 71(2) 2019, s. 137–168.
- Hong, Harrison – Li, Frank W. – Xu, Jiangmin, Climate Risks and Market Efficiency. *Journal of Econometrics* 208(1) 2019, s. 265–281.
- Hoppu, Kari, *Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely*. WSOY Lakitieto 2004.



- Huovinen, Sakari, Pörssiyrityksen tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media: Tutkimus tiedonantovelvollisuuden oikeudellisista ulottuvuuksista. Suomalainen Lakimiesyhdistys 2004.
- Hyvärinen, Anna – Kaila, Heidi, Parempi sääntely EU:ssa: Jotain uutta, jotain vanhaa, jotain lainattua. *Defensor Legis* 5/2015, s. 939–967.
- Häyrynen, Janne, Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö. Suomalainen Lakimiesyhdistys 2006.
- Häyrynen, Janne – Kajala, Ville, Uusi arvopaperimarkkinalaki. Lakimiesliiton kustannus 2013.
- Ikäheimo, Seppo – Malmi, Teemu – Walden, Risto, Yrityksen laskentatoimi. Alma Talent Oy 2019.
- Immonen, Raimo – Villa, Seppo, Osakeyhtiön varojen käyttö. Alma Talent 2019.
- Jackson, Gregory – Bartosch, Julia – Avetisyan, Emma – Kinderman, Daniel – Knudsen, Jette S., Mandatory Non-financial Disclosure and its Influence on CSR: An International Comparison. *Journal of Business Ethics* 162(2) 2020, s. 323–342. (Jackson et al. 2020)
- Jensen, Michael J., Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance* 14(3) 2001, s. 8–21.
- Kaisanlahti, Timo, Hyvästä arvopaperimarkkinatavasta: Erityisesti kurssimanipulaatiosta markkinoiden toimintaa silmällä pitäen. *Lakimies* 7–8 /1995, s. 1280–1307.
- Kaisanlahti, Timo, Sidosryhmät ja riski pörssiyrityksessä. Edita 1999.
- Kanervo, Joel – Knuts, Mårten, Arvopaperimarkkinoiden sääntely, s. 795–875 teoksessa Seppo Villa (toim.), Yritysoikeus. Alma Talent 2020.
- Kauppi, Piia-Noora, Lamfalussysta pankkiunioniin – Finanssialan sääntely ja valvonta Euroopan unionissa, s. 25–42 teoksessa Olli Norros – Irene Luukkonen – Erik Sirén – Ville Raulos (toim.), Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 45 vuotta. Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 2016.
- Keay, Andrew, Ascertaining the Corporate Objective: An Entity Maximisation and Sustainability Model. *The Modern Law Review* 71(5) 2008, s. 663–698.
- Keinänen, Anssi – Vuorela, Miikka, Toteutuvatko lainvalmistelun ihanteet käytännössä? *Lakimies* 2/2015, s. 170–195.

- Keynes, John Maynard, *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Macmillan 1936.
- Knight, Frank H., *Uncertainty and Profit*. Houghton Mifflin Company 1921.
- Knuts, Märten, *Kursmanipulation på värdepappersmarknaden*. Suomalainen lakimiesyhdistys 2010.
- Knuts, Märten, *Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla*. Talentum 2011.
- Knuts, Märten – Parkkonen, Jarmo, *Arvopaperimarkkinalaki*. Talentum 2014.
- Koch, Philipp, 19 § Disclosure of Inside Information, s. 346–392 teoksessa Rüdiger Veil (ed), *European Capital Markets Law*. Hart Publishing 2017.
- Kokko, Kai – Similä, Jukka, Oikeudellinen sääntely ja metsäluonnon monimuotoisuus, s. 69–129 teoksessa Tapio Määttä – Anne Kumpula – Kai Kokko – Rauno Sairinen – Jukka Similä (toim.), *Ympäristöpolitiikan ja -oikeuden vuosikirja*. Joensuun yliopiston Metsä, ympäristö ja yhteiskunta -osaamiskeskittymä Joensuun yliopisto, Kauppa- ja oikeustieteiden tiedekunta/Oikeustieteet 2009.
- Kokko, Kai T., Oikeustieteellinen sääntelytutkimus ympäristöoikeuden näkökulmasta. *Lakimies* 7–8/2017, s. 1054–1069.
- Kompas, Tom – Pham, Van H. – Che, Tuong N., The Effects of Climate Change on GDP by Country and the Global Economic Gains from Complying with the Paris Climate Accord. *Earth's Future* 6(8) 2018, s. 1153–1173.
- Kontkanen, Erkki – Keinänen, Anssi, Eurooppalaisten finanssivalvontaviranomaisten norminanto: Hyvän lainvalmistelun kriteerien ja parlamentarismien toteutuminen. *Edilex* 2015/41 (18.11.2015). [<https://www.edilex.fi/artikkelit/15871.pdf>].
- Kontkanen, Erkki, Finanssimarkkinoiden sääntely – teoria ja todellisuus, s. 91–104 teoksessa Raimo Immonen – Reijo Knuutinen – Ulla-Maija Mylly – Patrik Nyström – Tuija Viinikka (toim.), *Oikeuden ja talouden rajapinnassa : Juhlakirja Matti J. Sillanpää 60 vuotta*. Edita 2016.
- Kotiranta, Kai, *Sisäpiirintiedon syntyminen: Kontekstuaalinen tulkinta*. Suomalainen lakimiesyhdistys 2014.

- Kotiranta, Kai, Arvopaperimarkkinarikosoikeudellisen tulkintaopin systematisointia. Defensor Legis 4/2015, s. 708–725.
- Krolop, Kaspar, European Company Law, s. 463–487 teoksessa Karl Riesenhuber (ed), European Legal Methodology. Intersentia 2017.
- Kurenmaa, Tero, Sisäpiirintiedon väärinkäyttö. Suomalainen lakimiesyhdistys 2003.
- Laininen Jenni, Tulevaisuudennäkymien antaminen uuden arvopaperimarkkinalain mukaan. Defensor Legis 1/2013, s. 23–48.
- Lambooy, Tineke – van Vliet, Nicole, Transparency on Corporate Social Responsibility in Annual Reports. European Company Law 5(3) 2008, s. 129–131.
- Lastra, Rosa M., The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe. The Columbia Journal of European Law 10(1) 2003, s. 49–68.
- Latapí Agudelo, Mauricio Andrés – Jóhannsdóttir, Lára – Davídsdóttir, Brynhildur, A Literature Review of the History and Evolution of Corporate Social Responsibility. International Journal of Corporate Social Responsibility 4(1) 2019, s. 1–23.
- Leppiniemi, Jarmo – Kaisanlahti, Timo, Tilinpäätäjän käsikirja. Alma 2018.
- Lipton, Ann M., Not Everything is about Investors: The Case for Mandatory Stakeholder Disclosure. Yale Journal on Regulation 37(2) 2020, s. 499–572.
- Luukkonen, Marja, Sijoittajan velvollisuudet. Helsingin yliopisto 2018.
- Manninen, Jyrki, Euroopan arvopaperialan sääntelyprosessi: Ns. viisaiden komitean nelitasoinen lähestymistapa. Defensor Legis 2/2003, s. 254–272.
- Marjosola, Heikki, Regulating Financial Markets under Uncertainty: The EU Approach. European Law Review 39(3) 2014, s. 338–361. (Marjosola 2014a)
- Marjosola, Heikki, What Role for Courts in Protecting Investors in Europe – A View from Finland. European Review of Contract Law 10(4) 2014, s. 545–570. (Marjosola 2014b)
- Marjosola, Heikki, Regulatory Governance of EU Financial Markets and Institutions: Dealing with Incompleteness of Law and Constitution. University of Helsinki 2017.

- Marneffe, Wim – Vereeck, Lode, The Meaning of Regulatory Costs. *European Journal of Law and Economics* 32(3) 2011, s. 341–356.
- McBarnet, Doreen – Whelan, Christopher, The Elusive Spirit of the Law: Formalism and the Struggle for Legal Control. *Modern Law Review* 54(6) 1991, s. 848–873.
- McGlade, Christophe – Ekins, Paul, The Geographical Distribution of Fossil Fuels Unused when Limiting Global Warming to 2 °C. *Nature* 517(7533) 2015, s. 187–190.
- Mercure, J. F. A. – Pollitt, H. – Viñuales, J. E. – Edwards, N. R. – Holden, P. B. – Chewprecha, U. – Lam, A. – Knobloch, Florian, Macroeconomic Impact of Stranded Fossil Fuel Assets. *Nature Climate Change* 8(7) 2018, s. 588–596. (Mercure et al. 2018)
- Moloney, Niamh, *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK*. Cambridge University Press 2010.
- Moloney, Niamh, *EU Securities and Financial Markets Regulation*. Oxford University Press 2014.
- Monciardini, David, Conflicts and Coalitions: The Drivers of European Corporate Sustainability Reforms, s. 611–625 teoksessa Beate Sjøfjell – Christopher M. Bruner (eds), *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*. Cambridge University Press 2019.
- Mähönen, Jukka – Määttä, Kalle, Uusia näkökulmia oikeustaloustieteeseen, s. 181–204 teoksessa Kaijus Ervasti – Nina Meincke (toim.), *Oikeuden tuolla puolen*. Lakimiesliiton kustannus 2002.
- Mähönen, Jukka, Ei-taloudellinen informaatio ja corporate governance. *Defensor Legis* 4/2013, s. 566–578.
- Mähönen, Jukka – Sjøfjell, Beate, Upgrading the Nordic Corporate Governance Model for Sustainable Companies. *European Company Law* 11(2) 2014, s. 58–62.
- Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, *Osakeyhtiö. I, yleiset opit*. Talentum 2015.
- Mähönen, Jukka, Hallinnointikoodi ja yritysvastuu: Corporate governance -koodin yrityskuvan suhde pörssiyritysten kestäväseen yritystoimintaan, s. 203–218 teoksessa Paula Paloranta (toim.), *Keskuskauppakamarin liiketapalautakunta 80 vuotta*. Alma Talent 2017.

- Mähönen, Jukka – Johnsen, Guðrún, Law, Culture and Sustainability: Corporate Governance in the Nordic Countries, s. 218–231 teoksessa Beate Sjøfjell – Christopher M. Bruner (eds), The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability. Cambridge University Press 2019.
- Mähönen, Jukka, Comprehensive Approach to Relevant and Reliable Reporting in Europe: A Dream Impossible? Sustainability 12(13) 2020, s. 1–38.
- Mäntysaari, Petri, Mitä etua yhtiön johdon on edistettävä? Defensor Legis 4/2013, s. 579–596.
- Määttä, Kalle, Regulaatioteorian perusteista, s. 21–42 teoksessa Vesa Kanninen – Kalle Määttä (toim.), Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 3. 1999.
- Määttä, Kalle, Oikeudellisen sääntelyn tutkimus: Lastuja sääntelyteoriasta. Oikeus 2/2002, s. 132–142.
- Määttä, Kalle, Oikeustaloustieteellinen näkökulma kotimaiseen lainvalmisteluun. Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos 2009.
- Määttä, Kalle, Oikeustaloustieteen perusteet. Edita 2016.
- Möslein, Florian, Certifying ‘Good’ Companies: A Comparative Study of Regulatory Design, s. 669–681 teoksessa Beate Sjøfjell – Christopher M. Bruner (eds), The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability. Cambridge University Press 2019.
- Neilimo, Kari – Uusi-Rauva, Erkki, Johdon laskentatoimi. Edita 2005.
- Norros, Olli, Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla. Talentum Media 2009.
- Nyström, Patrik – Rajavuori, Mikko, Yritysvastuu ja yhtiön etu Arctia Shipping -tapauksen valossa. Lakimies 5/2014, s. 695–718.
- Ogus, Anthony, Regulation: Legal Form and Economic Theory. Charendon Press 1994.
- Oksaharju, Jukka – Salo, Marika, Järkevät sijoittajatyypit sijoitusstrategioiden kolmijaossa. Liikejuridiikka 3/2019, s. 78–114. (Oksaharju – Salo 2019a)
- Oksaharju, Jukka – Salo, Marika, Järkevän sijoittajan monet kasvot. Lakimies 3–4/2019, s. 418–446. (Oksaharju – Salo 2019b)

- Paccès, Alessio M. – Van den Bergh, Roger J., *An Introduction to the Law and Economics of Regulation*, s. 1–22 teoksessa den Hertog, Johan (ed), *Regulation and Economics*. Edward Elgar Publishing 2012.
- Painter, Marcus, *An Inconvenient Cost: The Effects of Climate Change on Municipal Bonds*. *Journal of Financial Economics* 135(2) 2020, s. 468–482.
- Park, Stephen Kim, *Green Bonds and Beyond: Debt Financing as a Sustainability Driver*, s. 596–610 teoksessa Beate Sjøfjell – Christopher M. Bruner (eds), *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*. Cambridge University 2019.
- Passador, Maria Lucia – Rigantti, Federico, *Less is More in the Age of Information Overload: The Paradigm Shift from a Shareholder- to a Stakeholder-oriented Market*. *New York University Journal of Law & Business* 15(3) 2019, s. 567–651.
- Pereira, Alvaro, *The Pacific Alliance: An Opportunity for a Sustainable System of Corporate Law and Governance in Latin America*, s. 331–344 teoksessa Beate Sjøfjell – Christopher M. Bruner (eds), *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*. Cambridge University Press 2019.
- Puri, Poonam, *Green But Not Enough*, s. 146–160 teoksessa Beate Sjøfjell – Christopher M. Bruner (eds), *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance And Sustainability*. Cambridge University Press 2019.
- Pönkä, Ville, *Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä*. Sanoma Pro 2012.
- Pönkä, Ville, *Yhtiön etu - osakeyhtiöoikeudellinen näkökulma I*. *Lakimies* 1/2013, s. 21–34.
- Rudanko, Matti, *Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus*. Lakimiesliiton kustannus 1998.
- Rudanko, Matti, *Yhtiövastuu ja yhteiskuntavastuu osakeyhtiössä*, s. 235–254 teoksessa Jukka Mähönen – Pasi Pölönen – Veikko Vahtera (toim.), *Juhlajulkaisu Risto Nuolimaa 1948 – 2/6 – 2018*. Suomalainen lakimiesyhdistys 2018.
- Rühmkorf, Andreas, *Stakeholder Value versus Corporate Sustainability: Company Law and Corporate Governance in Germany*, s. 232–245 teoksessa Beate Sjøfjell – Christopher M. Bruner (eds), *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*. Cambridge University Press 2019.

- Salo, Marika, Hyvä liiketoimintapäätös ja johdon vastuu. Talentum 2015.
- Schwarcz, Steven L., Regulating Complexity in Financial Markets. *Washington University Law Review* 87(2) 2009, s. 211–268.
- Sedbom, Sakari, Sisäpiiritiedon määritelmä ja sisäpiiritiedon määrittäminen yritysjärjestelyssä. *Lakimies* 6/2017, s. 838–863.
- Seppänen, Janne, Tulevaisuudennäkymistä kertominen, s. 73–91 teoksessa Ari-Matti Nuutila – Ari Saarnilehto (toim.), *Arvopaperimarkkinat*. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Yksityisoikeuden sarja A:103. Turun yliopisto 2001.
- Sillanpää, Matti J., Julkisesta ostotarjouksesta: Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus. *Suomalainen Lakimiesyhdistys* 1994.
- Siltala, Raimo, *Oikeustieteen tieteenteoria*. *Suomalainen Lakimiesyhdistys* 2003.
- Sinersalo, Mikko, Ilmastonmuutos tuo muutoksia finanssimarkkinaan. 19.9.2018, [[https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/15884/Ilmastonmuutos\\_tuo\\_muutoksia\\_finanssimarkkinaan.pdf?sequence=1](https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/15884/Ilmastonmuutos_tuo_muutoksia_finanssimarkkinaan.pdf?sequence=1)].
- Sjåfjell, Beate, *Towards a Sustainable European Company Law: A Normative Analysis of the Objectives of EU Law, with Takeover Directive as a Testcase*. Kluwer Law 2009.
- Sjåfjell, Beate – Richardson, Benjamin J., *The Future of Company Law and Sustainability*, s. 312–340 teoksessa Beate Sjåfjell – Benjamin J. Richardson (eds), *Company Law and Sustainability: Legal Barriers and Opportunities*. Cambridge University Press 2015.
- Sneirson, Judd F., *The History of Shareholder Primacy, from Adam Smith through the Rise of Financialism*, s. 73–85 teoksessa Beate Sjåfjell – Christopher M. Bruner (eds), *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*. Cambridge University Press 2019.
- Songi, Ondotimi – Dias, Ayesha K., *Sustainability Reporting in Africa: A Comparative Study of Egypt, Equatorial Guinea, Kenya, Nigeria, Botswana And South Africa*, s. 536–550 teoksessa Beate Sjåfjell – Christopher M. Bruner (eds), *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance And Sustainability*. Cambridge University Press 2019.

- Stigler, George J., Imperfections in the Capital Market. *The Journal of Political Economy* 75(3) 1967, s. 287–292.
- Szabó, Dániel Gergely – Sørensen, Karsten E., New EU Directive on the Disclosure of Non-financial Information (CSR). *European Company and Financial Law Review* 12(3) 2015, s. 307–340.
- Szabó, Dániel Gergely, Mandatory Corporate Social Responsibility Reporting in the EU: Comprehensive Analysis of Various Corporate Reporting Instruments' Current Capacity and Future Potential to Convey Non-Financial Information. *Mandatory Corporate Social Responsibility Reporting in the EU*. Eleven International Publishing 2016.
- Szabó, Dániel Gergely – Sørensen, Karsten E., Non-financial Reporting, CSR Frameworks and Groups of Undertakings: Application and Consequences. *The Journal of Corporate Law Studies* 17(1) 2017, s. 137–165.
- Tala, Jyrki, Lakien laadinta ja vaikutukset. Edita 2005.
- Thomä, Jakob – Chenet, Hugues, Transition Risks and Market Failure: A Theoretical Discourse on Why Financial Models and Economic Agents May Misprice Risk Related to the Transition to a Low-Carbon Economy. *Journal of Sustainable Finance & Investment* 7(1) 2017, s. 82–98.
- Timonen, Pekka, Taloustieteen ja sen tulosten käyttö oikeustutkimuksessa, s. 129–159 teoksessa Vesa Kanninen – Kalle Määttä (toim.), *Näkökulmia oikeustaloustieteeseen*. Gaudeamus 1996.
- Timonen, Pekka, Määräysvalta, hinta ja markkinavoima: Julkisesti noteeratun yrityksen määräysvallan siirtymisen oikeudellinen sääntely. Lakimiesliiton kustannus 1997.
- Timonen, Pekka, Oikeustaloustiede - mitä se on? *Lakimies* 1/1998, s. 100–114.
- Tinbergen, Jan, *On the Theory of Economic Policy*. North-Holland Publishing Company 1952.
- Toiviainen, Heikki, Yrityksen yhteiskuntavastuu ja corporate governance: Näkökulma suuren yrityksen legitimeettiin ja kilpailukykyyn 21. vuosisadalla, s. 389–435 teoksessa Esa Kolehmainen (toim.), *Business Law Forum* 2004. Helsingin yliopiston yksityisoikeuden laitos ja Edita Publishing Oy 2004.



- Turtiainen, Matti, Sijoituspalvelut ja asiakas. Alma Talent 2018.
- Vahtera, Veikko, Osakeomistuksen riski ja sääntely. Lakimiesliiton kustannus 2011.
- Walla, Fabian, § 4 Process and Strategies of Capital Markets Regulation in Europe, s. 39–63 teoksessa Rüdiger Veil (ed), European Capital Markets Law. Hart Publishing 2017.
- Veil, Rüdiger, § 1 History, s. 3–22 teoksessa Veil Rüdiger (toim.), European Capital Markets Law. Hart Publishing 2017. (Veil 2017a)
- Veil, Rüdiger, § 2 Concept and Aims of Capital Markets Regulation, s. 23–29 teoksessa Veil Rüdiger (ed), European Capital Markets Law. Hart Publishing 2017. (Veil 2017b)
- Veil, Rüdiger, § 3 Legislative Powers for Regulating Capital Markets in Europe, s. 31–37 teoksessa Veil Rüdiger (ed), European Capital Markets Law. Hart Publishing 2017. (Veil 2017c)
- Villa, Seppo, Yhtiön etu ja yhteiskuntavastuu, s. 332–340 teoksessa Paula Paloranta (toim.), Keskuuskammarin liiketapalautakunta 80 vuotta. Alma Talent 2017.
- Villa, Seppo, Hallituksen ja toimitusjohtajan oikeudet ja vastuu osakeyhtiössä. Kaupparekamari 2020.
- Williams, Cynthia A., The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency. Harvard Law Review 112(6) 1999, s. 1197–1311.
- Villiers, Charlotte – Mähönen, Jukka, Article 11: Integrated Reporting or Non-financial Reporting? s. 118–143 teoksessa Beate Sjøfjell – Anja Wiesbrock (eds), The Greening of European Business under EU Law: Taking Article 11 TFEU Seriously. Routledge 2015.
- Wuolijoki, Sakari, Hyvän sääntelyn periaatteet ja finanssialan viimeaikainen sääntely, s. 175–194 teoksessa Olli Norros – Irene Luukkonen – Erik Sirén – Ville Raulos (toim.), Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 45 vuotta. Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 2016. (Wuolijoki 2016a)
- Wuolijoki, Sakari, KKO 2015:93: Arvopaperi – Markkinointi – Vahingonkorvaus – Korvattava vahinko – Syy-yhteys. Defensor Legis 2/2016, s. 278–297. (Wuolijoki 2016b)

## **VIRALLISLÄHTEET**

### **Kansainväliset sopimukset**

Pariisin sopimus – ilmastomuutosta koskeva Yhdistyneiden kansakuntien puitesopimus (SopS 75–76/2016).

### **Euroopan unionin primäärioikeus**

Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen konsolidoitu toisinto, EUVL C 326, 26.10.2012, s. 47–390. (Sopimus Euroopan unionin toiminnasta, SEUT)

Euroopan unionista tehdyn sopimuksen konsolidoitu toisinto, EUVL C 326, 26.10.2012, s. 13–46. (Sopimus Euroopan unionista, SEU)

Lissabonin sopimus Euroopan unionista tehdyn sopimuksen ja Euroopan yhteisön perustamissopimuksen muuttamisesta, EUVL N:o C 306, 17.12.2007, s. 1–217.

### **Euroopan unionin sekundäärioikeus**

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2017, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä ja direktiivin 2003/71/EY kumoamisesta, EUVL L 168, 30.6.2017, s. 12–82. (Esiteasetus)

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2019/2088, annettu 27 päivänä marraskuuta 2019, kestävyteen liittyvien tietojen antamisesta rahoituspalvelusektorilla, EUVL L 317, 9.12.2019, s. 1–16. (Tiedonantovelvoiteasetus)

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2020/852, annettu 18 päivänä kesäkuuta 2020, kestävä sijoittamista helpottavasta kehyksestä ja asetuksen (EU) 2019/2088 muuttamisesta, EUVL L 198, 22.6.2020, s. 13–43. (Taksonomia-asetus)

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. 1–17.

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, annettu 16 päivänä huhtikuuta 2014, markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus) sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta, EUVL L 173, 12.6.2014, s. 1–61. (MAR)

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EY) N:o 1606/2002, annettu 19 päivänä heinäkuuta 2002, kansainvälisten tilinpäätösstandardien soveltamisesta, EYVL L 243, 11.9.2002, s. 1–4. (IAS-asetus)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/51/EY, annettu 18 päivänä kesäkuuta 2003, yhtiömuodoltaan tietynlaisten yhtiöiden, pankkien ja muiden rahoituslaitosten sekä vakuutusyriyten 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. (Modernisointidirektiivi)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/109/EY, annettu 15 päivänä joulukuuta 2004, säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta, EUVL L 390, 31.12.2004, s. 38–57. (Avoimuusdirektiivi)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2013/34/EU, annettu 26 päivänä kesäkuuta 2013, tietyntyyppisten yritysten vuositilinpäätöksistä, konsernitilinpäätöksistä ja niihin liittyvistä kertomuksista, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2006/43/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivien 78/660/ETY ja 83/349/ETY kumoamisesta, EUVL L 182, 29.6.2013, s. 19–76. (Tilinpäätösdirektiivi)

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, EUVL L 330, 15.11.2014, s. 1–9. (Muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia koskeva direktiivi, NFRD)

Neljäs neuvoston direktiivi 78/660/ETY, annettu 25 päivänä kesäkuuta 1978, perustamissopimuksen 54 artiklan 3 kohdan g alakohdan nojalla, yhtiömuodoltaan tietynlaisten yhtiöiden tilinpäätöksistä, EYV L 222, 14.8.1978, s. 11–31. (Vuoden 1978 tilinpäätösdirektiivi) (Kumottu)

Seitsemäs neuvoston direktiivi 83/349/ETY, annettu 13 päivänä kesäkuuta 1983, perustamissopimuksen 54 artiklan 3 kohdan g alakohdan nojalla, konsolidoiduista tilinpäätöksistä, EYV L 193, 18.7.1983, s. 1–17. (Vuoden 1983 konsernitilinpäätösdirektiivi) (Kumottu)

### **Muut Euroopan unionin virallislähteet**

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen ohjeet: Vaihtoehtoiset tunnusluvut. 05/10/2015, ESMA/2015/1415 FI. (ESMA 2015)

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen Markkinoiden väärinkäyttöasetusta koskevat ohjeet: Sisäpiiritiedon julkistamisen lykkääminen. 20/10/2016, ESMA/2016/1478 FI. (ESMA 2016)

Euroopan keskuspankin pankkivalvonta, Ilmasto- ja ympäristöriskien hallintaopas: Riskienhallintaa ja tietojen julkistamista koskevat valvontaodotukset. Euroopan keskuspankki 2020. (EKP 2020)

Euroopan parlamentin päätöslauselma 6. helmikuuta 2013 yritysten yhteiskuntavastuusta: Yhteiskunnan etujen sekä kestävän ja osallistavan elpymisen edistäminen (2012/2097(INI)). (Euroopan parlamentin päätöslauselma 2013)

Euroopan parlamentin päätöslauselma 29. toukokuuta 2018 kestävästä rahoituksesta (2018/2007(INI)). (Euroopan parlamentin päätöslauselma 2018)

European Central Bank, Financial Stability Review. May 2019. (EKP 2019)

European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA staff discussion paper protection gap for natural catastrophes 2019. (EIOPA 2019)

European Securities and Markets Authority, Report: Undue Short-term Pressure on Corporations, ESMA30-22-762 2019. (ESMA 2019)

European Systemic Risk Board, Positively green: Measuring climate change risks to financial stability. June 2020 June. (ESRB 2020)

Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets. Brussels, 15 February 2001. (Lamfalussy-raportti 2001)

KOM(2001) 366 lopll. Vihreä kirja - yritysten sosiaalisen vastuun eurooppalaisten puitteiden edistämistä.

KOM(2002) 259/2 lopll. Ehdotus: Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi yhtiömuodoltaan tietyntyyppisten yritysten sekä vakuutusyritysten tilinpäätöksistä ja konsolidoiduista tilinpäätöksistä annettujen neuvoston direktiivien 78/660/ETY, 83/349/ETY ja 91/674/ETY muuttamisesta.

KOM(2006) 136 lopll. Komission tiedonanto Euroopan Parlamentille, Neuvostolle ja Euroopan Talous- ja Sosiaalikomitealle – Kasvua ja työllisyyttä edistävän kumppanuuden toteuttaminen: Euroopasta esikuva yritysten yhteiskuntavastuun alalla.

KOM(2011) 206 lopll. 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) 681 lopll. Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle sekä alueiden komitealle Yritysten yhteiskuntavastuuta koskeva uudistettu EU:n strategia vuosiksi 2011–2014.

KOM(2011) 684/3 lopll. Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi tietyntyyppisten yritysten vuositilinpäätöksistä, konsolidoiduista tilinpäätöksistä ja niihin liittyvistä kertomuksista.

KOM(2013) 207 lopll. Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi neuvoston direktiivien 78/660/ETY ja 83/349/ETY muuttamisesta tietyiltä suurilta yrityksiltä ja yritysryhmiltä edellytettävien muiden kuin taloudellisten tietojen ja monimuotoisuutta koskevien tietojen julkistamisen osalta.

KOM(2015) 468 lopll. Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle Pääomamarkkinaunionin luomista koskeva.

KOM(2018) 97 lopll. Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, Eurooppa-neuvostolle, neuvostolle, Euroopan keskuspankille, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle Kestävän kasvun rahoitusta koskeva toimintasuunnitelma.

KOM(2019) 285 lopll. Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle Energiaunionin ja ilmastotoimien yhteinen toteuttaminen – perustan luominen onnistuneelle siirtymiselle puhtaaseen energiaan.

KOM(2019) 640 lopll. Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, Eurooppa-neuvostolle, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle Euroopan vihreän kehityksen ohjelma.

KOM(2020) 21 lopll. Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle Kestävä Eurooppa -investointiohjelma Euroopan vihreän kehityksen investointiohjelma.

KOM(2020) 590 lopll. Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle Pääomamarkkinaunioni ihmisille ja yrityksille - uusi toimintasuunnitelma.

KOM(2021) 189 lopll. 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.

KOM(2021) 390 lopll. Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle kestävään talouteen siirtymisen rahoitusstrategia.

Komission suositus annettu 30 päivänä toukokuuta 2001, ympäristöasioiden kirjaamisesta, laskennasta ja julkistamisesta yritysten tilinpäätöksissä ja toimintakertomuksissa (tiedoksiannettu numerolla K(2001) 1495), (2001/453/EY). (Komission suositus 2001)

Komission suositus annettu 9 päivänä huhtikuuta 2014, yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevan raportoinnin (”noudata tai selitä”) laadusta (2014/208/EU). (Komission suositus 2014)

Komission tiedonanto – Muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia koskevat suuntaviivat (muiden kuin taloudellisten tietojen raportointimenetelmä) C/2017/4234, EUVL C 215, 5.7.2017, s. 1–20. (Komission suuntaviivat)

Komission tiedonanto – Muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia koskevat suuntaviivat: Ilmaston liittyvien tietojen raportointia koskeva täydennysosa C/2019/4490, EUVL C 209, 20.6.2019, s. 1–30. (Komission suuntaviivojen täydennysosa)

SWD(2013) 127 final. Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the Document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC as regards Disclosure of Non-financial and Diversity Information by Certain Large Companies and Groups.

SWD(2021) 150 final. Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/34/EU, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Regulation (EU) No 537/2014, as regards Corporate Sustainability Reporting.

The Development of a European Capital Market - Report of a Group of experts appointed by the EEC Commission. Brussels, November 1966. (Segré-raportti 1966)

The Financial Stability Board, The Implications of Climate Change for Financial Stability 2020. (FSB 2020)

The High-Level Group of Financial Supervision in the EU. Chaired by Jacques de Larosière. Report. Brussels, 25 February 2009. (de Larosière -raportti 2009)

## **Kansallinen lainsäädäntö**

Arvopaperimarkkinalaki (kumottu) 495/1989 (VAML)

Arvopaperimarkkinalaki 746/2012 (AML)

Kirjanpitolaki 1336/1997 (KPL)

Laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta 1278/2015

Laki finanssivalvonnasta 878/2008

Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 1070/2017

Laki kirjanpitolain muuttamisesta 1304/2004

Osakeyhtiölaki 624/2006 (OYL)

Rikoslaki 39/1889 (RL)

Valtiovarainministeriön asetus arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta 1020/2012

### **Muut kansalliset virallislähteet**

Airaksinen, Manne – Rasinaho, Vesa – Alitalo, Anni – Oikarinen, Matias – Vammeljoki, Minna – Puukka, Johanna, Selvitys osakeyhtiölain muutostarpeista kilpailukykytekijänä. Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja, 2020:39. (VNK 2020:39)

Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet 7/2013, Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus, FIVA 8/01.00/2013 (kumottu). (MOK 7/2013)

Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet 6/2016, Määräyksiä ja ohjeita tiedonantovelvollisuudesta, FIVA 6/01.00/2016. (MOK 6/2016)

HE 157/1988 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi.

HE 318/1992 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamiseksi.

HE 293/1994 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoiksi koskevilla säännöksillä.

HE 173/1997 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle kirjanpitolain ja laeiksi osakeyhtiölain 11 ja 12 luvun ja osuuskuntalain 79 c §:n muuttamisesta.

HE 209/1998 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 254/1998 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoiksi koskevilla säännöksillä.

HE 126/2004 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi kirjanpitolain muuttamiseksi sekä eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 137/2004 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.



HE 109/2005 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

HE 174/2006 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta.

HE 32/2012 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.

HE 11/2015 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 89/2015 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi kirjanpitolain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta sekä puunkorjuuta aarniometsissä harjoittavien yritysten viranomaisille suorittamien maksujen julkistamista koskevaksi laiksi.

HE 65/2016 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 208/2016 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi kirjanpitolain muuttamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.

Kirjanpitolain uudistamistyöryhmä 1995: Kirjanpitolain uudistamistyöryhmä 1995:n raportti. Osa I. Kauppa- ja teollisuusministeriön työryhmä- ja toimikuntaraportteja 8/1996. Oy Edita Ab 2016. (Kirjanpitolain uudistamistyöryhmä 1995)

Kirjanpitolautakunnan lausunto: KPL 3a luvun soveltamisesta PIE-yhteisön ei-taloudellisessa raportoinnissa 2017/1972. (KILA 2017/1972)

Kirjanpitolautakunnan yleisohje 12.9.2006. Toimintakertomuksen laatiminen.

Komiteamietintö KM 1987:44. Arvopaperimarkkinalaki – Suunnatut annit. Arvopaperikauppakomitean I osamietintö. (KM 1987:44)

Oikeusministeriön selvityksiä ja ohjeita 5/2018: Yrittäjän uusi mahdollisuus, kansainvälinen vertailu. (OM 5/2018)

TaVL 31/2013 vp, Talousvaliokunnan lausunto suurelle valiokunnalle valtioneuvoston selonteosta EU-politiikasta 2013.

U 46/2013 vp, Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle komission ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi (yritysten ei-taloudelliset ja monimuotoisuutta koskevat tiedot).

U 29/2021 vp, Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle komission ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi (yritysten kestävyysraportointi).

Valtiontalouden tarkastusviraston selvitys, Laadukas lainsäädäntö osana valtiontaloudellista päätöksentekoa. Valtiontalouden tarkastusviraston tutkimuksia ja selvityksiä 2011. (Valtiontalouden tarkastusvirasto 2011)

Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 1998:3. Arvopaperimarkkinat 2000. (VM 1998:3)

### **Muut virallislähteet**

United Nations General Assembly, Resolution adopted by the General Assembly on 25 September 2015, Res. 70/1. Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development. (United Nations General Assembly 2015)

Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille sisältäen Nasdaq Helsinki Oy:n kansalliset säännöt Liitteessä B. Voimassa 1.3.2021 alkaen. [<https://www.nasdaq.com/solutions/rules-regulations-helsinki>] (Pörssin sääntökirja, Pörssin sääntökirjan Liite B)

### **MUUT LÄHTEET**

Bank of America Corporation, Bank of America Announces Actions to Achieve Net Zero Greenhouse Gas Emissions before 2050. 11.2.2021 [<https://newsroom.bankofamerica.com/content/newsroom/press-releases/2021/02/bank-of-america-announces-actions-to-achieve-net-zero-greenhouse.html>]. Vierailtu 1.4.2021.

BlackRock Inc, Larry Fink's 2021 letter to CEOs. 26.1.2021 [<https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>]. Vierailtu 30.3.2021.

Citigroup Inc, Citi's Commitment to Net Zero by 2050. 1.3.2021 [<https://blog.citigroup.com/2021/03/citis-commitment-to-net-zero-by-2050/>]. Vierailtu 1.4.2021.

Danske Bank A/S, Danske Bank luopuu kivihiihi- ja turve-energiaa tuottavien yritysten rahoittamisesta. 17.3.2021 [<https://danskebank.com/fi/uutiset/uutisarkisto/press-releases/2021/25032021>]. Vierailtu 1.4.2021.

Gelzinis, Gregg – Steele, Graham, Climate Change Threatens the Stability of the Financial System. Center for American Progress 21.11.2019. [<https://www.americanprogress.org/issues/economy/reports/2019/11/21/477190/climate-change-threatens-stability-financial-system/>]. Vierailtu 4.4.2021.

International Organization of Securities Commissions, Objectives and Principles of Securities Regulation. 2017 [<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>]. (IOSCO 2017)

JPMorgan Chase & Co.: JPMorgan Chase Adopts Paris–Aligned Financing Commitment. 6.10.2020 [<https://www.jpmorganchase.com/ir/news/2020/adopts-paris-aligned-financing-commitment>]. Vierailtu 1.4.2021.

Morgan Stanley & Co. LLC: Morgan Stanley Announces Commitment to Reach Net-Zero Financed Emissions by 2050. 21.9.2020 [<https://www.morganstanley.com/press-releases/morgan-stanley-announces-commitment-to-reach-net-zero-financed-e>]. Vierailtu 1.4.2021.

Nordea Bank Oyj, Nordea asettaa tavoitteeksi nollapäästöt vuoteen 2050 mennessä. 4.2.2021 [<https://www.nordea.com/fi/media/uutiset-ja-lehdistotiedotteet/press-releases/2021/02-04-06h45-nordea-asettaa-tavoitteeksi-nollapaastot-vuoteen-2050-mennessa.html>]. Vierailtu 4.4.2021.

Suomen Pankki, Ilmastonmuutos on kaikkien aikojen suurin markkinahäiriö. 6.9.2018 [<https://www.eurojatalous.fi/fi/blogit/2018/ilmastonmuutos-on-kaikkien-aikojen-suurin-markkinahairio/>]. Vierailtu 20.4.2021.

