



**TURUN
YLIOPISTO**
Kauppakorkeakoulu

ESG-labelin vaikutus sijoituspäätöksiin

Laskentatoimi ja rahoitus
Kandidaatintutkielma

Laatija:
Santeri Hautala

Ohjaaja:
KTT Lauri Lepistö

7.12.2025

Pori

Opiskelijan lausunto tekoölyn käytöstä tähän tutkielmaan liittyen:

En ole käyttänyt tekoölyä hyödyntäviä työkaluja tätä tutkielmaa kirjoittaessani.

Olen käyttänyt tekoölyä hyödyntäviä työkaluja tätä tutkielmaa kirjoittaessani. Tämä käyttö on dokumentoitu tutkielman liitteessä. Vakuutan, että tekoölyä käytettiin yliopiston ohjeistuksen mukaisella tavalla.

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

Kandidaatintutkielma

Oppiaine: Laskentatoimi ja rahoitus

Tekijä: Santeri Hautala

Otsikko: ESG-labelin vaikutus sijoituspäätöksiin

Ohjaaja: KTK Lauri Lepistö

Sivumäärä: 38

Päivämäärä: 7.12.2025.

Vastuullinen sijoittaminen ja ESG-kriteerit ovat viime vuosina siirtyneet marginaalista osaksi sijoitusmarkkinoiden valtavirtaa, mikä näkyy erityisesti rahastojen nimissä ja SFDR-luokituksissa. ESG-termit ja artikla 8–9 -merkinnät tiivistävät kestävyysinformaatiota lyhyiksi labeleiksi, jotka toimivat yksityissijoittajan päätöksenteossa usein ensimmäisenä karsintatyökaluna etenkin tilanteessa, jossa vaihtoehtoja on paljon ja aikaa rajallisesti. Tässä tutkielmassa tarkastellaan kirjallisuuskatsauksen ja käsiteanalyysin avulla, miten rahaston nimeen ja SFDR-luokitukseen rakentuva ESG-label vaikuttaa rahastosijoittajan päätöksentekoon ja millä ehdoilla siitä muodostuu päätöstä parantava, eikä sitä heikentävä elementti. Aihetta lähestytään kehystämisen, signaaliteorian ja preferenssipohjaisten valintamallien kautta sekä EU:n sääntelykehikon tarjoamassa institutionaalisessa viitekehyksessä.

Tutkielman keskeiset tulokset osoittavat, että ESG-labelin rooli on luonteeltaan kaksijakoinen. Label helpottaa päätöksentekoa vähentämällä hakukustannuksia ja suuntaamalla arvo- ja riskipreferenssejä konkreettisiksi valinnoiksi. Näkyvä kestävyyskehys ohjaa rahavirtoja kohti rahastoja, joiden koetaan vastaavan paremmin sijoittajan vastuullisuustavoitteita, vaikka riskikorjattu tuotto ei välttämättä parane. Toisaalta labeliin tukeutuminen ilman taustalla olevan prosessi- ja sisältöinformaation tarkastelua altistaa mittausten poikkeavuudesta johtuvalle harhalle, viherpesun riskille sekä kulu- ja tuotto-odotuksen kustannuksille, joita ei aina vastaa todellinen lisäarvo. EU:n sääntelykehikko vahvistaa labelin informatiivisuutta asettamalla reunaehdot nimenkäytölle ja kestävyysjulkistuksille, sekä parantamalla datapohjan vertailtavuutta, mutta ei poista tarvetta sijoittajan omalle arvioinnille. Johtopäätöksenä tutkielma esittää, että labelista on eniten hyötyä silloin, kun sitä käytetään lähtökohtana eikä päätöksenteko perusteena. Labelilla voidaan karsia vaihtoehtoja, mutta lopullinen ratkaisu tulisi kiinnittää SFDR-julkistuksiin, rahaston dokumentoituihin prosesseihin ja salkun mitattaviin ominaisuuksiin.

Avainsanat:

ESG-label, SFDR, vastuullinen sijoittaminen, ESG, rahastovirrat, päätöksentekoprosessi, Euroopan Unioni

SISÄLLYS

1	Johdanto	6
1.1	Aihe alue	6
1.2	Tutkielman tavoitteet ja rakenne	7
2	ESG-label	10
2.1	ESG-label sijoittajan päätöksessä	10
2.2	Kehystys ja signaalit	12
2.3	EU-viitekehys	13
2.4	Preferenssit, informaatio ja sääntely	15
2.5	Label ja hinnoittelu	16
2.6	Suomalainen toimintaympäristö	17
2.7	Yhteenveto	18
3	ESG-label sijoittajan päätöksenteossa	20
3.1	Valintatilanne rahastomarkkinoilla	20
3.2	Rahastovirrat ja kehystys	21
3.3	Sääntely suodattimena	22
3.4	Labelin informatiivisuus ja kustannukset	24
3.5	Vaikutus eri sijoittajaprofiileissa	26
4	Yhteenveto ja johtopäätökset	30
4.1	Keskeiset havainnot	30
4.2	Johtopäätökset, sijoittajan näkökulma	32
	Lähteet	35

1 Johdanto

1.1 Aihe alue

Vastuullinen sijoittaminen on viime vuosina siirtynyt puheista osaksi sijoitusalan valtavirtaa. Se näkyy yhä vahvemmin sijoitusrahastojen nimissä, markkinointimateriaaleissa ja sääntelyssä sekä sijoittajien arjen valinnoissa, kun kestävyyttä koskevat tekijät otetaan järjestelmällisemmin huomioon sijoituspäätöksissä (Puttonen & Puttonen 2021, s. 3, 10–13; Finsif 2021). Tässä tutkielmassa tarkastellaan, miten rahaston nimeen ja SFDR-luokitukseen rakentuva ESG-label vaikuttaa rahastosijoittajan päätöksentekoon, erityisesti yksityissijoittajan näkökulmasta. Kansainväliset ilmasto- ja kestävyyspolitiikan tavoitteet, sääntelyn kiristyminen ja sijoittajien kasvava kiinnostus ovat yhdessä tehneet ESG-näkökulmasta osan arkipäiväistä sijoituspuhetta (Puttonen & Puttonen 2021, s. 3, 10–13).

Sijoittajan arjessa vastuullisuus näkyy usein ensimmäisenä rahaston nimessä ja siihen kytketyssä SFDR-luokituksessa. SFDR – Sustainable Finance Disclosure Regulation – on EU:n kestävyysaiheisia tiedonantoja koskeva asetus, joka velvoittaa rahoitustuotteet kertomaan, miten ne huomioivat ympäristöön ja sosiaalisiin tekijöihin liittyvät näkökulmat. Se luokittelee tuotteet muun muassa artikloihin 8 ja 9 niiden kestävyysprofiilin mukaan (SFDR 2019/2088; Finsif 2021). Rahastojen nimissä yleistyneet termit, kuten kestävyys, ympäristö tai vihreämuutos, yhdistyneenä artikla 8- tai 9-merkintään muodostavat lyhyen, nopeasti luettavan labelin, joka lokeroi rahastoa sijoittajan mielessä jo ennen kuin tämä on perehtynyt salkun koostumukseen tai prosessikuvauksiin (Finsif 2021; ESMA 2024). Label tiivistää suuren määrän oletettua informaatiota muutamaksi sanaksi ja symboliksi ja toimii siten karsintavälineenä tilanteessa, jossa vaihtoehtoja on paljon ja päätökselle on varattu rajallinen aika (Hartzmark & Sussman 2019 7, 11–12, 34–36).

Tämä sama ominaisuus tekee labelista myös ongelmallisen. Jos nimen ja SFDR-luokituksen taustalla oleva sijoitusprosessi, salkun ominaisuudet ja raportointi eivät vastaa kielellistä lupausa, voi label ohjata valintaa sivuraiteille ja korvata sisällön arvioinnin pelkällä kehystetyllä mielikuvalla (Delmas & Burbano 2011; Finsif 2021). Sijoittajan näkökulmasta kysymys ei ole vain siitä, mitä label lupaa, vaan siitä, miten helposti ja luotettavasti nämä lupaukset voidaan jälkikäteen varmistaa (Berg, Kölbel & Rigobon 2022, s. 1–3).

Suomen kaltaisessa pienessä ja sääntelyä toimeenpanevassa markkinassa labelin rooli korostuu erityisellä tavalla. EU-tason sääntely ja ohjeistus, kuten SFDR, ESMA:n nimeämishoje ja CSRD/ESRS-standardit, on viety käytäntöön suhteellisen nopeasti, joka on yhdenmukaistanut kieltä ja lisännyt kestävyysviittausten näkyvyyttä rahastotarjonnassa (Finsif 2021; ESMA 2024; Euroopan komissio

2024). Samaan aikaan tutkimus on osoittanut, että eri ESG-arvioijat voivat päätyä samoista yhtiöistä selvästi poikkeaviin arvosanoihin, mikä lisää epävarmuutta. Epävarmuus kuluttajien keskuudessa vahvistaa usein kiusausta nojata nimen ja luokituksen kaltaisiin peukalosääntöihin varsinkin silloin, kun yksittäiseen tuotteeseen perehtymiseen ei ole paljon aikaa (Berg, Kölbel & Rigobon 2022 2–4).

Tämä jännite tekee ESG-labelista kiinnostavan tarkastelukohteen. Yksityissijoittajan näkökulmasta label voi olla yhtä aikaan käyttökelpoinen portti läpinäkyvyyteen ja riskiin. Riski ilmenee etenkin, jos nimen, luokituksen ja todellisen sisällön vastaavuutta ei systemaattisesti arvioida (Finsif 2021; Hartzmark & Sussman 2019, s. 7, 31–36) Tässä tutkielmassa tarkastellaan tarkemmin juuri tätä rajapintaa: mitä label käytännössä tekee sijoituspäätökselle ja millä ehdoilla se parantaa päätöstä sen sijaan, että heikentäisi sitä.

1.2 Tutkielman tavoitteet ja rakenne

Tutkielman tavoitteena on tarkastella: miten rahaston nimiin ja SFDR-luokitukseen rakentuva ESG-label vaikuttaa rahastosijoittajan päätökseen suomalaisessa toimintaympäristössä? Tavoitteena on ymmärtää, missä määrin label toimii hyödyllisenä vaihtoehtojen karsintavälineenä ja päätöstä parantavana signaalina, ja missä tilanteissa se voi päinvastoin johtaa pinnalliseen päätöksentekoon, jossa kieli korvaa sisällön arvioinnin (Hartzmark & Sussman 2019, s. 6, 11; Finsif 2021).

Tutkielman keskeinen tutkimuskysymys on, miten rahaston nimi ja SFDR-luokitus vaikuttavat sijoittajan päätökseen ja millä ehdoilla ESG-labelista muodostuu päätöstä parantava, eikä sitä heikentävä tekijä. Kysymystä lähestytään erityisesti yksityissijoittajan päätöksentekoprosessin kautta. Tilanteesta, jossa sijoittaja suodattaa rahastolistoja ja tekee muutamassa minuutissa karsinnan useiden eri vaihtoehtojen välillä.

Teoreettisena taustana hyödynnetään kehystysteoriaa, signaaliteoriaa ja preferenssipohjaisia valintamalleja, joiden avulla voidaan jäsentää, miten kieli, instituutiot ja sijoittajan omat mieltymykset yhdessä muokkaavat rahastojen vertailua ja pääomavirtoja (Tversky & Kahneman 1981, s. 453–458; Riedl & Smeets 2017, s. 2505–2550; Pedersen, Fitzgibbons & Pomorski 2021, s. 572–575). Instituutionaalinen kehys muodostuu EU:n sääntelystä, joka pyrkii muuttamaan labelin markkinointikielestä kohti todennettavaa indikaattoria. SFDR:n asettamista julkistusvelvoitteista, ESMA:n nimiohjeesta ja CSRD/ESRS:n vahvistamasta yritystason datapohjasta (SFDR 2019/2088; ESMA 2024; Euroopan komissio 2024).

Tutkielma etenee siten, että luku 2 kokooa teoreettisen taustan. Siinä ESG-labelia tarkastellaan sijoittajan arjen näkökulmasta, kolmen vaikutuskanavan kautta, sekä osana EU:n sääntelykehikkoa ja suomalaista markkina- ja toimijaympäristöä.

Luku 3 siirtää painopisteen analyysiin. Se tarkastelee, miten label kohtaa sijoittajan konkreettisesti, miten kehystys vaikuttaa rahastovirtoihin ja karsintaan, miten sääntely voidaan muuttaa sijoittajan suodatin- ja tarkistusjärjestelmäksi. Tässä tarkastellaan myös, että missä oloissa labelin ja sisällön vastaavuus voi näkyä myös markkinatason hinnoittelussa (Hartzmark & Sussman 2019, s. 6, 19–22, 31–33; Bolton & Kacperczyk 2021, s. 520–531, 538–545). Lopuksi yhteenvedossa kootaan tutkielman löydökset.

1.3 Tutkielman rajaus ja tutkimusote

Tutkielma tarkastelee ESG-labelin vaikutusta erityisesti yksityissijoittajan rahasto päätöksiä markkinoilla, joilla sovelletaan SFDR-sääntelyä. Päähuomio on rahastoissa, jotka kuuluvat SFDR:n soveltamisalaan ja jotka on luokiteltu artiklan 8 tai 9 mukaisesti (SFDR 2019/2088; Finsif 2021). Esimerkit ja sääntelyviittaukset painottuvat eurooppalaiseen ja suomalaiseen kontekstiin, mutta teoreettinen ja empiirinen kirjallisuus on kansainvälistä. Tarkastelu ei siis sitoudu tiukasti yksittäiseen maantieteelliseen markkinaan materiaalin keräämisen takia. Muita sijoitusmuotoja, kuten suoria osakesijoituksia, kiinteistöjä tai vaihtoehtoisia sijoitusinstrumentteja, käsitellään vain siltä osin kuin ne ovat välttämättömiä.

Tutkimusmenetelmä on käsiteanalyysi ja perustuu kirjallisuuskatsaukseen. Aineisto koostuu vertaisarvioiduista tieteellisistä artikkeleista, suomalaisesta ja kansainvälisestä kirjallisuudesta, EU-säädöksistä ja -ohjeista sekä kotimaisten alan toimijoiden, kuten Finsifin ja suurten varainhoitajien, raporteista ja periaatedokumenteista (Finsif 2021; ESMA 2024; Euroopan komissio 2024; OP 2024; Nordea Asset Management 2023). Käsiteanalyysin avulla tarkastellaan, miten label, kehystys, signaali, preferenssit ja sääntelykehikko kytkeytyvät toisiinsa (Christensen, Hail & Leuz 2021).

Tutkielma ei sisällä omaa empiiristä aineistonkeruuta sijoittajilta tai rahastoilta, vaan se rakentaa tulkintaan olemassa olevasta tutkimuksesta ja sääntelydokumenteista. Tavoitteena on muodostaa analyttinen tutkielma, joka jäsentää, milloin ESG-label toimii luotettavana päätöstä tukevana indikaattorina ja milloin se vaatii erityistä varovaisuutta ja lisäselvitystä. (Berg, Kölbel & Rigobon 2022, s. 1–4, 37–39; Finsif 2021; Hartzmark & Sussman 31–36).

Tutkittava aihe on tärkeä sekä sijoittajan, markkinoiden että sääntelijän näkökulmasta. Vastuulliseen sijoittamiseen sidottu pääoma on kasvanut nopeasti, ja samalla rahastojen nimet, luokitukset ja

markkinointiviestintä ovat monimutkaistuneet tavalla, joka tekee yksittäisen sijoittajan päätöksenteosta aiempaa haastavampaa (Puttonen & Puttonen 2021, s. 6–8, 13–16; Finsif 2021). Jos label ohjaa pääomia järjestelmällisesti kohti tuotteita, joiden sisältö ei vastaa nimeen liitettyjä odotuksia, seurauksena voi olla sekä sijoittajansuojaan, että markkinoiden tehokkuuteen liittyviä ongelmia, kuten virheellisiä hinnoittelusignaaleja ja luottamuksen heikkenemistä (Hartzmark & Sussman 2019, s. 24–27, 31–36; Berg, Kölbel & Rigobon 2022, s. 4–5, 33–35). EU-sääntelyn kiristyminen heijastaa pyrkimystä pienentää tätä riskiä, mutta jättää samalla avoimeksi kysymyksen siitä, miten label tosiasiallisesti toimii sijoittajan arjessa ja päätöksentekoprosessissa (SFDR 2019/2088; ESMA 2024; Euroopan komissio 2024). Juuri tämän vuoksi on tutkimisen arvoista jäsentää, milloin ESG-labelista muodostuu päätöstä tukeva, läpinäkyvyyttä lisäävä väline ja milloin se voi päinvastoin peittää labelin alle sisällölliset erot, jotka olisivat sijoittajan kannalta olennaisia.

2 ESG-label

2.1 ESG-label sijoittajan päätöksessä

Tässä alaluvussa jäsennetään, mitä ESG-label käytännössä tekee sijoittajan päätökselle ja millaisten teoreettisten mekanismien kautta se voi vaikuttaa rahastojen vertailuun ja karsintaan. Tarkastelu siirretään kohti tilannetta, jossa rahaston nimi, SFDR-luokitus ja muut kestävyysviittaukset toimivat sijoittajalle ensimmäisenä indikaattorina itse sisällöstä. Lähtökohtana on, että label on kielen ja instituutioiden muodostama indikaattori, ei vielä todiste sisällöstä (Finsif 2021). Teoreettisesti sen voi nähdä kolmen toisiaan täydentävän viitekehyksen läpi. Kehystysteoria selittää, miten nimeäminen ohjaa huomiota ja rajaa vertailuasetelman. Kun vaihtoehto muodostetaan kestävyyspainotteisella kielellä, se luo ennako-odotuksen siitä, millä kriteereillä tuotetta pitää lukea ja mihin sitä verrataan (Hartzmark & Sussman 2019, s. 11–12). Signaali- ja informaatioteoria korostaa, että vihje on hyödyllinen vain, jos harhaanjohtamisen kustannus on riittävän korkea ja väitteen todennettavuus on sijoittajalle mahdollinen. Käytännössä tämä edellyttää, että sijoittaja pystyy liittämään labelin taakse sekä tietoa siitä, miten rahasto toimii, että tietoa siitä, millainen rahasto tosiasiaissa on (Finsif 2021; Berg, Kölbel & Rigobon 2022, s. 5–7). Lisäksi preferenssipohjainen valintamalli muistuttaa, että osa sijoittajista arvottaa kestävyyttä jo itsessään, jolloin label voi vähentää hakukustannusta ja nopeuttaa karsintaa, vaikka tuotto–riski-informaatio olisi vielä niukkaa. Tästä on suoraa näyttöä rahastovirroissa, kun näkyvä luokitus muuttaa kysyntää ilman, että riskikorjattu suorituskyky paranee (Hartzmark & Sussman 2019, s. 5–6, 16–19, 32–35).

Signaali- ja informaatioteorian kannalta on olennaista erottaa toisistaan prosessi informaatio ja sisältöinformaatio. Prosessi informaatiolla tarkoitetaan tietoa siitä, millä tavoin rahasto käyttää ESG-kriteerejä sijoitusprosesseissaan. Se kattaa esimerkiksi poissulut, sitovat osuudet, keskeisten haitallisten vaikutusten huomioon ottamisen sekä sen, miten nämä periaatteet näkyvät sijoituspäätöksissä ja aktiivisessa omistajuudessa (Finsif 2021). Poissuluilla viitataan siihen, että rahasto rajaa tietyt toimialat tai yhtiöt kokonaan sijoitustoiminnan ulkopuolelle, kun taas sitova osuus kuvaa sitä, kuinka suuri osa salkusta on veloitettu täyttämään ennalta määritellyt kestävyys ehdot. Keskeisillä haitallisilla vaikutuksilla tarkoitetaan puolestaan SFDR-kehikkoon kuuluvia standardoituja indikaattoreita, joilla mitataan sijoitusten kielteisiä vaikutuksia esimerkiksi ympäristöön tai ihmisoikeuksiin (SFDR 2019/2088; Finsif 2021). Sisältöinformaatio viittaa puolestaan rahaston konkreettisiin ominaisuuksiin, kuten omistusten toimialarakenteeseen, päästöintensiteettiin, mahdollisiin normirikkomuksiin ja muihin mitattaviin vastuullisuusmittareihin, jotka kuvaavat salkun toteutunutta tilaa (Berg, Kölbel & Rigobon 2022, s. 5–7). Labelin informatiivisuus on vahva vasta silloin, kun sijoittaja voi jäljittää

labelin sekä prosessi informaation että sisältöinformaation tasolla, eikä jää pelkän labelin luoman mielikuvan varaan. Käyttäytymistaloustieteen näkökulmasta tämä on haastavaa, koska rahastojen maailmassa vaihtoehtoja on paljon ja sijoittajan aikabudjetti on rajallinen. Labelia ja luokitusta käytetään väistämättä heuristiikkana, joka auttaa rajaamaan tarkemmin tarkasteltavan joukon pienemmäksi (Hartzmark & Sussman 2019, s. 10–12).