Suomen Tilintarkastajat ry, IFRS-keskustelufoorumi 15.6. 1.6.2021 [<https://tilintarkastajat.fi/ta-pahtumat/ifrs-keskustelufoorumi-15-6/>]. Vierailtu 7.8.2021.

The Goldman Sachs Group Inc., Goldman Sachs Update on Our 2030 Sustainable Finance Commitment. 4.3.2021 [<https://www.goldmansachs.com/media-relations/press-releases/2021/announcement-04-mar-2021.html>]. Vierailtu 1.4.2021.

The Wall Street Journal, PG&E: The First Climate-Change Bankruptcy, Probably Not the Last. 2019 [<https://www.wsj.com/articles/pg-e-wildfires-and-the-first-climate-change-bankruptcy-11547820006>]. Vierailtu 22.4.2021.

Työ- ja elinkeinoministeriö, Yhteiskuntavastuun ohjeet ja periaatteet. [<https://tem.fi/yhteiskuntavastuun-ohjeet-ja-periaatteet>]. Vierailtu 29.3.2021.

Wells Fargo & Company, Wells Fargo Sets Goal to Achieve Net Zero Greenhouse Gas Emissions by 2050. 8.3.2021 [<https://newsroom.wf.com/English/news-releases/news-release-details/2021/Wells-Fargo-Sets-Goal-to-Achieve-Net-Zero-Greenhouse-Gas-Emissions-by-2050/default.aspx>]. Vierailtu 1.4.2021.

World Economic Forum, The Global Risks Report 2021 16th Edition. 2021 [[http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_The\\_Global\\_Risks\\_Report\\_2021.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_The_Global_Risks_Report_2021.pdf)].

## **OIKEUSKÄYTÄNTÖ**

### **Euroopan unionin tuomioistuin**

Asia C-19/11, *Markus Gattl*, ECLI:EU:C:2012:397.

Asia C-628/13, *Jean-Bernard Lafonta*, ECLI:EU:C:2015:162.

### **Euroopan yhteisöjen tuomioistuin**

Asia C-162/97, *Nilsson ym.*, ECLI:EU:C:1998:554.

### **Korkein oikeus**

KKO 2013:53

KKO 2015:93

### **Hovioikeudet**

Helsingin hovioikeuden tuomio 26.9.1996 (S 94/1298).

### **Helsingin pörssin kurinpitolautakunnan päätökset**

Helsingin pörssin kurinpitolautakunnan päätös 2/2001. 20.12.2001

Helsingin pörssin kurinpitolautakunnan päätös 16.10.2006.

**Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n Markkinatapalautakunnan lausunnot**

Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n Markkinatapalautakunta lausunto 12.11.2014.

## LYHENNYSLUETTELO

BKT	Bruttokansantuote
Direktiiviehdotus	KOM(2021) 189 lopll. 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.
EFRAG	Euroopan tilinpäätösraportoinnin neuvoo-antava ryhmä
EIOPA	Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomainen
EKP	Euroopan keskuspankki
ESMA	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen
EU	Euroopan unioni
EUVL	Euroopan unionin virallinen lehti (1.2.2003 jälkeen)
EY	Euroopan yhteisö
EYVL	Euroopan yhteisöjen virallinen lehti (ennen 1.2.2003)
Fiva	Finanssivalvonta
FSB	Financial Stability Board
HE	Hallituksen esitys
Helsingin pörssi	Nasdaq Helsinki Oy
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
IOSCO	The International Organization of Securities Commissions
KILA	Kirjanpitolautakunta

KKO	Korkein oikeus
KM	Komiteanmietintö
KOM	Lainsäädäntömenettelyssä annetut Euroopan komission ehdotukset ja asiakirjat
MOK	Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet
OECD	Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestö
OK	Oikeusministeriö
PG&E	Pacific Gas and Electric Company
Pk-yritys	Pieni- ja keskisuuri yritys
SopS	Suomen säädöskokoelman sopimussarja
SWD	Komission yksiköiden valmisteluasiakirjat ja yhteiset valmisteluasiakirjat
TaVL	Talousvaliokunnan lausunto
TEM	Työ- ja elinkeinoministeriö
TWSJ	The Wall Street Journal
U	Valtioneuvoston U-kirjelmä
VM	Valtiovarainministeriö
VNK	Valtioneuvoston kanslia
YK	Yhdistyneet kansakunnat

## **KUVIOT JA TALUKOT**

Kuvio 1. Kaksinkertaisen olennaisuuden näkökulma.

Kuvio 2. Vastaanottajien olennaiset kestävyystiedot arvopaperimarkkinoilla.



# 1 JOHDANTO

## 1.1 Kestävyyseriskit rahoitusjärjestelmän systeemisenä riskinä

Arvopaperimarkkinaoikeudellisten tiedonantovelvollisuuksien kohteena on pitkään olleet taloudellisesti relevantit tiedot. Käynnissä oleva ilmastokriisi ja sen seurannaisvaikutukset edellyttävät kuitenkin myös relevanttien muiden kuin taloudellisten tietojen esittämistä uudenlaisten riskien vaikuttaessa perustavanlaatuisesti yhtiöiden liiketoiminta- ja menestys-edellytyksiin. Vuonna 2019 maailmalla nähtiin ensimmäinen "ilmastonmuutoskonkurssi", kun kuivuudesta johtuneet massiiviset metsäpalot johtivat *Pacific Gas and Electric Company* ("PG&E") maksukyvyttömyyteen<sup>1</sup>. Ilmastonmuutoksen vaikutukset eivät kuitenkaan jää ainoastaan yritystoiminnan tasolle, vaan riskitekijät aiheuttavat systeemisen riskin koko rahoitusmarkkinoiden vakaudelle<sup>2</sup>. Suomen Pankin pääjohtaja *Olli Rehn* on arvioinut ilmastomuutoksen olevan "kaikkien aikojen suurin markkinahäiriö"<sup>3</sup>.

Rahoitusjärjestelmän vakautta vaarantavat kestävyysriskit syntyvät niin ilmastomuutoksesta kuin muista kestävyysnäkökohdista, joihin viitataan vakiintuneesti myös ESG-tekijöinä. Lyhenteellä tarkoitetaan ympäristöön (engl. *environmental*), yhteiskuntavastuuseen (engl. *social*) ja hyvään hallintotapaan (engl. *governance*) liittyviä seikkoja. Kestävyysriskeistä kriittisin uhka liittyy ilmastomuutokseen, jonka vaikutusten suuruudet ovat riippuvaisia siitä, kuinka paljon ilmasto lämpenee ja toisaalta, kuinka hillintä- ja sopeutumistoimissa onnistutaan<sup>4</sup>. Globaalin BKT-tappion on arvioitu olevan yli 23 biljoonaa dollaria vuodessa, jos maapallon keskilämpötila nousee 4 °C esiteollisesta tasosta seuraavien 80 vuoden aikana. Tällöin pysyvä haitta ylittäisi merkittävästi vuoden 2007 finanssikriisin vaikutukset.<sup>5</sup>

---

<sup>1</sup> The Wall Street Journal 2019. Yhtiö ei kuitenkaan purkautunut konkurssin seurauksena. PG&E jatkaa toimintaansa uudelleenjärjestelyn (engl. *reorganization*) avulla Yhdysvaltain maksukyvyttömyysmenettelyjä koskevan liittovaltiosääntelyn perusteella. Tiivis esitys Yhdysvaltain maksukyvyttömyysmenettelyn sääntelystä ks. esim. OM 5/2018, s. 78–88.

<sup>2</sup> KOM(2018) 97 loppl., s. 3; Gelzinis – Steele 2019, s. 1; FSB 2020, s. 1.

<sup>3</sup> Suomen Pankki 2018.

<sup>4</sup> Ks. World Economic Forum 2021, s. 8, jossa epäonnistuminen ilmastotoimissa arvioidaan kaikista vaikuttavimmaksi ja toiseksi todennäköisimmäksi pitkäaikaiseksi globaaliksi riskiksi.

<sup>5</sup> Kompas – Pham – Che 2018, s. 1160; Gelzinis – Steele 2019, s. 1. Ks. myös Ciscar et al. 2018, s. 6, jossa Euroopan unioniin kohdistuvien hyvinvointitappioiden on arvioitu olevan 240 miljardia vuodessa vuosisadan loppupuolella, jos keskilämpötila nousee yli 3 °C.

Ilmastonmuutoksen eteneminen vaikuttaa myös muiden kestävyysriskien materialisoitumiseen. Talouden vakautta voivat vaarantaa esimerkiksi biodiversiteetin heikentyminen, uusiutumattomien raaka-aineiden pula ja ihmisoikeuskiistoista aiheutuvat riskit.<sup>6</sup>

Ilmastonmuutosta on pyritty hillitsemään kansainvälisellä tasolla<sup>7</sup>. Pariisin sopimus (SopS 75–76/2016) on oikeudellisesti sitova kansainvälinen ilmastopuolustus, jonka keskeisiä tavoitteita ovat maapallon keskilämpötilan nousun hidastaminen, päästöjen vähentäminen, ilmastonmuutokseen sopeutuminen sekä pääomien ohjaaminen vähähiilisiin ja ilmastokestäviin kohteisiin (Pariisin sopimuksen 2(1) art).<sup>8</sup> Yhdistyneet kansakunnat ("YK") on antanut kestävä kehityksen Agenda2030-toimintaohjelman, jonka 17 tavoitteen kautta pyritään vuoteen 2030 mennessä äärimmäisen köyhyyden poistamiseen ja kestävään kehitykseen. Yksi keino tavoitteiden saavuttamiseksi on kiireelliset toimet ilmastonmuutosta ja sen vaikutuksia vastaan.<sup>9</sup>

Euroopan unionin ("EU") komissio antoi vuonna 2019 Euroopan vihreän kehityksen ohjelman (engl. *the European Green Deal*), jonka nojalla pyritään muuttamaan unionin talous ja yhteiskunta kestäväksi. Tavoitteeksi on asetettu se, että unioni on Pariisin sopimuksen mukaisesti vuoteen 2050 mennessä ilmastoneutraali.<sup>10</sup> Yksi ohjelman osa-alueista on kestävä rahoitus, jolla tarkoitetaan yhteiskuntaan ja ympäristöön liittyvien näkökohtien huomioon

---

<sup>6</sup> De Nederlandsche Bank 2019, s. 15; De Nederlandsche Bank 2020, s. 5. Ks. myös KOM(2018) 97 loppl., s. 2, jossa Euroopan komissio systematisoi samansuuntaisesti rahoitusriskien syntyvän ilmastonmuutoksen, yleisten ympäristöseikkojen ja sosiaalisten näkökohtien seurauksista.

<sup>7</sup> Ks. Pereira 2019, s. 332, jonka mukaan kansainväliset sopimukset ovat tehokas väline lainsäädännön kehittämiseksi globaalilla tasolla. Listausta yhteiskuntavastuun perustan muodostavista kansainvälisesti tunnustetuista asiakirjoista ks. TEM.

<sup>8</sup> Pariisin sopimus astui voimaan 4.11.2016. Suomi ratifioi sopimuksen 14.11.2016.

<sup>9</sup> United Nations General Assembly 2015. Yhdistyneet kansakunnat on antanut myös Global Compact -yritysvastuualoitteen, jolla kannustetaan yrityksiä muuttamaan liiketoimintansa vastuullisemmaksi kymmenen periaatteen kautta. Ks. Harmaala – Jallinoja, 2012, s. 173, joiden mukaan yritysten Global Compact -viestinnässä on tunnistettu riski sinipesusta (*bluwashing*), jolloin vastuullisuussitoumukset ja yrityksen käytännön toiminta eivät tosiasiallisesti kohtaa. Muita vastuullisuusviestinnän ongelmia ovat viherpesu ympäristöväitteissä (*greenwashing*) ja valkopesu, jossa kaunistellaan asioita tarkoituksellisesti (*whitewashing*). Pinkkipesulla viitataan puolestaan toimintaan, jossa yhtiö osallistuu Roosa nauha -kampanjaan, vaikka sen tuottamiin hyödykkeisiin liittyy aineita, jotka voivat altistaa syöväälle. Pinkkipesu-termi liitetään myös väitteisiin liittyen seksuaali- ja sukupuolivähemmistöihin (*pinkwashing*).

<sup>10</sup> KOM(2019) 640 loppl., s. 2, 16. Tavoitteesta on säädetty Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksella (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. 1–17.

ottamista investointeja koskevassa päätöksenteossa.<sup>11</sup> Kestävän rahoituksen yksityiskohtaisia lainsäädäntötoimia esitetään Euroopan unionin kestävän rahoituksen strategioissa<sup>12</sup> ja toimintasuunnitelmissa<sup>13</sup>. Sääntelykeino kestävyysriskien hallinnoimiseksi ja kestävän rahoituksen edistämiseksi arvopaperimarkkinoilla on kestävyystietojen raportointivelvollisuus. Kestävyysraportointi on tärkeää, jotta lyhytjänteisillä rahoitusmarkkinoilla voidaan edistää kestävän kehityksen mukaisesti pitkäaikaisia yhteiskuntaan ja ympäristöön liittyviä tavoitteita.<sup>14</sup> Englannin keskuspankin entinen pääjohtaja *Mark Carney* kuvaa tilannetta *horisontin tragedia* -ilmiöksi (engl. *tragedy of the horizon*). Ellei nykyhetken päätöksentekoon liitetä pitkän aikavälin tavoitteita, on vaarana, että ympäristö- ja ilmatoriskien korjaamistoimiin ryhdytään liian myöhään.<sup>15</sup>

## 1.2 Tutkimuskysymykset, metodit ja lähdeaineisto

Kestävyysraportointisääntelyn tavoitteiden toteutuminen edellyttää sitä, että markkinoille julkistetaan laadukkaita kestävyystietoja. Euroopan unionissa keskeisin kestävyystietojen sääntely perustuu muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia koskevaan direktiiviin (2014/95/EU, NFRD)<sup>16</sup>. Vaikuttaa kuitenkin siltä, ettei sääntelyn mukaisesti annettavia kestävyystietoja pidetä tarkoituksenmukaisina. Jo ennen NFRD:n soveltamista sääntelyn toimivuutta kyseenalaistettiin oikeuskirjallisuudessa<sup>17</sup>. Heti soveltamisen alettua vuonna 2018 Euroopan parlamentti perään kuulutti laadukkaampia tietoja<sup>18</sup>. Euroopan komissio on myöntänyt, ettei nykyistä oikeudellista raportointikehystä voida pitää onnistuneena<sup>19</sup>. Parantaakseen

---

<sup>11</sup> KOM(2018) 97 loppl., s. 2. Ks. myös Park 2019, s. 598.

<sup>12</sup> Euroopan komissio julkisti uuden EU:n rahoitusjärjestelmän kestävyysstrategian heinäkuussa vuonna 2021. Strategiassa esitetään aloitteita kestävyysriskeihin vastaamiseksi sekä lisätään investointeja ja pienten ja keskisuurten yritysten osallistumista kestävän talouteen siirtymisessä. Myös palautuminen Covid-19-kriisistä on otettu huomioon. Ks. KOM(2021) 390 loppl.

<sup>13</sup> Ks. KOM(2018) 97 loppl., joka on komission vuonna 2018 antama kestävän kasvun rahoitusta koskeva toimintasuunnitelma.

<sup>14</sup> *ibid.*, s. 4. Pitkäaikaisten riskien huomioon ottamista voi heikentää se, ettei markkinatoimijoilla ole taloudellisia kannustimia lyhytjänteisyyttä korostavien markkinakäytäntöjen takia. Markkinoiden lyhytnäköisyydestä ks. Ernst & Young 2020. Markkinoiden lyhytnäköisyyden on katsottu johtuvan niin sääntelystä kuin markkinakäytännöistä. Lyhytnäköisyydestä arvopaperimarkkinoilla ks. ESMA 2019.

<sup>15</sup> Carney 2015, s. 2–3.

<sup>16</sup> 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, EUVL L 330, 15.11.2014, s. 1–9.

<sup>17</sup> Ks. esim. Mähönen 2013; Szabó – Sørensen 2015.

<sup>18</sup> Euroopan parlamentin päätöslauselma 2018, kohta 17.

<sup>19</sup> KOM(2021) 189 loppl., s. 3.

kestävyysraportointisääntelyä komissio antoi huhtikuussa 2021 ehdotuksensa uudeksi yritysten kestävyysraportoinnin direktiiviksi (KOM(2021) 189 loppl., engl. *Corporate Sustainability Reporting Directive*) ("direktiiviehdotus").

Tutkielman tavoitteena on selvittää, *minkälaista kestävyysraportointisääntelyn tulisi olla, jotta se olisi mahdollisimman tarkoituksenmukaista*. Kysymystä tarkastellaan arvopaperimarkkinaoikeudellisesta näkökulmasta, koska oikeudenalan yksi keskeisimmistä sääntelykeinoista on tiedottaminen. Tutkielman aihetta voidaan pitää paitsi ajankohtaisena myös yhteiskunnallisesti merkittävänä, koska kestävyysriskit muodostavat systeemisen riskin talouden vakaudelle. Rahoitusmarkkinasääntelyn yleinen laadukkuus on lisäksi tärkeää koko yhteiskunnan kannalta, koska epätarkoituksenmukainen lainsäädäntö voi olla niin talouden kuin työllisyyden kasvun hidastaja<sup>20</sup>.

Tutkielma rakentuu kahden tutkimuskysymyksen varaan. Ensiksi tutkitaan arvopaperimarkkinaoikeuden ja kestävyysraportoinnin välistä yhteyttä selvittämällä, *tulisiko kestävyysraportointisääntelyn olla yhdenmukaista arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedonantossääntelyn kanssa*. Tutkielman toisen tutkimuskysymyksen avulla selvitetään se, *poikkeavatko lainsäätäjän valinnat arvopaperimarkkinaoikeudellisesta tiedottamissääntelystä, ja vaikuttavatko valinnat kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuuteen*. Tutkielmassa arvioidaan sekä nykyisen lainsäädännön tilaa että Euroopan komission direktiiviehdosta. Lopuksi tehdään suosituksia lainsäädännön kehittämiseksi *de lege ferenda*.

Jotta tutkielmassa voidaan antaa perusteltu näkemys siitä, millainen oikeustilan pitäisi olla, tulee voimassa oleva oikeustila selvittää<sup>21</sup>. Sääntelyn sisältöä tutkitaan lainopin eli oikeusdogmatiikan metodilla, jolla tulkitaan ja systematisoidaan oikeutta<sup>22</sup>. Kestävyysraportointisääntelyn perustuessa EU-oikeuteen on oikeuslähteiden tulkinnassa huomioitava teleologinen tulkintaoppi, jossa merkitystä annetaan säännöksen tai laajemmin koko Euroopan unionin luomisella tavoiteluille päämäärille<sup>23</sup>.

Kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuuden selvittäminen edellyttää oikeustaloustieteellisen sääntelyteorian soveltamista. Oikeustaloustieteelle (engl. *law and*

---

<sup>20</sup> Kauppi 2016, s. 27.

<sup>21</sup> Timonen 1996, s. 147.

<sup>22</sup> Aarnio 1989, s. 48. Käytännöllisestä ja teoreettisesta lainopista ks. esim. Aarnio 1978, s. 97–98.

<sup>23</sup> Dahlberg – Paso 2020, s. 943.

*economics*) on ominaista "lainsäädännön taloudellinen analyysi"<sup>24</sup>. Taloustieteen näkökulmasta lainsäädännön tulee lisätä taloudellista tehokkuutta<sup>25</sup>. Lainsäätäjän interventio nähdään pääsääntöisesti perustelluksi silloin, jos lopputuloksena on markkinahäiriöiden korjaaminen<sup>26</sup>. Tämä johtuu siitä, että markkinahäiriöiden takia yhteiskunnan niukat voimavarat eivät kohdennu tehokkaasti<sup>27</sup>.

Oikeustaloustieteellinen sääntelyteoria voidaan nähdä *de lege ferenda* -tutkimuksen suuntauksena. Metodin avulla lainsäädäntöä arvioidaan kriittisesti lainsäätäjää palvelevasti hyödyntäen taloustiedettä.<sup>28</sup> *Normatiivinen regulaatioteoria* tutkii sitä, minkälaista sääntelyn tai muiden ohjauskeinojen tulisi olla, jotta sääntelyn olisi mahdollisimman tarkoituksenmukaista. *Positiivinen regulaatioteoria* pyrkii vastaamaan siihen, mitkä tekijät tosiasiallisesti vaikuttavat lainsäätäjän tekemiin valintoihin<sup>29</sup>. Vaikka tutkielman tiedonintressi on normatiivinen, tullaan työssä käyttämään myös positiivista sääntelyteoriaa, koska näkemykset sääntelyn tarkoituksenmukaisuudesta edellyttävät ymmärrystä poliittisista ja muista edellytyksistä lainsäädännön täytäntöönpanemiseksi.<sup>30</sup>

---

<sup>24</sup> Timonen 1998, s. 100. Ks. myös Määttä 1999.

<sup>25</sup> Paccès – Van den Bergh 2012, s. 4. Ks. Kontkanen – Keinänen 2015, s. 4, joiden mukaan esimerkiksi politiikan tutkimuksessa hyvä lainsäädäntö yhdistetään lainsäädäntömenettelyn avoimuuteen ja demokraattisuuteen.

<sup>26</sup> den Hertog 2012, s. 29; Määttä 2016, s. 33. Markkinahäiriöiden lisäksi sääntely voi olla perusteltua markkinoiden toiminnan turvaamiseksi. Sääntelyn perusteista lainopissa ks. esim. Kokko – Similä 2009, s. 75, joiden mukaan lainopillisten käsitteiden ja teoreettisten sitoumusten kautta tarkasteltuna sääntelyn perusta pohjautuu säädöshierarkiaan, eli pohjimmiltaan perusnormiin ja tiettyjen perus- ja ihmisoikeuksien kunnioitukseen.

<sup>27</sup> Määttä 2016, s. 33. Tarkemmin markkinahäiriöitä ovat ulkoisvaikutukset, julkishyödykkeet, epätäydellinen informaatio ja epätäydellinen kilpailu.

<sup>28</sup> Ks. Kotiranta 2014, s. 91, jonka mukaan toisena oikeustaloustieteellisen tutkimuksen *de lege ferenda* -suuntauksena voidaan pitää markkina-analyyttistä suuntausta. Sääntelyteorian eri lähtökohdista ks. esim. den Hertog 2012, s. 25. Markkinahäiriöistä lähtevää sääntelyteoriaa kutsutaan *julkisen intressin sääntelyteoriaksi* (engl. *public interest theories of regulation*). *Yksityisen intressin sääntelyteoriassa* (engl. *private interest theories of regulation*) tutkitaan sellaista lainsäädäntöä, joka koskee yksityisten tahojen välisiä suhteita. Ks. myös esim. Kokko 2017, s. 1057–1058, jonka mukaan sääntelyteoria ei ole yksi yhtenäinen teoria rajoittuen pelkästään oikeustaloustieteeseen, vaan kyseinen menetelmä on esimerkiksi ympäristöoikeuden yksi keskeisimmistä metodeista. Tällöin tosin sääntelyteoria eroaa tietyiltä osin oikeustaloustieteellisestä sääntelyteoriasta eriävien tutkimusintressien johdosta. Ks. myös Kokko – Similä 2009, s. 76, jotka toteavat, että "[s]ääntelyteoria ei ole yksittäinen yhtenäinen teoria, vaan itse asiassa tutkimussuuntaus, johon ovat antaneet kotribuutiota niin oikeustieteilijät kuin monet muut, kuten taloustieteilijät, sosiologit, politologit ja psykologit".

<sup>29</sup> Ks. Määttä 2016, s. 32, jonka mukaan lainsäätäjän tekemiin valintoihin vaikuttavat niin sidosryhmien kuin yksittäisten virkamiesten intressit.

<sup>30</sup> Määttä 2002, s. 133–135. Sääntelyteoriasta yleisesti ks. myös Ogus 1994.

Sääntelyn tarkoituksenmukaisuuden analyysin lähtökohtana on selvittää parhain mahdollinen sääntelyvaihtoehto tai muu ohjauskeino tietyn yhteiskuntapoliittisen tavoitteen saavuttamiseksi, jos sääntelyä ylipäättään tarvitaan<sup>31</sup>. Keskeinen tekijä on myös sääntelyn muoto, kuten käytettyjen sanamuotojen tarkkarajaisuus<sup>32</sup>. Sääntelyn tarkoituksenmukaisuutta arvioidaan sääntelystandardeilla, jotka toimivat tarkoituksenmukaisuuden mittatikkuna<sup>33</sup>. Sääntelystandardit mahdollistavat rationaalisen tarkoituksenmukaisuuden analyysin, mutta niiden perusteella ei tulisi tehdä liian pitkälle meneviä johtopäätöksiä. Lukuisten sääntelystandardien huomioiminen voi olla ylivoimaista ja epätarkoituksenmukaista, koska jokaisen oikeudenalan ominaispiirteet edellyttävät eri asioiden huomioimista<sup>34</sup>. Lisäksi sääntelystandardit eivät ole kaikilta osin yhteismitallisia eivätkä välttämättä puolla samanlaisia ratkaisuja. Lopullinen johtopäätös on mahdollista tehdä vasta empiiristen tutkimustulosten perusteella<sup>35</sup>.<sup>36</sup>

Tutkielmassa kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuutta arvopaperimarkkinoilla arvioidaan vaikuttavuuden ja kustannustehokkuuden sääntelystandardien kautta<sup>37</sup>. Lainsäädännön vaikuttavuudella tarkoitetaan sääntelyn tavoitteiden toteutumista toivotussa

---

<sup>31</sup> Sääntelyä ei välttämättä katsota tarpeelliseksi tilanteissa, joissa markkinat korjaavat itse markkinahäiriöt. Säädösvalmistelun tulisikin aina lähteä niin sanotusta nolla-vaihtoehdosta. On esitetty, että hyvän säädösvalmistelun tulisi noudattaa rationaalisen päätöksentekomallin rakennetta. Rationaalisesta päätöksenteosta ja lainvalmistelusta laajemmin ks. Keinänen –Vuorela 2015. Yleisesti ks. Tala 2005.

<sup>32</sup> Luukkonen 2018, s. 31. Ks. myös Määttä 1999, s. 30, jonka mukaan periaateperusteista sääntelytapaa voidaan pitää perusteltuna sääntelyn kohteen ollessa dynaamisesti muuttuva sen lisäessä lainsoveltajan harkintavaltaa. Tosin ks. Moloney 2010, s. 108–109, jonka mukaan finanssikriisin jälkeen rahoitusmarkkinoiden sääntely on kehittynyt tosiasiallisesti tarkkarajaisempaan suuntaan. Ks. myös Moloney 2010, s. 114; Schwarcz 2009, s. 263–265, joihin viitaten yksityiskohtaista sääntelyä voidaan perustella niin viranomaisten valvontatyön helpottamiseksi kuin monien oikeuskulttuurien yhteensovittamisen helpottamiseksi kansainvälisillä ja monimutkaisilla rahoitusmarkkinoilla. Toisaalta yksityiskohtainen sääntely voi johtaa sääntelyaukkoihin. Toisaalta ks. Marjosola 2014b, s. 569–570, jonka mukaan siviilioikeuden keskeisillä periaatteilla on tärkeä ominaisuus EU-sääntelyn aukkojen täyttämässä sijoittajansuojasääntelyn osalta.

<sup>33</sup> Määttä 2016, s. 57. Ks. myös Valtiontalouden tarkastusvirasto 2011, s. 29. Oikeuskirjallisuudessa sääntelystandardeiksi luetellaan vakiintuneesti sääntelyn vaikuttavuus, kustannustehokkuus, joustavuus ja tasapuolisuus. Kyseinen listaus ei ole kuitenkaan tyhjentävä. Synonyymejä sääntelystandardeille ovat arviointi- tai laatu-kriteerit tai laatuperiaatteet. Sääntelystandardit ovat kehittyneet oikeuskirjallisuudessa ja lainsäädäntötyössä. Sääntelystandardeja käytetään lainsäädännön "lopputuotteen" arviointiin, kun taas säädösvalmistelussa hyödynnetään hyvän säädösvalmistelun periaatteita.

<sup>34</sup> Määttä 1999, s. 34; Valtiontalouden tarkastusvirasto 2011, s. 30.

<sup>35</sup> Määttä 1999, s. 34.

<sup>36</sup> Määttä 2002, s. 133–135.

<sup>37</sup> Ks. Mähönen – Määttä 2002, s. 188, joiden mukaan tavallisesti normatiivisessa sääntelyteoriassa tulisi hyödyntää vähintään kahta eri sääntelystandardia. Ks. myös Kokko – Similä 2009, s. 78, joiden mukaan useamman sääntelystandardin käyttö mahdollistaa kattavan kuvan muodostumisen sekä optimaalisen sääntelykeinoon löytämisen. Oikeustaloustieteellistä sääntelyteoriaa hyödyntävästä väitöskirjasta ks. esim. Luukkonen 2018, jossa sijoittajan velvollisuuksia arvioidaan (kustannus)tehokkuuden, vaikuttavuuden ja oikeudenmukaisuuden sääntelystandardeilla.

ajassa, mitä voidaan pitää keskeisimpänä tarkoituksenmukaisen sääntelyn mittarina. Tutkielmassa omaksutaan laaja vaikuttavuuden käsite, joka sisältää myös sääntelyn sivuvaikutusten selvittämisen. Tällaisia ovat sääntelystä johtuvat vaikutukset, jotka eivät sisälly sääntelyn tarkoitettuihin tavoitteisiin.<sup>38</sup> Vaikuttavuus on kiinteästi yhteydessä sääntelyteoriassa tunnistettuun *oikeuden instrumentaaliseen luonteeseen*, jonka mukaisesti yhteiskuntapoliittisia tavoitteita toteutetaan lainsäädäntöteitse<sup>39</sup>. Tavoitteiden realistisen toteutumisen osalta voidaan viitata *Tinbergenin sääntöön*, jonka mukaan yhdellä säännökselle tulisi asettaa vain yksi tavoite<sup>40</sup>.

Tutkielmassa toisena sääntelystandardina sovelletaan kustannustehokkuutta<sup>41</sup>. Sääntely on kustannustehokasta silloin, kun asetetut tavoitteet saavutetaan mahdollisimman alhaisin kustannuksin<sup>42</sup>. Arvopaperimarkkinoilla sääntelyn kustannuksista keskeisimpänä voidaan pitää *transaktiokustannuksia* (engl. *transactions costs*), joilla tarkoitetaan yleisesti niitä kustannuksia, jotka syntyvät varallisuus oikeuksien siirtämisestä ja niihin perustuvien oikeuksien täytäntöönpanosta<sup>43</sup>. Transaktiokustannukset johtavat *tehokkuustappioihin* (engl. *dead-weight welfare loss*), jotka aiheuttavat niin markkinatoimijoille kuin koko yhteiskunnalle kokonaisuhyvinvoinnin alentumisen<sup>44,45</sup>. Arviot kustannustehokkuudesta voivat kuitenkin olla

---

<sup>38</sup> Määttä 1999, s. 34.

<sup>39</sup> Tala 2005, s. 14. Ks. myös Määttä 2002, s. 132, jonka mukaan oikeuden instrumentaalisen luonteen tunnistaminen oikeusjärjestelmän tosiseikkana on edellytys sille, että "sääntelyteoria jollain tavoin pysyy kuosisaan".

<sup>40</sup> Tinbergen 1952, s. 37–42.

<sup>41</sup> Taloustieteellisesti tehokkuus voidaan määritellä muun ohella Pareto-tehokkuudella, Kaldor-Hicks-tehokkuudella tai Posnerin varallisuuden maksimoinnin -lähtökohdan mukaisesti. Ks. tarkemmin käsitteistä Luukonen 2018, s. 34.

<sup>42</sup> Määttä 2009, s. 97. Yleisesti sääntelyn kustannuksista ks. Valtiontalouden tarkastusvirasto 2011, s. 38–39. Ks. myös Marneffe – Vereeck 2011, s. 342, joiden mukaan kustannustehokkuuden arviointi keskittyy usein pitkälti välittömiin kustannuksiin, kuten sääntelyn hallinto- ja noudattamiskustannuksiin, mikä voi johtaa epä-tarkoituksenmukaisten sääntelyvaihtoehtojen tai ohjauskeinojen valintaan. Syiksi on esitetty epäonnistuneet määrittelyt, taksonomian ja kvantitatiivisten arviointimenetelmien puuttuminen sekä poliittiset syyt.

<sup>43</sup> Transaktiokustannuksista tarkemmin ks. esim. Timonen 1997, s. 91–95; Rudanko 1998, s. 195–198.

<sup>44</sup> Ks. Valtiontalouden tarkastusvirasto 2011, s. 18, jonka mukaan hyvinvointitappiot eivät liity pelkästään vero-oikeuteen, vaan myös kaikkiin muihin oikeudenaloihin.

<sup>45</sup> Ks. Vahtera 2011, s. 46, joka esittää arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn keskeisimmäksi perusteluiksi tehokkuustappioiden vähentämisen vähentämällä muun ohella transaktiokustannuksia. Ks. myös Valtiontalouden tarkastusvirasto 2011, s. 52: "Hallinnollisten kustannusten ohella huomioon pitäisi ottaa esimerkiksi se, että lainsäädännön vuoksi saattaa muodostua merkittäviä hyvinvointi- eli tehokkuustappioita, toisin sanoen laki ei suinkaan oikaise vaan väristää käyttäytymistä tehokkaaseen vaihtoehtoon verrattuna." Ks. myös Siltala 2003, s. 554, joka kuvaa oikeustaloustieteellistä *de lege ferenda* -tutkimusnäkökulmaa siten, että oikeudellisen sääntelyn tulisi "toteuttaa parhaalla mahdollisella tavalla taloudellista kustannustehokkuutta, liiketoiminnan transaktiokustannusten minimointia sekä, jonkin verran sosiaalisemmin painotettuna, optimaalista ai-neellisten resurssien jakoa yhteiskunnassa".

vain suuntaa antavia, koska tarkkojen määrien antaminen voi olla jopa mahdotonta<sup>46</sup>. Kestävyyseraportointisääntelyn kustannustehokkuuden käsittely on kuitenkin tarkoituksenmukaista tutkielmassa, koska mitä kustannustehokkaampaa sääntely on, sitä kunnianhimoisempia tavoitteita sääntelylle voidaan asettaa<sup>47</sup>.

Tutkielman lähdeaineisto koostuu niin EU-oikeudellisista kuin kansallisista oikeuslähteistä. Keskeisenä aineistona toimii lainvalmisteluaineisto, koska sääntelyn vaikuttavuuden selvittäminen edellyttää sääntelytavoitteiden yksilöimistä. Lisäksi koska direktiiviehdotus on annettu kesken tämän tutkielman kirjoittamista, ei sitä koskevia oikeuslähteitä ole vielä saatavilla lainvalmisteluaineistoa lukuun ottamatta. Tutkielmassa hyödynnetään niin oikeudellista kuin taloustieteellistä kirjallisuutta. Oikeuskäytännön osalta on huomattava, ettei arvopaperimarkkinaoikeudellinen käytäntö ole kattavaa, koska tulkintakysymykset päätyvät harvoin tuomioistuinten ratkaistavaksi<sup>48</sup>. Täten tutkielmassa hyödynnetyn oikeuskäytännön määrä on rajoittunutta.

Sääntelyn tarkoituksenmukaisuuden selvittämiseksi käsitellään myös itsesääntelyä, jolla on keskeinen merkitys arvopaperimarkkinaoikeudessa. Keskeisin instrumentti on Nasdaq Inc:n Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille 1.3.2021 ("Pörssin sääntökirja") ja Nasdaq Helsinki Oy:n ("Helsingin pörssi") pörssilistan Liite B -sääntöjä ("Pörssin sääntökirjan Liite B")<sup>49</sup>. Lainsäädännöllisesti Pörssin sääntökirja perustuu kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain (1070/2017) 3 luvun 6 ja 7 §:ään, joissa säädetään sääntöjen vähimmäisisällöstä ja vahvistamisesta. Pörssin sääntökirjan 2.1.3 kohdan mukaan liikkeeseenlaskija sitoutuu noudattamaan sääntökirjaa allekirjoittamalla liikkeeseenlaskijasopimuksen. Sopimuksessa liikkeeseenlaskija sitoutuu noudattamaan kulloinkin voimassa olevia sääntöjä ja siihen, että liikkeeseenlaskijaan voidaan kohdistaa kurinpitoseuraamuksia mahdollisista sääntörikkomuksista. Pörssin sääntökirja on sopimusperusteista itsesääntelyä, minkä johdosta sen

---

<sup>46</sup> Häyrynen 2006, s. 36. Samansuuntaisesti myös Hemmo 1996, s. 25–27.

<sup>47</sup> Määttä 2016, s. 59.

<sup>48</sup> Wuolijoki 2016a, s. 184.

<sup>49</sup> Esitöiden mukaan keskeinen muu arvopaperimarkkinoiden itsesääntelynormisto koostuu listayhtiöiden hallinnointikoodista, ostotarjouskoodista sekä Finanssialan keskusliito ry:n suosituksista ja ohjeista. Ks. HE 32/2012 vp, s. 96.



säännöt voivat olla lainsäädäntöä pidemmälle meneviä<sup>50</sup>. Tutkielmassa viitataan myös Helsingin pörssin kurinpitolautakunnan ratkaisuihin, jotka *Kotirannan* mukaan voivat jossain olosuhteissa rinnastua rikosprosessiin<sup>51</sup>.