Labelia ei siksi käsitellä pienenä lisämausteena, vaan päätöksen alkuvaiheen karsintavälineenä, jonka vaikutus voi olla suuri jo ennen syventävää analyysia. Rahastojen nimeämisen ja näkyvän luokituksen on osoitettu ohjaavan virtoja merkittävästi, vaikka rahastojen riskikorjattu tuotto ei eroa kilpailijoista (Hartzmark & Sussman 2019, s. 6–22, 31–36). Samalla informatiivisuudesta on kuitenkin oletus, että jos nimellä ei ole sitovia kriteereitä, läpinäkyvää prosessia ja jälkiseurannan mittareita, labelin selitysvaiva jää heikoksi (Finsif 2021). Käytännön haasteita lisää se, että ESG-arvioissa esiintyy merkittävää mittaus- ja kattavuuseroista johtuvaa poikkeavuutta. Tämä tarkoittaa, että eri arvioijat voivat päätyä samoista yhtiöistä huomattavan erilaisiin vastuullisuusarvosanoihin riippuen mittareista, painotuksista ja tietolähteistä (Berg, Kölbel & Rigobon 2022, s. 5–12). Tällöin pelkkä label -merkintä tai arviointi ei yksinään riitä, vaan sijoittajan olisi kriittistä tarkistaa, mihin prosessi- ja sisältöinformaatioon nimetty vastuullisuus perustuu. Labelin ja sitä tukevan tiedon välinen kytkös vahvistuu, kun tarjolla on standardoituja määritelmiä, vertailtavaa raportointia ja mahdollisuus peilata rahastotason väitteitä suoraan yhtiötason mittareihin. Tällöin lyhyestä sanasta tai merkinnästä tulee paremmin todennettavissa oleva väite, eikä pelkkä markkinointielementti (Finsif 2021).

Johdonmukaisuuden vuoksi labelin vaikutusta jäsenetään tässä tutkielmassa kolmen toisiinsa kytkeytyvän vaikutusmekanismin kautta. Preferenssivaikutus kuvaa tilannetta, jossa label tekee arvoihin kiinnittyvän mieltymyksen näkyväksi ja ohjaa varoja jo karsintavaiheessa. Preferenssivaikutuksen kannalta sijoittajavirrat suuntautuvat herkemmin rahastoihin, jotka on kehystetty vahvasti kestävyysmyönteisiksi, kun taas heikoksi koettu kestävyysprofiili vähentää niiden houkuttelevuutta (Hartzmark & Sussman 2019, s. 6, 11–12, 19–22). Informaatiovaikutus tarkastelee, missä määrin label tiivistää tietoa prosessista, salkun ominaisuuksista ja yhtiötason riskeistä tavalla, joka aidosti parantaa päätöstä, ja missä määrin se jää irralliseksi mielikuvaksi (Berg, Kölbel & Rigobon 2022, s. 5–12). Sääntelyvaikutus selittää, miten nimeämisen säännökset ja julkistusvaatimukset muokkaavat tarjontaa ja yhdenmukaistavat kieltä, ja tätä kautta myös labelin uskottavuutta. Eurooppalainen viitekehys on nimellisesti suunniteltu vähentämään viherpesun riskiä ja helpottamaan vertailua, mikä vahvistaa labelin kykyä toimia indikaattorina mitattavasta sisällöstä (Finsif 2021). Vaikutusmekanismit eivät kilpaile keskenään, vaan toimivat rinnakkain tukien toisiaan. Tyypillisessä päätöstilanteessa sijoittajan preferenssi motivoi, label antaa ensimmäisen mielikuvan sisällöstä ja sääntely ankkuroi

mielikuvan mitattavaan prosessi- ja sisältöinformaatioon (Finsif 2021; Berg, Kölbel & Rigobon 2022, s. 5–12).

2.2 Kehystys ja signaalit

Label-vaikutus jäsentyy kolmeosaiseksi vaikutusmekanismiksi, jonka kehystys ohjaa huomiota, signaali välittää tietoa ja preferenssit ratkaisevat, kuinka paljon arvoa labelille annetaan suhteessa tuotto-riskiprofiiliin. Kehystys syntyy sanoista ja luokitteluista. Kun sijoitusinstrumentissa käytetään sanaa kestävyys tai siihen rinnastettavia termejä, sijoittajan mielikuva odotettavista ominaisuuksista ja vertailuryhmästä muuttuu. Tällöin rahasto ei ole enää tavallinen globaaliosakerahasto, vaan osa mielikuvaa, vastuullisesta tai ilmatoratkaisuihin kytkeytyvästä joukosta. Psykologinen tutkimus on osoittanut, että kehystys tuottaa ennustettavia siirtymiä valinnoissa ilman muutosta faktoissa, mikä tekee nimeämisestä poikkeuksellisen voimakkaan ohjaimen. Nimenomaan silloin, kun valintatilanne on monimutkainen ja kaikkien tietojen läpikäynti olisi työlästä (Tversky & Kahneman 1981, s. 453–458; Kühberger 1998, s. 23–55). Sijoitusrahastoissa tämä näkyy käytännössä siten, että label toimii varhaisessa hakukustannusten vähentämisessä. Se auttaa sijoittajaa rajaamaan nopeasti, mitä tuotteita hän pitää olennaisina ja itselleen oikeina, ja nopeuttaa karsinnan vaiheita.

Signaalin osalta keskeistä on uskottavuus. Rahoituksen teoriassa signaalin arvo riippuu siitä, kantaako lähettäjä kustannuksen, jos väite osoittautuu vääräksi (Spence 1973, s. 358–359). Mitä suurempi on riski mainehaitasta, sääntelyseuraamuksista tai asiakkaiden menetyksestä, sitä vähemmän kannattavaa on viestiä liioitellusti. ESG-kontekstissa uskottavuus syntyy kolmen ehdon täytyessä. Ensimmäinen on nimen sääntely ja termien käytön rajaaminen, mikä pyrkii estämään epämääräistä viestintää ja tekee vain nimellisesti vastuullisista tuotteista helpommin haastettavia. Toinen on julkistusten standardointi, joka tekee väitteiden tarkistamisesta halvempaa sijoittajalle ja mahdollistaa sen, että esimerkiksi poissulkujen ja sitovien osuuksien vaikutus salkkuun voidaan jälkikäteen arvioida. Kolmas on ulkoisen datan ja arviointien saatavuus, jolloin label voidaan peilata salkun todellisiin ominaisuuksiin, ei vain markkinointitekstiin. Kun nämä ehdot vahvistuvat, labelista tulee käyttökelpoista informaatiota, eikä pelkkä iskulause. (Delmas & Burbano 2011).

On kuitenkin syytä tiedostaa viherpesuilmiön rakenteellinen riski. Organisaatiot voivat viestiä kunnianhimoa, jota käytännön toiminta ei vielä tue. Esimerkiksi tuomalla esiin tulevia tavoitteita ilman, että nykyinen salkku tai sijoitusprosessi vielä heijastaa niitä. Tämä jännite korostaa sitä, että nimellä annetun signaalin on kytkeydyttävä rahaston taustalla olevaan prosessiin ja mitattaviin tunnuslukuihin. Siksi nimeämisen sääntely ja todennettavuus ovat label-vaikutukseen liitettäviä ydinehtoja (KPMG 2023; PwC 2023).

Preferenssit täydentävät tämän kokonaisuuden. Useilla sijoittajilla on arvopohjaisia tavoitteita, jotka saavat heidät suosimaan vastuullisuutta. Tällöin label toimii kielellisenä linkkinä preferenssien ja tuotteen välillä. Se tekee arvoista ja tavoitteista operatiivisesti valittavia ominaisuuksia. Sijoittaja voi ostaa samalla päätöksellä sekä odotettua tuottoa, että kokemusta siitä, että sijoitus tukee haluttuja kestävyystavoitteita. Empiirinen tutkimus osoittaa, että sijoittajat sijoittavat ESG-rahastoihin ja pitävät niissä pääomaa myös silloin, kun odotetaan hieman heikompa riskikorjattua tuottoa. Tämä johtuu siitä, että arvot ja identiteetti ovat osa hyötyä. Sijoittaja saa hyvinvointia myös siitä, miltä salkku hänestä tuntuu, ei vain sen tuotosta (Riedl & Smeets 2017, s. 2505–2550).

Sijoitusalaalla vastaavasti ammattilaiset raportoivat käyttävänsä ESG-tietoa ennen kaikkea taloudellisen olennaisuuden vuoksi, mutta myös asiakastarpeen ja tuotestrategian takia. Tämä havainto vahvistaa labelin käytännöllistä roolia muuttua preferenssejä ostokäyttäytymiseksi (Amel-Zadeh & Serafeim 2018, s. 87–103). Label toimii linkkinä taloudellisen ja arvopohjaisen tulkinnan välillä. Se kuvaa yhtä aikaa ESG-tekijöiden merkitystä riskeinä ja mahdollisuuksina sekä sitä, millaista arvoulottuvuutta tuote tarjoaa sijoittajalle. Preferenssimekanismi ei siis ole pehmeä lisä, vaan osa sitä, miten kysyntä muodostuu ja mihin tuotteisiin pääomat ohjautuvat.

Näiden vaikutusmekanismien yhteisvaikutus näkyy markkinatasolla rahavirtoina ja joissain tapauksissa jopa hinnoittelussa (Hartzmark & Sussman 2019, s. 31–36). Kun suuri sijoittajamassa käyttää labelia suorana indikaattorina ja sääntönä, voi pääoma ohjautua järjestelmällisesti kohti tietyllä tavalla nimettyjä instrumentteja. Vastaava ilmiö näkyy velkakirjamarkkinoilla *green bond* -segmentissä, jossa vihreä leima ja sen todennettavuus liittyvät omistajarakenteeseen ja ajoittain hinnoitteluun. Teoreettisesti labelin vaikutus voidaan hahmottaa ESG-tehokkuusrintaman kautta. ESG toimii yhtä aikaa informaationa ja preferenssinä, jolloin optimaalinen valinta riippuu sekä sijoittajan hyötyfunktioista että siitä, kuinka informatiivinen label on todellisesta riskistä ja kassavirroista (Pedersen, Fitzgibbons & Pomorski 2021, s. 572–575, 580–585). Jos label on sekä uskottava signaali että arvoihin kiinnittyvä kehys, sen vaikutus ei jää yksittäisen sijoittajan tasolle, vaan voi heijastua myös riskipremioihin ja pääomakustannukseen valituilla markkinasegmenteillä.

2.3 EU-viitekehys

Euroopan unionin kolmiportainen kehikko jäsentyy siten, että SFDR tuo kestävyysväitteet tuotteiden julkistusvelvoitteiksi, ESMA varmistaa nimien ja termien kurinalaisen käytön markkinoinnissa ja CSRD/ESRS yhtenäistää tietopohjan. SFDR:n ydin on, että rahastojen ja muiden rahoitustuotteiden on kerrottava ennakkoon ja säännöllisesti, miten ne edistävät ympäristö- ja sosiaalisia ominaisuuksia. Tällaisia tuotteita kutsutaan SFDR:n artikla 8-tuotteiksi. Jos taas tuotteen tavoitteena on kestävä

sijoitus, kyse on SFDR:n artikla 9-tuotteesta, jolloin on lisäksi avattava sitovat kriteerit, menetelmät ja seuranta. Näin tuotteen kielellisestä lupauksesta tulee julkistukseen sidottu väite, jonka vertailtavuutta sijoittaja voi arvioida ajallisesti ja tuotteiden välillä.

ESMA täydentää SFDR:n asettamia vaatimuksia nimeämisen sääntelyllä. Vuoden 2024 ohjeissa määritellään, millä edellytyksillä ESG- tai sustainability-termejä saa käyttää rahaston nimessä. Tässä edellytetään muun muassa merkityksellistä sitovaa osuutta sijoitusprosessissa, keskeisten haitallisten vaikutusten huomioimista sekä läpinäkyviä poissulkuja. Kun termien käyttöä rajataan konkreettisilla edellytyksillä ja sisällöt dokumentoidaan avoimesti, sanojen ja todellisen sisällön linjaus paranee ja viherpesun mahdollisuudet kapenevat (ESMA 2024).

CSRD-direktiivi ja sitä konkretisoivat ESRS-standardit laajentavat ja yhdenmukaistavat EU-yhtiöiden kestävyysraportointia. Se sisältää vaatimuksen, mitä tietoja on annettava, miten olennaisuus arvioidaan ja millainen riippumaton varmennus edellytetään. Kun yritysdata on vertailukelpoisempaa ja varmennettua, rahastojen on helpompi ankkuroida SFDR-julkistuksensa yhtiötason mittareihin. Tämä tukee myös ESMA:n nimisääntöjen informatiivisuutta sijoittajalle (Euroopan komissio 2024; Finsif 2021).

Euroopan unionin kehikko toimii kerroksittaisena kokonaisuutena, jossa jokaisella osalla on eri rooli labelin uskottavuuden rakentamisessa. SFDR asettaa tuotteille julkistus- ja sisältövaatimukset, jotka tekevät kestävyysväitteistä etukäteen ja jälkikäteen todennettavia. ESMA varmistaa, että rahastojen nimet ja markkinointikieli vastaavat tätä substanssia nostamalla nimenkäytölle selkeät vähimmäisehdot (ESMA 2024). CSRD/ESRS puolestaan yhdenmukaistaa yritystason tiedon, jota vasten tuotekohdattaiset väitteet voidaan peilata. Yhdessä nämä tasot siirtävät labelin markkinointisignaalista kohti todennettavaa indikaattoria. Tällöin kielen ja sisällön suhde selkeytyy, tietopohja vahvistuu ja sijoittajan vertailu helpottuu. (ESMA 2024; Euroopan komissio 2024).

Yritystasolla CSRD ja sitä konkretisoivat ESRS-standardit laajentavat ja yhdenmukaistavat kestävyysraportointia. Nämä standardit täsmentävät, mitä tietoja on raportoitava ja millä periaatteilla olennaisuus arvioidaan (Euroopan komissio 2023). Standardit tuovat verifioinnin ja hallituksen vastuun lähemmäs taloudellista raportointia. Tämä kasvattaa datapohjan vertailukelpoisuutta ja vähentää arvioijien välisten erojen sattumanvaraisuutta, mikä puolestaan parantaa rahastotuotteiden kykyä ankkuroida nimensä todellisiin yhtiötason mittareihin (Euroopan komissio 2023; Ecobio 2023). Kun yritysdata on yhtenäistä ja varmennettua, tuotteen väitteet ovat helpommin testattavissa ja label toimii tällöin siltana yhtiötason numeroihin, ei niiden peitteenä. Kokonaisvaikutus on markkinakielen normalisoituminen. Termit, luokittelut ja raportit alkavat tarkoittaa samaa kaikille osapuolille, mikä

alentaa sijoittajan tiedonhankinnan kustannuksia ja vahvistaa sijoittajansuojaa (Euroopan komissio 2024; Finsif 2021).

Teoreettisesti kehikko tukee sekä signaalin uskottavuutta että preferenssien toteutusta. Kun nimiä ei voi käyttää vapaasti ja kun raportointi näyttää, miten sitovat osat vaikuttavat salkun kokoonpanoon ja päästöpolkuihin, labelin informatiivisuus kasvaa (ESMA 2024; SFDR 2019/2088; Euroopan komissio 2024; Christensen, Hail & Leuz 2021). Samalla arvopohjaiset sijoittajat saavat paremman mahdollisuuden toteuttaa preferenssinsä ilman kohtuuttomia etsintäkustannuksia (Hartzmark & Sussman 2019; Pástor, Stambaugh & Taylor 2021; Christensen, Hail & Leuz 2021). Markkinan kannalta tämä on mekanismi, joka voi siirtää pääomia kohti ominaisuuksia, joita sijoittajat arvottavat tai pitävät taloudellisesti olennaisina. Se myös tekee sen tavalla, joka kestää julkisen tarkastelun.

Yritystasolla CSRD/ESRS-kehikon vaikutus on välillinen mutta labelin kannalta ratkaiseva. Kun yritykset raportoivat kestävyystietoja standardoidummin ja varmennetummin, rahastojen on helpompi ankkuroida omat väitteensä yhtiötason dataan. Saman toimialan yhtiöitä voi vertailla paremmin ja mittaamisen erot kaventuvat ajan myötä (Euroopan komissio 2023; PwC 2023). Tämä vähentää riskiä, että label rakentuu heiveröisen ja vaikeasti vertailtavan tietopohjan varaan. Vaikka siirtymä on monivuotinen ja standardien omaksuminen vaihtelee, on standardoinnin tavoite selkeä. Mitä yhtenäisempää yritysdata on, sitä uskottavammin rahastot voivat kytkeä nimen prosessiin ja salkun ominaisuuksiin, ja sitä paremmin sijoittaja voi arvioida, vastaako label toteutunutta sisältöä (Euroopan komissio 2024; Finsif 2021). SFDR:n julkistusvaatimukset, ESMA:n nimikuri ja CSRD/ESRS:n vahvistama datapohja muuttavatkin labelin luonnetta mielikuvasta kohti verifioitavaa indikaattoria (ESMA 2024; SFDR; Euroopan komissio 2024).

2.4 Preferenssit, informaatio ja sääntely

Labelin vaikutusta sijoittajan päätökseen on helppo käsitellä kolmen vaikutusmekanismin kautta. Preferenssikanavassa sijoittaja arvottaa vastuullisuutta itsessään. Kun nimi ja artikla tekevät vastuullisuudesta näkyvän, karsinta tehostuu ja pääomia suuntautuu kohti tuotteita, jotka heijastavat sijoittajan arvoja (Heinkel, Kraus & Zechner 2001, s. 432–435). Tämä tapahtuu myös silloin, kun tuotto- ja riskiprofiilit ovat lähellä toisiaan. Tutkimus rahastovirroista tukee tätä tulkintaa. Kun kestävyysmerkintä tehdään olennaiseksi, virrat reagoivat ja nimen informatiivisuus ylittää usein pelkän tuottohistorian selitysvoiman valintatilanteessa (Hartzmark & Sussman 2019 s. 6, 18–22, 31–36; Finsif 2021). Preferenssit eivät kuitenkaan ole homogeenisia, vaan saman labelin merkitys vaihtelee sijoittajaryhmittäin ja ajan yli.

Informaatiomekanismissa label toimii lyhyenä indikaattorina taustalla olevasta prosessista ja salkun ominaisuuksista. Päätös paranee, jos nimi todella kertoo jotakin ratkaisevaa yhtiöiden riskeistä, tulevista kassavirroista tai salkun vastuullisuusprofiilin mitattavista puolista (Giese, Nagy & Lee 2019, s. 69–83; Khan, Serafeim & Yoon 2016, s. 1697–1724). Tällöin label ei ainoastaan kerro, että tämä tuote välittää ESG:stä, vaan että prosessissa käytetään sitovia kriteereitä ja raportoidaan mittareita, joiden avulla riskin ja tuoton suhdetta voi arvioida. Sääntely pyrkii vahvistamaan juuri tätä kehystä. Mitä kurinalaisempi vastuullisuus nimien ja termien käyttö ja mitä standardoidumpi datapohja, sitä todennäköisemmin label välittää todellista tietoa eikä vain mielikuvaa. Samaan aikaan rating-divergenssi muistuttaa, että arvioijien erot eivät katoa yhdessä yössä. Sijoittajan on siksi hyödyllistä tarkistaa, miten labelin takana oleva prosessi suhteutuu näihin eroihin ja missä määrin poikkeamat johtuvat mittarivalinnoista (ESMA 2024; SFDR; Euroopan komissio 2024; Berg, Kölbel & Rigobon 2022 s. 6–10).

Sääntelymekanismissa labelin vaikutus välittyy tarjontaan ja standardeihin. Kun nimien käyttöä rajataan ja ilmoitusvelvollisuus -tasoa nostetaan, tuotetarjonta muokkautuu ja valinnan kieli yhtenäistyy. Sääntely siirtää näin painopistettä markkinoinnista mitattavuuteen, joka pienentää viherpesulle jäävää tilaa ja tekee sijoittajan arjesta navigoitavamman. Se voi myös ohjata rahavirtoja epäsuorasti. Esimerkiksi jos nimissä käytetty terminologia edellyttää sitovia kriteereitä, tuotteiden on mukautettava prosessejaan ja salkkujaan vastaamaan näitä vaatimuksia. Silloin sijoittajien on helpompi löytää etsimänsä (ESMA 2024; SFDR; Finsif 2021). Nämä mekanismit eivät ole toisiaan poissulkevia, vaan tyypillisessä valintatilanteessa ne toimivat rinnakkain. Preferenssi motivoi, label tarjoaa informatiivisen ensi indikaation ja sääntely varmistaa, että indikaattorin takana on todennettavaa sisältöä (Hartzmark & Sussman 2019; Berg, Kölbel & Rigobon 2022).