### 1.3 Arvopaperimarkkinoiden erityispiirteet ja sääntelyjärjestelmä

Arvopaperimarkkinaoikeudellisen tutkimuksen toteutus edellyttää markkinoiden erityispiirteiden ja sääntelyjärjestelmän huomioimista. Arvopaperimarkkinaoikeudellisen tutkimuksen erityispiirteitä voidaan pitää oikeudenalan nuoruutta. Eurooppalaisen sääntelykehityksen on katsottu alkaneen 1960-luvulla, jolloin niin kutsuttu *Segré-työryhmä* julkaisi raporttinsa eurooppalaisista arvopaperimarkkinoista<sup>52</sup>. Suomessa ensimmäinen arvopaperimarkkinoita koskeva erityissäädös annettiin 1980-luvun lopulla (nyttämmin kumottu arvopaperimarkkinalaki (495/1989, VAML))<sup>53</sup>. Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että arvopaperimarkkinaoikeuden hallitseminen edellyttää oikeudenalan kehityksen tuntemusta voimassa olevan sääntelyn perustuessa voimassa olleen sääntelyn päälle<sup>54</sup>. Näin ollen arvopaperimarkkinaoikeudellisessa tutkimuksessa vanhoilla aineistoilla on merkitystä<sup>55</sup>, mikä näkyy myös tässä tutkielmassa.

---

<sup>50</sup> Laininen 2013, s. 31.

<sup>51</sup> Kotiranta 2014, s. 239.

<sup>52</sup> Segré-raportti 1966. Siitä lähtien EU-oikeudellinen sääntely on kehittynyt korostuneen asiantuntija- ja työryhmälähtöisesti. Ks. Lamfalussy-raportti 2001; de Larosière -raportti 2009. Oikeuskirjallisuudessa on kiinnitetty huomioita siihen, ettei kyseiset raportit ole luoneet minkäänlaista teoriaa siitä, miten arvopaperimarkkinoita tulisi tosiasiallisesti säännellä. Toisaalta on kyseenalaistettu sitä, onko tällaisen teorian laatiminen edes mahdollista. Ks. Veil 2017a, s. 21.

<sup>53</sup> Tätä ennen markkinoiden ohjaus perustui itsesääntelyyn sekä yleiseen velvoite-, sopimus- ja kauppaoikeuteen sekä yhtiöoikeudellisiin säännöksiin. Ensimmäinen arvopaperimarkkinalaki säädettiin markkinoiden volyymin ja merkityksen kasvaessa. Yritykset pyrkivät 1980-luvulla kustannustehokkaampaan varainhankintaan, minkä lisäksi luonnollisten henkilöiden ostovoima oli kasvanut ja säästämisen kohteeksi tulivat osakkeet. Ks. HE 157/1988 vp, s. 3. Asiaan vaikutti myös kotimaisen ja ulkomaisen pääoman vapautuminen. Ks. Kurenmaa 2003, s. 17. Erityislainsäädännön tarvetta havainnollisti yleisesti arvopaperimarkkinoiden kehittyminen, kun kasvanut aktiivisuus markkinoilla johti kurssien nousuun, uusien sijoitusinstrumenttien kehittymiseen ja yrittäjävaltauksien tekemiseen markkinoiden kautta. Ks. Astola 1990, s. v. Erityissäädöksen jälkeen Suomen arvopaperimarkkinat kehittyivät nopeasti 2000-luvulle tultaessa sääntelyn purkamisen, 1990-luvun pankkikriisin ja Euroopan yhdentymiskehityksen johdosta. Ks. VM 1998:3, s. 27.

<sup>54</sup> Kanervo – Knuts 2020, s. 803. Oikeudenalan nuoruutta havainnollistaa se, ettei arvopaperimarkkinaoikeudelle ole katsottu syntyneen vielä yleisiä oppeja. Ks. Kotiranta 2015, s. 711.

<sup>55</sup> Ks. esim. Harju 2020, s. 713, joka kuvailee noin 30 vuotta vanhoja VAML:n esitöitä (HE 157/1988 vp) "uraaurtaviksi".

Rahoitusmarkkinoiden globaalin luonteen takia arvopaperimarkkinaoikeudessa tavoiteltavana pidetään yhdenmukaisesti sovellettavaa sääntelyä. Euroopan unionissa sääntelytoimivalta on pitkälti EU-lainsäätäjällä<sup>56</sup>. Aikaisemmin sääntely oli korostuneen kansallista minimiharmonisoivien direktiivien johdosta<sup>57</sup>. Nyttemmin EU-lainsäätaja on siirtynyt yhä enemmän maksimiharmonisoivaan sääntelyyn antamalla suoraan sovellettavia asetuksia<sup>58</sup>.<sup>59</sup> Syvä harmonisaatio on nähty tärkeäksi markkinoiden moitteettoman toiminnan varmistamiseksi ja pääomakustannusten alentamiseksi, mikä edistää pääoman vapaata liikkuvuutta sisämarkkinoilla (SEUT 63–66, 75 art. ). Harmonisoinnin puolesta puhuu myös eurooppalainen tavoite *pääomamarkkinaunionista*<sup>60</sup>. Näin ollen voidaan perustellusti katsoa, että arvopaperimarkkinaoikeudellisessa sääntelyteoriassa tulee kiinnittää huomioita käytettyyn lainsäädäntöinstrumenttiin ja harmonisoinnin asteeseen. Lisäksi lainopillista metodologiaa käyttäessä tulee

---

<sup>56</sup> Ks. Wuolijoki 2016a, s. 178, jonka mukaan EU-sääntelyä tulisi antaa vain niissä tapauksissa, joissa se tuottaa huomattavaa lisäarvoa yrityksille ja kansalaisille. EU:n ja jäsenvaltioiden välisen toimivallan käyttöön sovelletaan SEU 5(3) artiklan toissijaisuus- eli subsidiariteettiperiaatetta ja SEU 5(4) artiklan suhteellisuusperiaatetta. Periaatteiden mukaan EU voi ryhtyä toimenpiteisiin vain siinä laajuudessa ja siinä määrin kuin tietty toiminta voidaan toteuttaa paremmin unionin kuin jäsenvaltioiden tasolla samalla edellyttäen, että toiminnan sisältö ja muoto eivät saa ylittää sitä, mikä on tarpeen perussopimusten tavoitteiden saavuttamiseksi. Tarkemmin EU:n toimivallasta antaa arvopaperimarkkinaoikeudellista lainsäädäntöä ks. esim. Veil 2017c, s. 32–35. Samantapaisesti Yhdysvalloissa arvopaperimarkkinasääntely perustuu liittovaltiotasoiseen sääntelyyn.

<sup>57</sup> Ensimmäiset EU-oikeudelliset arvopaperimarkkinoita sääntelevät säädökset olivat minimiharmonisoivia direktiivejä, koska nähtiin tärkeäksi jättää jäsenvaltioiden kansallisille lainsäätäjille mahdollisuus toteuttaa omia sääntelytavoitteitaan. Direktiivit antoivat jäsenvaltioille merkittävästi liikkumavaraa, mikä johti kansallisten lakien eroihin vaikuttaen markkinoiden toimintaan. Esimerkiksi 2000-luvulle tultaessa sisäpiiritiedon tiedottamisääntely ei ollut yhdenmukaista, minkä lisäksi markkinoiden manipuloinnille ei ollut EU:n laajuista yhtenäistä määritelmää. Fragmentoitunut sääntely heikensi eurooppalaisten markkinoiden kilpailukykyä verrattuna Yhdysvaltoihin. Ks. VM 1998:3, s. 47; Lamfalussy-raportti 2001, s. 85; Häyrynen 2006, s. 18–19; Kontkanen – Keinänen 2015, s. 8. EU-sääntelyn ylittävää kansallista sääntelyä kutsutaan *gold plating* -sääntelyksi, eli lisätai ylisääntelyksi. Ks. yleisesti aiheesta esim. Hyvärinen – Kaila 2015, s. 958.

<sup>58</sup> Finanssikriisin jälkeen asetettiin niin kutsuttu de Larosière-työryhmä, jonka tehtävänä oli antaa suosituksia uudelle EU:n arvopaperimarkkinoiden sääntelylle ja valvonnalle. Ks. de Larosière-raportti 2009, s. 29, jossa suositeltiin uutta sääntelyä annettavaksi asetuksin aina kun mahdollista. Jos instrumenttina käytettäisiin direktiiviä, tulisi sen olla maksimiharmonisoiva keskeisistä asioista. Yleisesti arvopaperimarkkinasääntelyn sääntelystrategioista ks. esim. Walla 2017, s. 53–57.

<sup>59</sup> Minimi- ja maksimiharmonisoivan sääntelyn käyttötilanteista arvopaperimarkkinoilla ks. Gerner-Beuerle 2012.

<sup>60</sup> Komissio antoi vuonna 2015 toimintasuunnitelmansa pääomamarkkinaunionin luomiseksi. Tavoitteena on syventää Euroopan pääomamarkkinat yhtenäismarkkinoiksi. Ks. KOM(2015) 468 loppl. Komission vuonna 2020 antamassa uudessa toimintasuunnitelmassa korostetaan sitä, että pääomamarkkinaunioni voi nopeuttaa EU:n toipumista Covid-19-pandemiasta ja tukea kestäväää rahoitusta. Ks. KOM(2020) 590 loppl., s. 1.

huomioida *dynaaminen tulkinta*, jonka mukaan mitä harmonisoivampaa sääntely on, sitä vähemmän tulkinnassa jää kansallista liikkumavaraa<sup>61</sup>. Näin ollen kyseisen tulkintaopin ja toisaalta jo pelkästään arvopaperimarkkinoiden ja kestävän rahoituksen globaaleista luonteista johtuen kansainvälinen aineisto on keskeisessä roolissa tutkielmassa.

Arvopaperimarkkinaoikeudellisessa sääntelyssä on otettava huomioon markkinoiden dynaamisuus ja nopeatempoisuus<sup>62</sup>. Arvopaperimarkkinasääntelyllä ei ole mahdollista luoda yksityiskohtaisia säännöksiä kaikkiin tilanteisiin<sup>63</sup>. Suomalainen lainsäätäjät ymmärsi jo 1980-luvulla VAML:ia säätäessä, että kyseiset erityispiirteet edellyttävät lainsäädäntöteknisesti yleisluontoisia ilmaisuja<sup>64</sup> ja perussääntöjä, joita voidaan tarkentaa alemman asteisilla instrumenteilla<sup>65</sup>. Nykyinen arvopaperimarkkinoiden sääntelyjärjestelmä perustuu hierarkialtaan eri tasoihin normeihin. Vuonna 2000 komissio asetti *Lamfalussy-työryhmän*, jonka tehtävänä oli arvioida EU:n arvopaperimarkkinaoikeuden tilaa ja suunnitella uusi prosessi, joka mahdollistaisi uuden sääntelyn antamisen nopeasti ja joka parantaisi yhtenäistä täytäntöönpanoa ja soveltamista jäsenvaltioissa. Antamassaan raportissaan työryhmä suositteli ratkaisuksi nelitasoista sääntelyjärjestelmää, jonka ohella kansallinen ja muu sääntely toteutetaan.<sup>66</sup> Kyseinen Lamfalussy-prosessi otettiin käyttöön vuonna 2002<sup>67</sup>.

Tosin niin Lissabonin sopimus<sup>68</sup> kuin Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen ("ESMA") perustaminen vaikuttivat sääntelyprosessiin niin merkittäväällä tavalla, että vuodesta 2009 lähtien sääntelyjärjestelmää on kutsuttu *Lamfalussy II -prosessiksi*<sup>69</sup>. Kyseinen sääntelyjärjestelmä koostuu seuraavista neljästä tasosta:

---

<sup>61</sup> Krolop 2017, s. 473–474 ja siinä viitatus lähteet. Tältä osin Collin on verrannut yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeutta, joista yhtiöoikeudessa liikkumavaraa on "varsin runsaasti". Ks. Collin 2020, s. 17.

<sup>62</sup> Ks. Kotiranta 2014, s. 193; Marjosola 2017, s. 7.

<sup>63</sup> HE 32/2012 vp, s. 96. Ks. myös Häyrynen 2006, s. 60, jonka mukaan arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön johdosta säännösten yleisluonteisuutta ja tulkinnallista joustavuutta voidaan pitää perusteltuina.

<sup>64</sup> Esimerkkeinä tänäkin päivänä käytössä olevat ilmaisut "yleinen etu", "hyvä tapa" ja "riittävä suoja sijoittajalle". Ks. Astola 1990, s. 21–22.

<sup>65</sup> Astola 1990, s. s. 21–22.

<sup>66</sup> Lamfalussy-raportti 2001, s. 6–7.

<sup>67</sup> Walla 2017, s. 43.

<sup>68</sup> Lissabonin sopimus Euroopan unionista tehdyn sopimuksen ja Euroopan yhteisön perustamissopimuksen muuttamisesta, EUVL N:o C 306, 17.12.2007, s. 1–271.

<sup>69</sup> *ibid.*, s. 44. Lissabonin sopimus lisäsi Euroopan komission lainsäädäntötoimivaltaa, minkä lisäksi ESMAn toimivalta erosi sitä edeltävästä Euroopan arvopaperimarkkinavaltajien komiteasta (engl. *the Committee of European Securities Regulators*). Ks. tarkemmin muutoksista Häyrynen – Kajala 2013, s. 24–25; Turtiainen 2018, s. 31–32. Alkuperäisesti Lamfalussy-prosessista tarkemmin ks. Manninen 2003.

1. Puitesääntely, joka toteutetaan Euroopan parlamentin ja neuvoston tavallisella lainsäädäntömenettelyllä joko asetuksin tai direktiivein;
2. Puitesääntelyä täydentävät täytäntöönpanomääräykset, joita ovat Euroopan komission delegoidut säädökset tai täytäntöönpanosäädökset taikka Euroopan finanssiviranomaisten<sup>70</sup> valmistelemat tekniset sääntelystandardit tai täytäntöönpanostandardit;
3. Euroopan valvontaviranomaisten antamat ohjeet ja suositukset;
4. Euroopan komission valvonta annettujen säännösten noudattamisesta jäsenvaltioissa.<sup>71</sup>

Sääntelyjärjestelmän 1- ja 2-tason sääntelyinstrumentit ovat oikeudellisesti sitovia. Arvopaperimarkkinaoikeudessa sääntelyinstrumentteja on annettu kaikilla neljällä tasolla. Sen sijaan kestävyysraportointisääntely perustuu nykyisellään 1-tason muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia koskevaan direktiiviin (2014/95/EU, NFRD)<sup>72</sup>, jolla muutettiin tilinpäätösdirektiiviä (2013/34/EU)<sup>73</sup>. Kestävyysraportoinnin tueksi Euroopan valvontaviranomais-

---

<sup>70</sup> Vuoden 2007 finanssikriisi havainnollisti aukkoja markkinoiden valvonnassa, joka ei ollut kansainvälisesti koordinoitua. Ks. Kontkanen – Keinänen 2015, s. 2. Ks. myös de Larosiè -raportti 2009, s. 38, jossa suositeltiin valvontajärjestelmän uudistamista. Tämän johdosta perustettiin kolme eurooppalaista finanssiviranomaista (engl. "European Supervisory Authorities"): Euroopan pankkiviranomainen (engl. *European Banking Authority*), Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomainen (engl. *European Insurance and Occupational Pensions Authority*, "EIOPA") ja Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen. Eurooppalaisten finanssiviranomaisten ohella valvontajärjestelmään kuuluu Euroopan järjestelmäriskikomitea (engl. *European System Risk Board*, "ESRB"), joka toimii Euroopan keskuspankin yhteydessä sekä jäsenvaltioiden kansalliset valvontaviranomaiset. Valvontavirastojen yhteiskomitea (engl. *Joint Committee*) koordinoi viranomaisyhteistyötä.

<sup>71</sup> Kontkanen – Keinänen 2015, s. 8.

<sup>72</sup> 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, EUVL L 330, 15.11.2014, s. 1–9.

<sup>73</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2013/34/EU, annettu 26 päivänä kesäkuuta 2013, tietyntyyppisten yritysten vuositilinpäätöksistä, konsernitilinpäätöksistä ja niihin liittyvistä kertomuksista, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2006/43/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivien 78/660/ETY ja 83/349/ETY kumoamisesta, EUVL L 182, 29.6.2013, s. 19–76

ten sijaan Euroopan komissio on antanut kahdet eri 3-tason suuntaviivat: muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia koskevat suuntaviivat<sup>74</sup> ("komission suuntaviivat") ja ilmastoon liittyvien tietojen raportointia koskeva täydennysosa<sup>75</sup> ("komission suuntaviivojen täydennysosa").

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyjärjestelmän mukaisesti annetun sääntelyn monikerroksellisuuden hyötynä on mahdollisuus reagoida nopeasti alempitaisoisesti markkinoiden uusiin ilmiöihin. Kritiikkiä on kuitenkin esitetty sääntelytoimivallan delegoinnista usealle eri taholle, mikä on lisännyt sääntelyn määrää ja heikentänyt sääntelyn ennakoitavuutta. Ongelmina pidetään myös parlamentaarisen kontrollin puutetta ja sääntelyprosessin läpinäkyvyyttä.<sup>76</sup> Kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa erityisesti *Wuolijoki* on käsitellyt Lamfalussy II-prosessia. Hänen mukaansa rakenteellisten ongelmien takia finanssialan sääntely ei kaikilta osin noudata hyvän sääntelyn periaatteita<sup>77</sup>. Lamfalussy II -prosessin mukainen sääntelyjärjestelmä ja sääntelymäärän nopea kasvu ovat johtaneet siihen, että lainsäädännön sisältöä ei ole mahdollista selvittää perinteisen oikeuslähdeopin mukaisesti. Myös eri instrumenttien merkitysten arviointi on täsmentymätöntä.<sup>78</sup> Edelleen Wuolijoki näkee ongelmallisena lainsäädännön kasvaneen määrän, monikerroksellisuuden ja useamman tahon sääntelyn

---

<sup>74</sup> Komission tiedonanto – Muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia koskevat suuntaviivat (muiden kuin taloudellisten tietojen raportointimenetelmä) C/2017/4234, EUVL C 215, 5.7.2017, s. 1–20.

<sup>75</sup> Komission tiedonanto – Muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia koskevat suuntaviivat: Ilmastoon liittyvien tietojen raportointia koskeva täydennysosa C/2019/4490, EUVL C 209, 20.6.2019, s. 1–30.

<sup>76</sup> Kauppi 2016, s. 29. Tarkemmin Euroopan finanssiviranomaisten norminannosta ja parlamentarismista ks. Kontkanen – Keinänen 2015, s. 23. Eduskunnan valiokunta kutsuu ilmiötä "virastoitumiseksi". Ks. TaVL 31/2013 vp, s. 1–2. Ks. myös Kontkanen 2016, s. 94, jonka mukaan "[f]inanssimarkkinoiden sääntely on liukunut osin kokonaan parlamentaarisen lainsäädäntöjärjestelmän ulkopuolelle". Ks. myös Lastra 2003, s. 62–64, jonka mukaan järjestelmän tavoitteet joustavuudesta ja nopeudesta ovat jännitteessä sääntelyn laadun ja demokraattisuuden kanssa.

<sup>77</sup> Wuolijoen näkemystä tukee Kontkanen ja Keinänen tekemä haastattelututkimus eurooppalaisten finanssivalvontaviranomaisten säädösvalmistelun laadukkuudesta. Keskeisten suomalaisten ministeriöiden sekä eduskunnan ja yksityisen sektorin edustajien mukaan kansallisten hyvän lainvalmistelun kriteerien näkökulmasta toiminnassa on merkittäviä puutteita. Ks. tarkemmin Kontkanen – Keinänen 2015.

<sup>78</sup> EU-sääntelyn monikerroksisuus ja vaikeus on otettu kansallisesti huomioon siten, että arvopaperimarkkinalakia uudistaessa sen rakennetta selvennettiin, jotta monikerroksellisen sääntelyn soveltaminen olisi helpompaa. Kokonaisuudistuksesta ks. HE 32/2012 vp, s. 1, 61; Häyrynen – Kajala 2013, s. 18–22; Wuolijoki 2016a, s. 185–186.

antajana, mikä kasvattaa riskiä sääntelyn tavoitteiden epäjohtonmukaisuuksista ja normiritiriidoista.<sup>79</sup> Luukkosen mukaan huomio kotimaisen oikeuslähdeopin soveltumattomuudesta on aiheellinen, mutta hänen mukaansa eri säädösten velvoittavuuden asteet ovat selvät<sup>80</sup>.

Luukkosen näkemystä voidaan kuitenkin haastaa viittaamalla finanssivalvontaviranomaisen antamiin 3-tason ohjeisiin ja suosituksiin, joilla tosiasiallisesti katsotaan olevan "tavanomaisia ei-velvoittavia normipäätöksiä velvoittavampi luonne"<sup>81</sup>. Sitomattomat oikeudelliset kannanotot voivat myös olla "sisällöltään yllättäviä" ylemmän tasoisiin instrumentteihin verrattuna<sup>82</sup>. Voidaan katsoa, että Wuolijoen kritiikki on aiheellinen erityisesti arvopaperimarkkinaoikeudessa, jota voidaan pitää monimutkaisena oikeudenalana sääntelyn yksityiskohtaisuuden ja monitasoisuuden takia<sup>83</sup>.

#### 1.4 Tutkielman rajaukset, keskeiset käsitteet ja rakenne

Kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuutta käsitellään arvopaperimarkkinaoikeudellisesta näkökulmasta, koska tiedonantovelvollisuudet ovat oikeudenalan keskeisin sääntelykeino<sup>84</sup>. Tämä luo hyvät lähtökohdat raportointisääntelyn arviointiin. Näkökulmasta johtuen kestävyysraportointisääntelyn käsittely rajautuu arvopaperimarkkinalain (746/2012, AML) 2 luvun 7 §:ssä määriteltyihin *pörssiyhtiöihin*, joilla tarkoitetaan sellaisia julkisia osakeyhtiöitä, joiden liikkeeseen laskema osake on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla. Tutkielmassa pörssiyhtiön synonyymeinä käytetään *liikkeeseenlaskija* ja *listayhtiö* käsitteitä. Sen sijaan käsiteltäessä osakeyhtiöitä yleisesti käytetään käsitettä *yhtiö*. Tiedottamista tarkastellaan arvopapereiden jälkimarkkinoilla. Tutkielmassa sääntelyn tarkoituksenmukaisuuden selvittämisen ulkopuolelle jää muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia

---

<sup>79</sup> Wuolijoki 2016a, s. 183. Samansuuntaisesti sääntelyn määrästä ja norminantajien kasvaneesta määrästä ks. Kontkanen 2016, s. 102–104. Ks. myös Kanervo – Knuts 2020, s. 811, joiden mukaan monikerroksellisuuden voidaan katsoa olevan Suomessa korostunut, koska EU-oikeudelliset direktiivit on jouduttu implementoimaan lainsäädännön ohella myös sitä täydentävällä virallishormistolla, kuten Finanssivalvonnan määräyksillä tai VM:n asetuksilla, koska direktiivien tavoitteet eivät ole sopineet suomalaiseen lainsäädäntötekniikkaan.

<sup>80</sup> Luukkonen 2018, s. 6–7.

<sup>81</sup> Kontkanen 2016, s. 94.

<sup>82</sup> Wuolijoki 2016a, s. 184.

<sup>83</sup> Kontkanen – Keinänen 2015, s. 44.

<sup>84</sup> Ks. Huovinen 2004, s. 3, jonka mukaan arvopaperimarkkinoiden yhteiskunnalliset tehtävät eivät voi toteutua ilman tiedonantovelvollisuuksia.

koskevalla direktiivillä luotu yritysten hallinto-, johto- ja valvontaelimiin kohdistuvaa monimuotoisuus selvitys, koska se ja kestävyysraportointisääntely ovat erillisiä sääntelykokonaisuuksia<sup>85</sup>.

Tutkielmassa *kestävyysriskillä* tarkoitetaan tiedonantovelvoiteasetuksen (EU) 2019/2088<sup>86</sup> 2(1)(22) artiklan määritelmän mukaisesti ympäristöön, yhteiskuntaan tai hallintotapaan liittyvää tapahtumaa tai olosuhdetta, jonka toteutumisella saattaisi olla sijoituksen arvoon tosiasiallinen tai mahdollinen kielteinen olennainen vaikutus. Kestävyysriskejä koskevia tietoja nimitetään *kestävyystiedoiksi*, mikä on yhdenmukaista direktiiviehdotuksen kanssa. Kestävyystiedoista käytetään kuitenkin myös käsitettä *muu kuin taloudellinen tieto*, mutta tällöin tarkoitetaan NFRD:llä luodun raportointisääntelyn mukaisesti annettavia tietoja. Euroopan komissio on luopunut uutta sääntelyä antaessaan *muiden kuin taloudellisten tietojen* käsitteen käyttämisestä, koska sen katsottiin johtavan virheelliseen käsitykseen siitä, ettei kyseisillä tiedoilla olisi taloudellista merkitystä<sup>87</sup>. *Kestävyysraportoinnilla* tarkoitetaan kestävyystietojen antamista voimassa olevan sääntelyn tai direktiiviehdotuksen mukaisesti.

Tutkielman rakenne on seuraava. Johdattelevan luvun jälkeen luvussa 2 käsitellään tiedottamista arvopaperimarkkinoilla. Käsiteltäviä aiheita ovat arvopaperimarkkinasääntelyn keskeiset tavoitteet, tiedonantosääntelyn teoreettiset lähtökohdat ja voimassa olevan sääntelyn mukaiset liikkeeseenlaskijoiden tiedonantovelvollisuudet. Luvun tarkoitus on rakentaa oikeudellinen viitekehys, jonka nojalla voidaan arvioida kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuutta.

Tutkielman luvussa 3 käsitellään liikkeeseenlaskijoihin soveltuvaa kestävyysraportointisääntelyä. Sääntelyn vaikuttavuuden selvittämiseksi luvussa eritellään sääntelyn tavoitteet. Lisäksi tarkastellaan kestävyysraportointisääntelyn yhteyttä arvopaperimarkkinaoikeuteen, jotta voidaan vastata tutkielman ensimmäiseen tutkimuskysymykseen siitä, tulisiko kestävyysraportointisääntelyn olla yhdenmukaista arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedonantosääntelyn kanssa. Lopuksi käsitellään yleisellä tasolla kestävyysraportointisääntelyä ja sen

---

<sup>85</sup> Szabó – Sørensen 2015, s. 309–310.

<sup>86</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2019/2088, annettu 27 päivänä marraskuuta 2019, kestävyteen liittyvien tietojen antamisesta rahoituspalvelusektorilla, EUVL L 317, 9.12.2019, s. 1–16.

<sup>87</sup> Direktiiviehdotuksen johdanto-osan 7 kohta.

kehitystä, mikä luo edellytykset sen ymmärtämiseksi, mitkä tekijät tosiasiallisesti ovat vaikuttaneet ja jotka tulevat mahdollisesti vaikuttamaan tulevaisuudessa lainsäätäjän tekemiin valintoihin.

Luvussa 4 arvioidaan kestävyysraportointisääntelyn vaikuttavuutta ja kustannustehokkuutta selvittämällä tutkielman toisen tutkimuskysymyksen mukaisesti eroavatko kestävyysraportointisääntelyn lainsäätäjän valinnat arvopaperimarkkinaoikeudellisesta tiedonantosääntelystä ja vaikuttavatko poikkeamat kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuuteen. Lisäksi selvitetään sääntelyn sivuvaikutukset. Lopuksi esitetään lainsäädäntömuutoksia *de lege ferenda*. Tutkielman luvussa 5 esitetään johtopäätökset.



## 2 TIEDOTTAMINEN ARVOPAPERIMARKKINOILLA

### 2.1 Arvopaperimarkkinasääntelyn tavoitteet

Rahoitusmarkkinoiden tehtävä on mahdollistaa ylijäämävarallisuuden allokointi alijäämisiin kohteisiin mahdollisimman tehokkaasti<sup>88</sup>. Tämä turvaa yritysten rahoitushuollon, luo sijoittajille mahdollisuuden ylijäämävarallisuuden kasvattamiseen ja lisää yhteiskunnan konnaishyötyä. Muita markkinoiden tehtäviä ovat informaation välittäminen, rahoituskohteiden hinnoittelu, vaihdanta, riskien hajauttaminen sekä yhtiöiden tarkkailu ja valvonta.<sup>89</sup> Sekä moderni yhteiskunta että kansantalouden suotuisa kehitys edellyttävät tehokkaasti toimivia markkinoita, joilla edellä mainitut yhteiskunnalliset funktiot toimivat<sup>90</sup>.

Arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädännön keskeisin tavoite on turvata markkinoiden toiminta. Se toteutetaan lisäämällä markkinoiden keskeisintä tuotantotekijää, eli sijoittajien luottamusta markkinoiden toimintaan kohtaan.<sup>91</sup> Markkinaluottamusta edistetään lainsäädäntötoimilla tukemalla markkinoiden puolueettomuutta ja tehokkuutta<sup>92</sup>. Käsitteitä ei ole määritelty lainsäädännössä. Markkinoita pidetään puolueettomina silloin, kun kaikilla markkinoimijoilla on vapaa pääsy sekä yhtäläiset mahdollisuudet vastaanottaa ja hyödyntää saatavilla olevaa informaatiota. Myöskään mikään yksittäinen toimija ei tulisi olla kykeneväinen vaikuttamaan arvopapereiden hintakehitykseen.<sup>93</sup>

*Faman tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan (engl. efficient capital markets hypothesis) tehokkailla markkinoilla arvopapereiden pörssikurssit heijastavat saatavilla olevaa informaatiota<sup>94</sup>. Voidaan viitata niin sanottuun hintamekanismiin, joka suodattaa relevantin*

---

<sup>88</sup> Fama 1970, s. 383; KM 1987:44, s. 30; Kaisanlahti 1995, s. 1296–1297; Anttila 1996, s. 19; Kaisanlahti 1999, s. 68; Häyrynen 2006, s. 23; Kotiranta 2014, s. 55; Moloney 2014, s. 48; Brinckmann 2017a, s. 266; Veil 2017b, s. 25. Tehokkuudella tarkoitetaan tässä tavoitetta ylijäämävarallisuuden allokoinnista mahdollisimman edullisesti kannattaviin kohteisiin. Ks. esim. Stigler 1967, s. 288–289; Huovinen 2004, s. 3; Häyrynen 2006, s. 23.

<sup>89</sup> HE 157/1988 vp, s. 3; Sillanpää 1994, s. 74; VM 1998:3, s. 1; Huovinen 2004, s. 3; Annola 2005, s. 179–180; Häyrynen 2006, s. 23; Vahtera 2011, s. 67; Armour et al. 2016, s. 22–23.

<sup>90</sup> HE 157/1988 vp, s. 3; Kaisanlahti 1995, s. 1298–1299; Annola 2005, s. 62; Kotiranta 2014, s. 55–56.

<sup>91</sup> HE 157/1988 vp, s. 3–4; Astola 1990, s. 19, 20–21; Annola 2005, s. 62, 66, 94; Häyrynen 2006, s. 23; Knuts – Parkkonen 2014, s. 2; Kauppi 2016, s. 25; Kanervo – Knuts 2020, s. 799.

<sup>92</sup> HE 157/1988 vp, s. 3; Huovinen 2004, s. 4; HE 137/2004 vp, s. 7, 44; Annola 2005, s. 335; Vahtera 2011, s. 67; MAR johdanto-osan kohta 2.

<sup>93</sup> KM 1987:44, s. 30–32; HE 157/1988 vp, s. 3–4; HE 293/1994 vp, s. 3; VM 1998:3, s. 63.

<sup>94</sup> Fama 1970, s. 383. Hypoteesiin viittauksista ks. esim. HE 157/1988 vp, s. 3–4; VM 1998:3, s. 53–54; Rudanko 1998 s. 349–351; Hoppu 2004, s. 26; Avgouleas 2005, s. 44–49; Norros 2009, s. 224–227; Knuts 2010, s. 39–42; Brinckmann 2017a, s. 266–268. Vrt. Kotiranta 2014 s. 74, jonka mukaan hinnanmuodostuksen tehokkuudelle ei ole yksiselitteistä määritelmää tehokkuuden ollessa suhteellinen ja vaihteleva määre.

informaation kursseihin sijoittajien tehdessä perusteltuja sijoituspäätöksiä uuden informaation perusteella. Todellista markkina-arvoa heijastavat pörssikurssit edistävät sijoittajansuojaa ja markkinaluottamusta, koska tietämättömät sijoittajat eivät maksa arvopaperista enempää kuin puolueettoman arvion todellisesta arvosta<sup>95</sup>. Arvopapereista maksettava riskipremio on pienempi, koska riskit sisältyvät pörssikursseihin<sup>96</sup>. Arvopaperin totuudenmukaista tilaa heijastava pörssikurssi alentaa liikkeeseenlaskijan rahoituskustannuksia, lisää arvopaperin likviditeettiä ja vähentää volatilitteettiä<sup>97, 98</sup>.

Markkinoiden tehokkuutta voidaan pitää keskeisenä sääntelyn tavoitteena, koska nähdäkseni mitä paremmin arvopaperien hinnat heijastelevat niiden oikeaa arvoa, sitä tehokkaammin markkinoiden yhteiskunnalliset funktiot toimivat. *Häyrysen* mukaan teleologisen tulkinnan mukaisesti tehokkuus toimii reaalisena argumenttina, joka ohjaa sääntelyn tulkintaa markkinoiden toimintaa edistävästi<sup>99</sup>. *Hoppu* pitää markkinoiden tehokkuuteen johtavaa tulkintaa tavoiteltavana, ellei muut vaihtoehdot riittävän vahvasti edellytä toisenlaista ratkaisua, koska tehokkaat markkinat antavat suojaa erityisesti yksityissijoittajille<sup>100</sup>.

*Vahtera* esittää arvopaperimarkkinoiden kokonaistehokkuuden, eli markkinoiden allokaatiotehtävän, muodostuvan alatehokkuuksista, joista yksi on markkinoiden hintamekanismin toimivuus<sup>101</sup>. Alatehokkuuksien kasvattaminen ainoastaan *ceteris paribus* lisää kokonaistehokkuutta. Täten *de lege ferenda* -suositusten antaminen markkinoiden tehokkuudesta on

---

<sup>95</sup> Moloney 2014, s. 58; Armour et al. 2016, s. 160. Ks. myös Kaisanlahti 1995, s. 1297; Kurenmaa 2003, s. 40. Kurssien voidaan katsoa suurimmaksi osaksi aikaa heijastavan todellista arvoa, koska ammattimaiset sijoittajat hyödyntävät pienimmätkin kurssien hinnoitteluvirheet.

<sup>96</sup> Häyrynen 2006, s. 31.

<sup>97</sup> Ks. esim. HE 209/1998 vp, s. 22; Häyrynen 2006, s. 39; Vahtera 2011, s. 371; Armour et al. 2016, s. 160.

<sup>98</sup> Oikeuskirjallisuudessa markkinoiden tehokkuus on vaihtoehtoisesti liitetty markkinoiden yhteiskunnallisten funktioiden toteutumiseen. Ks. esim. Brinckmann 2017a, s. 266, jonka mukaan markkinoiden tehokkuus voidaan jakaa kolmijakoisesti allokatiiviseen, institutionaaliseen ja toiminnalliseen tehokkuuteen. Allokatiivinen tehokkuus kuvaa markkinoiden keskeisintä tehtävää allokoida varoja ylijäämästä alijäämään. Institutionaalinen tehokkuus viittaa arvopaperimarkkinoiden peruseriaatteisiin, kuten markkinoiden vapaaseen pääsyyn ja likviditeettiin. Toiminallinen tehokkuus on puolestaan yhteydessä transaktiokustannusten vähentymiseen. Samansuuntaisesti ks. myös Rudanko 1998, s. 345; Kotiranta 2014, s. 71.

<sup>99</sup> Häyrynen 2006, s. 69. Ks. myös Huovinen 2004, s. 18, jonka mukaan pääomamarkkinat ovat olemassa varojen allokaatiota varten, minkä johdosta tulkinnan tulee tähdätä kyseisen tavoitteen toteuttamiseen.

<sup>100</sup> Hoppu 2004, s. 26. Samansuuntaisesti myös Annola 2005, s. 109–110, joka kuitenkin huomauttaa, että sisäpiiritiedon sääntelyssä tehokkuus ei korostu ensisijaisena tavoitteena, koska kyseinen sääntelykokonaisuus tekee poikkeuksen tehokkaiden markkinoiden hypoteesiin. Tältä osin keskeisinä voidaan pitää puolueettomuutta ja siihen sisältyvää oikeudenmukaisuutta.

<sup>101</sup> Ks. Vahtera 2011, s. 70, jonka mukaan arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta voidaan lähestyä monella eri tapaa. Tehokkuus voidaan esimerkiksi jakaa ulkoiseen ja sisäiseen tehokkuuteen, joista ulkoinen viittaa hintamekanismiin. Sisäisellä tehokkuudella tarkoitetaan markkinoiden arvopaperien välittämisen funktiota. Tämän lisäksi tehokkuuden arviointikriteerinä voidaan käyttää arvioita siitä, "miten sijoittajat ja yhtiöt käyttävät arvopaperimarkkinoita ylipäätään rahoituksen välittämiseen rahoitusylijäämäisiltä sektoreilta rahoitusaliijäämäisille

haastavaa, koska alatehokkuuksien sivuvaikutukset voivat johtaa kokonaistehokkuuden alentumiseen. Esimerkiksi markkinoiden informaatiotehokkuuden edistäminen ei johda automaattisesti markkinoiden kokonaistehokkuuden kasvamiseen, jos muutos mahdollistaa tehostomien vaihdantamuotojen harjoittamisen<sup>102,103</sup>. Näin ollen tutkielmassa tunnistetaan se, ettei markkinoiden hintatehokkuutta voida edistää tyhjiössä.

Arvopaperimarkkinoiden tehokkuuden ja puolueettomuuden lisäksi sääntelyn tavoitteita ovat markkinoiden vakauden turvaaminen ja systeemisen riskin ehkäiseminen<sup>104</sup>. Tavoitteista on tullut keskeisiä vuoden 2007 finanssikriisin osoittaessa sen, kuinka talousjärjestelmän kriisin vaikutukset voivat pahimmillaan ulottua koko yhteiskuntaan<sup>105</sup>. Finanssikriisistä selviytymisen tapahduttua veronmaksajien varoin on kansalaisten intresseissä se, että voimassa oleva sääntely on sekä tarkoituksenmukaista että ennaltaehkäisevää tulevien kriisien osalta<sup>106</sup>.

## **2.2 Sääntely tehokkaiden markkinoiden saavuttamiseksi**

### **2.2.1 Teoreettiset lähtökohdat**

Markkinoiden tehokkuutta pidetään keskeisimpänä markkinoiden toimintaedellytyksenä. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan markkinat ovat tehokkaat silloin, kun kurssit reagoivat välittömästi ja tarkasti informaatioon. Hypoteesi ei kuitenkaan toteudu käytännön elämässä. Teorian sovellettavuuden mahdollistamiseksi markkinoiden tehokkuus jaetaan kolmeen alalajiin sen perusteella, minkälaiseen informaatioon pörssikurssit reagoivat. Hei-

---

sektoreille". Tältä osin keskeisinä sääntelyn ominaisuuksina ovat sijoittajansuoja ja markkinaluottamus. Edelleen markkinoiden tehokkuuteen vaikuttavat markkinoiden väärinkäytökset ja informaation tuottaminen.

<sup>102</sup> Ks. Vahtera 2011, s. 71. Esimerkiksi jos sisäpiiritiedon hyväksikäyttö hyväksyttäisiin, se lisäisi toki markkinoiden hintatehokkuutta. Tällaisessa tilanteessa sijoittajat kuitenkin poistuisivat markkinoilta eriarvoisten markkina-asemien johdosta. Näin ollen ratkaisu ei lisäisi markkinoiden kokonaistehokkuutta. Ks. myös Häyrynen 2006, s. 37, jonka mukaan markkinaluotettavuuden heikentymisestä johtuvat sivuvaikutukset voivat aiheuttaa niin yhtiöille, sijoittajille kuin markkinapaikalle merkittäviä kokonaiskustannuksia.

<sup>103</sup> Vahtera 2011, s. 70–71. Samansuuntaisesti myös Kotiranta 2014, s. 199–200.

<sup>104</sup> Moloney 2014, s. 5–8; Veil 2017b, s. 26; IOSCO 2017, s. 3.

<sup>105</sup> Marjosola 2014a, s. 338; Kauppi 2016, s. 25. Yleisesti arvopaperimarkkinasääntelystä finanssikriisin jälkeen ks. esim. Moloney 2014, s. 2–8. Historian saatossa kriisit ovat johtaneet muun ohella sijoitusarvojen menettämiseen, työttömyyden kasvuun ja yleisen luottamuksen laskuun yhteiskunnallisia instituutiota kohtaan. Finanssikriisin ohella voidaan mainita 2000-luvun kriisit, joita olivat kirjanpitoskandaalit (Parmalat 2003, Ahold 2003, Enron 2001 ja WorldCom 2002) sekä yritysten sisäisten tarkastusten puutteellisuus, kuten Volkswagenin päästöhuujaus. Tarkemmin kirjanpitoskandaaleista ks. Ikäheimo – Malmi – Walden 2019, s. 194–195. Ks. myös Mähönen – Johnsen 2019, s. 220, joihin viitaten voidaan mainita pohjoismaiset pankkikriisit (Norja 1988, Suomi 1991 ja Islanti 2008), jotka johtivat pankkisääntelyn kiristämiseen.

<sup>106</sup> Wuolijoki 2016a, s. 176.

kosti tehokkailla markkinoilla arvopapereiden hinnat perustuvat historialliseen tietoon. Keskitheokkailla markkinoilla pörssikurssit reagoivat kaikkeen julkisesti saatavilla olevaan tietoon. Vahvasti tehokkailla markkinoilla kursseihin vaikuttavat paitsi julkinen tieto myös julkistamaton sisäpiiritieto.<sup>107</sup> Vaikka tehokkaiden markkinoiden hypoteesia voidaan kritisoida taloustieteestä käsin, hyödynnetään sitä sääntelyssä<sup>108</sup>. Arvopaperimarkkinoiden toiminnassa on omaksuttu keskitheokkaat markkinat, mikä käytännössä tarkoittaa olettamaa sitä, että tehokkaat markkinat saavutetaan informaation julkistamisella<sup>109</sup>. Tämän johdosta arvopaperimarkkinaoikeuden keskeisin sääntelykeino muodostuu tiedonantovelvollisuuksista.

Tehokasta hinnanmuodostusta heikentää kuitenkin markkinahäiriöt, joista keskeisin on *informaation asymmetria*. Käsitteellä tarkoitetaan markkinaosapuolten välillä vallitsevaa tiedollista epätasapainoa. Täydellinen tasapaino ei ole tavoiteltava asiantila<sup>110</sup> saati mahdollinen, koska markkinoilla vallitsee rakenteellinen informaation asymmetria<sup>111</sup>. Lainsäätäjän interventio nähdään kuitenkin tarpeellisena, koska huomattavalla asymmetrialla on negatiivisia vaikutuksia markkinoiden toimintaedellytyksiin<sup>112</sup>. Informaation asymmetria mahdollistaa markkinatoimijoiden opportunistisen toiminnan, kuten sisäpiirikaupat, sisäpiiritiedon laittoman ilmaisun ja markkinoiden manipuloinnin. *Markkinoiden väärinkäyttö* (engl. *market abuse*) johtaa sijoittajien luottamuksen laskuun markkinoiden puolueettomuudesta.<sup>113</sup>

*Akerlof* on mallintanut informaation asymmetrian seurauksia käytettyjen autojen kaupassa. Jos ostajilla on puutteelliset tiedot myytävistä autoista, ei laadukkuutta voi päätellä hinnoista.

---

<sup>107</sup> Fama 1970, s. 383, 387. Hypoteesin täydellinen täytyminen edellyttää sitä, ettei transaktiokustannuksia aiheudu, markkinatoimijoilla on homogeeniset odotukset ja he toimivat rationaalisesti uuteen informaatioon.

<sup>108</sup> Moloney 2014, s. 58–59. Markkinoiden tehokkuudesta on rahoitustutkimuksen avulla havaittu anomaliaita, eli poikkeamia. Ks. esim. Bailey 2005, s. 72–74, joka mainitsee muun muassa tammikuu-, yrityskoko-, viikonpäivä- ja sääanomalit. Ks. myös Cornell – Roll 1981, s. 209, jotka tuovat esille kritiikin tehokkaiden markkinoiden hypoteesista informaation hankkimiskustannuksista käsin. Jos kaikki relevantit tiedot heijastuvat pörssikusseihin, ei sijoittajilla voitaisi katsoa olevan kannustimia hankkia informaatio sijoituspäätösten perusteeksi. Tällöin hypoteesin ei voida katsoa toteutuvan, jos kukaan ei kerää tai hyödynnä tietoa.

<sup>109</sup> Huovinen 2004 s. 82; Moloney 2014, s. 57; Brinckmann 2017a, s. 265–268. Ks. kuitenkin myös Norros 2009 s. 226–227, joka viittaa tutkimuksiin, joiden mukaan Suomessa arvopaperimarkkinat eivät olisi edes heikosti tehokkaat.

<sup>110</sup> Ks. Häyrynen 2006, s. 26, jonka mukaan informaation asymmetria on välttämätön edellytys kaupankäynnille.

<sup>111</sup> Timonen 1997, s. 188–189; Huovinen 2004 s. 189, 273; Annola 2005, s. 180; Häyrynen 2006, s. 25. Esimerkiksi kilpailulliset seikat voivat estää liikkeeseenlaskijaa tiedottamasta kaikkea tietoa. Rakenteellista asymmetriaa havainnollistaa myös se, että yhtiö voi hankkia omia osakkeitaan osakeyhtiölain 15 luvun mukaisesti. Ks. myös Timonen 1997, s. 188; Annola 2005, s. 61; Häyrynen 2006 s. 33, joihin viitaten lainsäätäjän tavoitteeksi voidaan enemmän nähdä tiedollisen yhdenvertaisuuden edistäminen kuin absoluuttisen tasapainon tavoittelu.

<sup>112</sup> Timonen 1997, s. 188–189; Häyrynen 2006, s. 29.

<sup>113</sup> MAR johdanto-osan 7 kohta. Ks. myös Huovinen 2004, s. 28.

Tämä johtaa laadukkaiden autojen vähentymiseen markkinoilta, koska ostajat eivät ole valmiita maksamaan enempää kuin keskivertoa alemman hinnan autoista tiedollisesti epävarmassa tilanteessa. Informaation asymmetria johtaa *haitalliseen valikoitumiseen* (engl. *adverse selection*) ja huonolaatuisten automyyjien *moraalikatoon* (engl. *moral hazard*) niiden myydessä autojaan ylihintaan. Markkinat täyttyvät ostajien kannalta ei-toivotuista tuotteista, mikä lopulta johtaa markkinoiden romahtamiseen. Toisin sanoen informaation asymmetria johtaa markkinoiden hinnanmuodostuksen ja likviditeetin häiriöihin.<sup>114</sup>

Laadukkailla liikkeeseenlaskijoilla voitaisiin toisaalta katsoa olevan kannustimia julkistaa tietoja markkinoille ilman lailla säädettyä velvollisuutta sen mahdollistaessa erottautumisen huonommista toimijoista<sup>115</sup>. Toisaalta vapaaehtoisen tiedottamisen ei ole katsottu takaavan sellaista tiedottamisen tasoa ja laatua, jotka tukisivat markkinoiden moitteetonta toimintaa. Kuten *Huovinen* toteaa, "[y]htiön oma intressi ei riitä turvaamaan sijoittajien intressiä"<sup>116</sup>. Puutteet informaation määrässä ja sisällössä voivat johtaa varojen epätarkoituksenmukaiseen allokoitumiseen<sup>117</sup>.

Pakottavaa tiedonantosääntelyä perustellaan markkinahäiriöillä, jotka syntyvät vapaaehtoisesta tiedottamisesta<sup>118</sup>. Julkistettavan informaation vähimmäismäärä pyritään turvaamaan lainsäädännöllä, koska tieto on *julkishyödyke* arvopaperimarkkinoilla. Tämä tarkoittaa sitä, että liikkeeseenlaskija kantaa julkistamisen kustannukset muiden voidessa hyödyntää sitä ilman lisäkustannuksia<sup>119</sup>. Yksityiset intressit julkistamiseen eivät olisi tarpeeksi vahvat<sup>120</sup>. Lisäksi yksittäisen liikkeeseenlaskijan tiedottaminen ei tehosta pelkästään sen oman arvopaperin hinnanmuodostusta vaan myös välillisesti kilpailevien yhtiöiden pörssikursseja. Näin

---

<sup>114</sup> Akerlof 1970, s. 488–490, 495.

<sup>115</sup> Enriques – Gilotta 2015, s. 525.

<sup>116</sup> Huovinen 2004, s. 5.

<sup>117</sup> Easterbrook – Fischel 1984, s. 673; Anttila 1996, s. 29.

<sup>118</sup> Tosin oikeuskirjallisuudessa on esitetty, että EU-oikeudellisten tiedonantovelvollisuuksien säätäminen ei pohjautu puhtaasti taloustieteellisiin perusteisiin, vaan vaakakupissa on painaneet myös sääntelypoliittiset tavoitteet, kuten sijoittajansuoja. Ks. Moloney 2014, s. 58–59; Brinckmann 2017a, s. 274. Ks. myös Enriques – Gilotta 2015, s. 526–527 niistä tekijöistä, jotka vaikuttavat tosiasiallisesti lainsäätäjän tekemiin valintoihin tiedonantovelvollisuuksia säädettäessä.

<sup>119</sup> *Julkishyödykkeissä* on kyse niin kutsutusta vapaamatkustaja-ongelmasta. Vrt. Brinckmann 2017a, s. 272, jonka mukaan informaatio arvopaperimarkkinoilla on enemmän hybridihyödyke kuin pelkästään julkishyödyke.

<sup>120</sup> Ks. Määttä 1998, s. 58, jonka mukaan informaation tuottaminen on kannattavaa siihen asti, kunnes tiedosta saatava lisähyöty vastaa keräämisen kustannuksia.

ollen tiedottaminen johtaa myös *ulkoishyötyihin*, mikä voi alentaa liikkeeseenlaskijoiden tiedottamishalukkuutta.<sup>121</sup>

Positiivista tiedonantovelvollisuutta puoltaa myös *päämies–agentti-ongelma*, joka syntyy kahden toimijan välisestä intressiristiriidasta. Teorian mukaisesti yhtiön johdon intressit eroavat osakkeenomistajien ja muiden sijoittajien intresseistä. Ilman tiedonantovelvollisuutta yhtiön johto voi toimia opportunistisesti ja jättää tiedottamatta sellaista informaatiota, joka heikentäisi pörssikurssia mutta joka olisi olennaista sijoittajille.<sup>122</sup> Tosin on esitetty näkemyksiä, joiden mukaan yhtiön johdolla olisi tosiasiallisesti riittävät kannustimet julkistaa negatiivisia tietoja. On esimerkiksi liikkeeseenlaskijan edun mukaista, että sen tiedottaminen ja arvopaperin arvostus on uskottavaa. Muutoin sijoittajien tuottovaatimukset nousevat, mikä johtaa arvopaperin arvon ja yhtiön markkina-arvon alentumiseen.<sup>123</sup> Kannustimista huolimatta lainsäätäjät on halunnut varmistaa sen, ettei johdon opportunistinen toiminta johda relevanttien tietojen julkistamatta jättämiseen.

Lainsäätäjän interventiota voidaan perustella myös tietojen standardisoinnilla. Tietojen esittämistävän yhdenmukaisuus lisää tiedon informatiivisuutta ja arvoa sen mahdollistaessa tietojen vertailukelpoisuuden. Tämä alentaa niin liikkeeseenlaskijoiden kuin muiden markkinatoimijoiden informaatiokustannuksia<sup>124</sup>, joita ovat tiedon tuottaminen, hankkiminen ja varmentaminen<sup>125</sup>. Oikeuskirjallisuudessa on todettu, että markkinoiden keskeisin kustannus muodostuu oikeasta ja riittävästä tiedonsaannista. Näin ollen tiedonantovelvollisuuksilla pyritään alentamaan informaatiokustannuksia.<sup>126</sup>

On yleisesti katsottu, että tiedottaminen tulisi kohdentaa sijoittajille, jotta heillä olisi edellytykset tehdä perusteltuja arvioita arvopapereista ja niiden hinnoista<sup>127</sup>. Sijoittajien tiedon

---

<sup>121</sup> Easterbrook – Fischel 1984, s. 686: "*The less the degree of difference among firms, the more spillover the disclosures of one firm will have, and the poorer this firm's incentives to disclose.*"

<sup>122</sup> Ks. Huovinen 2004, s. 122, jonka mukaan yhtiön johdolle osakkeen kurssi on välillinen tavoite, minkä takia tiedottamiseen voi liittyä opportunistista toimintaa. Yhtiön johdon palkitseminen onkin sidottu usein yhtiön kurssikehitykseen.

<sup>123</sup> Kaisanlahti 1999, s. 98. Ks. myös Häyrynen 2006, s. 39. Ks. myös Brinckmann 2017a, s. 271, jonka mukaan informaation asymmetria voi nostaa liikkeeseenlaskijan pääomakustannuksia, mikä puolestaan voi johtaa pörssikurssin laskuun. Sitä paitsi salatun tiedon paljastuminen voi johtaa yhtiön nauttiman luottamuksen romahtamiseen.

<sup>124</sup> Häyrynen 2006, s. 39; Vahtera 2011, s. 48, 364; Armour et al. 2016, s. 165–166.

<sup>125</sup> Rudanko 1998, s. 347.

<sup>126</sup> Huovinen 2004, s. 3, 7.

<sup>127</sup> Ks. esim. Huovinen 2004, s. 64; HE 174/2006 vp, s. 4; Chiu 2019, s. 523.

omaksumismäärä on kuitenkin rajallinen<sup>128</sup>. Liiallinen informaation määrä heikentää arvopaperimarkkinoiden toimintaedellytyksiä ja johtaa markkinatoimijoiden kasvaviin transaktiokustannuksiin<sup>129</sup>. Markkinoiden tehokas hinnanmuodostus edellyttää myös julkistettavien tietojen laadukkuutta. Informaatiota voidaan kuvata markkinoille syötettävänä raaka-aineena. Raaka-aineen ollessa heikkolaatuista ei tehokaskaan markkinakoneisto voi muodostaa arvoa oikeaksi.<sup>130</sup> Teoreettisesta viitekehuksesta käsin voidaan yhteenvedonomaaisesti todeta, että tehokkaat markkinat edellyttävät sekä tiedonantovelvollisuuksia että niiden nojalla annettavien tietojen laadukkuutta ja optimaalista määrää<sup>131</sup>.

## 2.2.2 Liikkeeseenlaskijoiden tiedonantosääntely

Arvopapereiden tehokas hinnanmuodostus edellyttää sitä, että sijoittajilla on käytössään kaikki arvopaperin arvolle olennaiset ja riittävät tiedot. Kansallisesti liikkeeseenlaskijoiden tiedottamista ohjaa arvopaperimarkkinalain ensimmäisen luvun yleiset periaatteet, joiden voidaan katsoa asettavan laatuksiteerejä julkistettavalle tiedolle.<sup>132</sup> Vaikka liikkeeseenlaskijoiden tiedottamisesta säännellään osin suoraan sovellettavin EU-asetuksin, tulevat arvopaperimarkkinalaissa säädetyt yleiset periaatteet myös tällöin sovellettaviksi kansallisen lain viittaussäännösten johdosta.

AML 1 luvun 3 § sisältää paitsi kiellon antaa *totuudenvastaisia* ja *harhaanjohtavia* tietoja, myös tällaisten tietojen oikaisuvelvollisuuden. Tiedon totuudenvastaisuudella tarkoitetaan jonkin seikan selostamista tai esittämistä virheellisellä tai vääristävällä tavalla. Arviointi tapahtuu objektiivisesti tiedon antamishetken mukaan. Harhaanjohtava tieto voi olla totuudenmukainen, mutta jonka esittämistapa tai -muoto on omiaan aiheuttamaan vastaanottajalle

---

<sup>128</sup> Ks. Huovinen 2004, s. 76, jonka mukaan oikean kuvan muodostuminen yhtiöstä ei perustu tiedon määrän lisääntymiseen. Yleisesti sijoittajien käyttäytymisestä markkinahäiriönä ks. Luukkonen 2018, s. 43–59.

<sup>129</sup> Ks. Häyrynen 2006, s. 38, jonka mukaan liikkeeseenlaskijoille aiheutuu kustannuksia siitä, kun ne yrittävät tiivistää suuren tietomäärän helposti luettavaan esittämismuotoon.

<sup>130</sup> Laininen 2013, s. 25, 36.

<sup>131</sup> Vrt. Rudanko 1998, s. 283, jonka mukaan informaationsääntelyn kohteena on julkistettavan informaation laajuus ja määrä. Ks. myös Annola 2005, s. 59, joka jaottelee sääntelyn kohdistuvan informaation laatuun, määrään, leviämiseen ja tasapainoon.

<sup>132</sup> Laininen 2013, s. 36. Ks. myös HE 32/2012 vp, s. 11, 74. Arvopaperimarkkinalain ensimmäisen luvun yleiset periaatteet sisältyivät myös nytemmin kumottuun VAML:iin rajoitetummalla soveltamisalalla, minkä johdosta tulkinta-apua on johdettavissa tietyiltä osin kumotun lain aikaisista oikeuslähteistä. Tältä osin ks. esim. Ks. myös Knuts – Parkkonen 2014, s. 20, 23–24; Wuolijoki 2016b, s. 291.

virheellisen käsityksen<sup>133</sup>. Harhaanjohtavuus voi syntyä myös epäolennaisten seikkojen liiallisesta korostamisesta tai olennaisten seikkojen ilmoittamatta jättämisestä taikka tiedon riittämättömästä selkeydestä tai täsmällisyydestä. Arviointi tulee tehdä tiedon vastaanottajan näkökulmasta.<sup>134</sup> AML 1:3:n soveltamisala on laaja eikä sen sovellettavuus edellytä tietyn yksittäisen säännöksen rikkomista. On lisäksi huomattava, että totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen antaminen on kriminalisoitu rikoslain (39/1889, RL) 51 luvun 5 §:n 1 momentin 1 kohdassa.

Arvopaperimarkkinalain 1 luvun 4 § sisältää velvollisuuden pitää sijoittajien saatavilla tasapuolisesti ja johdonmukaisesti riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan vaikuttamaan olennaisesti arvopaperin arvoon. Johdonmukaisuuden arviointi tapahtuu suhteessa liikkeenlaskijan aiempaan tiedottamiskäytäntöön ja edellä mainittuun kieltoon antaa harhaanjohtavia tietoja.<sup>135</sup> Säännöksen katsotaan korostavan läpinäkyvyyttä ja edistävän sijoittajien tasapuolisuutta arvopaperimarkkinoilla<sup>136</sup>. Lisäksi periaate nähdäkseen korostaa olennaisten tietojen tärkeyttä arvopaperimarkkinoilla.

Informaatiota koskevien periaatteiden ohella arvopaperimarkkinalaki sisältää menettelyllisen periaatteen. AML 1 luvun 2 § sisältää koko lain soveltamisalan kattavan kiellon menettellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti. Kielto soveltuu tapauksiin, joissa yksityiskohtaista säännöstä ei ole taikka kun sääntely on muutoin aukollista<sup>137</sup>. Tällaisissa tilanteissa markkinatoimijoiden tulee menettellä tavalla, joka on hyvän markkinatavan<sup>138</sup>, arvopaperimarkkinalainsäädännön yksityiskohtaisten säännösten ja sääntelyn tarkoitusten mukaista.

---

<sup>133</sup> Ks. esim. HE 254/1998 vp, s. 29, jossa tiedon harhaanjohtavuutta havainnollistetaan esimerkillä, jossa jonkin keksinnön merkityksen ja odotettavissa olevia hyödyntämismahdollisuuksia kuvataan selvästi liioittelevalta tavalla. Lisäksi harhaanjohtavana voidaan pitää vaikenemista siitä, että keksinnön tuottama hyöty ja sen mukanaan tuoma arvopaperin arvon nousu on odotettavissa vasta usean vuoden kuluttua.

<sup>134</sup> HE 32/2012 vp, s. 98. Ks. myös HE 157/1988 vp, s. 25; HE 318/1992 vp, s. 40–41; Huovinen 2004, s. 219–232; Häyrynen 2006, s. 240–243. Ks. myös HE 254/1998 vp, s. 28–29, 31, jossa totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen sisällön määrittämiseksi on viitattu kurssin vääristämistä koskevan säännöksen perusteluihin. Tältä osin tiedon totuudenvastaisuus tarkoittaa tiedon vääryyttä, eli toisin sanoen tietojen todenperäisyys tulee voida tarkistaa. Tieto voi lisäksi olla harhaanjohtava, jos tiedon vastaanottaja johdatetaan muodostamaan väärä käsitys tietyn seikan merkityksestä.

<sup>135</sup> HE 11/2015 vp, s. 36.

<sup>136</sup> Kanervo – Knuts 2020, s. 820.

<sup>137</sup> HE 32/2012 vp, s. 96. Ks. myös Hoppu 2004, s. 97–98, jonka mukaan sijoittajien luottamus markkinoita kohtaan ei synny pelkästään siitä, että markkinatoimijat noudattavat lainsäädäntöä. Toiminnan tulee olla hyvän tavan mukaista myös silloin, kun sääntely on epäselvää.

<sup>138</sup> Ks. HE 32/2012 vp, s. 96, 170, jonka mukaan hyvä markkinatapa muodostuu niistä periaatteista ja säännöistä, joiden noudattamista markkinoilla vallitsevan valistuneen mielipiteen mukaan on pidettävä oikeana ja kaikkien asiakas- ja toimiosapuolten kannalta kohtuullisena kauppatapana. Arvopaperimarkkinoiden itsesään-



Kiellolla on korostunut merkitys ammattimaisesti toimiville markkinatoimijoille.<sup>139</sup> Vaikka hyvä arvopaperimarkkinatapa ei ole täysin tyhjentävästi määriteltävissä, todetaan oikeuskirjallisuudessa tavoiteltaviksi markkinoiden puolueettomuus, tasapuolisuus ja tehokkuus sekä tavoite markkinoiden nauttiman luottamuksen edistämisestä. Kiellon soveltaminen edellyttää tosin korostetun tapauskohtaista arviointia.<sup>140</sup> Periaatteen yhteiskunnallisena tavoitteena voidaan pitää hyvän tavan mukaisen menettelyn edellyttämistä ja näin markkinaluottamuksen turvaamista arvopaperimarkkinoilla, joissa aukollista sääntelyä voidaan hyödyntää markkinoiden dynaamisesta luonteesta johtuen<sup>141</sup>.

Liikkeeseenlaskijoiden keskeisin tiedottaminen jälkimarkkinoilla koostuu sekä *jatkuvasta* (engl. *ongoing* tai *ad hoc disclosure*) että *säännöllisestä* (engl. *periodic disclosure*) *tiedonantovelvollisuudesta*<sup>142</sup>. Jatkuva tiedonantovelvollisuus perustuu markkinoiden väärinkäyttöasetukseen (EU) N:o 596/2014 (MAR)<sup>143</sup>, jonka 17(1) artiklan mukaan liikkeeseenlaskijan tulee julkistaa sitä koskeva sisäpiiritieto mahdollisimman pian. MAR 7(1)(a) artiklan mukaan sisäpiiritieto on luonteeltaan täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka liittyy suoraan

---

telyllä on keskeinen rooli hyvän tavan sisällön kehityksessä. Tosin viime kädessä hyvän tavan katsotaan määräytyvän oikeuskäytännössä. Tosin esitöissä tunnustetaan se, että hyvän arvopaperimarkkinatavan käsitettä ja sen määräytymisperusteita on haastavaa asettaa selkeästi ja yksiselitteisesti, koska ainakaan 2010-luvun alussa Suomen arvopaperimarkkinoilla ei ollut syntynyt kattavaa tapaoikeutta. Oikeuskäytännöstä ks. esim. Helsingin hovioikeuden tuomio 26.9.1996 (S 94/1298), jossa julkinen ostotarjous sisälsi kohdeyhtiön osakkeenomistajia koskevan rajoituksen, jonka mukaan jos tarjottujen osakkeiden määrä ylittää ehtojen mukaisen osakkeiden enimmäismäärän, lunastettavaksi tulisivat ensisijaisesti pienomistajien osakkeet. Asiassa kantaja omisti ostotarjouksen jälkeen 10,1 % kohdeyhtiön osakkeista ja vaati ostotarjouksen tekijää lunastamaan omistuksessaan olevat osakkeet taikka korvaamaan osakkeiden lunastushinnan ja nykyarvon välisen erotuksen. Hovioikeus velvoitti tarjouksentekijän suorittamaan korvauksen. Tuomio ei perustunut ostotarjoussääntelyn velvoitteen laiminlyöntiin kohdella kohdeyhtiön osakkeenomistajia tasavertaisesti (VAML 6:1), vaan hyvän tavan vastaiseen menettelyyn arvopapereiden hankinnassa elinkeinotoiminnassa (VAML 2:1). Osakkeenomistajien tasavertainen kohtelu osana hyvää arvopaperimarkkinatapaa ks. myös. Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n Markkinatapaalautakunta lausunto 12.11.2014. Hyvän arvopaperimarkkinatavan kehittymisestä ks. myös Finanssivalvonnasta annetun lain 878/2008 1 luvun 3 §:n 1 mom., jonka mukaan Finanssivalvonta edistää hyvien menettelytapojen noudattamista finanssimarkkinoilla. Lisäksi siitä huolimatta, että Finanssivalvonnan antamat ohjeet eivät sido oikeudellisesti, niistä poikkeaminen voidaan katsoa hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaiseksi. Ks. Hemmo – Hoppu 2021, 17. Sijoittaminen ja vakuuttaminen>Sijoituspalvelusopimukset>Sääntely>Finanssivalvonnan määräykset.

<sup>139</sup> HE 32/2012 vp, s. 95.

<sup>140</sup> Knuts – Parkkonen 2014, s. 21, joiden mukaan säännös voi periaatteessa johtaa siihen, että sellainen toiminta, jota ei ole säännelty lailla, voi johtaa hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaiseksi, mikä heikentää sääntelyn ennustettavuutta ja oikeusvarmuutta.

<sup>141</sup> Häyrynen – Kajala 2013, s. 51.

<sup>142</sup> Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuksiin kuuluu myös muun muassa liputusilmoitusten julkistaminen (AML 9:5), omien osakkeiden hankinta (AML 8:2) ja julkisesta ostotarjouksesta tiedottaminen (AML 11 luku).

<sup>143</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetusta (EU) N:o 596/2014, annettu 16 päivänä huhtikuuta 2014, markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus) sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta, EUVL L 173, 12.6.2014, s. 1–61.

tai välillisesti yhteen tai useampaan liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen ja jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintoihin. Sisäpiiritiedon määritelmä muodostuu neljästä kumulatiivisesta osatekijästä: täsmällisyys-, julkiseksitulemattomuus-, liitännäisyys- ja olennaisuusvaatimus<sup>144</sup>. Näistä täsmällisyys- ja olennaisuusvaatimus ovat keskeisesti yhteydessä markkinoiden hintamekanismiin<sup>145</sup>, minkä takia niitä käsitellään seuraavaksi tarkemmin.

MAR 7(2) artikla määrittelee sisäpiiritiedon täsmällisyyden, joka sisältää edellytykset tiedon riittävästä todennäköisyydestä ja tarkkuudesta. Tieto on ensinnäkin täsmällistä, jos se viittaa ilmenneisiin olosuhteisiin tai toteutuneeseen tapahtumaan tai tapahtumaan, jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan. Toisin sanoen tieto tietyn olosuhteen tai tapahtuman toteutumisesta ei tule olla epärealistista tai epätodennäköistä<sup>146</sup>. Oikeustieteessä ei olla kuitenkaan päästy konsensukseen siitä, edellyttääkö täsmällisyysvaatimus yli 50 % todennäköisyyttä<sup>147</sup>. Tieto on toisekseen täsmällistä, jos se on riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös mahdollisesta hintavaikutuksesta<sup>148</sup>. Tieto on riittävän tarkkaa, jos *järkevästi toimiva sijoittaja* (engl. *reasonable investor*) hyödyntäisi tietoa pienellä taloudellisella riskillä taikka jos tietoa todennäköisesti hyödynnettäisiin markkinoilla välittömästi<sup>149</sup>. Epämääräiset ja epätarkat tiedot, kuten markkinahuhut ja spekulatiot, eivät näin ollen täytä täsmällisyyden vaatimusta<sup>150</sup>.

Järkevästi toimivaa sijoittajaa ei määritellä tyhjentävästi lainsäädännössä. Kansainvälistä arvopaperimarkkinaoikeudellista standardia on kuitenkin käsitelty laajasti oikeustieteessä<sup>151</sup>. Vaikka täysin yksimielistä määritelmää ei ole saavutettu<sup>152</sup>, katsotaan sen tarkoittavan sel-

---

<sup>144</sup> Asia C-19/11, *Geltl*, EU:C:2012:397, kohta 25; Asia C-628/13, *Lafonta*, C:2015:162, kohta 24. Ks. myös Moloney 2014, s. 717–723; Sedbom 2017, s. 840.

<sup>145</sup> Julkiseksitulemattomuus- ja liitännäisyysvaatimuksesta tarkemmin ks. esim. Sedbom 2017, s. 841–844.

<sup>146</sup> Asia C-19/11, *Geltl*, EU:C:2012:397, kohdat 41–49, 56. Ks. myös Sedbom 2017, s. 846 ja siinä viitatus lähteet.

<sup>147</sup> Keskustelusta ks. Sedbom 2017, s. 847 alaviite 35.

<sup>148</sup> Asia C-628/13, *Lafonta*, C:2015:162, kohta 31.

<sup>149</sup> Sedbom 2017, s. 847 ja siinä viitatus lähteet.

<sup>150</sup> Asia C-628/13, *Lafonta*, C:2015:162, kohta 31. Vrt. tietovuoto, joka pitää sisällään täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, jolloin sisäpiiritiedon tiedonantovelvollisuus aktualisoituu.

<sup>151</sup> Kirjallisuudesta ks. esim. Oksaharju – Salo 2019b ja siinä viitatus lähteet. Oikeuskäytäntöä ks. Asia C-19/11, *Geltl*, EU:C:2012:397; KKO 2013:53; KKO 2015:93.

<sup>152</sup> Ks. esim. Oksaharju – Salo 2019b, s. 418 alaviite 1.

laista hypoteettista toimijaa, joka pyrkii huolellisesti hyödyntämään käytettävissä olevaa informaatiota tavoitellessaan taloudellista hyötyä. Tällainen sijoittaja ymmärtää markkinoiden tavanomaiset käytännöt ja riskit, mutta jonka käytökseen vaikuttavat inhimilliset heikkoudet.<sup>153</sup> Standardia sovelletaan sisäpiiritiedon arvioinnin lisäksi myös muuhun tiedottamiseen arvopaperimarkkinoilla<sup>154</sup>.

Sisäpiiritiedon toinen keskeinen ja tulkinnanvarainen osatekijä on tiedon olennaisuus, joka liitetään MAR 7(1)(a) artiklassa tiedon julkistamisen jälkeiseen todennäköiseen huomattavaan kurssivaikutukseen<sup>155</sup>. Olennaista on sellainen tieto, jota järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi yhtenä sijoituspäätöksensä perustana (MAR 7(4) art.). Järkevästi toimiva sijoittaja arvioi tiedon olennaisuutta *ex ante* MAR johdanto-osan 14 kohdan mukaisesti. Lisäksi kyseisen kohdan mukaan arvioitaessa sitä, mitä tietoja järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti huomioisi sijoituspäätöstä tehdessään, tulee tapauksessa arvioida muun ohella tietojen odotettavissa olevien vaikutusten todennäköisyys (engl. *probability*) ja odotettavissa olevien vaikutusten suuruudet (engl. *magnitude*). Tästä voidaan johtaa niin kutsuttu *probability/magnitude*-kriteeri, jonka mukaisesti tiedon olennaisuutta tulee arvioida suhteessa oletettujen vaikutusten suuruuteen nähden. Näin ollen jos ilmiön tapahtumistoden-

---

<sup>153</sup> Knuts 2011, s. 106–107.

<sup>154</sup> KKO 2013:53, kohta 10; Oksaharju – Salo 2019b, s. 423. Ks. myös HE 32/2012 vp, s. 98, jossa AML 1 luvun 3 §:n yleisen periaatteen mukaista tietojen olennaisuutta ja oikaisuvelvollisuutta tulee arvioida huolellisesti toimivan sijoittajan näkökulmasta.

<sup>155</sup> Ks. Huovinen 2004, s. 207, 209–210, joka pitää määritelmää ongelmallisena, koska tieto voi olla olennaista vaikka julkistamisen jälkeen ei tapahtuisi konkreettista kurssimuutosta. Huovisen mukaan yhtiön johdon tehtävä on kehittää liiketoimintaa eikä murehtia osakkeen arvoa. Tosiasiallisesti yhtiön tiedottamisen ja pörssikurssin välistä selvää syy-yhteyttä on haastava löytää, koska kurssiin vaikuttavat myös muut kuin itse yhtiön tiedottamat seikat. Lisäksi korkea hintataso voi vaikuttaa siihen, ettei välitöntä kurssimuutosta ole nähtävissä. Ks. myös HE 157/1988 vp, s. 46, jossa tuodaan esille se, että lakiteknisesti käytetäänkin termiä "arvo" eikä "hinta", koska tieto voi olla sisäpiiritietoa, vaikka se ei vaikuta heti arvopaperin hintaan. Vaikutus voi näkyä pidemmällä aikavälillä arvon nousuna suhteessa muihin osakkeisiin. Ks. myös Pörssin sääntökirjan liite B, s. 44, jonka mukaisesti arvio tiedon todennäköisestä huomattavasta vaikutuksesta rahoitusvälineen hintaan tulee tehdä yhtiökohtaisesti huomioiden aiempi osakkeen kurssin kehitys, kyseinen toimiala sekä vallitsevat markkinaolosuhteet. Ks. myös Knuts 2010, s. 272, jonka mukaan tyypillisiä kurssireaktioita aiheuttavia tietoja ovat muun muassa liikkeeseenlaskijan taloudelliseen tilanteeseen ja tulevaisuudennäkymiin liittyvät tiedot. Toisin sanoen kaikki sellainen tieto, joka muuttaa sijoittajien aikaisempaa käsitystä yrityksestä ja sen tuloksenteokkyvystä vaikuttaa osakkeen arvoon. Esimerkinomainen luettelo tilanteista, joista voi seurata sisäpiiritiedon tiedonantovelvollisuus ks. Pörssin sääntökirjan liite B, s. 44. Vaikka sääntelyssä ei olisi tarkoituksenmukaista asettaa kiinteää prosenttilukua kuvaamaan tiedon julkistamisen huomattavaa kurssivaikutusta, on esitetty päätelmiä kurssimuutosten merkityksestä. Ks. esim. HE 254/1998 vp, s. 35, jonka mukaan muutaman prosentin äkillinen muutos on olennainen. Lisäksi päivittäiset kurssimuutokset on arvioitu olevan tyypillisesti alle kolme prosenttia.

näköisyys ei ole suuri, mutta toteutuessaan sen vaikutukset olisivat suuret, voi tieto olla sisäpiiritiedon määritelmän mukaisesti olennaista. Kuten *Sedbom* esittää, "toteutumistodennäköisyys ja vaikutuksen suuruus kompensoivat toisiaan".<sup>156</sup>

Sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden tarkoituksena on sekä estää sisäpiiritiedon väärinkäyttö että lisätä läpinäkyvyyttä mahdollistaen yhtiön arvon määrittämisen jatkuvasti<sup>157</sup>. Liikkeeseenlaskijat voivat kuitenkin lykätä sisäpiiritiedon julkistamista omalla vastuullaan MAR 17(4) artiklan nojalla. Lykkäämisoikeutta voidaan pitää perusteltuna liikkeeseenlaskijoiden etujen ja toiminnan turvaamisen perusteella<sup>158</sup>. Tosin lykkäyksen johtaessa aina yhtiön osakekurssin poikkeamaan tulee toimenpiteen täyttää koko ajan kaikki sääntelyn edellytykset<sup>159</sup>, jottei lykkääminen olisi harhaanjohtavaa. ESMA on antanut erillisen ohjeen sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämisestä<sup>160</sup>. Sisäpiiritietoon liittyvän opportunistisen hyödyntämisen estämiseksi markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 14 artiklassa ja kansallisen rikoslain 51 luvun 1–2a §:ssä säädetään sisäpiiritiedon käyttö-, neuvonta- ja ilmaisukielloista.