2.5 Label ja hinnoittelu

Label ei jää kielen tasolle, vaan voi muuttua pääomavirtojen kautta myös hinnaksi. Kun sijoittajien preferenssit vastuullisuutta kohtaan ovat laajoja ja pysyviä, pääomia ohjautuu systemaattisesti kohti label vaikutuksen alaisia tuotteita, mikä voi ajan myötä näkyä riskipremioissa ja pääomakustannuksessa. Tasapainomalleissa tämä tarkoittaa, että sijoittajat ovat valmiita hyväksymään hieman matalamman odotetun tuoton saadakseen vastuullisuusominaisuuksia, jolloin hinnat heijastavat preferenssejä pysyvämmin. (Pastor, Stambaugh & Taylor 2021, s. 1–3). Kaikki hinnoittelu ei kuitenkaan kulje labelin kautta. Yksittäiset riskiteemat, kuten hiiliriski, voivat näkyä suoraan tuotoissa ja rahoitusehdoissa riippumatta siitä, onko yhtiö labeloitu vai ei (Bolton & Kacperczyk 2021, s. 1–2).

Käytännössä label kytkeytyy tähän kahdella kanavalla. Ensimmäiseksi preferenssikanava madaltaa transaktio- ja etsintäkustannuksia. Kun tuote on nimetty selkeästi, arvoihin kiinnittyvä sijoittaja löytää sen helpommin ja rahavirrat kanavoituvat jo etsintä vaiheessa (Hartzmark & Sussman 2019, s. 5–6, 31–36). Informaatiokanava puolestaan vahvistuu, kun SFDR/CSRD tuo yhtiö- ja tuotetason datan lähemmäs päätöksentekoa ja ESMA kiristää nimenkäytön ehtoja. Tällöin label ei ole pelkkä iskulause vaan viittaa todennettaviin poissulkuihin, prosesseihin ja salkun ominaisuuksiin. (Hartzmark & Sussman 2019; Pastor, Stambaugh & Taylor 2021, s. 2–4). Kun molemmat kanavat toimivat yhtä aikaa, seurauksena voi olla markkinatason vaikutus. Tämän seurauksena pääomaa siirtyy kohti ominaisuuksia, joita sijoittajat arvottavat tai pitävät taloudellisesti olennaisina.

Empiirinen näyttö tukee tätä kehikkoa valikoiduissa segmenteissä. Rahastotasolla nimeämisen ja kehityksen on osoitettu ohjaavan virtoja kohti kestäviksi brändäytyjä tuotteita (Hartzmark & Sussman 2019, s. 6, 19–22). Velkakirjamarkkinoilla vihreä label ja sen verifioitavuus kytkeytyvät omistajakenteeseen ja ajoittain hinnoitteluun. Vihreissä joukkovelkakirjoissa havaitaan matalampi tuottovaatimus, mikä on linjassa sijoittajien vastuullisuuspreferenssien kanssa. (Baker, Bergstresser, Serafeim & Wurgler 2022). Osakemarkkinoilla hiiliriskin hinnoittelu tarjoaa rinnakkaisen esimerkin informaatiovetoisesta kanavasta, jossa politiikan ja teknologian kiristyminen nostaa päästöriskien pääomakustannusta (Bolton & Kacperczyk 2021, s. 1–2). Vaikutus ei kuitenkaan ole automaattinen, vaan se edellyttää kysynnän pysyvyyttä, labelin todennettavuutta ja kykyä erottaa aidosti riskiprofiililtaan erilaiset yhtiöt pelkästä markkinointikielestä. Jos sisältö ei vastaa nimeä, lyhytaikaiset virrat voivat kääntyä ja hinnat normalisoitua. Juuri tästä syystä nimikuri, mittareiden läpinäkyvyys ja seuranta ovat ehtoja sille, että labelin vaikutus hinnoitteluun on vakaa eikä pelkkä hetkellinen vivahde (Hartzmark & Sussman 2019; Baker et al. 2022; Pastor, Stambaugh & Taylor 2021, s. 2–4).

2.6 Suomalainen toimintaympäristö

Suomessa label-vaikutusta muokkaa kaksi rakenteellista piirrettä. Ensimmäinen on sääntelyn kurinalainen toimeenpano. EU-tasoiset nimeämis sääntelyt ja julkistusnormit viedään käytäntöön nopeasti, mikä tekee termien käytöstä yhtenäistä ja parantaa dokumentaation laatua. Toisena tekijänä on markkinan koko ja toimijoiden tiheä vuorovaikutus. palveluntarjoajien toimintamallit ja periaatedokumentit lähentyvät toisiaan. Myös käytännöt, kuten poissulut, sitovat osuudet, PAI-indikaattoreiden hyödyntäminen, äänestyslinjat ja vaikuttamisprosessit ovat suhteellisen läpinäkyviä (Finsif 2021). Tämä yhdistelmä tekee labelista käytännössä hyödyllisen karsintavälineen. Nimi ja artikla ohjaavat nopeasti oikealle hyllylle, ja vastaavuus voidaan tarkistaa lyhyistä periaateasiakirjoista, sekä säännöllisistä

salkkuraporteista. Kotimainen kartoitus varainhoitajien prosesseista ja tietolähteistä tukee tätä tulkin-
taa (OP 2024; Nordea Asset Management 2023). Suomessa vastuullisen sijoittamisen menetelmät,
dataratkaisut ja aktiivisen omistajuuden käytännöt ovat kypsyneet nopeasti, mikä vahvistaa labelin
informatiivisuutta silloin, kun nimen ja sisällön vastaavuus on dokumentoitu (Jutilla, Ruman & Sahl-
ström 2024, s. 74–75, 80, 83–85).

Samalla on muistettava, että rating-divergenssiä esiintyy myös Suomen rajojen sisäpuolella. Sijoitta-
jan on hyödyllistä tarkistaa, mihin arvioijien tietoihin label nojaa, millä painoilla mittareita yhdiste-
tään ja miten poissulut toteutuvat omistuksissa. Finsifin käytäntöjä kuvaava materiaali korostaa ni-
menomaan vaikuttavuusketjun logiikkaa. Lähtöpanoksista toimintatapoihin, tuotoksiin ja lopulta tu-
loksiin (Finsif 2021). Kun tuotteet avaavat tämän ketjun selkeästi, labelista tulee portti läpinäkyvyys-
teen, eikä sen korvike. Tämä auttaa myös opastamaan kotimaisia sijoittajia erottelemaan tilanteet,
joissa label tuo todellista päätöshyötyä, niistä, joissa tarvitaan syvempi perehtyminen mittarien ja
salkun vastaavuuteen (Finsif 2021; Jutilla, Ruman & Sahlström 2024, s. 74–75).

Käytännön johtopäätös suomalaiselle sijoittajalle on kaksiosainen. Labelilla kannattaa karsia, mutta
päätös on hyvä ankkuroida lyhyisiin, standardoituihin dokumentteihin, jotka näyttävät sitovat kritee-
rit, mittarit ja seurannan. Lisäksi on tärkeää hyödyntää kahta toisistaan riippumatonta arviointiläh-
dettä ja peilata tulokset yhtiöiden omiin raportteihin. Näin minimoidaan mittaamisen hajanaisuudesta
johtuva virheriski. Kun nämä rutiinit ovat kunnossa, labelista tulee tehokas ja luotettava osa päätös-
prosessia myös suomalaisessa sääntely-ympäristössä.

2.7 Yhteenveto

Tässä luvussa on rakennettu label-vaikutuksen perusta teoreettisesti ja institutionaalisesti. Ensin hah-
motettiin label sijoittajan arjen näkökulmasta. Nimeäminen ja SFDR-luokitus ovat nopeasti hyödyn-
nettävä karsintaväline, joka jäsentää laajaa vaihtoehtojoukkoa mutta edellyttää tuekseen todennetta-
vaa sisältöä (Finsif 2021; SFDR; ESMA 2024). Seuraavaksi kuvattiin, miksi label voi vaikuttaa pää-
tökseen jo ennen syvempää perehtymistä. Kehystys ja olennaisuus ohjaavat huomiota, ja signaali on
hyödyllinen silloin, kun sen todennettavuus on vahva ja liioittelun kustannukset ovat korkeita (Hartz-
mark & Sussman 2019, s. 10–12, 39–40; ESMA 2024; Euroopan komissio 2024). Kolmanneksi tun-
nistettiin mittaamisen haasteet. Rating-divergenssi ja viherpesun riski tekevät labelista yhtä aikaa
hyödyllisen ja riskialttiin karsintavälineen, jos nimeä ei tarkastella rinnakkain prosessi- ja salkkutie-
tojen kanssa. (Berg, Kölbel & Rigobon 2022 s. 3–4; Finsif 2021). Lopuksi koottiin EU-kehikon mer-
kitys. SFDR:n julkistusvaatimukset, ESMA:n nimeämisohje ja CSRD/ESRS:n vahvistama yritysdata

muuttavat labelin luonnetta mielikuvasta kohti verifioitavaa indikaattoria ja ohjaavat samalla tarjontaa läpinäkyvämpään suuntaan (ESMA 2024; SFDR; Euroopan komissio 2024).

3 ESG-label sijoittajan päätöksenteossa

3.1 Valintatilanne rahastomarkkinoilla

Labelia on tutkimuksessa tarkasteltu tähän mennessä käsitteellisesti: kehystävänä kielenä, mahdollisena signaalina ja sääntelyn kohteena. Tässä luvussa näkökulma siirretään konkreettiseen valintatilannetta, jossa yksityissijoittaja valitsee rahastolistauksen ja tekee muutamassa minuutissa karsinnan vaihtoehtoista. Kysymys muodostuu siitä: miten labelia käytetään karsinnassa ja mitä tästä seuraa pääoma virroille, sisällön vastaavuuden arvioinnille ja lopulta myös hinnoittelulle?

Tyypillisessä suomalaisessa palvelussa päätös etenee kolmen askeleen kautta. Ensimmäisessä vaiheessa sijoittaja suodattaa vaihtoehtoja hakukriteereillä. Sijoitusalue, tuotekategoria ja usein myös kestävyteen liittyvät filtrit, kuten vastuullinen tai artikla 8–9 (Finsif 2021). Tässä vaiheessa label toimii puhtaasti teknisenä suodattimena. Rahastot, joilla ei ole oikeaa nimeä tai SFDR-luokitusta, putoavat pois näkymästä, eivät siksi että ne olisivat huonoja, vaan koska ne eivät osu haun kielellisiin ehtoihin. Toisessa vaiheessa sijoittaja vertailee lyhyelle listalle jääneitä tuotteita usein muutaman keskeisen numeron perusteella. Näitä ovat esimerkiksi kulut, historia ja riskiluokka. Vasta kolmannessa vaiheessa osa sijoittajista avaa tarkemmin rahaston kuvauksen, periaatedokumentit ja mahdolliset vastuullisuusraportit.