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden lisäksi liikkeeseenlaskijoihin soveltuu säännöllinen tiedonantovelvollisuus, joka kattaa säännöllisesti annettavat tiedot liikkeeseenlaskijan taloudellisesta tilasta. Säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen kuuluu puolivuositarkastus (AML 7:10), tilinpäätös ja toimintakertomus (AML 7:5), tilintarkastuskertomus (AML 7:8), selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä (AML 7:7), selvitys muista kuin taloudellisista tiedoista (AML 7:7a) ja palkitsemisraportti (AML 7:7b). Pörssin sääntökirjan Liite B:n 16 kohdan mukaan listayhtiön julkistettaviin taloudellisiin tietoihin kuuluu myös tilinpäätöstiedote<sup>161</sup>.

---

<sup>156</sup> *Sedbom* 2017, s. 853.

<sup>157</sup> Kyseisestä jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kaksoisfunktiosta ks. esim. Koch 2017, s. 348.

<sup>158</sup> Häyrynen 2006, s. 28–29. Kuten Häyrynen esittää, tiedonantovelvollisuuden vastakkaisina intresseinä ovat yhtiön ja sijoittajien edut.

<sup>159</sup> Sisäpiiritiedon julkistamista voidaan lykätä MAR 17(4) art. nojalla, jos a) välitön julkistaminen todennäköisesti vaarantaisi liikkeeseenlaskijan tai päästöoikeuksien markkinoilla toimivan markkinaosapuolen oikeudet edut, b) julkistamisen lykkääminen ei todennäköisesti johtaisi yleisöä harhaan ja c) liikkeeseenlaskija tai päästöoikeuksien markkinoilla toimiva markkinaosapuoli pystyy takaamaan kyseisen tiedon säilymisen luotamuksellisenä.

<sup>160</sup> ESMA 2016.

<sup>161</sup> Arvopaperimarkkinalakiin sisältyvä säännös tilinpäätöstiedotteen julkistamisesta kumottiin muutossäädöksellä 1278/2015 avoimuusdirektiivin muutoksista johtuen. Ks. kuitenkin HE 11/2015 vp, s. 23, jossa todetaan nimenomaisesti, että muutoksesta huolimatta säännellyn markkinan ylläpitäjä voisi vaatia listautumissopimuksessa ja säännöissä listayhtiöiltä, joiden arvopaperit ovat kaupankäynnin kohteena sen ylläpitämällä markkinapaikalla, tilinpäätöstiedotteiden julkistamista. Tällöin olisi esitöiden mukaan tärkeää, että pörssi kehittää ja ohjeistaa tiedotteiden esittämiskäytäntöä, joka toteuttaa johdonmukaisuutta sekä sitä, että tilinpäätöstiedote sisältää osakkeen arvon kannalta keskeiset tiedot.

Lisäksi liikkeeseenlaskijat voivat halutessaan julkistaa osavuosikatsauksia tilikauden kolmelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta<sup>162</sup>.

Tarkempaa sääntelyä taloudellisten tietojen antamisesta sisältyy muun muassa kirjanpitolakiin (1336/1997, KPL) ja valtiovarainministeriön asetukseen arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta (1020/2012). Lisäksi ESMA on antanut ohjeen vaihtoehtoisista tunnusluvuista<sup>163</sup>. Osakeyhtiölain (624/2006, OYL) 8 luku sisältää säännöksiä osakeyhtiön tilinpäätöksestä ja toimintakertomuksesta sekä muista velvollisuuksista, kuten lähipiirilainojen ilmoittamisesta toimintakertomuksessa (OYL 8:6). KPL 8 luvun 1 §:n 1 momentin ja OYL 8 luvun 11 §:n mukaan työ- ja elinkeinoministeriön asettama kirjanpitolautakunta ("KILA") antaa ohjeita ja lausuntoja säännösten soveltamisesta. Liikkeeseenlaskijoiden tiedottamista ohjaa myös Finanssivalvonnan MOK 6/2016 tiedonantovelvollisuudesta. Euroopan unionin tasolla liikkeeseenlaskijoiden tiedottamisen yhdenmukaisuutta on pyritty edistämään avoimuusdirektiivillä (2004/109/EY)<sup>164</sup>.

Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden nojalla annettavista tiedoista tärkeimpiä ovat tilinpäätöstiedot, joita pidetään parhaana mahdollisena välineenä yhtiön tulevaisuuden kehityksen arvioinnissa<sup>165</sup>. Liikkeeseenlaskijan tilasta annettavilla laadukkailla tiedoilla mahdollistetaan perusteltujen arvioiden tekeminen liiketoiminnan suorituskyvystä ja varoista, mikä edistää sijoittajansuojaa ja markkinoiden tehokkuutta<sup>166</sup>. Pörssiyhtiöiden tulee antaa konsernitilinpäätöksensä kansainvälisten IFRS-tilinpäätösstandardien mukaisesti (engl. *International Financial Reporting Standards*) (KPL 7a:2.1 ja IAS-asetuksen<sup>167</sup> 4 art.). Lisäksi kirjanpitolain 7a luvun 2 §:n 2 momentin mukaan sellaisten listayhtiöiden, jotka eivät ole KPL:n

---

<sup>162</sup> Arvopaperimarkkinalakiin sisältyvä säännös osavuosikatsauksista kumottiin tilinpäätöstiedotteen kumoamisen ohella muutossäädöksellä 1278/2015. Pörssin sääntökirjan säännöt eivät edellytä osavuosikatsausten julkistamista, mutta markkinakäytäntö on se, että suuret pörssiyhtiöt antavat kyseisiä katsauksia. Vrt. HE 11/2015 vp, s. 23, jossa nähtiin markkinoiden läpinäkyvyyden kannalta hyvin suotavaksi säilyttää osavuosikatsausten julkistamisvelvollisuus Pörssin sääntökirjassa.

<sup>163</sup> ESMA 2015.

<sup>164</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/109/EY, annettu 15 päivänä joulukuuta 2004, säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta, EUVL L 390, 31.12.2004, s. 38–57.

<sup>165</sup> Brinckmann 2017b, s. 316.

<sup>166</sup> Avoimuusdirektiivin johdanto-osan 1 kohta.

<sup>167</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetusta (EY) N:o 1606/2002, annettu 19 päivänä heinäkuuta 2002, kansainvälisten tilinpäätösstandardien soveltamisesta, EYVL L 243, 11.9.2002, s. 1–4.

nojalla velvollisia laatimaan konsernitilinpäätöstä, tulee laatia tilinpäätöksensä kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja noudattaen<sup>168</sup>. Tilinpäätöstietojen kattava standardisointi vahvistaa eurooppalaisia yhtenäismarkkinoita, tekee tiedottamisesta informatiivista ja alentaa markkinatoimijoiden informaatiokustannuksia. IFRS-standardit eivät sisällä sääntelyä toimintakertomuksesta, minkä johdosta suomalaiset pörssiyhtiöt laativat toimintakertomuksensa KPL 3a luvun mukaisesti.

Kansallisesti kaikkeen kirjanpitoon sovelletaan kirjanpitolain 1 luvun 3 §:ssä säädettyä hyvää kirjanpitotapaa, joka saa sisältönsä kirjanpitokäytännöstä ja -teoriasta. Keskeinen toimija tällä saralla on KILA.<sup>169</sup> Hyvään kirjanpitotapaan sisältyviksi vakiintuneiksi periaatteiksi katsotaan ainakin entiteettiperiaate, vakaan rahanarvon periaate, suoriteperiaate, jatkuvuus käsitellyssä, objektiivisuus, periodisuus, julkistamisperiaate sekä merkityksellisyys ja todennettavuus<sup>170</sup>.

Periaatteisiin voidaan katsoa sisältyvän osittain samoja tiedolta vaadittavia ominaisuuksia kuin jatkuvassa tiedonantovelvollisuudessa. Ensinnäkin voidaan mainita tietojen täsmällisyys. Hyvään kirjanpitotapaan sisältyvä tietojen todennettavuus edellyttää sitä, että tiedot voidaan tarvittaessa varmistaa luotettaviksi ja täsmällisiksi<sup>171</sup>. Tiedot ovat hyvän kirjanpitotavan vastaisia, jos ne ovat joltakin osin harhaanjohtavia<sup>172</sup>. Toinen yhtenäinen tiedolle asetettu edellytys on olennaisuus. Hyvään kirjanpitotapaan sisältyvän merkityksellisyyden mukaan informaation sisällön ja esittämistavan tulee mahdollistaa tietojen vastaanottajille se, että he voivat arvioida toteutunutta kehitystä ja tulevaisuutta<sup>173</sup>. Kirjanpitolain 3 luvun 2a §:n 1 momentin ensimmäisen virkkeen mukaan seikkaa voidaan pitää olennaisena silloin, kun sen pois jättämisen tai väärin ilmoittamisen voidaan kohtuullisesti odottaa vaikuttavan päätöksiin, joita tiedon käyttäjät tekevät tiedon perusteella. Oikeuskirjallisuudessa on todettu, että säännöllisen ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden olennaisuuskäsitteet ovat yhteydessä toisiinsa<sup>174</sup>.

---

<sup>168</sup> Ks. myös HE 126/2004 vp, s. 26.

<sup>169</sup> HE 173/1997 vp, s. 8. Kirjanpitolautakunnasta ks. KPL 8:2.

<sup>170</sup> Kirjanpitolain uudistamistyöryhmä 1995, s. 36–37.

<sup>171</sup> *ibid.*, s. 37.

<sup>172</sup> Leppiniemi – Kaisanlahti 2018, s. 82.

<sup>173</sup> Kirjanpitolain uudistamistyöryhmä 1995, s. 37.

<sup>174</sup> Huovinen 2004, s. 194.

Tehokkaiden markkinoiden näkökulmasta julkistettavien tietojen olennaisuutta ja täsmällisyyttä voidaan pitää tärkeänä. Arvopaperimarkkinoiden tehokasta hinnanmuodostusta tukee myös tulevaisuuteen suuntautuvat tiedot, koska taloustieteellisen teorian mukaan arvopaperin arvo muodostuu tulevaisuuden odotuksista<sup>175</sup>. Nykyinen arvopaperimarkkinalaki ei nimenomaisesti edellytä julkistamaan tulevaisuudennäkymiä, joilla VAML:n aikana tarkoitettiin tulevaisuutta kuvaavia yleisluonteisia näkymiä tai yksityiskohtaisia tulosennusteita<sup>176</sup>. Sen sijaan kirjanpitolain 3 luvun 1a §:n 4 momentin 2 kohdan mukaan toimintakertomuksessa on esitettävä arvio kirjanpitovelvollisen todennäköisestä tulevasta kehityksestä. Pörssin sääntökirjan 3.3.1 kohdassa sallitaan ennusteiden tai tulevaisuutta koskevien lausumien antaminen. Pörssin sääntökirjan mukaan ennusteet sisältävät selkeää numeraalista tietoa, kun taas tulevaisuutta koskevilla lausumilla tarkoitetaan yleisluonteisempia arvioita liikkeeseenlaskijan tulevaisuuden kehityksestä<sup>177</sup>.<sup>178</sup>

Vaikka sääntely ei nimenomaisesti velvoita jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla antamaan tulevaisuudennäkymiä, voi liikkeeseenlaskija halutessaan antaa näkymiään osana muuta tiedottamistaan. Vapaaehtoisten tulevaisuudennäkymien antamista voidaan pitää perusteluna markkinoiden moitteettoman toiminnan ja tehokkuuden varmistamiseksi, koska hinnanmuodostus ei ole luotettavaa pelkkään historialliseen tietoon perustuen<sup>179</sup>. Lisäksi voidaan viitata MAR 17(1) artiklan sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuteen ja AML 1 luvun

---

<sup>175</sup> Laininen 2013, s. 27.

<sup>176</sup> Ks. kumottu MOK 7/2013, s. 39. Yleisluonteisia näkymiä voivat olla arviot liikevaihdon kehityksestä tai markkinakehityksestä. Tulosennusteet ovat puolestaan arvioita, joiden sanamuodosta käy ilmi liikkeeseenlaskijan tuloksen todennäköinen minimi- tai maksimitaso tai likimääräinen summa. Nytemmin kumottu VAML sisälsi liikkeeseenlaskijan velvollisuuden arvioida todennäköistä tulevaa kehitystään. Ks. HE 32/2012 vp, s. 52, 124, jossa nimenomainen velvollisuus kuitenkin poistettiin arvopaperimarkkinolain kokonaisuudistuksen yhteydessä, koska tulevaisuudennäkymien esittämisen arviointiin nostavan listautumiskynnystä, lisäävän liikkeeseenlaskijoiden hallinnollisia kuluja ja heikentävän suomalaisten arvopaperimarkkinoiden kilpailukykyä. Esitöissä kuitenkin viitataan siihen, että liikkeeseenlaskijalla on velvollisuus tulevaisuudennäkymien arvioimiseen jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla. Velvollisuudesta antaa tulevaisuuden näkymiä voimassa olevan arvopaperimarkkinolain mukaan ks. Laininen 2013, s. 27–34. On kuitenkin huomattava, että artikkeli viittaa sellaisiin AML:n säännöksiin, jotka on nyttemmin kumottu ja joista säädellään EU-tasoisesti asetuksin.

<sup>177</sup> Pörssin sääntökirja, s. 5, 7.

<sup>178</sup> Ensimmäisillä esitteillä tulee Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) 2017/1129, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2017, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä ja direktiivin 2003/71/EY kumoamisesta, EUVL L 168, 30.6.2017, s. 12–82, (esiteasetus) 6(1)(a) artiklan nojalla esittää liikkeeseenlaskijan tulevaisuudennäkymät.

<sup>179</sup> Ks. Häyrynen 2006, s. 292: "Mitä tarkemmin yhtiö kykenee antamaan ohjeistusta sen tulevasta kehityksestä, sitä paremmin osakkeen kurssitaso kuvaa sen oikeaa hintaa."

4 §:ään, jonka mukaan sijoittajilla tulee olla riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olenaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon.

Tulevaisuudennäkymiin liittyy kuitenkin riski tietojen riittämättömästä täsmällisyydestä niiden subjektiivisuuden ja spekulatiivisuuden johdosta<sup>180</sup>. Kuten korkein oikeus on todennut, tulevaisuudennäkymiin liittyy aina epävarmuustekijöitä, jotka järkevästi toimiva sijoittaja ottaa huomion (KKO 2013:53, kohta 25). Tulevaisuuteen suuntautuessaan näkymät voivat kuitenkin olla niin epävarmoja, että tiedottaminen voi johtaa AML 1:3:n kieltämiin harhaanjohtaviin tai totuudenvastaisten tietojen antamiseen<sup>181</sup>. Rärkeimmillään epätarkoituksenmukaiset ennusteet voivat johtaa markkinoiden manipuloinnin tunnusmerkistön täyttymiseen (MAR 15 art. ja RL 51:3–4)<sup>182</sup>.

Tulevaisuudennäkymien tulee olla täsmällisiä ja oleellisia, jotta sijoittajat voivat tehdä niiden perusteella perusteltuja sijoituspäätöksiä. Pörssin sääntökirjan 3.3.1 a) kohdan mukaan ennustetta antaessa on annettava tieto sen lähtökohtana olevista taustaoletuksista tai -edellytyksistä<sup>183</sup>, minkä lisäksi ennuste on esitettävä mahdollisimman yksiselitteisellä ja johdonmukaisella tavalla. Muiden tulevaisuutta koskevien lausumien osalta edellytetään pelkästään sitä, että lausumat esitetään yksiselitteisellä ja johdonmukaisella tavalla. Helsingin pörssin kurinpitolautakunta on myös katsonut, ettei yleisluonteisten varaumien esittäminen yhtiön liiketoiminnan riskeistä ole riittävää vastuusta vapautumiseksi. Esitettyjen varaumien tulee olla yhtä perusteltuja kuin numeraaliset arviot.<sup>184</sup>

---

<sup>180</sup> Häyrynen 2006, s. 288–289.

<sup>181</sup> Ks. Neilimo – Uusi-Rauva 2005, s. 274, jotka arvioivat mielekkääksi antaa pitkän aikavälin kannattavuusarvioita 2–5 vuoden aikajänteellä.

<sup>182</sup> Laininen 2013, s. 39, joka viittaa markkinoiden vääristämiseen. Rangaistussäännöksen nimike vaihdettiin kuitenkin markkinoiden manipuloinniksi, joka vastaa markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa ja -direktiivissä käytettyä sanamuotoa. Ks. HE 65/2016 vp, s. 47.

<sup>183</sup> Ks. myös Helsingin pörssin kurinpitolautakunnan päätös 2/2001. 20.12.2001

<sup>184</sup> Helsingin pörssin kurinpitolautakunnan päätös 16.10.2006.



### 3 LIIKKEESEENLASKIJOIDEN KESTÄVYYSRAPORTOINTI

#### 3.1 Kestävyyssraportoinnin tavoitteet

Edellä tutkielmassa on käsitelty arvopaperimarkkinasääntelyn tavoitteita, joista keskeisimmäksi on tunnistettu tehokkaat arvopaperimarkkinat. Lisäksi on käsitelty tiedonantosaäntelyn teoreettisia lähtökohtia ja liikkeeseenlaskijoiden tiedonantosaäntelyä. Tutkielmassa on näin ollen luotu viitekehys, jonka avulla voidaan arvioida kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuutta. Seuraavaksi käsitellään kestävyysraportoinnin tavoitteita ja sen suhdetta arvopaperimarkkinaoikeudelliseen tiedottamiseen, minkä perusteella voidaan arvioida sitä, tulisiko kestävyysraportointisääntelyn olla yhdenmukaista arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedonantosaäntelyn kanssa. Lisäksi luvussa käsitellään yleisellä tasolla kestävyysraportointisääntelyä ja sen kehitystä, mikä auttaa ymmärtämään niitä tekijöitä, jotka ovat tosiasiallisesti vaikuttaneet lainsäätäjän tekemiin valintoihin.

Talouden makrotasolla kestävyystietojen tiedonantovelvollisuudella pyritään hallitsemaan talousjärjestelmän vakautta uhkaavia kestävyysriskejä. Keskeisimpänä vaarana pidetään ilmastomuutosta, jonka taloudelliset riskit jaetaan fyysisiin riskeihin ja siirtymävaiheen riskeihin<sup>185</sup>. Fyysisiin riskeihin kuuluvat ensinnäkin akuutit riskit, jotka syntyvät sään ääri-ilmiöistä, kuten kuivuudesta, tulvista ja myrskyistä. Toinen fyysisten riskien alalaji muodostuu kroonisista riskeistä, jotka materialisoituvat hitaasti etenevistä muutoksista, kuten ilmaston lämpenemisestä, merenpinnan noususta ja vedenpuutteesta.<sup>186</sup> Riskit voivat aiheuttaa niin välittömiä kuin välillisiä vahinkoja<sup>187</sup>.

---

<sup>185</sup> Asiayhteydestä riippuen kolmantena ilmastomuutoksen riskinä on esitetty vastuuriskit, jotka syntyvät siitä, kun yksittäiset toimijat hakevat korvausta ilmastomuutoksen aiheuttamista vahingoista niiltä tahoilta, joita pidetään syyllisinä. Tällaisia yhtiöitä voivat olla esimerkiksi energiayhtiöt. Yleisesti vastuuriskeistä ks. esim. FSB 2020, s. 16 ja siinä viitatu lähteet. Kyseisiltä oikeusvaateilta voi pyrkiä suojautumutaan vastuuvakuutusten avulla sikäli mikäli se on mahdollista. Vakuutusyhtiöiden uudeksi haasteeksi muodostuu sen arviointi, miltä osin ilmasto- ja ympäristöriskien vakuutusten tarjoaminen on kannattavaa. Tosiasiassa ilmastomuutos vaikuttaa merkittävästi koko vakuutustoimialaan vakuutusyhtiöiden toimiessa globaalisti riskien kantajina, hallinnoijina ja sijoittajina. Toisin sanoen vakuutusyhtiöt kantavat riskiä taseen molemmin puolin. Ks. Sinersalo 2018, s. 1.

<sup>186</sup> Gelzinis – Steele 2019, s. 2–5. Ks. myös EKP 2020, s. 11, 14, jossa fyysisille riskeille alttiiksi toimialoiksi nimetään maa-, metsä- ja kalatalous, terveydenhuolto, energia-, kaivos- ja kuljetusalat sekä infrastruktuuri ja matkailu.

<sup>187</sup> Välitöntä vahinkoa voi olla esimerkiksi omaisuuden tuhoutuminen ja välillinen vahinko toimitusketjujen katkeaminen.

Ilmastonmuutoksen siirtymävaiheen riskit syntyvät kehityksestä kohti vähähiilistä ja kestäväää taloutta. Ilmastopoliittikan, teknologian ja kuluttajien mieltymysten muutokset voivat johtaa muun ohella liiketoiminnan toimintaedellytysten heikentymiseen ja varallisuusarvojen uudelleenhinnoitteluun.<sup>188</sup> Keskeisin riski liittyy varallisuuteen, joka odottamattomasti tai ennenaikaisesti kadottaa arvonsa (engl. *stranded assets*)<sup>189</sup>. Erään arvion mukaan kolmannes nykyisistä öljyvaroista, puolet kaasuvarannoista ja lähes 90 % hiilivarannoista menettävät arvonsa, jos Pariisin sopimuksen lämpötilatavoitteet saavutetaan<sup>190</sup>. Markkinoille on arvioitu syntyneen *hiilikupla* (engl. *carbon bubble*), koska fossiilisia polttoaineita hyödyntävien yhtiöiden valuaatio perustuu oletukseen siitä, että kaikki maailman tunnetut fossiilivarannot tulevat käytetyiksi. Toisin sanoen tällaisten yhtiöiden arvioidaan olevan ylihinnoiteltuja.<sup>191</sup>

Ilmastonmuutoksen riskeihin vastaamista pidetään haastavana, koska fyysiset ja siirtymävaiheen riskit vahvistavat toinen toisiaan. Kierrettä voidaan kuvata seuraavasti: Fyysisten riskien vähentämiseksi on toteuttava ilmastonmuutosta hillitseviä toimia. Mitä vakavammat fyysiset riskit ovat, sitä tärkeämpi siirtymä vähähiiliseen ja kestäväään talouteen on. Toisaalta siirtymätoimiin liittyy taloudellisia riskejä. Siirtymisen lykkääminen ei ole kuitenkaan tarkoituksenmukaista, koska toimimattomuus voi johtaa yhä vakavampiin fyysisiin riskeihin, joihin lopulta saatetaankin vastata hallitsemattomasti ja äkillisesti, mikä kasvattaisi siirtymäriskijä.<sup>192</sup> Näin ollen hallittu siirtyminen kohti vähähiilistä yhteiskuntaan on erityisen tärkeää niin inhimillisten kuin talousjärjestelmään kohdistuvien haittojen minimoimiseksi. Ilmatoriskien hallinnointi on tärkeää myös muiden kestävyysriskien kannalta. Ilmastonmuutos ja sen fyysisten riskien materialisoituminen vaikuttavat edelleen muun muassa ympäristöön ja sosiaalisiin näkökohtiin. Lisäksi muut kestävyysriskit, kuten biodiversiteetin heikentyminen, voivat kiihdyttää ilmastonmuutosta.<sup>193</sup>

---

<sup>188</sup> Ks. EKP 2020, s. 14, jonka mukaan ilmastonmuutoksen siirtymävaiheen riskeille alistuvat erityisesti energia- ja kuljetusalat, tehdasteollisuus, rakennusala ja maatalous.

<sup>189</sup> Caldecott – Howarth – McSharry 2013, s. 2. Ks. myös esim. Danske Bank A/S 17.3.2021, joka vähentää "rahoitusta ja sijoituksia yhtiöihin, joiden arvo voi laskea merkittävästi, kun sääntely kiristyy ja kysyntä laskee".

<sup>190</sup> McGlade – Ekins 2015, s. 187.

<sup>191</sup> Carbon Tracker Initiative 2011. Ks. myös Mercure et al. 2018, s. 588.

<sup>192</sup> Mukaillen De Nederlandsche Bank 2020, s. 11.

<sup>193</sup> *ibid.*, s. 5.

Kestävyyseriskit voivat vaarantaa talouden vakauden luomalla niin markkina- kuin luottoriskejä. Markkinariskejä ovat esimerkiksi markkinaodotusten muutokset, äkilliset uudelleenhinnoittelut, kasvavat kurssivaihtelut ja varallisuusarvojen lasku. Fyysiset riskit voivat aiheuttaa lainanottajien tulojen menetyksiä ja kannattavuuden alentumista, mikä voi johtaa luottotappioihin.<sup>194</sup> Luottotappioriskiä kasvattaa myös vakuuttamattomien riskien, kuten luonnonkatastrofien lisääntyminen, mikä tosiasiallisesti siirtää riskiä vakuutusyhtiöiltä pankkeille<sup>195</sup>.

Systemisten riskien ehkäisemisen ohella kestävyysraportoinnilla pyritään laajemmin vastaamaan koko yhteiskunnan tietotarpeisiin sekä vahvistamaan finanssikriisin laskemaa kulluttajien ja sijoittajien luottamusta yhtiöihin ja rahoitusmarkkinoihin<sup>196</sup>. Kestävyysraportoin-

---

<sup>194</sup> EKP 2019, s. 122–123; EKP 2020, s. 13; FSB 2020, s. 6. Ks. myös Ks. Battiston et al. 2017, s. 283 ja artikkelin liite "Supplementary Information", s. 8, jonka mukaan vuonna 2017 lähes 50 % euroalueen pankkien riskeistä liittyi suoraan tai epäsuorasti ilmastonmuutokseen. Ks. myös KOM(2018) 97 loppl., s. 3, jonka mukaan pankkien rahoitusriski liittyy kannattavuuden alentumiseen erityisesti niissä yrityksissä, joihin ilmastonmuutos vaikuttaa eniten tai joiden liiketoiminta on voimakkaasti riippuvaista ehtyvistä luonnonvaroista. Voidaankin nähdä, että pankit ovat nykyään tarkempia sen suhteen, minkälaista toimintaa ne rahoittavat. Esimerkiksi Yhdysvaltojen suurimmat pankit ovat julkistaneet kukin tavoitteekseen laskea kasvihuonekaasujen nettopäästöt nolnaan vuoteen 2050 mennessä Pariisin sopimuksen mukaisesti. Ks. Morgan Stanley & Co. LLC 21.9.2020; JPMorgan Chase & Co 6.10.2020; Bank of America Corporation 11.2.2021; Citigroup Inc 1.3.2021; Wells Fargo & Company 8.3.2021; The Goldman Sachs Group Inc 4.3.2021. Toisaalta on huomattava, että BlackRockin toimitusjohtaja Larry Fink 26.1.2021 julkaistussa vuotuisessa kirjeessään toimitusjohtajille odottaa, että BlackRockin portfolioyhtiöt nimenomaisesti asettavat kyseiset tavoitteet hiilineutraaliudesta. Tämä havainnollistaa sitä, kuinka suuri merkitys suurilla sijoitusyhtiöillä on kestävä rahoituksen edistämiseksi. Ks. BlackRock 26.1.2021. Samaisesta tavoitteesta myös Suomessa ks. esim. Nordea Oyj 4.2.2021.

<sup>195</sup> *Protection gap* -käsite kuvaa tapahtuneiden vahinkojen ja niistä maksettujen vakuutuskorvausten välistä erotusta. Kasvava erotus tarkoittaa sitä, että vahinkojen taloudelliset kustannukset jäävät yksityisten toimijoiden vastattavaksi, mikä pitkällä aikavälillä voi vaikuttaa heikentävästi yritystoimintaan ja talouskasvuun. Ks. Sinersalo 2018, s. 1. Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomaisen mukaan vain 35 % äärimmäisistä sää- ja ilmastovahingoista oli vakuutettuina vuonna 2019. Ks. EIOPA 2019, s. 4.

<sup>196</sup> Euroopan parlamentin päätöslauselma 2013, kohta 2. Ks. myös Mähönen 2013, s. 573–574, jonka mukaan kestävyystietojen julkistaminen edistää läpinäkyvyyttä ja lisää sidosryhmien näkökulmasta relevantin tiedon määrää, koska taloudelliset tiedot täyttävät lähtökohtaisesti yhtiön sisäisten sidosryhmien tiedonintressit taloudellisesta asemasta. Ks. myös Hombach – Sellhorn 2019, s. 142, joiden mukaan kestävyystiedottaminen mahdollistaa myös sen, että yritykset saadaan aikaisempaa tehokkaammin vastuuvollisiksi kestävyysasioiden laiminlyönneistä, mikä vähentää vastuuttoman yritystoiminnan negatiivisia ulkoisvaikutuksia. Ks. myös muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia koskevan direktiivin johdanto-osan kohta 3, jonka mukaisesti kestävyystietojen raportointi auttaakin mittaamaan, seuraamaan ja ohjaamaan yritysten suoritusta ja niiden vaikutusta yhteiskuntaan.

tisääntelyllä pyritään myös kehittämään raportoivien yhtiöiden liiketoimintaa kestävämmäksi<sup>197</sup>. Kyseinen tavoite on tosiasiallisesti myös liikkeeseenlaskijoiden edun mukaista<sup>198</sup>. Liiketoiminnan muuttaminen kestäväksi ja pitkäjänteiseksi laajentaa riskienhallinnan kattamaan kestävyysnäkökohdat, mikä on strategisesti tärkeää. Kestävyysriskien aktualisoituminen voi johtaa operatiivisiin seurauksiin, kuten liiketoiminnan häiriöihin ja merkittäviin mainehaittoihin.<sup>199</sup> Kestävyystietojen julkistamisen katsotaan johtavan myös liikkeeseenlaskijoiden monipuoliseen sijoittajakuntaan, tietoon perustuvaan päätöksentekoon, strategiseen suunnitteluun ja sosiaalisen toimiluvan säilyttämiseen<sup>200</sup>. Empiiristen tutkimusten mukaan vastuullisuus ja kestävyysnäkökohtien huomioiminen liiketoiminnassa voivat parantaa yhtiön markkina-arvoa, mikä palvelee yhtiön voitontuottamisedellytyksiä<sup>201</sup>. Kestävä kehitys ja sen mukainen yritystoiminta synnyttävät myös uusia liiketoimintamahdollisuuksia suurine tuotto-odotuksineen.

---

<sup>197</sup> Ks. esim. KOM(2002) 259/2 loppl., s. 12; KOM(2018) 97 loppl., s. 4. Kestävyysraportoinnin liiketoimintaa muuttava vaikutus pohjautuu kohdennettuun avoimuussääntelyyn, jossa hyödynnetään Nobelin taloustieteen palkinnon saaneen Richard Thalerin käyttäytymistaloustieteeseen perustuvaa tuuppaamisen teoriaa (engl. *nudging*). Teoriassa toimijoiden päätöksentekoa pyritään ohjaamaan ennakoitavasti haluttuun suuntaan kuitenkin rajoittamatta valinnanvapautta. Alun perin tuuppaaminen nähtiin sellaisenaan vaihtoehtona lainsäädännölle, mutta sen hyödyntäminen osana sääntelyä luo kustannustehokkaan tavan vaikuttaa yksilöiden toimintaan käyttämättä raskaampia ja kalliimpia sääntelymuotoja, kuten toimintaa rajoittavia oikeudellisia säännöksiä tai taloudellisia kannustimia. Kohdennetun avoimuussääntelyn vaikutukset perustuvat oletettuun tapahtumasarjaan, jossa lisääntynyt informaatio vaikuttaa tiedon vastaanottajien, eli tässä osakkeenomistajien ja sidosryhmien käyttäytymiseen, minkä puolestaan odotetaan johtavan todellisiin muutoksiin liikkeeseenlaskijan toiminnassa. Liikkeeseenlaskijoiden tapa harjoittaa liiketoimintaa on katsottu muuttuvan lähtökohtaisesti tiedottamisääntelyllä vain välillisesti hinnanmuodostusmekanismin ja varojen allokaation kautta. Ks. Fung – Gragam – Weil 2007, s. 54; Fung – Gragam – Weil 2013, s. 1410; Hombach – Sellhorn 2019, s. 150–152. Kestävyysraportoinnin kohdentaminen sijoittajien ohella myös sidosryhmille katsotaan tehostavan liikkeeseenlaskijoiden liiketoiminnan muuttamista kestävämmäksi. On tunnistettu, että pelkästään sijoittajien sijoituspäätökset rahoitusmarkkinoilla eivät saa aikaan muutosta liikkeeseenlaskijoiden toiminnassa, vaan edellytyksenä on tiedottamisen kohdistaminen yhteiskuntaan kokonaisuudessaan. Ks. Williams 1999, s. 1221, 1284–1295; Lipton 2020, s. 556.

<sup>198</sup> Yritysten lähtökohtaisesti priorisoidessa omia tulojaan yhteiskunnan tarpeiden edelle on tärkeää, että yksityisillä toimijoilla on kannustimia toimia vastuullisesti. Näin kestävään talouteen siirtyminen on mahdollinen. Ks. esim. Möslein 2019, s. 669. Ks. myös Choudhury 2016, s. 195–196, joka arvioi kestävyystiedottamisen olevan myös osakkeenomistajien edun mukaista, koska kestävyysraportointi parantaa osakkeenomistajien valvonta- ja kontrollointimekanismeja suhteessa yhtiön johtoon. Raportointi toisin sanoen vähentää agenttikustannuksia, mikä on osakeyhtiöoikeudellisen sääntelyn päätavoitteen mukaista, eli tehokkaan liiketoiminnan mahdollistaminen vähentämällä liiketoimintaan liittyviä kustannuksia. Yleisesti yhtiöoikeuden tavoitteista ks. esim. Kraakman et al. 2017, s. 2. Ks. edelleen Choudhury 2016, s. 204–205, jonka mukaan jos kestävyystiedottamisella ei olisi yhteyttä arvopaperimarkkinoiden tehokkaaseen toimintaan tai osakkeenomistajien etujen edistämiseen, olisi kyse siitä, että arvopaperimarkkinoiden tiedonantosaäntelykehystä käytettäisiin julkisluonteisten sosiaalisten tavoitteiden saavuttamiseksi, mikä ei hänen mukaansa kuuluisi enää yksityisoikeuden alaan.

<sup>199</sup> Choudhury 2016, s. 196.

<sup>200</sup> Komission suuntaviivojen täydennysosa, s. 3.

<sup>201</sup> Ks. esim. Friede – Busch – Bassen 2015, s. 210.

Näin ollen vaikka kestävyystietojen tiedonantovelvollisuuteen liittyy sidosryhmien huomioiminen ja liiketoiminnan vastuullisuus, ei raportointi johda sidosryhmäperusteiseen yhtiön toiminnan tarkoitukseen<sup>202</sup>. Sen sijaan kestävyysraportoinnin voidaan katsoa tukevan osakkeenomistajakeskeisyyteen nojautuvaa yhtiön toiminnan tarkoitusta sen parantaessa liikkeenlaskijan voitontuottamisedellytyksiä pitkällä aikavälillä<sup>203</sup>. Osakeyhtiölain 1:5:n katsotaan vastaavan valistunutta arvonmaksimointia (engl. *enlightened value maximization*)<sup>204</sup>, jossa pyritään maksimoimaan pitkällä aikavälillä sekä oman että vieraan pääoman ehtoisten instrumenttien arvo huomioimalla yhtiön sidosryhmien intressit<sup>205</sup>. Tulkinta on johdettavissa

---

<sup>202</sup> Sidoryhmäperusteinen yhtiökäsitys (engl. *stakeholder value*) kyseenalaistaa yhtiön toiminnan tarkoituksen kuten myös yhtiön edun samastamista osakkeenomistajien etuun. Ks. esim. Toiviainen 2004, s. 426; Sjäffjell 2009, s. 105–106; Mäntysaari 2013, s. 592; Mähönen – Sjäffjell 2014, s. 59. Sidoryhmäperusteisessa ajattelutavassa huomioidaan osakkeenomistajien ohella myös yhtiön muiden sidosryhmien, kuten työntekijöiden, luotonantajien ja ympäristön intressit ja edut liiketoimintaa harjoittaessa. Tällöin yhtiön johdolla ei ole velvollisuuksia pelkästään osakkeenomistajia kohtaan, vaan myös muita sidosryhmiä kohtaan. Ks. esim. Hansmann – Kraakman 2001, s. 447. Toisaalta sidoryhmäperusteisuutta on kritisoitu sidosryhmien eriävistä intresseistä, mikä tekee yhtiön johdon toiminnasta monimutkaisen, mikä synnyttää riskin johdon opportunistisesta toiminnasta ja kasvattaa agenttikustannuksia. Ks. Jensen 2001, s. 9, jonka mukaan useampaa isäntää ei voi palvella samanaikaisesti. Ks. myös Mähönen – Villa 2015, s. 335–336, joiden mukaan epämääräisyys voi johtaa myös siihen, että sidoryhmät eivät ole tietoisia oikeuksistaan ja velvollisuuksistaan yhtiötä kohtaan. Toisaalta osakkeenomistajakeskeisyyteen voidaan liittää sama ongelma, koska varsinkaan listayhtiöiden osakkeenomistajia ei voida pitää homogeenisenä ryhmänä. Ks. esim. Pönkä 2013, s. 29; Nyström – Rajavuori 2014, s. 710. Vrt. Vahtera 2011, s. 149, jonka mukaan osakeyhtiösääntelyssä osakkeenomistajien eriävät intressit on huomioitu osakeyhtiöoikeudellisessa sääntelyssä ja osakeyhtiön rakenteessa. Tosin kuten Mähönen – Villa 2015, s. 244 ja Salo 2015, s. 50 esittävät, osakkeenomistajia käsitellään lähtökohtaisesti kollektiivisena ryhmänä.

<sup>203</sup> Oikeuskirjallisuudessa on yleisesti tunnustettu, että OYL lähtee osakkeenomistajakeskeisestä (engl. *shareholder value*) ajattelutavasta. Ks. esim. Mähönen – Villa 2015, s. 4. Tätä on perusteltu muun ohella oikeustaloustieteellisesti riskiteorian ja osakkeenomistajien residuaaliaseman nojalla. Ks. esim. Easterbrook – Fischel 1996, s. 67–68; Keay 2008, s. 667–668; Vahtera 2011, s. 142–143; Pönkä 2012, s. 322; Mähönen – Villa 2015, s. 183. Toisaalta osakkeenomistajien residuaaliasema on lähtökohta ja oletama, koska osakeyhtiöoikeudellisesti on mahdollista luoda oikeuksistaan riisuttu osake ja viritetty velka. Ks. tarkemmin Mähönen – Villa 2015, s. 170–175. Lisäksi poikkeus osakkeenomistajakeskeisyydestä johtaisi ongelmaan valvontamekanismin kohdentamisesta, koska ainoastaan osakkeenomistajilla on lakiin perustuvat keinot valvoa johdon toimintaa päämies-agenttisuhteessa. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 166. Teorioiden ohella osakkeenomistajakeskeisyyden vahvaa asemaa yhtiöoikeudessa on tosiasiallisesti vahvistanut muun ohella osakkeenomistajien vahvat kontrollioikeudet, joita hallinnointikoodit ovat erityisesti korostaneet, sekä markkinakäytännöt ja rahoitusmarkkinoiden rakenne. Ks. Vahtera 2011, s. 148; Mähönen 2017, s. 214–218; Sneirson 2019, s. 76.

<sup>204</sup> Ks. esim. Mähönen – Villa 2015, s. 350; VNK 2020:39, s. 149.

<sup>205</sup> Jensen 2001, s. 8–9. Jensen esitti teorian vastataksien sidoryhmäperusteisen ajattelutavan puutteisiin, koska kyseisestä teoriasta ei saa johdettua nimenomaista yhtiön toiminnan tarkoitusta taikka selkeää tahoja, jonka etua yhtiön johdon tulisi ajaa. Tällaiset puutteet voivat johtaa Jensenin mukaan yhtiön johdon sekasortoon, konflikteihin, tehotomuuteen ja jopa kilpailukyvyyn heikentymiseen. Ks. Jensen 2001, s. 9. Tosiasiassa oikeuskirjallisuudessa on kuitenkin tunnustettu, että Jensenin valistuneen arvonmaksimoinnin teoriassa piilee sama ongelma siitä, ettei siitä ole johdettavissa yhtä arvopapereiden haltijajoukkoa, joiden etua tulisi edistää. Ks. esim. Vahtera 2011, s. 154. Vrt. edelleen Dunfee 2008, s. 350, jonka näkemyksen mukaan Jensenin teoria johtaa tosiasiasiihen, että yhtiön ainoa arvonmäärittäjä olisi markkina-arvo, jonka kasvattaminen tosiasiallisesti edistää osakkeenomistajien intressejä.

osakeyhtiölain esitöistä, joiden mukaan toiminnan tavoitteena ei tulisi olla voittojen maksimointi lyhyellä aikavälillä, vaan tarkoitus nähdään liiketoiminnan harjoittamisessa pitkällä aikavälillä<sup>206</sup> yhteiskunnallisesti hyväksyttävien menettelytapojen mukaisesti<sup>207</sup>.

Oikeuskirjallisuudessa alkuperäistä valistunutta arvonmaksimointia on modifioitu korostamalla yhtiön toiminnan jatkuvuutta<sup>208</sup> ja voitontuottamistarkoitusta, koska sidosryhmien huomioimisesta ja yhtiön kaikkien arvopapereiden arvon maksimoinnista huolimatta yhtiön toiminnan tulee tuottaa voittoa osakkeenomistajille valvontaongelmien välttämiseksi<sup>209</sup>. Yleisistä osakeyhtiöoikeudellisista periaatteista yhtiön toiminnan tarkoitus (OYL 1:5), yhdenvertaisuusperiaate ja yleislauseke (OYL 1:7) sekä johdon tehtävä (OYL 1:8), kuten myös kyseisen lain 13 luvun varojenjakosäännökset asettavat tosiasialliset raamit sidosryhmien tarpeiden huomioon ottamiselle<sup>210</sup>. Valistunut arvonmaksimointi ei tee näin ollen yhtiön toiminnasta sidosryhmäperusteista<sup>211</sup>, vaan voitontuottamistavan voidaan katsoa kehittyneen sidosryhmäkeskeisemmäksi<sup>212</sup>. Kestävyysraportoinnin voidaan katsoa vastaavan *heikon yhteiskuntavastuun* toteuttamista, jolla tarkoitetaan sellaista yhteiskuntavastuullista toimintaa, joka tukee yhtiön voitontuottamisedellytyksiä pitkällä aikavälillä kuitenkin olematta ristiriidassa osakkeenomistajakeskeisyyden kanssa<sup>213</sup>.

Kestävyysriskien hallinnointia edistäisi se, että arvopaperimarkkinoilla varat allokoituisivat tehokkaasti edellä mainitun mukaisiin yhtiöihin, jotka toimisivat pitkäjänteisesti kestävä

---

<sup>206</sup> Pitkän aikavälin aikahorisontti oikeuttaa investoinnit yhtiön liiketoiminnan harjoittamisen tukemiseksi siltä osin, kun ne edistävät yhtiön voitontuottamisedellytyksiä. Tällaisia investointeja voivat esitöiden mukaan olla tuotantokoneiston uudistaminen, tuotekehitystoiminta tai henkilöstön kouluttaminen. Ks. HE 109/2005 vp, s. 38–39.

<sup>207</sup> Yhtiön toimintatavat vaikuttavat keskeisesti yhtiön maineeseen, joka on kiinteästi yhteydessä yhtiön voitontuottamisedellytyksiin. Vastuullinen toiminta voidaan katsoa tältä osin perustelluksi myös silloin, kun sitova sääntely ei siihen velvoita. Voitontuottamista voi vahvistaa esimerkiksi yhtiön toimintaan liittyvä hyväntekeväisyystoiminta ja tavanomaisten lahjojen antaminen. Ks. HE 109/2005 vp, s. 39.

<sup>208</sup> Toiminnan jatkuvuuden periaate turvaa velkojia osakkeenomistajien opportunistiselta toiminnalta pitämällä yhtiön maksukykyisenä eikä liiketoiminnan riskejä siirretä velkojien kannettavaksi. Periaatteen toisena funktiona nähdään myös osakkeenomistajien perusteltujen odotuksien turvaaminen yhtiön toiminnan jatkumisesta. Ks. Vahtera 2011, s. 145.

<sup>209</sup> Ks. Villa 2017, s. 339–440; Immonen – Villa 2019, s. 35–37. Ks. myös Vahtera 2011, s. 155, joka korostaa *going concern* -edellytyksen osakkeenomistajien toiminnassa toteuttavan tosiasiallisesti kaikkien yhtiön laskevien arvopapereiden arvonmaksimoinnin.

<sup>210</sup> Ks. tarkemmin esim. Rudanko 2018.

<sup>211</sup> Mähönen – Villa 2015, s. 338.

<sup>212</sup> Vahtera 2011, s. 152. Ks. myös Vahtera 2011, s. 153; Immonen – Villa 2019, s. 35; Villa 2020, s. 165–166, joihin viitaten säännös yhtiön toiminnan tarkoituksesta voidaan nähdä tavoitenormina, jonka käytännön toteuttaminen on riippuvaista yhteiskunnassa vallitsevista näkemyksistä koskien hyväksyttävää tapaa tuottaa voittoa. Tarkemmin tavoitenormi-käsitteestä ks. Aarnio 2006, s. 109–110.

<sup>213</sup> VNK 2020:39, s. 127.

kehityksen mukaisesti. Tätä Euroopan unioni tavoittelee. Euroopan vihreän kehityksen ohjelman kunnianhimoiset tavoitteet edellyttävät suuria investointeja, joiden rahoittaminen ei ole mahdollista julkisin varoin. Euroopan komission arvion mukaan vuoden 2030 ilmasto- ja energiatavoitteet<sup>214</sup> edellyttävät toteutuakseen 260 miljardin euron vuotuisia lisäinvestointeja. Näin ollen ilmasto- ja ympäristöhaasteiden ratkaiseminen edellyttää myös yksityisiä investointeja. Rahoitusvajetta pyritään korjaamaan ohjaamalla rahavirtoja kohteisiin, jotka tukevat pitkän aikavälin kehitys- ja kestävyystavoitteita.<sup>215</sup> Rahoitusmarkkinoiden keskeisenä instrumenttina ovat olleet vihreät joukkovelkakirjat (engl. *green bonds*), jotka ovat vieraan pääoman ehtoisia rahoitusinstrumentteja, joilla rahoitetaan kestäviä kohteita<sup>216</sup>. On kuitenkin nähty tärkeäksi kehittää pääomamarkkinoiden allokointifunktiota yhä kestävämmäksi<sup>217</sup>. Arvopaperimarkkinoilla investoinnit kestävän rahoituksen mukaisiin kohteisiin edellyttävät yhtiöiden pitkän aikavälin arvonmuodostuksen ja riskien hallinnoinnin arviointia. Tämän johdosta liikkeeseenlaskijoille on asetettu kestävyystietojen raportointivelvoite.<sup>218</sup>

### 3.2 Kestävä rahoitus ja arvopaperimarkkinaoikeus

Edellä kestävyysraportointisääntelyn päätavoitteeksi on tunnistettu kestävyysriskien hallinnointi. Kestävyysriskeihin pyritään vastaamaan tarkemmilla kestävyysraportoinnin tavoitteilla, jotka ovat yhtiöiden liiketoiminnan muuttuminen kestävämmäksi ja kestävä rahoitus, jolla tavoitellaan yksityisten varojen allokoitumista kestäviin kohteisiin rahoitusmarkkinoilla. Rahavirtojen uudelleen ohjaamisen tarkoituksena on EU:n ilmasto- ja energiatavoitteiden rahoitusvajeen korjaaminen. Seuraavaksi tarkastellaan kestävän rahoituksen ja arvopaperimarkkinoiden välistä suhdetta.

---

<sup>214</sup> Tavoitteet liittyvät kasvihuonekaasupäästöjen vähentämiseen, uusiutuvaan energiaan ja energiatehokkuuteen. Ks. tarkemmin esim. KOM(2019) 285 loppl.

<sup>215</sup> KOM(2019) 285 loppl., s. 19. Osana Euroopan vihreän kehityksen ohjelmaa komissio on antanut Kestävä Eurooppa -investointiohjelman, jolla pyritään edistämään investointien kohdentumista kestäviin kohteisiin. Ks. KOM(2020) 21 loppl.

<sup>216</sup> Park 2019, s. 596. Vihreiden joukkovelkakirjojen lisäksi markkinoilla on sosiaalisia, vastuullisia ja ilmastojoukkovelkakirjoja.

<sup>217</sup> Yksityisellä sektorilla on tunnistettu olevan keskeinen rooli vastuulliseen ja kestäväan yhteiskuntaan siirtymisessä. Ks. KOM(2019) 640 loppl., s. 2, 16–17. Ks. myös Euroopan parlamentin päätöslauselma 2013, kohta 6, jonka mukaan lyhytnäköisyys ja keskittyminen rahoitusmarkkinoiden rajoitetun avoimuuden ja vastuuvollisuuden hankkeisiin sivuuttaa rahoitusalan ja muiden toimialojen tarpeen puuttua uhkaaviin ja kiireellisiin yhteiskunnallisiin haasteisiin.

<sup>218</sup> KOM(2018) 97 loppl., s. 3. On lisäksi tunnistettu, että taloudellisesti relevantit tiedot eivät aina anna sääntelyn edellyttämää oikeaa ja riittävää kuvaa yhtiön taloudellisesta asemasta ja tuloksesta, vaan tarvitaan myös muita kuin tietoja. Ks. Komission suositus 2001, kohta 11; Mähönen 2013, s. 573–574.

Arvopaperimarkkinoiden keskeisin tehtävä on allokoida varoja tehokkaasti ylijäämästä alijäämään. Markkinoiden allokatiivista tehokkuutta edistää tehokkaat markkinat, joilla pörsurssit heijastelevat saatavissa olevaa tietoa. Voitaneen esittää, että tehokkaat arvopaperimarkkinat, jotka hinnoittelisivat kestävyysriskejä, voisivat edistää kestävä rahoituksen tavoitteita. Tällöin sijoittajilla olisi taloudellisia kannustimia sijoittaa kestävä rahoituksen kannalta relevantteihin kohteisiin, jotka edistäisivät siirtymistä hiilineutraaliin yhteiskuntaan. Kestävyysriskien hinnoittelu ehkäisisi myös rahoitusvakautta uhkaavia järjestelmäriskkejä.

Kestävyysriskien hinnoittelu edellyttää sitä, että markkinat ovat tehokkaat. Markkinoiden tehokkuutta edistäisi se, jos kestävyysraportointisääntely olisi yhdenmukaista arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedottamisääntelyn kanssa. Arvopaperimarkkinaoikeudelliseen tiedonantonsääntelyyn liittyy informaatiokustannusten alentamistavoite, mikä voisi edistää myös kestävyysraportointisääntelyn kustannustehokkuutta<sup>219</sup>. Näin ollen voidaan esittää arvio siitä, että kestävyysraportointisääntelyn yhdenmukaisuus arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedonantonsääntelyn kanssa saattaa lisätä kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuutta.

Tehokkaita arvopaperimarkkinoita tukevaa kestävyysraportointisääntelyä voidaan pitää myös kansallisen arvopaperimarkkinaoikeuden systematiikan ja koherenssin valossa perusteltuna. Kestävyysraportointisääntely voidaan nähdä osana liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuksia, koska säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta säättävän arvopaperimarkkinalain 7 luvun 7a §:n mukaan liikkeeseenlaskijan on esitettävä toimintakertomuksessa tai erillisessä kertomuksessa selvitys muista kuin taloudellisista tiedoistaan noudattaen kirjanpitolain 3a lukua. Näin ollen vaikka asiasta säännellään tarkemmin kirjanpitolaissa, tulee kestävyysraportointisääntely nähdä systemaattisen tulkinnan mukaisesti osana arvopaperimarkkinalain kokonaisuutta, jonka keskeisenä tavoitteena on edellä tutkielman 2 luvun mukaisesti tehokkaat markkinat. Argumenttia tukee myös teleologinen tulkinta. Arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn tarkoituksena on varmistaa tehokkaat markkinat. Olisi tämän tavoitteen vastaista tulkita kestävyysraportointisääntelyä niin, ettei siinä huomioitaisi

---

<sup>219</sup> Ks. myös Vahtera 2011, s. 70, jonka mukaan transaktiokustannusten pienentäminen on arvopaperimarkkinaoikeuden keskeisin sääntelyperuste.



markkinoiden tehokkuustavoitetta. Kestävyyseriskien hinnoittelu edistäisi myös rahoitusjärjestelmän rahoitusvakautta, mitä voidaan pitää laajemmin rahoitusmarkkinasääntelyn tavoitteen mukaisena.

Kysymys kuuluukin, hinnoittelvatko markkinat kestävyysriskejä. Empiirinen näyttö osoittaa toisaalta, että rahoitusvarojen hinnoissa on huomioitu ilmastonmuutoksen riskit<sup>220</sup> ja toisaalta, että riskit ovat tosiasiasa alihinnoiteltuja<sup>221</sup>. Esimerkiksi markkinoiden ei ole näytetty hinnoittelevan kuivuusriskiä<sup>222</sup>, minkä ohella viitteet hiilikuplasta indikoivat markkinoiden tehottomuutta<sup>223</sup>. Toisaalta on osoitettu, että sijoittajat tosiasiasa vaativat jo korkeampaa riskipreemiota sellaisilta liikkeeseenlaskijoilta, joilla on korkeat hiilidioksidipäästöt<sup>224</sup>. Teoreettinen tutkimus ilmastonmuutoksen siirtymävaiheen riskien hinnoittelusta markkinahäiriöiden viitekehuksesta käsin osoittaa puolestaan mahdollisen riskien väärinhinnoittelun<sup>225</sup>. Kaiken kaikkiaan yleisenä näkemyksenä voidaan kuitenkin pitää sitä, että rahoitusmarkkinat eivät ainakaan täysmääräisesti hinnoittele kestävyysriskejä<sup>226</sup>.

Markkinoiden tehottomuudelle on esitetty eri syitä<sup>227</sup>. Yksi yleisimmistä perusteluista liittyy markkinoille julkistettaviin kestävyystietoihin, joiden on arvioitu olevan riittämättömiä, vaillinaisia ja epä johdonmukaisia<sup>228</sup>. Kuten edellä tutkielmassa on todettu, informaatio voidaan nähdä markkinoille syötettävänä raaka-aineena. Informaation ollessa heikkolaatuista ei tehokaskaan markkinakoneisto voi muodostaa arvopaperien arvoa oikeaksi.<sup>229</sup> Kestävyyseriskien hinnoittelun puutteet arvopaperimarkkinoilla indikoivat siitä, ettei kestävyysraportointisääntely ole ainakaan täysin yhdenmukaista arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedonantosaääntelyn kanssa. Tosin johtopäätös sisältää oletuksen siitä, että sijoittajat tosiasiasa pitävät kestävyystietoja relevantteina, jolloin hintamekanismin tehottomuus johtuu nimenomaisesti julkistettujen kestävyystietojen laadusta eikä siitä, ettei informaatiota pidetä merkityksellisenä.

---

<sup>220</sup> Bernstein – Gustafson – Lewis 2019, s. 271; Painter 2020, s. 481.

<sup>221</sup> Griffin et al. 2015, s. 1; Griffin – Lont – Lubberink 2019, s. 14; BlackRock Investment Institute 2019, s. 18.

<sup>222</sup> Hong – Li – Xu 2019, s. 280.

<sup>223</sup> Carbon Tracker Initiative 2011. Ks. myös Mercure et al. 2018, s. 588.

<sup>224</sup> Bolton – Kacperczyk 2020, s. 1.

<sup>225</sup> Thomä – Chenet 2017, s. 93–94.

<sup>226</sup> Friede – Busch – Bassen 2015, s. 227; ESRB 2020, s. 45; EKP 2019, s. 124.

<sup>227</sup> Ks. esim. EKP 2019, s. 124, jossa markkinoiden tehottomuuden syyksi esitetään lyhyet sijoitushorisontit. Ks. myös Thomä – Chenet 2017, s. 82, jotka viittaavat agentti-päämies ongelmaan rahoitusmarkkinoilla.

<sup>228</sup> Carney 2015, s. 16; EKP 2019, s. 124; FSB 2020, s. 28–29; ESRB 2020, s. 14.

<sup>229</sup> Laininen 2013, s. 25, 36.

### 3.3 Kestävyyseraportointisääntelyn kehitys

Tutkielmassa on argumentoitu, että kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuutta voisi edistää se, että raportointisääntely olisi yhdenmukaista arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedonantösääntelyn kanssa. Taloustieteelliset tutkimukset tuovat kuitenkin ilmi sen, ettei markkinat täysimääräisesti hinnoitele kestävyysriskejä. Tätä voidaan pitää merkinä siitä, ettei sääntely välttämättä ole kaikilta osin yhdenmukaista arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedonantösääntelyn kanssa. Jotta tutkielmassa voidaan selvittää arvopaperimarkkinaoikeudellisesta tiedonantösääntelystä poikkeavat lainsäätäjän valinnat, käsitellään seuraavaksi kestävyysraportointisääntelyä. Myös sääntelyn kehitystä analysoidaan, jotta voidaan ymmärtää sääntelykonteksti ja niitä tekijöitä, jotka ovat tosiasiallisesti vaikuttaneet lainsäätäjän valintoihin.

Euroopan unionissa kestävyysraportointisääntelyn kehitys on kulkenut käsi kädessä yhteiskuntavastuun kanssa. Yritysten yhteiskuntavastuu ei ole uusi konsepti, vaan sen voidaan katsoa ulottuvan pitkälle historiaan<sup>230</sup>. Sitä vastoin verrattain uutena ilmiönä pidetään sitä, että yhteiskuntavastuullisesta toiminnasta säädetään sitovalla lainsäädännöllä<sup>231</sup>. Alun perin Euroopan komissio määritteli yritysten yhteiskuntavastuun vuonna 2001 toiminnaksi, joka ylittää lainsäädännössä asetut vähimmäisvaatimukset yritysten huomioidessa vapaaehtoisesti sosiaaliset ja ekologiset näkökohdat liiketoiminnassaan ja vuorovaikutuksessaan sidosryhmiensä kanssa<sup>232</sup>. Yhteiskuntavastuun vapaaehtoisuus nähtiin tärkeäksi lainsäädännön ylittävän toiminnan lisätessä yritysten ylimääräisiä sitoumuksia ja hallinnollisia velvollisuuksia<sup>233</sup>. Erityisesti korostuneen osakkeenomistajakeskeisen yhtiökäsityksen kannattajat vastustivat yritys vastuun omaksumista<sup>234</sup>. Lainsäätäjän katsottiin jättäneen yhteiskuntavastuun toteuttamisen valvutuneille yrityksille ja kuluttajille.

---

<sup>230</sup> Kattava kirjallisuuskatsaus yhteiskuntavastuun historiasta ja evoluutiosta ks. Latapí Agudelo – Jóhannsdóttir – Davídsdóttir 2019. On kuitenkin huomattava, että moderni yhteiskuntavastuun kehitys on alkanut 1950-luvulta. Ks. erityisesti Bowen 1953, jota pidetään yritysten yhteiskuntavastuun isänä.

<sup>231</sup> Szabó – Sørensen 2015, s. 311–312.

<sup>232</sup> KOM(2001) 366 lopll., s. 7. Ks. myös KOM(2006) 136 lopll., s. 5, jossa todetaan komission kyseisen määritelmän edustavan silloista eurooppalaista näkemystä.

<sup>233</sup> KOM(2006) 136 lopll., s. 2–3. Yhteiskuntavastuullisten velvollisuuksien asettamista lainsäädännöllä pidettiin "paremman sääntelyn periaatteiden" vastaisena. Ks. myös Monciardini 2019, s. 615, jonka mukaan komission määritelmä legitimoit markkinalähtöisen ja kapean lähestymistavan yritysten yhteiskuntavastuuseen. Vapaaehtoiseen yhteiskuntavastuuseen on kuitenkin liitetty ongelmia, kuten vastuullisten yhtiöiden kilpailukyvyyn heikentyminen vastuuttomiin yrityksiin nähden. Ks. ongelmista tarkemmin Sjäfjell 2009, s. 42.

<sup>234</sup> Sjäfjell 2009, s. 43.

Ensimmäistä EU-lainsäätäjän interventiota yhteiskuntavastuun vapaaehtoisuuteen pidetään modernisointidirektiiviä (2003/51/EY)<sup>235</sup>. Kyseisellä direktiivillä lisättiin vuonna 2003 muiden kuin taloudellisten tunnuslukujen raportointisäännös vuoden 1978 tilinpäätösdirektiiviin (78/660/ETY)<sup>236</sup> ja vuoden 1983 konsernitilinpäätösdirektiiviin (83/349/ETY)<sup>237</sup>, jotka on sittemmin kumottu tilinpäätösdirektiivillä. Modernisointidirektiivissä esitetty raportointisäännös on voimassa tilinpäätösdirektiivin 19 artiklan 1 kohdan 3 alakohdassa<sup>238</sup>, joka on implementoitu Suomessa kirjanpitolakiin<sup>239</sup>.

KPL 3 luvun 1a §:n 2 momentin 2 kohdan mukaan toimintakertomuksessa on tarvittaessa esitettävä muut kuin taloudelliset tunnusluvut henkilöstöstä ja ympäristövaikutuksista<sup>240</sup>. Kyseinen raportointisäännös on ollut EU-lainsäätäjän ensimmäinen tosiasiallinen pyrkimys laajentaa toimintakertomuksessa esitettävät taloudelliset tiedot myös muihin kuin taloudellisiin tietoihin, minkä on arvioitu edesauttavan oikean kuvan antamista yhtiöstä ja sen liiketoiminnan kehittymisestä<sup>241</sup>. Modernisointidirektiiviä säädettäessä muiden kuin taloudellisten tietojen julkistamisen uskottiin myös johtavan yhtiön kehityksen, tuloksellisuuden ja tilan ymmärtämisen kannalta merkityksellisten kestävyysnäkökohtien analysointiin.<sup>242</sup>

Merkittävistä tavoitteista huolimatta kyseisellä muiden kuin taloudellisten tunnuslukujen raportointisäännöksellä ei ole ollut käytännön merkitystä. Vain harvat yhtiöt ovat antaneet sen

---

<sup>235</sup> 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, EYVL L178, 17.7.2003, s. 16–22. Modernisointidirektiivin tarkoitus oli ennen kaikkea muuttaa EU:n silloinen tilinpäätössääntelyn yhteensopivaksi IAS-standardien kanssa. Modernisointidirektiivin muutokset implementointiin osaksi Suomen sääntelyä muutossäädöksellä 1304/2004.

<sup>236</sup> Neljäs neuvoston direktiivi 78/660/ETY, annettu 25 päivänä kesäkuuta 1978, perustamissopimuksen 54 artiklan 3 kohdan g alakohdan nojalla, yhtiömuodoltaan tietynlaisten yhtiöiden tilinpäätöksistä, EYV L 222, 14.8.1978, s. 11–31.

<sup>237</sup> Seitsemäs neuvoston direktiivi 83/349/ETY, annettu 13 päivänä kesäkuuta 1983, perustamissopimuksen 54 artiklan 3 kohdan g alakohdan nojalla, konsolidoiduista tilinpäätöksistä, EYV L 193, 18.7.1983, s. 1–17.

<sup>238</sup> KOM(2011) 684/3 lopll., s. 12.

<sup>239</sup> HE 89/2015 vp, s. 52.

<sup>240</sup> KILA on antanut 12.9.2006 yleisohjeen toimintakertomuksen laatimisesta, joka sisältää myös ohjeita kestävyystietojen antamiseksi. Ohje korostaa muiden kuin taloudellisten tunnuslukujen olennaisuuden arviointia ja sisältää myös esimerkiksi ympäristötunnuslukujen laskentakaavat.

<sup>241</sup> Lainsäädäntömuutos nähtiin tärkeäksi, koska tilinpäätösdirektiivejä ei ollut muutettu yli 20 vuoteen niiden säätämisestä ja silloiset parhaat käytännöt edellyttivät myös muiden kuin taloudellisten tietojen esittämistä toimintakertomuksessa. Ks. KOM(2002) 259/2 lopll., s. 6.

<sup>242</sup> KOM(2002) 259/2 lopll., s. 6; Modernisointidirektiivin johdanto-osan 9 kohta. Lisäksi HE 126/2004 vp, s. 6, jossa todetaan muiden kuin taloudellisten tietojen parantavan toimintakertomuksen informaatioarvoa.

nojalla kyseisiä tietoja toimintakertomuksissaan.<sup>243</sup> Ennen NFRD:n säätämistä alhaista kestävyystietojen raportointi-innokkuutta on selitetty yleisellä suhtautumisella yritysvastuuseen, josta yleisen mielipiteen mukaan ei olisi tullut säätää sitovalla lainsäädännöllä<sup>244</sup>.

Merkittävä askel kestävyysraportointisääntelyn kehityksessä tapahtui vuonna 2009 Euroopan komission muuttaessa lähestymistapaansa yhteiskuntavastuuseen<sup>245</sup>. Nykyisen määritelmän mukaan yritysten yhteiskuntavastuu tarkoittaa yritysten vastuuta omista yhteiskunnallisista vaikutuksistaan<sup>246</sup>. Komissio näki tärkeäksi edistää yritysten vastuullisuutta lainsäädäntötoite<sup>247</sup>, minkä johdosta asian toteutuminen ei ollut enää yhtiöiden vapaaehtoisuuden varassa<sup>248</sup>. Keskeisemmäksi keinoksi tunnustettiin yritysten avoimuuden edistäminen<sup>249</sup>.

Vuonna 2014 annettiin tilinpäätösdirektiiviä muuttanut muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia koskeva direktiivi, jolla säädetään vastuullisista toimintaperiaatteista liiketoiminnassa ja niiden raportoinnista. Sääntelyllä pyritään luomaan selkeät raportointivaatimukset sekä korostamaan yhtiöiden pitkän aikavälin menestymiseen vaikuttavien näkökohtia<sup>250</sup>. Tavoitteeksi asetettiin modernisointidirektiivin nähden laadukkaampien kestävyystietojen raportointi, mikä mahdollistaisi sijoittajille paremmat edellytykset huomioida sijoituspäätöksissään kestävyuden kannalta relevantit seikat, mikä tehostaisi kestävyysriskien hinnoittelua ja varojen allokaation kestäviin kohteisiin<sup>251</sup>.

Suomessa direktiivi on implementoitu kirjanpitolain 3a lukuun. Ensimmäiset muita kuin taloudellisia tietoa koskevat selvitykset annettiin vuonna 2018, jolloin tiedot koskivat vuoden

---

<sup>243</sup> Vuoden 2013 arvion mukaan noin 94 % EU:n suurista yrityksistä oli raportoinnista kestävyystiedoista. Ks. SWD(2013) 127 final, s. 10. Muiden kuin taloudellisten tunnuslukujen raportointisääntelyn tärkeyttä on laskenut myös myöhemmin säädetty NFRD.

<sup>244</sup> Szabó – Sørensen 2015, s. 312.

<sup>245</sup> Komissio omaksui uuden määritelmän ensimmäistä kertaa sidosryhmäfoorumissa vuonna 2009. Ks. Euroopan parlamentin päätöslauselma 2013, kohta 11. Komission suhtautumisen muutosta selittää ensinnäkin vuoden 2008 finanssikriisin yhteiskunnalliset seuraukset, jotka alensivat kuluttajien luottamusta yrityksiin sekä niiden sosiaaliseen ja eettiseen vastuuvastuuseen. Parantamalla yritysten mainetta raportoinnin avulla komissio toivoi luovansa edellytykset kestäväälle talouskasvulle, vastuulliselle liiketoiminnalle ja työllisyyden parantamiseksi. KOM(2011) 681 lopll., s. 5. Lisäksi komissio tiedosti sen tosiseikan, että tarpeeksi moni eurooppalainen yritys ei ollut ottanut vapaaehtoisesti vastuullisuutta huomioon liiketoiminnassaan. Ks. KOM(2011) 681 lopll., s. 6.

<sup>246</sup> KOM(2011) 681 lopll., s. 7.

<sup>247</sup> KOM(2011) 681 lopll., s. 8–9. Ks. myös Möslein 2019, s. 669, jonka mukaan lähtökohtana pidetään sitä, että yhtiöt priorisoivat omia voittojaan. Näin ollen on tärkeää luoda yhtiöille kannustimia, jotka kannustavat vastuulliseen toimintaan.

<sup>248</sup> Szabó – Sørensen 2015, s. 313.

<sup>249</sup> KOM(2011) 681 lopll., s. 8–9.

<sup>250</sup> KOM(2013) 207 lopll., s. 3.

<sup>251</sup> KOM(2013) 207 lopll., s. 2; SWD(2013) 127 final, s. 23.

2017 tilikautta. Raportointivelvollisuus soveltuu KPL 3a luvun 1 §:n mukaan suuriin yleisen edun kannalta merkittäviin yhteisöihin, joiden työntekijämäärä tilikauden aikana on keskimäärin yli 500 henkilöä. Varsin monimutkainen soveltamisalasäännös voidaan esittää arvopaperimarkkinaoikeudellisella rajauksella kaksiosaisesti seuraavasti:

Raportointivelvollisuus soveltuu sellaisiin pörssiyhtiöihin, joiden (a) viimeksi päättyneen tilikauden keskimääräinen työntekijämäärä on ollut yli 500 ja joilla (b) seuraavista suuryrityksen määrittelevistä KPL 1 luvun 4c §:n kolmesta raja-arvosta kaksi ylittyvät viimeksi päättyneellä ja sitä välittömästi edeltäneellä tilikaudella:

- i. liikevaihto 40 MEUR;
- ii. tase 20 MEUR; ja
- iii. henkilökunta keskimäärin 250.

KPL 3a luvun 4 §:n mukaan jos kirjanpitovelvollinen on konsernin emoyhteisö, emoyhteisö antaa 2 §:ää vastaavan selvityksen konsernista. Tytäryhteisö, jonka tiedot sisältyvät emoyhteisön selvitykseen, ei ole velvollinen antamaan erillistä selvitystä.<sup>252</sup> Konsernien raportointivelvollisuuden selventämiseksi kirjanpitolausunto on antanut lausunnon KILA 2017/1972, jossa pidetään selvänä sitä, että raportointivelvollisuus on tarkoitettu koskemaan yhtä lailla konserneja kuin yksittäistä suuryritystä, minkä johdosta konsernista tulee laatia muita kuin taloudellisia tietoja koskeva selvitys silloin, kun KPL 1:9:ssä tarkoitettu yleisen edun kannalta merkittävä yhteisö on emoyrityksenä KPL 1:6a:n mukaisessa suurkonsernissa, jonka työntekijämäärä tilikauden aikana on keskimäärin yli 500 henkilöä.

Selvitys muista kuin taloudellisista tiedoista tulee sisältää KPL 3a luvun 2 §:n 1 momentin mukaan yhtiön toiminnan kannalta keskeisiä tietoja toimintaperiaatteista liittyen ihmisoikeuksiin, sosiaalisiin asioihin, työntekijöihin, ympäristöasioihin, lahjontaan sekä korruption torjuntaan. Lisäksi yhtiöiden tulee antaa kuvaus liiketoimintamallistaan ja kestävyysriskienhallinnasta (KPL 3a:2.3). Selvityksen antamisessa voidaan noudattaa kansallisia, Euroopan unionin taikka kansainvälisiä toimintakehyksiä. Tällöin kirjanpitovelvollisen on ilmoitettava, mitä toimintakehyksiä selvityksen laatimisessa on noudatettu (KPL 3a:2.6). Selvitys voidaan sisällyttää toimintakertomukseen (KPL 3a:1) taikka antaa erillisenä selvityksenä täyttämällä

---

<sup>252</sup> Voimassa olevasta kestävyysraportointisääntelystä konsernitasolla ks. Szabó – Sørensen 2017.

laissa erikseen asetetut edellytykset (KPL 3a:5). Voimassa olevan raportointikehyksen tuksi Euroopan komissio on antanut muiden kuin taloudellisten tietojen raportointia koskevat oikeudellisesti sitomattomat suuntaviivat ja niiden täydennysosan ilmastoon liittyvien tietojen raportoinniksi.

Vuodesta 2022 alkaen taksonomia-asetus (EU) 2020/852<sup>253</sup> täydentää muiden kuin taloudellisten tietojen selvityksessä esitettäviä tietoja. Asetuksen 8 artiklan mukaan liikkeeseenlaskijan on ilmoitettava taksonomiamukaisuudestaan, eli missä määrin sen toiminnot ovat luokitusjärjestelmän mukaan ympäristön kannalta kestäviä<sup>254</sup>. Lähtökohtaiseksi ollakseen taksonomiakelpoinen toiminnon on (i) edistettävä merkittävästi vähintään yhtä kuudesta ympäristötavoitteesta<sup>255</sup>, (ii) olla tuottamatta merkittävää haittaa viidelle muulle tavoitteelle (*do no significant harm* -periaate), (iii) tulee täyttää sosiaaliset vähimmäissuojatoimet ja (iv) täytettävä Euroopan komission vahvistamat tekniset arviointikriteerit (taksonomia-asetuksen 3 artikla). Julkistamisvelvoitteita täsmennetään komission delegoidussa asetuksessa.<sup>256</sup> Kirjanpitolain 3a luvun 2 §:n 7 momentti sisältää viittauksen taksonomia-asetukseen.

Voimassa olevaa kestävyysraportointisääntelyä ei pidetä riittävänä Euroopan unionin vihreän kehityksen ohjelman tavoitteiden saavuttamiseksi. Tiedon käyttäjien mukaan kaikki relevantit yhtiöt eivät julkista kestävyystietoja, eikä kaikki soveltamisalaan kuuluvat yhtiöt tiedota kaikista olennaisista seikoista. Julkistettavia tietoja ei pidetä kaikilta osin riittävän luotettavina tai vertailukelpoisina.<sup>257</sup> Voimassa olevan raportointisääntelyn ongelmat johta-

---

<sup>253</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2020/852, annettu 18 päivänä kesäkuuta 2020, kestävästä sijoittamista helpottavasta kehyksestä ja asetuksen (EU) 2019/2088 muuttamisesta, EUVL L 198, 22.6.2020, s. 13–43.