Labelin kannalta olennaista on, että se on läsnä kaikissa näissä vaiheissa, mutta eri rooleissa. Ensimmäisessä vaiheessa se ratkaisee, näkyykö tuote ylipäättään listalla. Toisessa vaiheessa se toimii eräänlaisena laadun takuuna. Sijoittaja voi olettaa, että artikla 8–9 -tuotteet ovat jollakin tavoin rajattuja pois kaikkein ongelmallisimmista kohteista, vaikka yksityiskohtiin ei vielä perehdytä (Finsif 2021). Kolmannessa vaiheessa labelia pitäisi lukea yhdessä prosessi- ja salkkutiedon kanssa, jotta nimelle löydetään todellinen vastine.

Tämän tutkielman kannalta valintatilanteen ydinongelma voidaan muotoilla seuraavasti. Label helpottaa valintaa, mutta samalla se houkuttelee oikaisemaan sisällön arvioinnissa. Kirjallisuus viittaa siihen, että jo pelkkä nimeäminen voi siirtää virtoja, vaikka tuotto-riski-profiili ei eroa kilpailijoista (Hartzmark & Sussman 2019, s. 3–4, 18, 32). Samalla ESG-arvioiden hajonta ja viherpesun riski muistuttavat, että pelkkä label ei riitä kuvaamaan salkun todellisia ominaisuuksia (Berg, Kölbel & Rigobon 2022, s. 5–12, 23–27; Finsif 2021). Luku 3 tarkastelee, miten nämä tekijät näkyvät konkreettisina valintatilanteina sijoittajalle.

Analyysi rakentuu kolmen kysymyksen ympärille. Ensiksi tarkastellaan, miten kehystys ja nimeäminen ohjaavat rahastovirtoja ja karsintaa tilanteessa, jossa sijoittajan aika on rajallinen. Toiseksi arvioidaan, miten sijoittaja voi käyttää sääntelyä ja useampia tietolähteitä suodattimena, jonka avulla labelista tulee päätöstä parantava indikaattori, eikä pelkkä iskulause. Kolmanneksi pohditaan, millaisissa olosuhteissa labelin ja sisällön vastaavuus voi näkyä markkinatasolla myös hinnoittelussa ja pääomakustannuksessa, ja milloin kyse on vain tilapäisestä massasta johtuvasta liikkeestä (Pástor, Stambaugh & Taylor 2021, s. 552–562; Bolton & Kacperczyk 2021, s. 520–531, 538–545).

3.2 Rahastovirrat ja kehystys

Kehystys vaikuttaa siihen, mihin sijoittajan huomio kiinnittyy ja mitä vaihtoehtoja hän pitää relevantteina. Tämä näkyy myös rahastovirroissa ja päätöskäyttäytymisessä käytännössä. Yhdysvaltalaisissa rahastoaineistoissa on havaittu, että rahastot, jotka saavat näkyvän kestävän kehityksen kehyksen, alkavat kerätä enemmän pääomavirtoja, vaikka riskikorjattu tuotto ei keskimäärin parane (Hartzmark & Sussman 2019, s. 3–4, 18–32). Tämä viittaa siihen, että nimi ja kehys toimivat etsintäkustannuksia alentavana nopeana suodattimena, jonka kautta sijoittaja rajaa vaihtoehtoja ennen perusteellisempaa analyysia itse kohteesta.

Suomalaisessa kontekstissa vastaava ilmiö voidaan havaita palveluntarjoajien tavassa rakentaa käyttöliittymiä. Verkkopankkien ja välittäjien hakusivuilla sijoittaja kohtaa usein erilliset suodattimet artikla 8 ja artikla 9 -rahastoille, sekä kestävän kehityksen teemoille. Kun sijoittaja valitsee vastuulliset tai ainoastaan artikla 8/9 -rahastot, hän tekee päätöksen, joka muuttaa koko tarkasteltavaa joukkoa ennen kuin yksittäisten tuotteiden sisältöä on avattu (Nordnet 2025). Tämä on hyödyllistä ja rationaalista ajankäytön kannalta, mutta samalla se antaa labelille huomattavan määrän vaikutusvaltaa. Rahastot, jotka eivät ole ehtineet tai halunneet ottaa käyttöön näkyvää kestävyyskehystä, jäävät sivuun (Finsif 2021).

Konkreettisessa päätöstilanteessa kehystys ja numerot kulkevat rinnakkain. Kun sijoittaja tarkastelee listaa, jossa on sekä kestävyys, ympäristö ja vihreä siirtymä nimettyjä artikla 8/9 -rahastoja, sekä perinteisemmin nimettyjä tuotteita, huomio kiinnittyy ensin tunnistettaviin avainsanoihin ja symboleihin. Vasta tämän jälkeen katse siirtyy kuluihin, tuottohistoriaan ja riskiluokkaan (Hartzmark & Sussman 2019, s. 8; Bordalo, Gennaioli & Shleifer 2013; Barber, Odean & Zheng 2005). Jos kaksi rahastoa ovat muuten samankaltaisia, mutta toinen on selvästi kestävyyskehystetty ja toinen ei, kirjallisuuden perusteella on todennäköistä, että pääoma virrat painottuvat kestävyyttä korostavaan

tuotteeseen, vaikka sen kulut olisivat hieman korkeammat tai tuottohistoria lyhyempi (Hartzmark & Sussman 2019, s. 18, 32).

Kysymys ei ole pelkästään yksilöiden makutottumuksista sijoitusmielessä, vaan myös markkinarakenteesta. Kun varainhoitajat näkevät, että kestävyyttä korostavat nimet ja luokitukset houkuttelevat virtoja, syntyy kannustin muotoilla tuotteita ja markkinointia tämän mukaisesti. Pahimmillaan tämä voi johtaa tilanteeseen, jossa kehyksen muuttaminen tuottaa enemmän virtoja kuin itse sijoitusprosessin kehittäminen. Sääntely pyrkii pienentämään tätä riskiä, mutta yksittäisen sijoittajan näkökulmasta karsintalogiikka on silti kriittinen. Mitä enemmän nimeen nojataan, sitä tärkeämpää on varmistaa, että nimellä on taustalla todennettava sisältö (Finsif 2021; ESMA 2024).

Kehystä tarkastellaan tämän takia nimenomaan rahastovirtojen ja karsintapäätösten näkökulmasta. Mahdollinen hinnoitteluvaikutus on seuraus siitä, että virrat kasautuvat pysyvästi tiettyihin kehyksiin. Ennen kuin voidaan puhua riskipreemioiden muutoksista, on ymmärrettävä, miten niin sanottu ensimmäinen kierros toimii. Mitkä tuotteet pääsevät tarkemman tarkastelun kohteeksi ja mitkä jäävät pysyvästi ulkopuolelle? Rahastovirrat heijastavat tätä kehitystä siten, että labelilla on usein ratkaiseva, vaikkei yksin määräävä rooli valintojen muotoutumisessa. (Hartzmark & Sussman 2019, s. 3–4, 14, 18).

3.3 Sääntely suodattimena

SFDR-, ESMA- ja CSRD/ESRS-kehikko muodostavat sääntelykokonaisuuden, jonka tarkoitus on vähentää viherpesua ja tehdä kestävyysväitteistä todennettavia (SFDR 2019/2088; ESMA 2024; Euroopan komissio 2024; Finsif 2021). Kun samaa kehikkoa tarkastellaan sijoittajan kannalta suodattimena, herää kysymys: miten yksittäinen sijoittaja voi hyödyntää näitä kerroksia rakentaakseen systemaattisen tavan testata labelin uskottavuutta viime kädessä?

Ensimmäinen suodatin liittyy SFDR-luokitukseen. Sijoittaja voi aloittaa yksinkertaisesta kysymyksestä: onko rahastolla artikla 8 vai 9 -status, ja mitä tämä käytännössä tarkoittaa kyseisen tuotteen kohdalla. Artikla 8 -rahastojen kohdalla tarkastelun painopiste on siinä, miten ympäristö- ja sosiaalisia ominaisuuksia edistetään, artikla 9 -rahastoissa taas siinä, mikä on varsinainen kestävä sijoitustavoite, ja miten se on määritelty ja mitattu (SFDR 2019/2088). Tutkimuksen perusteella kyse ei ole vain terminologiasta, vaan velvoitteesta raportoida sitovat kriteerit, menetelmät ja seuranta. Karsintavaiheessa sijoittaja voi käyttää tätä hyödykseen tarkistamalla, löytyykö rahaston dokumenteista

selkeä kuvaus siitä, mitä artikla 8 tai artikla 9 tarkoittaa juuri tässä rahastossa, eikä vain yleisluonteista viittausta.

Toinen suodatin liittyy ESMA:n nimeämisohjeisiin. Vuoden 2024 ESMA ohjeet rajaavat, milloin ESG- ja kestävyys -termejä saa käyttää rahaston nimessä ja millaisia sitovia osuuksia, poissulkuja ja haitallisten vaikutusten huomioimista tämä edellyttää (ESMA 2024). Sijoittaja voi hyödyntää tätä huomioimalla, että korostetaanko nimessä kestävyyttä, onko rahastolla dokumentoitu sitova osuus, joka todella ohjaa sijoitusprosessia, vai jääkö kestävyys vain yleiseksi periaatteeksi. Tämä tarkoittaa esimerkiksi sen tarkistamista, onko tietty osuus salkusta rajattu pois joidenkin tiettyjen normien tai toimialojen perusteella ja miten tämä näkyy salkun omistuksissa. Näin ESMA:n ohjeista tulee sijoittajalle lista tarkennettavia kysymyksiä, ei vain taustasääntöjä.

Kolmas suodatin nousee CSRD- ja ESRS-standardien luomasta yhtiötason datapohjasta. Standardoitu ja varmennettu kestävyysraportointi parantaa mahdollisuuksia vertailla yhtiöitä keskenään ja pienentää arvioijien välisen hajonnan sattumanvaraisuutta (Euroopan komissio 2024; Finsif 2021). Sijoittajan näkökulmasta tämä antaa mahdollisuuden peilata rahaston väitteitä suoraan yhtiöiden omiin raportteihin. Esimerkiksi jos rahasto väittää vähentävänsä salkun hiili-intensiteettiä tai painottavansa tiettyjä teemoja, CSRD/ESRS-pohjainen raportointi mahdollistaa tämän tarkistamisen. Esimerkiksi, että näkyykö tämä yhtiöiden päästöprofiileissa, investoinneissa ja riskienhallinta kuvauksissa.