<sup>254</sup> Taksonomiasääntelyä on yleisesti kritisoitu siitä, että se rajautuu vain positiivisiin eli "vihreisiin" toimintoihin Onkin esitetty, että luokittelujärjestelmän tulisi sisältää myös ympäristölle haitallinen toiminta, eli niin kutsuttu ruskea taksonomia, jolloin toimijoiden tulisi ilmoittaa myös niistä toiminnoistaan, jotka aiheuttaisivat haittaa ympäristö- ja ilmastotavoitteille.

<sup>255</sup> Taksonomia-asetuksen 9 artiklan mukaan asetuksessa tarkoitettuja ympäristötavoitteita ovat ilmastomuutoksen hillintä, ilmastomuutokseen sopeutuminen, ympäristön pilaantumisen ehkäiseminen ja vähentäminen, vesivarojen ja merten luonnonvarojen kestävä käyttö ja suojeleminen, siirtyminen kiertotalouteen ja terveen ekosysteemin suojeleminen. Asetuksen 10–15 artikloissa määritellään tarkemmin se, mitä jokaisen tavoitteen osalta tarkoitetaan tavoitteen merkittäväällä edistämällä.

<sup>256</sup> Taksonomia-asetus tuli voimaan 12.7.2020 ja sen soveltaminen tapahtuu porrastetusti. Ilmastomuutoksen hillintää ja siihen sopeutumista koskevia velvoitteita sovelletaan 1.1.2022 alkaen ja muita ympäristötavoitteita 1.1.2023 (taksonomia-asetuksen 27 artikla).

<sup>257</sup> KOM(2021) 189 lopll., s. 3.

vat komission mukaan varojen epätarkoituksenmukaiseen allokaatioon ja aiheuttavat talou-  
teen kohdistuvia järjestelmäriskkejä<sup>258</sup>. Tämän johdosta Euroopan komissio antoi direktiivieh-  
dotuksen yritysten kestävyysraportoinnin muuttamisesta huhtikuussa 2021.

Komission ehdottamilla muutoksilla pyritään täyttämään kestävyystietojen tiedon käyttäjien  
tarpeet. Keskeisimpiä muutoksia ovat soveltamisalan laajentaminen kaikkiin suuriin yrityk-  
siin ja kaikkiin yrityksiin, joilla on arvopapereita listattuina EU:n säännellyillä markkinoilla  
mikroyrityksiä lukuun ottamatta. Direktiiviehdotuksen mukaan listattujen pienten ja keski-  
suurten ("pk-yritykset") raportointivelvollisuus alkaa kolmen vuoden kuluttua ehdotetun di-  
rektiivin soveltamisesta alkaen. Kevennystä perustellaan pk-yritysten raportointitaakan ke-  
ventämisellä, mikä nähdään tarpeellisena Covid-19-pandemiasta johtuen. Lisäksi kaikkien  
yritysten, jotka ovat suurten konsernien emoyrityksiä, olisi toteutettava kestävyysraportointi  
konsernitasolla. Kestävyysraportointi soveltuisi myös sellaisiin unioniin sijoittautumatto-  
miin liikkeeseenlaskijoihin, joilla on säännellyillä markkinoilla listattuja arvopapereita.<sup>259</sup>  
Direktiiviehdotuksen mukaan kestävyysraportointi tulee tehdä EU:n kestävyysraportoin-  
tistandardien mukaisesti ja kestävyystiedot tulee varmentaa. Lisäksi kestävyystiedot rapor-  
toidaan vain osana toimintakertomusta ja tiedot julkistetaan digitaalisessa, koneellisesti lu-  
ettavassa muodossa.<sup>260</sup> Direktiiviehdotuksen soveltaminen alkaisi vuodesta 2024 tilikauden  
2023 osalta.

Yrityskokoluokat määritellään tilinpäätösdirektiivin 3 artiklassa, joka ei ole kaikilta osin pa-  
kottavaa unionin oikeutta. Kansallisesti suuryritys on määritelty edellä mainitussa KPL 1:4c  
§:ssä. Mikroyrityksen määritelmä sisältyy KPL 1 luvun 4b §:ään, jonka mukaan mikroyritys  
on sellainen kirjanpitovelvollinen, jolla sekä päättyneellä että sitä välittömästi edeltäneellä  
tilikaudella ylittyy enintään yksi seuraavista kolmesta raja-arvosta tilinpäätöspäivänä: i) ta-  
seen loppusumma 350 000 euroa; ii) liikevaihto 700 000 euroa; iii) tilikauden aikana palve-  
luksessa keskimäärin 10 henkilöä. Pienyritys on puolestaan kirjanpitovelvollinen, jolla sekä  
pättyneellä että sitä välittömästi edeltäneellä tilikaudella ylittyy enintään yksi seuraavista

---

<sup>258</sup> SWD(2021) 150 final, s. 8; KOM(2021) 189 lopll., s. 4.

<sup>259</sup> KOM(2021) 189 lopll., s. 12, 16–17.

<sup>260</sup> KOM(2021) 189 lopll., s. 6.

kolmesta raja-arvosta tilinpäätöspäivänä: i) taseen loppusumma 6 000 000 euroa; ii) liikevaihto 12 000 000 euroa; iii) tilikauden aikana palveluksessa keskimäärin 50 henkilöä (KPL 1:4a).

Suomessa ei ole käytössä keskisuurten yritysten luokkaa, koska tällaiset yritykset määrittelevä tilinpäätösdirektiivin 3(3) artikla ei ole pakottava. Suomalainen lainsäätävä katsoi, että määritelmä olisi monimutkaistanut tarpeettomasti yritysluokkien rakennetta<sup>261</sup>. Tilinpäätösdirektiivin mukaan keskisuuret yritykset ovat yrityksiä, eivät ole mikroyrityksiä tai pieniä yrityksiä ja joilla vähintään kaksi seuraavista kolmesta raja-arvosta ei ylity tilinpäätöspäivänä: a) taseen loppusumma: 20 000 000 euroa; b) liikevaihto: 40 000 000 euroa; c) työntekijöitä tilivuoden aikana keskimäärin: 250.

---

<sup>261</sup> HE 89/2015 vp, s. 31.



## 4 KESTÄVYYSRAPORTOINTISÄÄNTELYN TARKOITUKSEN MUKAISUUS

### 4.1 Sääntelyn joustavuus

Tutkielmassa on kuvattu arvopaperimarkkinaoikeudellista sääntelyjärjestelmää ja tiedottamissääntelyä. On myös argumentoitu, että kestävyysraportointisääntelyn tulisi olla yhdenmukaista arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedonantossääntelyn kanssa. Sääntelykokonaisuuksien epäyhtenäisyyden puolesta puhuu kuitenkin taloustieteelliset tutkimukset, jotka osoittavat markkinoiden kestävyysriskien hinnoittelun puutteita. Seuraavaksi tarkastellaan sitä, miltä osin kestävyysraportointisääntelyssä tehdyt lainsäätäjän valinnat eroavat arvopaperimarkkinaoikeudellisesta tiedonantossääntelystä. Lisäksi arvioidaan valintojen vaikutuksia kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuuteen. Tarkoituksenmukaisuuden analyysi toteutetaan tarkastelemalla voimassa olevaa tilinpäätösdirektiiviä ja direktiiviehdotusta. Voimassa olevan sääntelyn tarkastelu rajataan tilinpäätösdirektiivin 19a artiklaan, joka on lisätty NFRD:llä. Näin ollen tutkielmassa ei käsitellä modernisointidirektiivillä lisättyä muiden kuin taloudellisten tunnuslukujen raportointivelvoitetta. Tätä voidaan pitää perusteltuna, koska tilinpäätösdirektiivin 19a(2) artiklan mukaan raportointivelvollisen antaessa muita kuin taloudellisia tietoja koskevan selvityksen, katsotaan sen noudattaneen myös muiden kuin taloudellisten tunnuslukujen raportointivelvoitetta, josta säädetään tilinpäätösdirektiivin 19(1)(3) artiklassa. Lopuksi esitetään *de lege ferenda* -suosituksia kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuuden parantamiseksi.

Arvopaperimarkkinaoikeudessa sääntelyä tulee antaa lähtökohtaisesti suoraan sovellettavin asetuksin. Jos asetuksen antaminen ei ole mahdollista, tulisi direktiiviä annettaessa pyrkiä sääntelyn keskeisen sisällön maksimiharmonisointiin sen yhdenmukaistaessa sääntelyä jäsenvaltioiden välillä.<sup>262</sup> Lähtökohdasta poiketen kestävyysraportointisääntely perustuu vähimmäisdirektiiviin, minkä johdosta jäsenvaltiot voivat edellyttää kansallisessa sääntelysään direktiivin ylittävistä toiminnasta (*gold plating*)<sup>263</sup>. Sääntelyn yhtenäisyyttä heikentää

---

<sup>262</sup> de Larosièr -raportti 2009, s. 29.

<sup>263</sup> Ks. KOM(2013) 207 loppl., s. 3, 6, jossa kestävyysraportointisääntelyn lisäämistä osaksi tilinpäätösdirektiiviä nähtiin tarkoituksenmukaisena, koska se nimenomaisesti jättää joustovaraa jäsenvaltioille. Vaikka minimiharmonisaatiota ei voida pitää arvopaperimarkkinaoikeudellisessa kontekstissa tavoiteltava, liittyy siihen kuitenkin hyötyjä, kuten innovatiivisten sääntelyratkaisujen kehittyminen. Hyödyistä tarkemmin ks. Walla 2017, s. 56.

myös se, että vähimmäissäännöksistä on annettu kolme jäsenvaltio-optiota: i) kestävyystietojen julkistaminen vaihtoehtoisesti toimintakertomuksesta erillisessä selvityksessä (tilinpäätösdirektiivin 19a(4) art.)<sup>264</sup>, ii) turvasatamalauseke, jonka mukaan kirjanpitovelvollinen voi tarvittaessa kaupallisen asemansa vaarantumiseen vedoten kieltäytyä tiettyjen toimintaansa koskevien tietojen julkistamisesta (tilinpäätösdirektiivin 19a(1)(4) art.) ja iii) tietojen varmentamisvelvollisuus (tilinpäätösdirektiivin 19a(6) art.)<sup>265</sup>. Sääntely on fragmentoitunut, kun eräissä jäsenvaltioissa on hyödynnetty optioita, toisissa sääntely on implementoitu sellaisenaan osaksi sääntelyä, ja toisissa jäsenvaltioissa kansallinen sääntely ylittää EU-sääntelyn vaatimukset<sup>266</sup>.

Tilinpäätösdirektiivin 19a artiklan 1 kohdan 2 alakohdan mukaan jos yritys ei noudata tiettyjä toimintaperiaatteita suhteessa kestävyystietojen temaattisiin osa-alueisiin, on selvityksessä annettava selkeä ja perusteltu selvitys siitä, miksei se tee näin. Toisin sanoen raportointi perustuu corporate governance -koodeissa yleisesti hyödynnettyyn *noudata tai selitä* -periaatteeseen (engl. *comply or explain*). Oikeuskirjallisuudessa sääntelykeinoa pidetään perusteltuna, koska kestävyystietojen olennaisuus on toimialakohtaista<sup>267</sup>. Siitä huolimatta, että noudata tai selitä -periaate lisää raportoinnin joustavuutta, katsotaan sen johtavan niin kutsuttuun "*rasti ruutuun*" -lähestymistapaan. Tällöin yhtiö näennäisesti sääntelyä noudattaakseen omaksuu toimintaperiaatteita, jotka ovat tosiasiallisesti sisällyksettömiä<sup>268</sup>. Raport-

---

<sup>264</sup> Ks. SWD(2021) 150 final, s. 117–122, jonka mukaan 20 jäsenvaltiota on hyödyntänyt kyseisen jäsenvaltiooption.

<sup>265</sup> Ks. *ibid.*, s. 4, jonka mukaan tietojen varmennusvelvollisuudesta on säädetty vain Italiassa, Espanjassa ja Ranskassa.

<sup>266</sup> NFRD:n implementaatiosta jäsenvaltioittain ks. *ibid.*, s. 117–122. Ks. myös HE 208/2016 vp, s. 6, jonka mukaisesti Suomessa lainsäätäjät hyödynsivät kahta ensiksi mainittua optiota hallinnollisen taakan keventämishankkeen johdosta.

<sup>267</sup> Ks. Passador – Riganti 2019, s. 650, joiden mukaan esimerkiksi pankin ja teollisuusyhtiön jäteveden määrän vertaaminen toisiinsa olisi järjetöntä.

<sup>268</sup> Ongelmaa nimitetään luovan lainnoudattamisen ongelmaksi (engl. *creative compliance*). Käsitteestä tarkemmin ks. McBarnet – Whelan 1991, s. 849.

tointivelvollisuutta heikentää myös se, että varsin yksinkertaisia selvityksiä pidetään hyväksyttävänä perusteluina.<sup>269</sup> Sääntelyn katsotaan johtavan siihen, että kestävyysraportointisääntelyn noudattamis- ja valvontavastuu delegoidaan sijoittajille ja markkinoille<sup>270</sup>.

Kestävyysraportointisääntelyssä hyödynnetty noudata tai selitä -periaate johtaa siihen, että liikkeeseenlaskijat voivat vapautua raportoinnista helposti ja seurauksetta. Tilanne vastaa tiedottamisen vapaaehtoisuutta, jota vältetään arvopaperimarkkinaoikeudellisessa tiedonantosaääntelyssä siihen liittyvien markkinahäiriöiden takia. Kestävyystietojen ollessa julkishyödyke markkinoilla ei tiedottamisen katsota täyttävän sijoittajien tietotarpeita riittämättömän sääntelyn tilanteissa. Vaarana on se, ettei yhtiön johto julkista kaikkia relevantteja kestävyystietoja esimerkiksi päämies-agentti-ongelmasta johtuen, mikä johtaa informaation asymmetrian kasvamiseen markkinoilla.<sup>271</sup> Tällainen sääntely ei kohenna markkinaluottamusta, koska arvopaperimarkkinoilla sijoittajien luottamus markkinoiden toimintaa kohtaan edellyttää lainsäädännön noudattamisen tehokasta valvontaa ja sanktioita.

Arvopaperimarkkinaoikeudellisesta tiedonantosaääntelystä poiketen kestävyysraportointisääntelyssä ei säännellä tarkkarajaisesti siitä, mitä ja miten kestävyystietoja tulee julkistaa. Lainsäädännössä raportoiville yhtiöille jätetään valinta siitä, soveltavatko ne kansallisia, Euroopan unionin vai kansainvälisiä raportointiviitekehyksiä (tilinpäätösdirektiivin 19a(1)(5) art.)<sup>272</sup>. Vapaaehtoiset raportointikehykset voivat vaihdella merkittävästi laajuudeltaan, mikä voi johtaa markkinoilla niin ali- kuin yliportointiin sekä tietojen vertailukelvottomuuteen.

---

<sup>269</sup> Szabó – Sørensen 2015, s. 332–333. Vrt. U 46/2013 vp, s. 6, jossa kestävyystietojen raportointimattomuuden arvioitiin olevan niin suuri maineriski, ettei sitä nähty yhtiöiden vaihtoehdoksi. Yleisesti noudata ja selitä -periaatteesta ks. Komission suositus 2014, jonka 7–10 koskevat sääntelyn poikkeamiseksi esitettävien selvitysten laatua.

<sup>270</sup> Ahern 2016, s. 622–623, 624; Songi – Dias 2019, s. 550. Vrt. NFRD johdanto-osan 10 kohta, jonka mukaan jäsenvaltioiden olisi varmistettava, että käytössä on riittävät ja tehokkaat keinot, joilla varmistetaan se, että yritykset julkistavat kestävyystiedot sääntelyn mukaisesti.

<sup>271</sup> Myös modernisointidirektiivin kestävyystunnuslukujen raportointisäännökseen on liittynyt ongelma sääntelyn tarkkarajaisuudesta. EU-lainsäätäjän käyttämä ilmaisu "ymmärtämisen kannalta tarvittaessa laajuudessa" ei katsottu luoneen selvärajaista raportointivelvollisuutta. Ks. SWD(2013) 127 final, s. 11–12; KOM(2013) 207 loppl., s. 5. Raportointivelvollisten keskuudessa ja oikeuskirjallisuudessa syntyi käsitys sääntelyn vapaaehtoisuudesta. Ks. Szabó – Sørensen 2015, s. 312. Tämä on kuitenkin ollut komission mukaan virheellinen tulkinta. Ks. SWD(2013) 127 final, s. 12, jossa välittyy raportoinnin lakisääteisen velvollisuuden luonne. Sidoryhmät arvioivat tulkinnanvaraisen sääntelyn vaarantavan oikeusvarmuuden. Ks. myös Lambooy – Van Vliet 2008, s 129, jotka arvioivat EUT:n antavan päätöksen raportointisäännöksen tulkinnasta, mitä ei ole kuitenkaan tapahtunut.

<sup>272</sup> NFRD:n johdanto-osan 9 kohdassa annetaan esimerkinomainen listaus mahdollisista raportointikehyksistä, joita ovat esimerkiksi YK:n Global Compact -aloite, YK:n yrityksiä ja ihmisoikeuksia koskevat ohjaavat periaatteet, Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön ("OECD") monikansallisia yrityksiä koskevat toimintaohjeet ja Kansainvälisen työjärjestön kolmikantainen periaatejulistus monikansallisista yrityksistä ja sosiaalipolitiikasta. Ks. myös komission suuntaviivat s. 3–4, joka sisältää listauksen 21 eri toimintakehyksestä.

Sääntelyn tarkkarajaisuuden puutteet johtavat epäjohdonmukaiseen raportointiin sisämarkkinoilla<sup>273</sup>. Myös tiedottaminen ilman nimenomaista viitekehystä on mahdollista, mikä voi johtaa harhaanjohtavaan tiedottamiseen ja viherpesuun.

Tilinpäätösdirektiivin 19a artiklan 5 kohdassa edellytetään säädettäväksi sitä, että lakisääteisen tilintarkastajan tai tilintarkastusyhteisön tulee ainoastaan tarkastaa, että kestävyystiedot on annettu. Näin ollen julkistettaviin kestävyystietoihin ei liity varmentamisvelvollisuutta, ellei jäsenvaltio hyödynnä jäsenvaltio-optiota. Se, ettei EU-tasoisesti edellytetä kestävyystietojen varmentamista voi johtaa siihen, että tiedon käyttäjät eivät pidä julkistettavia tietoja luotettavina. Tältä osin kestävyystiedot eroavat säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta, jossa taloudellinen raportointi on lähtökohtaisesti tilintarkastuksen kohteena. Kyseinen ero kestävyystietojen ja taloudellisten tietojen välillä korostaa tietojen välistä jännitettä.<sup>274</sup>

Näin ollen tutkielmassa on tunnistettu, että kestävyysraportointisääntelyä leimaa joustavuus, joka näkyy käytetyssä lainsäädäntöinstrumentissa, noudata tai selitä -periaatteessa sekä sääntelyn tarkkarajaisuuden ja tietojen varmentamisvelvollisuuden puutteissa. Kestävyysraportointisääntelyn joustavuutta voidaan pitää ristiriitaisena ottaen huomioon se, että NFRD:n valmisteluasiakirjoista välittyvät tavoitteet merkityksellisistä, johdonmukaisista ja vertailukelpoisista kestävyystiedoista. Tavoitteista huolimatta lainsäätäjä on omaksunut joustavan ja haittaamattoman lähestymistavan, jolla se pyrkii vähäisin kustannuksin luomaan useampaan jäsenvaltioon sijoittautuneille yhtiöille tasapuoliset toimintaedellytykset raportoinnille.<sup>275</sup> Raportointisääntelyn joustavuutta voidaan pyrkiä selittämään EU-oikeuden tyypillisellä kompromissinomaisuudella. Jäsenvaltiot eivät ole halunneet, että yhdellä tilinpäätösdirektiiviä muuttavalla säädöksellä vaikutetaan syvällisesti kansallisiin yhtiöiden corporate governance -käytäntöihin.<sup>276</sup> Lisäksi lainsäädäntömenettelyssä sidosryhmät pitivät raportointikehysten valinnanvapautta tärkeänä, koska huomioiden kestävyysraportointikäytäntöjen hidas

---

<sup>273</sup> Ks. Ahern 2016, s. 619, jonka mukaan nykyinen raportointikehys kannustaa yhtiöitä minimiraportointiin. Ks. myös SWD(2021) 150 final, s. 9, jossa arvioidaan, että noin 20 %:a EU:n suurista osakeyhtiöistä soveltaa yleisesti tunnettuja raportointistandardeja kattavasti.

<sup>274</sup> Vrt. KOM(2013) 207 lopll., s. 11, jossa alun perin ehdotettiin sitä, että tilintarkastuskertomuksen tulisi sisältää lausunto siitä, ovatko toimintakertomus, mukaan lukien kestävyystiedot, ja saman tilikauden tilinpäätös keskenään yhdenmukaiset.

<sup>275</sup> KOM(2013) 207 lopll., s. 2–4.

<sup>276</sup> Mähönen 2013, s. 578. Ks. myös Passador – Riganti 2019, s. 573, joiden mukaan Ranska ja Yhdistynyt kuningaskunta olivat lainsäädäntöprosessissa aktiivisia, kun taas Saksa oli alkuun verrattain epäileväinen ja epäröivä. Modernisointidirektiivin joustavuuden selittävästä syistä ks. SWD(2013) 127 final, s. 12. Ks. myös Szabó – Sørensen 2015, s. 312–313, joihin perustaen modernisointidirektiivin joustavuuden katsotaan johtuvan kestävyysraportoinnin tärkeyden ja toteutuksen erimielisyyksistä.

kehittyminen raportointia yhden ainoan kehyksen nojalla ei pidetty tarkoituksenmukaisena<sup>277</sup>.

Arvopaperimarkkinaoikeudellisesta tiedonantösäntelystä poikkeavien lainsäätäjän valintojen voidaan katsoa vaikuttavan sääntelyn tarkoituksenmukaisuuteen. Fragmentoitunut sääntely ei takaa yhtenäisiä toimintaedellytyksiä rajat ylittävästi toimiville liikkeeseenlaskijoille, mikä kasvattaa transaktiokustannuksia. Epäyhtenäinen sääntely johtaa epäyhtenäiseen kestävyysraportointiin, mikä vaikuttaa paitsi sijoittajien transaktiokustannusten kasvuun myös edellytyksiin huomioida kestävyysriskejä sijoituspäätöksissä informaation ollessa standardisoitumatonta ja epäjohdonmukaista. Sääntelyn joustava muoto ja monimuotoinen implementointi voivat johtaa tulkintakysymyksiin, mikä voi syventää epäyhtenäistä raportointia jäsenvaltioiden omaksuessa eriäviä tulkintakäytäntöjä. Lisäksi vaikuttaa siltä, ettei kestävyystietojen raportointivelvollisuudella pystytä tehokkaasti vaikuttamaan informaation laatuun tai määrään arvopaperimarkkinoilla, mikä johtaa markkinoiden hintamekanismin tehotomuuteen ja informaation asymmetrian kasvamiseen. Kestävän rahoituksen tavoitetta varojen allokaatiosta kestäviin kohteisiin heikentää myös se, että kestävyystietojen todentamisvelvollisuuden puute voi johtaa viherpesun ohella kestävyuden toteen näyttämisen vaikeuksiin<sup>278, 279</sup>.

Voidaan esittää johtopäätös siitä, että arvopaperimarkkinaoikeudellisesta tiedonantösäntelystä poikkeava kestävyysraportointisääntely heikentää kestävyystietojen tiedonantösäntelyn vaikuttavuutta ja kustannustehokkuutta. Lisäksi sääntelyn sivuvaikutusten voidaan katsoa heikentävän sisämarkkinoita (SEUT 26 art.), vapaata sijoittautumisoikeutta (SEUT 49–55 art.) ja pääomien vapaata liikkuvuutta (SEUT 63–66, 75 art.). Oikeustilan ei voida katsoa edistävän tavoitetta pääomamarkkinaunionista. Lisäksi jos kestävyysriskejä ei ole hinnoiteltu markkinoilla, on vaarana talouden systeemisen riskin aktualisoituminen.

---

<sup>277</sup> Ahern 2016, s. 616 ja siinä viitatus lähteet.

<sup>278</sup> Mähönen 2020, s. 27.

<sup>279</sup> Ks. Komission suositus 2001, kohta 4, jossa tuodaan esille se, että epäselvät julkistussäännöt johtavat siihen, että tiedonkäyttäjät pitävät kestävyystietoja riittämättöminä tai epäluotettavina.

Nähdäkseni kestävyysraportointisääntelyn yhdenmukaisuus arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedonantösääntelyn kanssa edellyttää voimassa olevaan sääntelyyn nähden yhdenmukaisempaa ja tarkkarajaisempaa sääntelyä<sup>280</sup>. Euroopan komission ehdotusta uudeksi yritysten kestävyysraportoinnin direktiiviksi voidaan pitää tältä osin onnistuneena. Direktiiviehdotuksen 1(3) artiklan mukaan kestävyystiedot tulee julkistaa ainoastaan osana toimintakertomusta. Komissio perustelee ehdotustaan integroituneen raportoinnin tavoitteella<sup>281</sup>. Nähdäkseni ehdotus myös yhdentää kestävyystietojen raportoinnin muuhun voimassa olevaan liikkeeseenlaskijoiden tiedottamiseen. Direktiiviehdotukseen sisältyy myös nimenomainen kestävyystietojen varmentamisvelvollisuus, minkä voidaan katsoa parantavan tietojen luotettavuutta, joka on keskeinen edellytys arvopaperimarkkinoilla (direktiiviehdotuksen 1(10) art.)<sup>282</sup>. Jäsenvaltio-optioiden poistamisen voidaan katsoa paitsi yhdenmukaistavan sääntelyä myös parantavan julkistettavien kestävyystietojen laatua.

Kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuutta parantaa myös noudata ja selitä -periaatteesta luopuminen. Direktiiviehdotuksen 1(9) artiklassa muutetaan tilinpäätösdirektiivin 33 artiklaa tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen laatimista ja julkistamista koskevasta velvollisuudesta ja vastuusta siten, että yhtiön hallinto-, johto- ja valvontaelinten jäsenten kollektiivinen vastuu ulotetaan myös kestävyysraportointiin. Lisäksi direktiiviehdotuksessa edellytetään sitä, että jäsenvaltiot säätävät vähimmäisrangaistuksista, jos yhtiöt eivät noudata kestävyysraportointisääntelyä (direktiiviehdotuksen 1(12) art.).

Euroopan komissio pyrkii tarkentamaan sääntelyä ehdottamalla täsmennystä siitä, mitä tietoja yritysten on julkistettava. Uusina edellytyksinä ovat direktiiviehdotuksen 1(3) artiklan mukaan sellaiset tiedot, jotka koskevat yhtiön strategiaa, tavoitteita, hallituksen ja johdon roolia, yrityksen ja sen arvoketjuun liittyviä haitallisia vaikutuksia, aineettomia hyödykkeitä ja tietoja siitä, miten yhtiöt ovat yksilöineet raportoimansa tiedot. Direktiiviehdotuksen mukaan raportoinnin tulisi tapahtua kestävyysraportointistandardien mukaisesti (direktiiviehdotuksen 1(4) art.). Standardien kehittäjänä toimii Euroopan tilinpäätösraportoinnin neuvoa-

---

<sup>280</sup> Ks. esim. ESMA 2019, s. 35, jonka mukaan raportointivaatimukset vähentäisivät myös tarpeetonta lyhytnäköisyyttä arvopaperimarkkinoilla. Ks. myös Mähönen 2013, s. 567, joka on todennut, että kestävyystietojen avoimuuden edistämiseksi tulee antaa joko pakottavaa sääntelyä tai kannustaa itsesääntelyn antamiseen.

<sup>281</sup> Direktiiviehdotuksen johdanto-osan 50 kohta.

<sup>282</sup> Jackson et al. 2020, s. 335. Ks. myös Mähönen 2013, s. 576, jonka mukaan tietojen luotettavuus voidaan varmistaa vain ulkopuolisella, standardisoidulla varmennuksella.

antava ryhmä (engl. *European Financial Reporting Advisory Group*, "EFRAG") (direktiiviehdotuksen 1(11) art.). Kestävyyseraportointistandardit ehdotetaan annettavaksi komission delegoituina säädöksinä, mikä on yhdenmukaista arvopaperimarkkinaoikeudellisen monikerroksellisen sääntelyjärjestelmän kanssa<sup>283</sup>.

Kestävyyseraportointistandardien voidaan katsoa korjaavan voimassa olevan sääntelyn puutteet joustavuudesta ja tarkkarajaisuudesta. Standardit lisäävät myös raportointisääntelyn kustannustehokkuutta. Kuten komissio esittää, "[e]hdotuksella pyritään vähentämään kestävyseraportoinnista yrityksille aiheutuvia tarpeettomia kustannuksia ja mahdollistamaan se, että yritykset voivat vastata kestävyystietojen kasvavaan kysyntään tehokkaalla tavalla"<sup>284</sup>. Direktiiviehdotuksen 1(3) artiklan mukaan kestävyseraportointisääntelyn soveltamisala kattaa suuryritysten ohella kaikki liikkeeseenlaskijat säännellyllä markkinalla lukuun ottamatta mikroyrityksiä<sup>285</sup>. Komissio toteaa, että sijoittajansuojan varmistamiseksi kaikkiin säännellyillä markkinoilla listattuihin yrityksiin olisi periaatteessa sovellettava samoja julkistamis-sääntöjä<sup>286</sup>. Tästä huolimatta komissio ehdottaa tilinpäätösdirektiiviin lisättäväksi uutta 19c artiklaa, jossa säädetään pieniä ja keskisuuria yrityksiä koskevista kestävyseraportointistandardeista, jotka olisivat oikeassa suhteessa tällaisten yritysten valmiuksiin ja ominaisuuksiin (direktiiviehdotuksen 1(4) art.).

Arvopaperimarkkinaoikeudellisesta näkökulmasta tarkasteltuna ehdotusta voidaan kyseenalaistaa. Liikkeeseenlaskijoihin soveltuva sääntely perustuu lähtökohtaisesti kauppapaikkaan eikä liikkeeseenlaskijan kokoon: monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä on ke-

---

<sup>283</sup> Ks. kuitenkin U 29/2021 vp, s. 5, jossa tuodaan esille se, että direktiiviehdotuksessa komissiolle annetaan suhteellisen avoin ja laaja toimivalta standardien laatimiseksi ottaen huomioon se, että SEUT 290(1) artiklan mukaan delegoiduilla säädöksillä voidaan säännellä vain puitesäädökseen nähden muista kuin keskeisistä asioista.

<sup>284</sup> KOM(2021) 189 loppl., s. 4.

<sup>285</sup> Soveltamisalan laajentamista voidaan pitää perusteltuna. Ks. Clarke – Anker-Sørensen 2019, s. 199, jotka kritisoivat voimassa olevaa soveltamisalaa sen perusteella, ettei yhtiön henkilöstömäärä globaalissa ja digitalisoidussa yhteiskunnassa ole välttämättä merkityksellinen muuttuja arvioitaessa yhtiön kestävyysvaikutuksia. Ks. myös Rühmkorf 2019, s. 242, jonka mukaan soveltamisalan rajausta yleisen edun kannalta merkittäviin yhteisöihin ei ole ollut Saksassa tarkoituksenmukainen, koska kaikki Saksan isoimmat ja merkittävimmät yhtiöt eivät ole listautuneet pörssiin, minkä takia sääntely ei ulotu niihin. Saksan implementoidessa direktiivin minimivaatimukset osaksi kansallista sääntelyä raportointivelvollisuus ei sovellu esimerkiksi Aldiin, joka on maailmanlaajuisesti yksi suurimmista halpakauppaketuista, taikka elintarvikealan yritykseen Dr. Oetkeriin. Ks. myös Sjøfjell – Richardson 2015, s. 321, jotka esittävät, että soveltamisalan rajausta listayhtiöihin lisää kannustimia poistua pörssilistalta raportointivaatimuksen välttymiseksi.

<sup>286</sup> KOM(2021) 189 loppl., s. 12.

vyemmät vaatimukset kuin säännellyllä markkinalla. Tästä lähtökohdasta poikkeava direktiiviehdotus voi johtaa siihen, että säännellyllä markkinalla sijoittajilla ei ole kaikkia tarpeellisia tietoja listatuista pk-yrityksistä. Kahden eri standardin soveltaminen yhdellä kauppa paikalla voi johtaa epäoptimaaliseen kestävyystietojen määrään, mikä voi vaikuttaa kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuuteen.

Toisaalta pk-yritysten erillisten standardien puolesta puhuu se, että pk-yritysten ja monikansallisten yhtiöiden vaikutukset yhteiskuntaan ovat erilaiset<sup>287</sup>. Toisaalta säännellyn markkinan pk-yrityksille ehdotetun helpotuksen tarpeellisuutta voidaan kyseenalaistaa sillä, että listautuessaan yhtiön tulee ajaa markkinoiden yleistä etua. Tämä käytännössä tarkoittaa julkistamisesta koituvien kustannusten kantamista.<sup>288</sup> Useamman standardin vaikutukset kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuuteen riippuvat kuitenkin instrumenttien tarkemmasta sisällöstä. Ensimmäisten standardiluonnosten on arvioitu valmistuvan kesällä 2022, minkä johdosta standardien sisällön käsittely tässä ei ole mahdollista<sup>289</sup>. Tutkielmassa tuodaan kuitenkin esille se, että direktiiviehdotus poikkeaa arvopaperimarkkinaoikeudellisesta lähtökohdasta, mikä voi vaikuttaa kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuuteen.

## **4.2 Kestävyystietojen laatu**

### **4.2.1 Olennaisuus**

Tutkielmassa on tunnistettu, että arvopaperimarkkinaoikeudellisesta tiedonantovelvollisuudesta poikkeava kestävyysraportointisääntelyn joustavuus vaikuttaa sääntelyn tarkoituksenmukaisuuteen. Seuraavaksi arvioidaan niitä lainsäätäjän valintoja, jotka vaikuttavat kestävyystietojen laatuun. Tarkastelu rajautuu tietojen täsmällisyyteen ja olennaisuuteen niiden ollessa keskeisiä edellytyksiä tehokkailla arvopaperimarkkinoilla. Käsittelyssä on kuitenkin huomioitava, että kestävyysraportointisääntely ei sisällä kattavia ja tarkkarajaisia säännöksiä siitä, mitä ja miten kestävyystietoja tulee julkistaa. Sääntely on johtanut siihen, että

---

<sup>287</sup> Mähönen 2013, s. 569.

<sup>288</sup> Huovinen 2004, s. 7.

<sup>289</sup> Suomen Tilintarkastajat ry 1.6.2021.



raportoiville yhtiöille jätetään varsin laaja harkintavalta julkistettavien kestävyystietojen laajuudesta<sup>290</sup>. NFRD:n johdanto-osaa voidaan hyödyntää sääntelyn tulkinnassa, mutta Euroopan yhteisöjen tuomioistuimen Nilsson-tapauksen<sup>291</sup> mukaisesti eurooppaoikeudellisten säästöjen johdanto-osilla ei ole oikeudellista sitovuutta.

Tilinpäätösdirektiivin 19a artiklan 1 kohdan 1 alakohdan mukaan muita kuin taloudellisia tietoja koskevan selvityksen tulee sisältää tietoja yrityksen kehityksen, tuloksen, aseman ja sen toiminnan aiheuttamien vaikutusten ymmärtämisen edellyttämässä laajuudessa<sup>292</sup>. Kyseinen olennaisuuden määritelmä poikkeaa perinteisestä taloudellisesta olennaisuudesta. Komission suuntaviivojen mukaan säännöksessä käytetty sanamuoto *yrityksen toiminnan aiheuttamat vaikutukset* laajentavat olennaisuuden kattamaan myös yrityksen ulkoiset vaikutukset ympäristöön ja yhteiskuntaan. Toisin sanoen liikkeeseenlaskijan tulee tiedottaa toisaalta siitä, miten kestävyysnäkökohdat vaikuttavat siihen ja toisaalta, miten sen toiminta vaikuttaa kestävyysnäkökohtiin<sup>293, 294</sup>.

Laajennettua olennaisuuden käsitettä kutsutaan *kaksinkertaisen olennaisuuden näkökulmaksi*<sup>295</sup>. Käsitettä voidaan havainnollistaa seuraavalla kuviolla:

---

<sup>290</sup> Szabó – Sørensen 2015, s. 329–330; HE 208/2016 vp, s. 12.

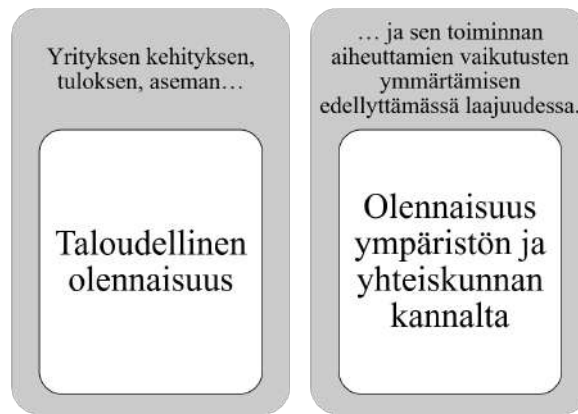
<sup>291</sup> Asia C-162/97, Nilsson ym., EU:C:1998:554, kohta 54.

<sup>292</sup> Englanninkielinen kieliversio: "– – information to the extent necessary for an understanding of the undertaking's development, performance, position and impact of its activity – –."; Ruotsinkielinen kieliversio: " – – upplysningar i den utsträckning som krävs för att förstå företags utveckling, resultat, ställning samt konsekvenserna av dess verksamhet – –."; Saksankielinen kieliversio: " – – die diejenigen Angaben enthält, die für das Verständnis des Geschäftsverlaufs, des Geschäftsergebnisses, der Lage des Unternehmens sowie der Auswirkungen seiner Tätigkeit erforderlich sind – –."

<sup>293</sup> Ks. myös SWD(2021) 150 final, s. 4, jossa olennaisuuden käsitettä havainnollistetaan niin kutsutulla inside-out ja outside-in -näkökulmilla.

<sup>294</sup> Komission suuntaviivojen täydennysosa, s. 4.

<sup>295</sup> *ibid.*



Kuvio 1. Kaksinkertaisen olennaisuuden näkökulma.

Kaksinkertaisen olennaisuuden näkökulma sisältyy myös direktiiviehtoukseen. Tilinpäätös-direktiivin 19a(1) artiklaa ehdotetaan muutettavaksi siten, että toimintakertomukseen on sisällytettävä ne tiedot, jotka ovat tarpeen, jotta voidaan ymmärtää yrityksen vaikutukset kestävyysseikkoihin, sekä tiedot, jotka ovat tarpeen sen ymmärtämiseksi, miten kestävyysseikat vaikuttavat yrityksen kehitykseen, tulokseen ja asemaan (direktiiviehdotuksen 1(3) art.). Direktiiviehdotuksen johdanto-osan 25 kohdassa selvennetään olennaisuuden käsitettä siten, että tiedot ovat olennaisia paitsi silloin, kun molemmat näkökulmat täyttyvät, myös silloin, kun toinen näkökulmista täyttyy<sup>296</sup>.

Vaikka kestävyystietojen olennaisuuden kaksoismääritelmä eroaa siitä, miten jatkuvan ja säännöllisen tiedonantovelvollisuuden nojalla annettavien tietojen olennaisuus määritellään<sup>297</sup>, ei se nähdäkseni johda suoraan epäoleellisten seikkojen tiedottamiseen arvopaperimarkkinoilla. Olennaisena tietona voitaneen pitää sellaista seikkaa, joka koskee yhtiön toiminnan vaikutuksia ympäristöön ja yhteiskuntaan. Esimerkiksi tieto siitä, että yhtiön tehdas on pilannut sitä ympäröivän ympäristön voitaisiin nähdä mainehaitaksi, joka vaikuttaisi liikkeenlaskijan arvopaperin kurssiin.

Kestävyystietojen olennaisuuden arvioinnissa keskeisenä tekijänä voidaan kuitenkin pitää sitä, kenen näkökulmasta ympäristön ja yhteiskunnan kannalta oleellisia tietoja annetaan. Arvopaperimarkkinaoikeudessa tiedottaminen on lähtökohtaisesti suunnattu sijoittajille, jotta he voivat tehdä perusteltuja sijoituspäätöksiä<sup>298</sup>. Tätä konkretisoi *järkevästi toimivan*

<sup>296</sup> Vrt. Baumüller – Schaffhauser-Linzatti 2018, s. 107, jotka tulkitsevat olennaisuuden edellyttävän molempien näkökulmien täyttymistä.

<sup>297</sup> Ks. tutkielman luku 2.2.2.

<sup>298</sup> Szabó 2016, s. 29; Hannigan 2019, s. 188.

*sijoittajan* doktriinin soveltaminen tiedottamisääntelyssä. Sen sijaan NFRD:n johdanto-osan 3 kohdan mukaan kestävyystietojen tulisi täyttää sijoittajien ohella myös muiden sidosryhmien tarpeet<sup>299</sup>. Sidosryhmien huomioista voidaan pitää ristiriitaisena seikkana arvopaperimarkkinaoikeudelliseen tiedonantosaäntelyyn nähden.

Koska sijoittajat ovat kiinnostuneita kestävyystiedoista, pidetään kyseisten tietojen raportointia osana liikkeeseenlaskijoiden tiedonantovelvollisuuksia perusteltuna<sup>300</sup>. Yhdyn näkemukseen, mutta nähdäkseni huomiota tulisi kiinnittää siihen, kuinka tarkoituksenmukaisena kestävyysraportointia voidaan pitää sijoittajien tietotarpeiden ylittävin osin. Siitä huolimatta, että yleisesti monet sidosryhmät hyödyntävät liikkeeseenlaskijoiden tiedonantovelvollisuuksien nojalla antamaa tietoa, on arvopaperimarkkinaoikeudellinen tiedottamisjärjestelmä suunniteltu sijoittajien tietotarpeiden täyttämiseksi<sup>301</sup>.

Sääntelyn vaikuttavuuden arvioinnissa voidaan soveltaa *Tinbergenin sääntöä*, jonka mukaan yhdellä säännökselle tulisi asettaa vain yksi tavoite<sup>302</sup>. Arvopaperimarkkinaoikeudessa liikkeeseenlaskijoiden tiedonantovelvollisuuksien funktiona pidetään informaatioon liittyvien markkinahäiriöiden, kuten informaation asymmetrian, korjaamista, jotta sijoittajat voivat tehdä perusteltuja sijoituspäätöksiä. Sidosryhmille suunnattu tiedottaminen luo kuitenkin uuden tavoitteen sidosryhmien tietotarpeiden täyttämistä. Kun yhdellä kestävyysraportointisäännöksellä pyritään täyttämään sekä sijoittajien että sidosryhmien tietotarpeet, on säännöksellä kaksi tavoitetta. Näin ollen *Tinbergenin säännön* mukaan sääntelyn tavoitteiden saavuttamiseen ei ole realistisia mahdollisuuksia, minkä johdosta kestävyysraportointisääntely ei voi olla vaikuttavaa.

Nähdäkseni arvopaperimarkkinaoikeudellisesta tiedonantosaäntelystä poikkeava kestävyystietojen olennaisuus vaikuttaa myös sääntelyn kustannustehokkuuteen, koska sidosryhmien intressien huomioiminen vaikuttaa julkistettavan tiedon määrään<sup>303</sup>. Olennaisten kestävyystietojen määrää kahden eri vastaanottajaryhmän näkökulmasta voidaan havainnollistaa seuraavalla kuviolla:

---

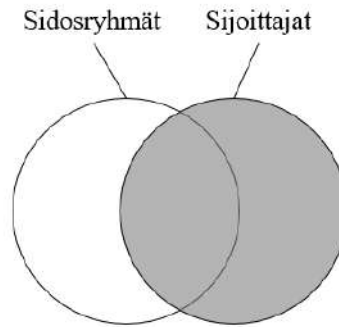
<sup>299</sup> Komission suuntaviivat, s. 6. Komission suuntaviivoissa edellytetään jopa sitä, että yritys on yhteydessä sen merkityksellisiin sidosryhmiin.

<sup>300</sup> Szabó 2016, s. 30–31.

<sup>301</sup> *ibid.*, s. 29–30 ja siinä viitatut lähteet.

<sup>302</sup> Tinbergen 1952, s. 37–42.

<sup>303</sup> Ks. Szabó 2016, s. 76, jonka mukaan olennaisuus suojelee sijoittajia ja muita sidosryhmiä yli- ja aliraportoinnilta pitämällä tiedottamisen tason optimaalisena.



Kuvio 2. Vastaanottajien näkökulmasta olennaiset kestävyystiedot arvopaperimarkkinoilla.

Kuviossa harmaa alue kuvastaa sijoittajien näkökulmasta olennaisen tietojen määrää. Valkoinen alue havainnollistaa sidosryhmien näkökulmasta olennaisia tietoja, jotka eivät ole sijoittajien näkökulmasta relevantteja. Jos arvopaperimarkkinoille tiedotetaan sijoittajien näkökulmasta vähämerkityksellisiä tietoja, syntyy riski siitä, että olennaiset tiedot hukkuvat epäolennaisen informaation joukkoon<sup>304</sup>. Lisäksi tiedottaminen voi muuttua harhaanjohtavaksi, jos sijoittajille syntyy virheellinen käsitys tietojen olennaisuudesta<sup>305</sup>. Kasvanut tietomäärä vaatii sijoittajilta enemmän informaation prosessointia, kun taas liikkeeseenlaskijoiden on nähtävä ponnistuksia sidosryhmien tietotarpeiden selvittämiseksi. Sääntelyä ei voida pitää tarkoituksenmukaisena, jos siitä aiheutuu ylimääräisiä ja väärin kohdentuvia kustannuksia<sup>306</sup>.

Sidosryhmien täydellistä poissuljenta ei voitane kuitenkaan pitää tarkoituksenmukaisena saatikka mahdollisena huomioiden kestävyysraportoinnin tarkoitukset. On kuitenkin selvää, että olennaisuuden määrittäminen on vaikeaa, ellei tiedon vastaanottajajoukko ole rajattu. Sidosryhmät huomioivassa tiedottamisessa syntyy sitä paitsi sama ongelma relevanttien sidosryhmien huomioimisessa kuin sidosryhmäperusteisessa yhtiön tarkoituksessa. Ongelman ratkaisemiseksi keskeisimmät sidosryhmät tulisi määritellä<sup>307</sup>. Direktiiviehdotuksen johdanto-osan 8 kohdassa kestävyystietojen ensisijaisiksi käyttäjäksi esitetään sijoittajat ja sellaiset organisaatiot, jotka haluavat saada yhtiöt vastuuseen niiden vaikutuksista ihmisiin ja

<sup>304</sup> Oksaharju – Salo 2019a, s. 82. Ks. myös Huovinen 2004, s. 76, jonka mukaan oikean kuvan muodostuminen yhtiöstä ei perustu tiedon määrän lisäämiseen.

<sup>305</sup> Ks. esim. esiteasetuksen johdanto-osan kohta 27, jonka mukaan esite ei saa sisältää epäolennaisia tietoja, koska tällaiset tiedot voivat syrjäyttää merkitykselliset tiedot ja heikentää sijoittajansuojaa.

<sup>306</sup> Timonen 1997, s. 100.

<sup>307</sup> Hannigan 2019, s. 191, joka käyttää ongelmasta "audience problem" -käsitettä.

ympäristöön<sup>308</sup>. Kestävyystietojen olennaisuuden määrittelyn kannalta jaottelu ei vaikuta korjaavan käsillä olevaa ongelmaa, mikä vaikuttaa niin kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuuteen kuin arvopaperimarkkinoiden toimintaedellytyksiin.

#### 4.2.2 Täsmällisyys

Tilinpäätösdirektiivin 19a artiklan 1 kohdan 1 alakohdan mukaan muiden kuin taloudellisten tietojen selvityksen tulee sisältää ne riskit, jotka todennäköisesti aiheuttavat haitallisia vaikutuksia. NFRD:n johdanto-osan 8 kohdan mukaan tietoja tulisi antaa riittävästi paitsi jo toteutuneista riskeistä myös seikoista, jotka mitä todennäköisimmin voivat aiheuttaa merkittävien, vaikutuksiltaan vakavien riskien toteutumisen. Johdanto-osan 7 kohdan mukaan selvitykseen on sisällytettävä ympäristöasioiden osalta yksityiskohtaiset tiedot ennakoitavissa olevista vaikutuksista sekä tarvittaessa muista näkökohdista. Komission suuntaviivojen mukaan kestävyystietojen tulisi kattaa lyhyt, keskipitkä ja pitkä aikaväli<sup>309</sup>. Direktiiviehdotuksen mukaan yritysten olisi raportoitava ennakoivat ja takautuvat sekä tiedot, jotka kattaisivat lyhyen, keskipitkän ja pitkän aikavälin (direktiiviehdotuksen 1(3) art.).

Kestävyystietojen tulee näin ollen olla tulevaisuuteen suuntautuvia. Arvopaperimarkkinaoikeudelliseen tiedonantösääntelyyn verrattaessa lainsäätäjän valintaa voidaan pitää yhdenmukaisena, koska säännöllisen tiedonantovelvollisuuden nojalla liikkeeseenlaskijoiden on esitettävä arvio todennäköisestä tulevasta kehityksestä toimintakertomuksessa (KPL 3:1a.4,2). Lisäksi tulevaisuuteen kohdistuva tieto voi olla sisäpiiritietoa, joka tulee julkistaa jatkuvan tiedonantovelvollisuuden perusteella (MAR 17(1) art.). Tulevaisuuteen suuntautuviin tietoihin liittyy kuitenkin riski harhaanjohtavuudesta, joka on kielletty arvopaperimarkkinalain 1 luvun 3 §:ssä. Hyvän kirjanpitoluvan mukaan tietojen tulee olla täsmällisiä, jotta sijoittajat voivat tehdä perusteltuja sijoituspäätöksiä niiden perusteella.

Kestävyysraportointisääntely ei sisällä tarkkarajaista sääntelyä kestävyystietojen täsmällisyydestä tai nimenomaista kieltoa antaa harhaanjohtavia tietoja. Lainsäätäjän valintaa voidaan kyseenalaistaa, koska tietojen harhaanjohtavuutta voidaan pitää varsin todennäköisenä kestävyystietojen raportoinnissa. Kestävyysnäkökohtia leimaa epävarmuus, joka johtuu itse

---

<sup>308</sup> Direktiivin johdanto-osassa nimetään esimerkkeinä kansalaisjärjestöt ja työmarkkinaosapuolet.

<sup>309</sup> Komission suuntaviivat, s. 12. Ks. myös komission suuntaviivojen täydennysosa, s. 8, jonka mukaan erityisesti ilmatoriskien kohdalla olennaisuuden arvioinnissa tulee huomioida pidempi aikaväli kuin perinteisesti taloudellisten tietojen yhteydessä.

ilmiöistä. Esimerkiksi ilmastonmuutoksen riskien epävarmuutta pidetään verrattavissa vähintään vuoden 2007 finanssikriisin strukturoituihin instrumentteihin<sup>310</sup>. Kestävyyseriskit ovat vaikeasti arvioitavissa, mikä voi johtaa hinnoittelun tehottomuuteen<sup>311</sup>. Toisaalta vaikka kestävyystietoihin liittyy riski harhaanjohtavuudesta, on käsittääkseni sääntelyn tavoitteiden saavuttamisen ja horisontin tragedian kannalta tärkeää, että tietoja *de facto* annetaan. Ongelmana on nähdäkseni kahden sääntelytavoitteen välinen ristiriita: tehokkaat markkinat ja kestävyystietojen kauaskatseisuus.

Ristiriita voidaan pyrkiä korjaamaan *de lege lata* -tulkinnalla. Systemaattisen tulkinnan nojalla säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen kuuluvassa kestävyysraportoinnissa voidaan hyödyntää liikkeeseenlaskijoiden jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen kuuluvan sisäpiiritiedon täsmällisyyden osatekijää. Tulkinta edistäisi yhdenmukaisten tietojen julkistamista arvopaperimarkkinoilla. MAR 7(2) artiklan mukaan sisäpiiritieto on täsmällistä, jos tieto viittaa olosuhteisiin tai tapahtumiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan. Lisäksi tiedon perusteella tulee voida tehdä johtopäätös arvopaperin kurssivaikutukseen.

Määritelmän ensimmäistä edellytystä voidaan pitää tarkoituksenmukaisena, kun taas jälkimmäisen soveltuvuutta voidaan kyseenalaistaa. Sisäpiiritiedon täsmällisyydemääritelmän soveltaminen kestävyystietoihin johtaisi sellaisten kestävyystietojen julkistamiseen, joiden perusteella voi tehdä johtopäätöksen kurssivaikutuksesta. Tällöin julkistettavat kestävyystiedot rajoittuisivat taloudellisesti relevantteihin tietoihin, mitä ei voida pitää tarkoituksenmukaisena sääntelyn tavoitteiden saavuttamisen kannalta. Toisin sanoen kestävyysraportointisääntelyn yhdenmukaisuus arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedonantosääntelyn kanssa heikentäisi kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuutta. Tämä on ristiriidassa tutkielmassa aikaisemmin esitetyn näkökulman kanssa siitä, että kestävyysraportointisääntelyn yhdenmukaisuus arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedonantosääntelyn kanssa voisi parantaa tarkoituksenmukaisuutta. Toisin sanoen kestävyysraportointisääntely ei voi kaikilta osin olla yhdenmukaista arvopaperimarkkinaoikeuden kanssa.

---

<sup>310</sup> Cullen – Mähönen 2019, s. 107–108.

<sup>311</sup> EKP 2019, s. 124. Ks. myös Chenet – Ryan-Collins – van Lerven 2019, s. 8, joiden mukaan markkinat ovat sokeita radikaalille epävarmuudelle. Kestävyysriskeihin voidaan katsoa liittyvän *knighthiläistä* epävarmuutta, jonka vallittaessa riskejä ei voida hinnoitella. Edesmennyt Chicagon yliopiston taloustieteilijä Frank Knight erotteli toisistaan riskin ja epävarmuuden tapahtuman todennäköisyyden mitattavuuden nojalla. Ks. Knight 1921, s. 19–20. Ks. aiheesta myös Keynes 1936.

### 4.3 De lege ferenda

Edellä on arvioitu kestävyysraportointisääntelyn vaikuttavuutta ja kustannustehokkuutta. Kestävyysraportointisääntely on tietyiltä osin ristiriidassa arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedottamiskehyksen kanssa, mikä vaikuttaneen sääntelyn tarkoituksenmukaisuuteen. Sääntelyn tarkoituksenmukaisuutta heikentäväksi tekijäksi on esitetty ensinnäkin joustava sääntelyote, joka ilmenee käytetystä lainsäädäntöinstrumentista, noudata tai selitä -periaatteesta sekä tarkkarajaisuuden ja tietojen varmentamisvelvollisuuden puutteellisuuksista. Direktiiviehdotuksen arvioidaan kuitenkin korjaavan kyseisiä puutteita. Toisekseen kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuuden näkökulmasta huomionarvoisena pidetään kestävyystietojen olennaisuutta ja täsmällisyyttä, jotka eroavat arvopaperimarkkinaoikeudellisesta tiedonantösääntelystä. Eroavaisuuksien arvioidaan johtavan myös sellaisiin sääntelyn sivuvaikutuksiin, jotka heikentävät arvopaperimarkkinoiden toimintaedellytyksiä. Tämän johdosta *de lege ferenda* -suositusten esittäminen on tärkeää.

Kestävyysraportointisääntelyn mukaan kestävyystietojen tulee kohdistua tulevaisuuteen. Yhdenmukaisesti arvopaperimarkkinaoikeudellisessa tiedonantösääntelyssä liikkeeseenlaskijat velvoitetaan arvioimaan tulevaisuuden kehitystään. Kestävyysraportointisääntelyyn on erona kuitenkin se, ettei siinä säädetä yhtä tarkkarajaisesti tietojen täsmällisyydestä kuin arvopaperimarkkinaoikeudessa. Nähdäkseni *de lege ferenda* kestävyystietojen täsmällisyydestä tulisi säännellä tarkemmin. Tätä voidaan pitää perusteltuna huomioden se, että pitkän aikavälin kestävyystietoihin liittyy huomattavia epävarmuuksia, jotka voivat johtaa harhaanjohtavien tietojen julkistamiseen.

Kestävyysraportointisääntelyyn voitaisiin lisätä edellytys varaumien lisäämisestä. Varaumien tarkoituksena on ehkäistä harhaanjohtavaa tiedottamista luomalla tiedon vastaanottajille edellytykset arvioida ja seurata ennusteiden toteutumista<sup>312</sup>. Näin ollen varaumien esittämisellä voitaisiin edistää kestävyystietojen täsmällisyyttä, mikä parantaisi markkinoiden tehokkuutta ja kestävyysriskien hallinnointia<sup>313</sup>. Toisaalta pelkkien varaumien esittäminen ei

---

<sup>312</sup> Huovinen 2004, s. 103.

<sup>313</sup> Ks. Häyrynen 2006, s. 292, pitää varaumien antamista perusteltuna, koska yleisesti tulevaisuuteen kohdistuvat tiedot tehostavat hinnanmuodostusta. Ks. myös Huovinen 2004, s. 103, joka pitää tärkeänä sitä, että varaukset ovat tarkkarajaisia. Vrt. Seppänen 2001, s. 90, jonka mukaan varaukset eivät ole tarpeellisia liikkeeseenlaskijoiden tiedottamisessa, koska varaumien käyttö ei lisää olennaisten tietojen määrää eikä niissä esitetä sijoittajansuojaa edistäviä erityisiä riskitekijöitä.

välttämättä johda tarkoituksenmukaiseen oikeustilaan. Tarkemman sääntelyehdotuksen antamista voidaan kuitenkin pitää haastavana, koska tietojen täsmällisyyden sääntelyssä tulee löytää tasapaino niin kestävyystietojen kauaskatseisuuden kuin tehokkaiden arvopaperimarkkinoiden välillä. Tehtävää ei tee helpoksi se, että kestävyystietojen yhdenmukaisuus arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn kanssa katsotaan heikentävän sääntelyn tarkoituksenmukaisuutta.

Täsmällisyyden ohelle *de lege ferenda* olisi suositeltavaa muuttaa kestävyystietojen olennaisuuden sääntelyä. Kestävyysraportointisääntelyssä sovellettava olennaisuuden kaksoismääritelmä on taloudellista olennaisuutta laajempi käsite. Sääntelyn tarkoituksenmukaisuutta voidaan katsoa heikentävän se, että olennaisuutta tulee arvioida sekä sijoittajien että sidosryhmien näkökulmasta. Tämän on arvioitu johtavan siihen, että yhdellä raportointisäännöksellä on kaksi tavoitetta. *Tinbergenin säännön* mukaan tällaisessa tilanteessa sääntelyn tavoitteilla ei ole realistia toteutumismahdollisuuksia<sup>314</sup>. Olennaisuuden arviointi kahden eri tiedon vastaanottajaryhmän näkökulmasta lisää myös tiedon määrää arvopaperimarkkinoilla, mikä lisää markkinatoimijoiden transaktiokustannuksia.

Sidosryhmien täyttä huomioimatta jättämistä ei pidetä edellä mahdollisena. Kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuuden näkökulmasta olisi kuitenkin *de lege ferenda* suositeltavaa, että liikkeeseenlaskijoiden kestävyysraportoinnissa olennaisuuden lähtökohtana pidettäisiin sijoittajien tietotarpeiden täyttämistä. Tämä edistäisi tiedottamisen kustannustehokkuutta ja tehokkaita arvopaperimarkkinoita. Argumenttia tukee myös direktiiviehdotuksen 1(3) artikla, jonka mukaan kestävyystiedot tulisi julkistaa osana yhtiön toimintakertomusta. Toimintakertomusta voidaan pitää sijoittajakeskeisenä dokumenttina, koska sen tarkoituksena on edistää yhtiön taloudellista läpinäkyvyyttä.

Voidaan esittää kaksi lainsäädännön kehitysehdotusta sijoittajien tietotarpeiden täyttämiseksi arvopaperimarkkinoilla. Ensinnäkin *de lege ferenda* kestävyystiedot voitaisiin raportoida antamalla kaksi eri dokumenttia, jotka olisivat kohdennettu direktiiviehdotuksen mukaisille kestävyystietojen ensisijaisille käyttäjäryhmille. Sijoittajille kestävyystiedot voitaisiin antaa liikkeeseenlaskijan toimintakertomuksessa, jolloin olennaisuuden arviointi olisi yhtenäistä muun taloudellisen raportoinnin kanssa. Sidosryhmille kestävyystiedot voitaisiin

---

<sup>314</sup> Tinbergen 1952, s. 37–42.



antaa erillisenä selvityksenä, jonka julkistamiseen voitaisiin soveltaa voimassa olevaa menettelyä toimintakertomuksesta erillisiin muiden kuin taloudellisten tietojen selvityksiin (tilinpäätösdirektiivi 19a(4) art.). Oikeuskirjallisuudessa onkin kyseenalaistettu se, onko yhtiön toimintakertomus tarkoituksenmukaisin paikka informaatiolle liittyen ympäristöön ja yhteiskuntaan<sup>315</sup>. Kehitysehdotusta ei välttämättä kuitenkaan voida pitää kaikilta osin tarkoituksenmukaisimpana. Velvollisuus kahden erillisen selvityksen antamisesta voi kasvattaa tarpeettomasti liikkeeseenlaskijoiden transaktiokustannuksia. Ehdotusta ei voida myöskään pitää Euroopan komission linjan mukainen. Direktiiviehdotuksen 1(3) artiklan mukaan tiedot tulisi antaa ainoastaan toimintakertomuksessa, koska kestävyystietojen löydettävyyttä ja saatavuutta pyritään helpottamaan<sup>316</sup>.

Toisena kehitysehdotuksena esitetään kestävyystietojen julkistamista yhdessä dokumentissa, mutta jossa kestävyystietojen olennaisuutta arvioitaisiin sijoittajien näkökulmasta korostaen pitkän aikavälin arvonmuodostusta. Kestävyystietojen olennaisuuteen voitaisiin soveltaa modifioitua *järkevästi toimivan sijoittajan* standardia<sup>317</sup>. Standardia muokattaisiin kuitenkin niin, että tiedottamista arvioitaisiin järkevästi ja *valistuneesti* toimivan sijoittajan näkökulmasta, jolloin markkinoiden lyhytnäköisyydestä siirryttäisiin pitkäjänteisyyteen. Tällöin yhteiskuntaan ja ympäristöön liittyvät vaikutukset nähtäisiin olennaisina strategisina seikkoina, jotka pitkällä aikavälillä voisivat mahdollisesti aktualisoitua kestävyysriskeinä. Tällöin kestävyystietojen voitaisiin katsoa kattavan ainakin osittain sidosryhmien kannalta oleelliset tiedot<sup>318</sup>. Toisaalta *ex ante* on haastavaa arvioida sitä, täyttäisikö modifioitu standardi tosiasiallisesti sidosryhmien tietotarpeet siinä määrin, että sääntelyä voitaisiin pitää vaikuttavana.

---

<sup>315</sup> Villiers – Mähönen 2015, s. 126.

<sup>316</sup> KOM(2021) 189 loppl., s. 4.

<sup>317</sup> Standardi sellaisenaan soveltuneen kestävyysraportointiin Kanadassa. Ks. Puri 2019, s. 157: "*Information relating to environmental matters is material if a reasonable investor's decision on whether to purchase, hold or sell securities would be influenced or changed if the information was omitted or misstated, or whether it would affect share price.*"

<sup>318</sup> Ks. Hannigan 2019, s. 190, joka arvioi pitkäjänteisyyden korostamisen johtavan myös sidosryhmien kannalta relevantteihin tietoihin.

Tutkielman tarkoituksena on ollut selvittää, minkälaista kestävyysraportointisääntelyn tulisi olla, jotta se olisi mahdollisimman tarkoituksenmukaista. Sääntelystandardeina on käytetty sääntelyn vaikuttavuutta ja kustannustehokkuutta. Kestävyysraportointisääntelyn tavoitteista tarkastelu on rajattu kestävään rahoitukseen. Sääntelyn tarkoituksenmukaisuutta on selvitetty kahden tutkimuskysymyksen avulla. Ensimmäisen tutkimuskysymyksen nojalla on pyritty selvittämään se, tulisiko kestävyysraportointisääntelyn olla yhdenmukaista arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedonantösääntelyn kanssa. Tutkielman luvussa 3.2 on tunnistettu se, että kestävyysriskien hinnoittelu arvopaperimarkkinoilla saattaa edistää kestäväen rahoituksen tavoitetta varojen allokaatiosta kestäviin kohteisiin. Kestävyysriskien hinnoittelun edellytyksenä on tehokkaat markkinat, jotka toteutetaan arvopaperimarkkinaoikeudellisten tiedonantovelvoitteiden avulla. Arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedottamissääntelyn tavoitteisiin kuuluu markkinatoimijoiden informaatiokustannusten alentamistavoite, jolloin sääntelyn yhdenmukaisuus edistäisi kestävyysraportoinnin kustannustehokkuutta. Näin olen esitetty, että kestävyysraportointisääntelyn yhdenmukaisuus arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedonantösääntelyn kanssa saattaa edistää sääntelyn tarkoituksenmukaisuutta. Sääntelyn yhdenmukaisuutta tukee myös luvussa 3.2 esitetty *de lege lata* -tulkinta.

Toisen tutkimuskysymyksen avulla on ollut tarkoitus selvittää se, poikkeavatko kestävyysraportointisääntelyssä tehdyt valinnat arvopaperimarkkinaoikeudellisesta tiedottamissääntelystä ja vaikuttavatko poikkeamat kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuuteen. Luvussa 4.1 on päädytty siihen johtopäätökseen, että kestävyysraportointisääntely on arvopaperimarkkinaoikeudesta poiketen joustavaa. Kestävyysraportointisääntely perustuu vähimmäisdirektiiviin, joka sisältää jäsenvaltio-optioita. Käytettyä sääntelyotetta konkretisoi raportoinnissa hyödynnetty noudata tai selitä -periaate, kuten myös lainsäätäjän valinta olla säätämättä tarkkarajaisesti siitä, mitä ja miten kestävyystietoja tulee julkistaa. Sääntely ei myöskään sisällä EU:n laajuista kestävyystietojen varmentamisvelvollisuutta. Joustavuus on johtanut sääntelyn fragmentoitumiseen, mikä ei takaa yhtenäisiä toimintaedellytyksiä taikka yhdenmukaista tulkinta- ja raportointikäytäntöä sisämarkkinoilla. Voimassa oleva sääntely ei varmista kestävyystietojen riittävää määrää, laatua tai luotettavuutta, mikä vaikuttaa informaation asymmetriaan ja markkinoiden tehokkuuteen.

Arvopaperimarkkinaoikeudellisesta tiedonantösääntelystä poikkeavien lainsäätäjän valintojen on katsottu heikentävän kestävyysraportointisääntelyn vaikuttavuutta ja kustannustehokkuutta. Luvussa 4.1 on päädytty kuitenkin siihen johtopäätökseen, että Euroopan komission ehdotus direktiiviksi yritysten kestävyysraportoinnista parantaa sääntelyn tarkoituksenmukaisuutta korjaamalla voimassa olevan sääntelyn puutteita. Keskeisimmäksi kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuuden edistäjäksi on arvioitu eurooppalaiset kestävyysraportointistandardit. Toisaalta tulevan sääntelyn tarkoituksenmukaisuus on riippuvaista kestävyysraportointistandardien tarkemmasta sisällöstä. Näin ollen kestävyysraportointistandardeihin liittyy jatkotutkimustarvetta.

Tutkielman 4.2 luvussa on tarkasteltu kestävyysraportointisääntelyn nojalla annettavien kestävyystietojen laatua. Luvussa 4.2.1 on tunnistettu se, että kestävyysraportointisääntelyssä sovellettava olennaisuuden käsite on laajempi kuin arvopaperimarkkinaoikeudessa. Kestävyysraportoinnissa sovelletaan kaksinkertaisen olennaisuuden näkökulmaa, joka muodostuu sekä taloudellisesta olennaisuudesta että olennaisuudesta ympäristön ja yhteiskunnan kannalta. Ero arvopaperimarkkinaoikeudelliseen tiedonantösääntelyyn on se, että kestävyysraportoinnissa tulee täyttää sijoittajien ohella myös sidosryhmien tietotarpeet. Kun kestävyysraportointisääntely edellyttää julkistamaan olennaisia tietoja sekä sijoittajille että sidosryhmille, on yhdellä säännöksellä useampi tavoite. Tällöin *Tinbergenin säännön* mukaan sääntelyn tavoitteilla ei ole realistia toteutumismahdollisuuksia<sup>319</sup>. Olennaisuuden arviointi useamman tiedon vastaanottajaryhmän näkökulmasta johtaa myös julkistettavan informaation määrän kasvuun. Sijoittajien kyky omaksua tietoa on rajallinen, minkä takia liiallinen informaatio voi johtaa harhaanjohtavaan tiedottamiseen. Arvopaperimarkkinaoikeudesta eroava olennaisuuden määritelmä kasvattaa myös tarpeettomasti niin liikkeeseenlaskijoiden kuin sijoittajien transaktiokustannuksia.

Luvun 4.2.1 perusteella on nähtävissä, että kestävyystietojen olennaisuuden sääntely heikentää paitsi kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuutta myös arvopaperimarkkinoiden toimintaedellytyksiä. Oikeustilan tarkoituksenmukaisuuden parantamisen on katsottu edellyttävän kestävyysraportointisääntelyn kehittämistä siten, että raportoinnin tulisi

---

<sup>319</sup> Tinbergen 1952, s. 37–42.

täyttää ensisijaisesti sijoittajien tietotarpeet. Luvussa 4.3 on esitetty kaksi lainsäädännön kehitysehdotusta *de lege ferenda*. Ensimmäisen ehdotuksen mukaan kestävyystiedot voitaisiin antaa julkistamalla kaksi erillistä selvitystä, jotka kohdennettaisiin kestävyystietojen ensisijaisille käyttäjille, eli sidosryhmille ja sijoittajille. Toisaalta ehdotus voi lisätä tarpeettomasti liikkeeseenlaskijoiden julkistamiskustannuksia, minkä ohella sitä ei voida pitää Euroopan komission linjan mukaisena huomioiden direktiiviehdotuksen sisältö. Toisena kehitysehdotuksena on esitetty sellaista sääntelyä, jossa kestävyystietojen olennaisuuden arviointi edellytettäisiin tehtäväksi *järkevästi ja valistuneesti toimivan sijoittajan* mukaisesti. Kyse olisi arvopaperimarkkinaoikeudellisen standardin modifioidusta versiosta, jonka avulla tiedottamisesta pyritään tekemään valistuneen arvonmaksimoinnin mukaista. Ehdotuksen arvioidaan ainakin osittain täyttävän sidosryhmien tietotarpeet heikentämättä arvopaperimarkkinoiden toimintaedellytyksiä. Toisaalta on haastavaa arvioida *ex ante* sitä, täyttyvätkö sidosryhmien tietotarpeet tosiasiallisesti.

Luvussa 4.2.2 on tunnistettu kestävyysraportointisääntelyn ja arvopaperimarkkinoiden sääntelytavoitteiden välinen ristiriita. Kestävyysraportointisääntelyn mukaan kestävyystietojen tulee olla tulevaisuuteen suuntautuvia. Kestävyystietoihin liittyy kuitenkin huomattavia epävarmuustekijöitä, jotka voivat johtaa harhaanjohtavaan tiedottamiseen arvopaperimarkkinoilla. Tästä huolimatta arvopaperimarkkinaoikeudellisesta tiedonantösääntelystä poiketen kestävyysraportointisääntelyssä ei säädetä tarkkarajaisesti julkistettavien kestävyystietojen täsmällisyydestä taikka aseteta nimenomaista kieltoa antaa harhaanjohtavia tai totuudenvastaisia tietoja.

Tunnistetun ristiriidan korjaamiseksi on esitetty *de lege lata* -tulkintasuositus. Systemaattisen tulkinnan nojalla soveltuvaa sisäpiiritiedon täsmällisyysmääritelmää ei kuitenkaan ole pidetty kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuuden kannalta perusteltuna, koska tällöin tiedottamisen on arvioitu johtavan vain taloudellisesti relevanttien kestävyystietojen julkistamiseen. Näin ollen kestävyysraportointisääntelyn yhdenmukaisuus arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedonantösääntelyn kanssa voi tosiasiallisesti heikentää kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuutta. Tämä on ristiriidassa tutkielmassa esitetyn arvion kanssa siitä, että kestävyysraportointisääntelyn yhdenmukaisuus arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedonantösääntelyn kanssa voisi parantaa tarkoituksenmukaisuutta.

Ristiriidan ratkaisemiseksi luvussa 4.3 on esitetty lainsäädännön kehittämisehdotus, jossa kestävyystiedottamiseen liitettäisiin velvollisuus varaumien antamisesta. Tällöin tiedon vastaanottajilla olisi edellytykset arvioida ja seurata niitä tekijöitä, jotka voivat vaikuttaa kestävyysriskien toteuttamatta jäämiseen tai toteutumiseen. On kuitenkin kyseenalaistettavissa, voidaanko varaumien edellyttämistä pitää riittävänä. Tutkielmassa on esitetty, että kestävyystietojen täsmällisyydestä tulisi säätää tarkkarajaisemmin *de lege ferenda*. Tätä on kuitenkin pidetty haastavana tehtävänä, koska lainsäätäjän yhdistettävänä on horisontin tragedia ja kiello antaa harhaanjohtavia tietoja arvopaperimarkkinoilla.

Johtopäätöksenä kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuudesta voidaan todeta seuraava. Kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuutta vaikuttaa edistävän tarkkarajainen ja pakottava sääntely. Yhdenmukaisuus arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedonantonsääntelyn kanssa parantaisi sääntelyn kustannustehokkuutta. Sen sijaan kestävyysraportointisääntelyn vaikuttavuus edellyttäisi arvopaperimarkkinaoikeudesta poikkeavaa sääntelyä kestävyystietojen täsmällisyydestä ja olennaisuudesta. Tutkimustulos selittäneen sen, miksi arvopaperimarkkinaoikeudellisten *de lege lata* ja *de lege ferenda* -näkemysten antaminen on ollut hankalaa. Tutkimustulosta tukevat myös aikaisemmat taloustieteelliset tutkimukset, jotka tuovat ilmi kestävyysriskien hinnoittelun puutteet markkinoilla. Näin ollen jatkotutkimusta edellyttää kysymys siitä, onko arvopaperimarkkinoilla tapahtuva kestävyysraportointi tarkoituksenmukaisin keino edistää kestävyysriskien hallintointia.

Toisaalta on huomattava, että kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuutta on käsitelty tutkielmassa nimenomaan vaikuttavuuden ja kustannustehokkuuden sääntelystandardien näkökulmasta. Näin ollen tutkielmassa esitetty johtopäätös ei ole koko totuus kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuudesta. Tutkielman rajoituksena voidaan pitää myös sitä, että kestävyysraportointisääntelyn tarkoituksenmukaisuutta ei ole käsitelty koko soveltamisalan osalta. Näin ollen arvopaperimarkkinaoikeudelliset huomiot eivät välttämättä ole kaikilta osin soveltuvia kaikille raportointivelvollisille. Toisaalta kysymykset tietojen täsmällisyydestä ja olennaisuudesta ovat tekijöitä, jotka lisäävät raportoitavan informaation arvoa riippumatta siitä, asettaako toimintaympäristö informaatiolle erityisiä edellytyksiä.