Kun nämä kolme suodatinta yhdistetään, syntyy sijoittajalle hyödyllinen prosessi. Ensin labelilla voidaan karsia, mutta heti tämän jälkeen sijoittaja voi vaatia todisteet että, miten SFDR-luokitus on perusteltu, täyttääkö nimi ESMA:n edellytykset ja tukeeko yritysdata väitteitä, joita rahasto esittää. Tähän voi kytkeä aikaisemmin käsitelty mittauksien poikkeamien hallinnan. Sen sijaan, että turvauduttaisiin yhteen ESG-arvioijaan, sijoittaja voi tarkistaa vähintään kahdesta toisistaan riippumattomasta lähteestä ja verrata niitä yhtiöiden omiin raportteihin (Berg, Kölbel & Rigobon 2022, s. 5–10, 23–26; Finsif 2021). Näin sääntelykehikko ja arviointitieto tukevat toisiaan, ja helpottavat sijoittajan tiedonkeruuta.

Sääntelysuodattimien käyttö ei poista tarvetta omalle harkinnalle, mutta se antaa rakenteen, jonka avulla labelista voidaan tehdä hyödyllinen indikaattori. Kun SFDR-, ESMA- ja CSRD/ESRS-tasot luetaan yhdessä, nimi ei ole enää vain ensimmäinen mielikuva, vaan osa loogista ketjua. Label, sitovat kriteerit, mittarit ja raportointi kaikki toimien yhdessä. Tarkastelu kohdistuu siihen, millä ehdoilla labelista muodostuu sijoittajalle aidosti hyödyllinen työkalu, eikä vain yksi lisäkerros markkinointia. (Finsif 2021; ESMA 2024; SFDR 2019/2088; Euroopan komissio 2024; Jutila ym. 2024, s. 74–75, 77).

3.4 Labelin informatiivisuus ja kustannukset

Labelista tulee sijoittajalle hyödyllinen vasta silloin, kun se tiivistää olennaista tietoa päätöksen kannalta. Käytännössä kysymys on siitä, kuinka paljon rahaston nimi ja SFDR-luokitus kertovat jo ensisilmäyksellä siitä, millaista sijoitusprosessia rahasto noudattaa ja millaisia ominaisuuksia sen salkulla tosiasiaassa on. Jos lyhyt indikaattori vastaa taustalla olevaa prosessi- ja sisältöinformaatiota, label voi parantaa päätöstä merkittävästi. Jos taas nimi irtoaa sisällöstä, label jää irralliseksi mielikuvaksi, josta sijoittaja voi lopulta maksaa sekä kuluissa, tuotto-odotuksessa, että lisätyönä päätöksentekotilanteessa.

Labelin informatiivisuutta on siksi tarkasteltava yhdessä mittausten poikkeavuuden ja kustannusten kanssa: miten hyvin label kestää vertailun taustadataan, miten luotettavaa tämä data on, ja millainen hinta tästä yhdistelmästä muodostuu sijoittajalle? Päätöstilanteessa labelin informatiivisuus paljastuu siinä, miten pitkälle sijoittaja luottaa nimeen ennen kuin siirtyy taustatiedon tarkasteluun. Jos rahastolistalla näkyy useita kestävyys tai ympäristö nimettyjä artikla 8–9 -rahastoja ja muutamia perinteisemmin nimettyjä vaihtoehtoja, sijoittaja voi mieltää labeloidut rahastot valmiiksi turvallisemmaksi tai paremmin omaa arvopohjaa vastaavaksi joukoksi. Silloin sijoittaja voi siirtyä heti vertailemaan niiden kuluja ja historiaa (Hartzmark & Sussman 2019, s. 3–4, 9). Label toimii tällöin alustavana laadun kriteerinä, vaikka sen taustalla olevasta prosessista tai salkun ominaisuuksista ei ole vielä tarkempaa käsitystä. Informatiivisuus on korkea vain, jos myöhemmin avautuva dokumentaatio ja salkkuraportit vahvistavat tämän ensivaikutelman.

Mittauksien poikkeavuus tekee tästä arviosta haastavamman. Tutkimus osoittaa, että eri ESG-arvioijat voivat antaa samoille yhtiöille huomattavan erilaisia vastuullisuusarvosanoja johtuen eroista mittareissa, painotuksissa ja tietolähteissä (Berg, Kölbel & Rigobon 2022, s. 5–12, 23–27). Kun rahastot nojaavat näihin arvioihin rakentaessaan omia vastuullisuusprofiilejaan, myös rahastotason luokitukset ja markkinoinnissa käytetyt väitteet voivat heijastaa tätä hajontaa. Yksityissijoittajan näkökulmasta tämä tarkoittaa, että sama ESG-label voi käytännössä tarkoittaa erilaisia salkkukokonaisuuksia riippuen siitä, mihin arvioijaan ja dataan rahaston lähestymistapa nojaa. Labelin informatiivisuus ei siksi ole annettu ominaisuus, vaan riippuu olennaisesti siitä, miten mittausten poikkeavuutta hallitaan.

Yksi tapa tarkastella informatiivisuutta on ajatella labelia tiivistyksenä kolmesta tasosta: SFDR-luokituksesta, rahaston omasta vastuullisuusprosessista ja salkun toteutuneesta profiilista. SFDR

antaa karkean viitekehysten siitä, painotetaanko ominaisuuksia vai tavoitellaanko varsinaista kestävä sijoitusta (SFDR 2019/2088). Rahaston prosessikuvaus kertoo, millaisia poissulkuja, sitovia osuuksia, haitallisten vaikutusten huomiointia ja aktiivisen omistajuuden käytäntöjä sovelletaan käytännössä (Finsif 2021). Salkkuraportit ja yhtiötason kestävyysdata paljastavat, millaisiksi nämä periaatteet lopulta realisoituvat toimialajakaumana, päästöintensiteettinä tai normirikkomusten riskinä (Euroopan komissio 2023). Label on informatiivinen, kun nämä kolme tasoa muodostavat loogisen ketjun, jonka sijoittaja voi kohtuullisella vaivalla seurata. Jos jokin lenkki puuttuu tai on ristiriitainen, nimi menettää selitysvoimaansa.

Mittauksien poikkeavuus voi näkyä sijoittajalle esimerkiksi tilanteessa, jossa kaksi artikla 8 -rahastoa lupaa vähäpäästöistä sijoitusstrategiaa, mutta eri arvioijien mukaan niiden salkkujen hiili-intensiteetti on hyvin erilainen. Yhdellä mittaristolla rahasto näyttää olevan selkeässä etulyöntiasemassa, toisella ne ovat lähes samalla tasolla (Berg ym. 2022, s. 23–27). Tällöin singulaarinen pieni hiilijälki -label ei yksinään kerro, kumpi rahasto on lähemmäs sijoittajan tavoittelemaa profiilia. Sijoittajan kannalta rationaalinen tapa hyödyntää labelia on tällöin käyttää sitä lähtökohtana, ei päätöksen perusteena. Ensin rajataan labelin avulla tarkasteltava joukko, sen jälkeen tarkistetaan lyhyistä dokumenteista, mihin mittareihin ja arvioijien tietoihin väitteet perustuvat ja löytyykö linjakuus SFDR- ja ESG-lupauksen, sekä salkun toteutuneen profiilin väliltä (Finsif 2021; Jutila, Ruman & Sahlström 2024, s. 82–85).

Labelin informatiivisuudella on myös selkeä kustannuslottuvuus. Yksinkertaisin kustannus näkyy rahastokuluissa. Jos labeloidun rahaston hallinnointipalkkio on korkeampi, sijoittaja maksaa konkreettisesti siitä, että dataa kerätään, analysoidaan ja raportoidaan sekä että aktiiviseen omistajuuteen ja vuoropuheluun kohdistetaan resursseja (Finsif 2021). Tutkimus rahastovirroista viittaa siihen, että sijoittajat ovat valmiita hyväksymään näitä kustannuksia, jos he kokevat, että label tuo jotain lisä arvoa. Tämä voi olla esimerkiksi parempaa riskinhallintaa tai paremman mahdollisuuden toteuttaa omia arvojaan (Hartzmark & Sussman 2019, s. 3–4, 14–32). Jos label sen sijaan ei erotu sisällöllisesti tai mittareiden puolesta perinteisistä rahastoista, korkeampi kulutaso merkitsee käytännössä labelin tuomaa lisä kustannusta, jonka hyödyllisyys on kyseenalainen.

Toinen kustannustaso liittyy odotettuun tuottoon. Teoreettiset mallit ennustavat, että jos suuri osa sijoittajista arvottaa vastuullisuusominaisuuksia, he ovat valmiita hyväksymään hieman matalamman odotetun tuoton saadakseen halutun vastuullisuusprofiilin. Tämän seurauksena vastuullisesti profiloitujen yhtiöiden riskipremio laskee ja pääomakustannus pienenee (Pástor, Stambaugh & Taylor 2021, s. 552–562). Sijoittaja maksaa tällöin labelista osittain luopumalla tuotto-odotusta. Boltonin ja

Kacperczyk (2021, s. 520–531, 538–545) havainnot hiiliriskin hinnoittelusta tukevat ajatusta siitä, että tietyt ilmatoriskit voivat heijastua pääomakustannuksiin riippumatta labelista, mutta laajempi ESG-kehystys voi vahvistaa tätä vaikutusta. Labelin informatiivisuus on tällöin ratkaisevaa. Jos label todella ohjaa sijoittajan kohti yhtiöitä, joissa riskiprofiili on pitkällä aikavälillä kestävämpi, pienempi tuotto-odotus voi olla rationaalinen hinta. Jos taas label ei erota riskiprofiileja, sijoittaja kantaa tuotokustannuksen ilman vastaavaa riskihyötyä.

Kolmantena kustannuksena voidaan nähdä tiedonhankinnan ja seurannan vaiva. Jos labelin taakse on rakennettu selkeä dokumentaatioketju, joka noudattaa SFDR-, ESMA- ja CSRD/ESRS-kehikkoa, sijoittaja voi kohtuullisella ajankäytöllä varmistaa, että nimi vastaa sisältöä (ESMA 2024; Euroopan komissio 2023; 2024). Jos taas label on yleisluontoinen ja raportointi hajanaista, sijoittajan on joko käytettävä enemmän aikaa selvittääkseen, mitä rahasto käytännössä tekee, tai hyväksyttävä suurempi epävarmuus. Kustannus ei ole tällöin pelkästään rahallinen, vaan myös kognitiivinen. Mitä vaikeampi label on muuttaa todennettavaksi väitteeksi, sitä helpommin sijoittaja tukeutuu arkisiin päätelmiin ja heuristiikkoihin (Tversky & Kahneman 1981, s. 453–458; Bordalo, Gennaioli & Shleifer 2013).

Yhteenvedona voidaan todeta, että labelin informatiivisuus ja kustannukset kietoutuvat tiiviisti toisiinsa. Jos label ankkuroidaan johdonmukaisesti SFDR-julkistuksiin, selkeään prosessiin ja läpinäkyvään salkkudataan. Mittausten poikkeavuus hallitaan useamman lähteen ja standardoidun raportoinnin kautta ja kulut ovat linjassa lisäarvon kanssa, label voi muodostua sijoittajalle nettohyödylliseksi. Jos taas label nojaa epäselvään dataan, mittausten poikkeavuus jätetään huomiotta ja kulurakenne ei vastaa sisällön tasoa, sijoittaja voi päätyä maksamaan labelista ilman, että päätös paranee. Tässä mielessä label ei ole ilmainen lisä, vaan investointi, jonka arvo riippuu siitä, miten johdonmukaisesti nimi, mittarit ja toteutunut salkku kohtaavat.

3.5 Vaikutus eri sijoittajaprofiileissa

Labelin vaikutus ei ole kaikille sijoittajille samanlainen. Sen nettohyöty riippuu siitä, millaisia tavoitteita sijoittajalla on, miten paljon aikaa ja osaamista hänellä on käytettävissään ja kuinka olennaisena hän pitää ESG-tekijöitä suhteessa tuoton ja riskin väliseen profiiliin. Tässä alaluvussa tarkastellaan kolmea erilaista sijoittajaprofiilia ja pohditaan, millaisissa tilanteissa labelista muodostaa näille ryhmille enemmän hyötyä kuin haittaa. Profiilit eivät kuvaa kaikkia mahdollisia sijoittajia, mutta ne havainnollistavat tyypillisiä tapoja käyttää labelia päätöksenteossa.

Ensimmäinen profiili on arvopohjainen sijoittaja, jolle ESG on ensisijaisesti arvojen toteuttamisen väline. Salkun tavoitteena on tukea ilmastotavoitteita, ihmisoikeuksien kunnioittamista tai muita kestävyden osa-alueita, ja sijoittaja on valmis hyväksymään hieman heikomman riskikorjatun tuoton tai korkeammat kulut, jos voi luottaa salkun olevan linjassa näiden tavoitteiden kanssa (Riedl & Smeets 2017, s. 2505–2550; Heinkel, Kraus & Zechner 2001, s. 432–435). Tälle sijoittajalle labelin nettohyöty on korkea silloin, kun label toimii indikaattorina läpinäkyvästä prosessi- ja sisältöinformaatiosta. Kun nimen, SFDR-luokituksen ja rahaston vastuullisuusprosessin yhteys avataan selkeästi, ja kun salkkuraportointi ja yhtiötason data tukevat tätä linjaa (Finsif 2021; Euroopan komissio 2023). Label auttaa tällöin tunnistamaan nopeasti rahastoja, joissa poissulut, sitovat osuudet ja vaikutamisstrategiat on rakennettu systemaattisesti osaksi sijoitusprosessia.

Arvopohjaisen sijoittajan kannalta keskeinen riski syntyy tilanteissa, joissa labelia käytetään vahvasti, mutta mittauksen poikkeavuutta ei tunnisteta. Jos sijoittaja luottaa yhteen ESG-arvioijaan tai yhteen markkinointiviestiin ilman, että vertaa sitä muihin lähteisiin, on mahdollista, että salkku poikkeaa olennaisesti hänen tavoittelemastaan profiilista (Berg, Kölbel & Rigobon 2022, s. 21–22). Labelista voi tällöin tulla symbolinen hyvän olon merkki, joka ei kuitenkaan takaa, että pääomat ohjautuvat haluttuihin ratkaisuihin. Nettohyöty kääntyy negatiiviseksi, jos sijoittaja maksaa labelin tuomaa lisää kuluissa ja tuotto-odotuksessa, mutta salkun todellinen vaikutus jää vähäiseksi. Tässä profiilissa labelista on hyötyä vain, jos sijoittaja yhdistää sen muutamaankin yksinkertaiseen tarkistusvaiheeseen, kuten kahden riippumattoman arviointilähteen vertailuun ja lyhyiden vastuullisuusraporttien lukemiseen (Finsif 2021; Jutila ym. 2024, s. 82–85).

Toinen profiili on riskifokusoitu sijoittaja, joka lähestyy ESG:tä ennen kaikkea taloudellisen olennaisuuden kautta. Hänen ensisijainen tavoitteensa on hallita pitkän aikavälin riskejä ja hyödyntää mahdollisia tuottopotentiaaleja, jotka liittyvät esimerkiksi siirtymään vähähiiliseen talouteen, regulaation kiristymiseen tai maine- ja oikeudellisiin riskeihin (Khan, Serafeim & Yoon 2016, s. 1697–1724; Amel-Zadeh & Serafeim 2018, s. 87–103). Tälle sijoittajalle labelin nettohyöty riippuu siitä, missä määrin label auttaa tunnistamaan rahastoja, joissa olennaiset ESG-riskit on integroitu sijoitusprosessiin ja joissa salkun yhtiöt ovat suhteellisesti paremmassa asemassa tulevien muutosten kannalta. Label on tällöin hyödyllinen, jos se erottaa esimerkiksi voimakkaasti hiiliriippuvaiset yhtiöt niitä aktiivisesti välttävästä ja jos tämä ero näkyy myös riskimittareissa ja yhtiötason kassavirtanäkymissä (Bolton & Kacperczyk 2021, s. 520–531, 538–545).

Riskifokusoitu sijoittaja voi hyödyntää labelia myös hinnoittelun näkökulmasta. Teoreettiset mallit viittaavat siihen, että jos vastuullisuusominaisuuksia arvostavat sijoittajat hyväksyvät matalamman

odotetun tuoton, vastuullisesti profiloitujen yhtiöiden pääomakustannus laskee ja niiden arvostustasot nousevat, kun taas vältetyille kohteille muodostuu korkeampi tuottovaatimus (Pástor, Stambaugh & Taylor 2021, s. 552–562). Label voi tällöin toimia signaalina siitä, missä määrin tämä hinnoittelu on jo tapahtunut tietyssä rahastossa. Nettohyötyä syntyy, jos sijoittaja pystyy labelin ja taustadatan avulla erottamaan rahastoja, joissa ESG-riskien huomioiminen on parantanut riskikorjattua tuottoa, niistä, joissa label on pääasiassa markkinointia. Haitat korostuvat, jos labelin takana olevat mittarit eivät ole olennaisia pitkän aikavälin kassavirtojen kannalta tai jos mittausten poikkeavuutta ei huomioida, jolloin riskifokusoitu sijoittaja saattaa yli- tai aliarvioida todellisia riskejä.

Kolmas profiili on ajankäyttöä ja yksinkertaisuutta korostava sijoittaja, joka tukeutuu vahvasti verkkopalvelun suodattimiin ja valmiisiin luokituksiin. Hän käyttää labelia ensisijaisena karsintakriteerinä. Sijoittaja valitsee hakunäkymästä artikla 8/9 -rahastot, mahdollisesti vastuulliset kohteet tai tietyt teemat, ja siirtyy tämän jälkeen vertailemaan muutamaa yleistä numeraalista tunnuslukua, kuten kuluja, historiallista tuottoa ja riskiluokkaa (Finsif 2021). Tälle sijoittajalle labelin suurin hyöty on etsintäkustannusten lasku. Ilman labeliin perustuvia suodattimia rahastojen määrä olisi helposti liian suuri mielekkääseen vertailuun. Nettohyöty on positiivinen, jos labelin avulla rajattu joukko on keskimäärin paremmin linjassa hänen riskiprofiilinsa ja mahdollisten ESG-mieltyymysten kanssa kuin satunnaisesti valittu joukko.

Samalla tämä profiili on haavoittuvimman labelin mahdollisille heikkouksille. Jos labeliin nojaava karsinta sulkee ulos rahastoja, joissa ESG on osa prosessia mutta ei vielä näkyvästi nimettynä, tai jos mukana on tuotteita, joissa nimen ja sisällön vastaavuus on heikko, valintajoukko voi vääristyä (ESMA 2024). Nettohyöty kääntyy tällöin negatiiviseksi, jos sijoittaja ei tee lainkaan niiden kahden seuraavan tason tarkistuksia, joita SFDR-, CSRD- ja ESRS-kehikko juuri tukevat. Lyhyiden prosessi- ja periaatedokumenttien lukemista, sekä ainakin yhden keskeisen mittarin, kuten hiili-intensiteetin tai normirikkomusriskin tarkistamista (Euroopan komissio 2023; 2024; Finsif 2021). Ajansäästö on tällöin saavutettu labelin avulla, mutta sisällöllisen laadun kustannuksella.

Näitä kolmea profiilia yhdistää se, että labelin nettohyöty ei synny itse sanasta tai SFDR-merkinnästä, vaan siitä, miten ne kytketään päätöksenteon rutiineihin. Arvopohjaiselle sijoittajalle labelista on eniten hyötyä, kun se toimii ensimmäisenä karsintavälineenä ja kun sen jälkeen käytetään lyhyitä, standardoituja dokumentteja varmistamaan, että salkku heijastaa toivottuja teemoja. Riskifokusoitu sijoittaja hyötyy eniten silloin, kun label auttaa tunnistamaan rahastoja, joissa olennaiset ESG-riskit on integroitu taloudellisiin analyyseihin ja joissa mittausten poikkeavuutta on hallittu huolellisella mittarivalinnalla ja datan laadun arvioinnilla. Ajansäästöä korostavalle sijoittajalle label voi olla tehokas

väline, kunhan sitä ei käytetä ainoana päätöskriteerinä, vaan sen jälkeen tarkistetaan vähintään kulut, tuottohistoria ja yksi tai kaksi olennaista vastuullisuusmittaria.

Labelin nettohyötyä voidaan siis pitää riippuvaisena sijoittajan käyttäytymisestä. Se ei ole pysyvä ominaisuus, vaan seurausta siitä, miten labelia tulkitaan ja millaisiin tarkistuskäytäntöihin se kiinnittyy. Kun label kytketään SFDR-, ESMA- ja CSRD/ESRS-kehikon tukemaan tietoketjuun ja kun mitausten poikkeavuus otetaan huomioon hyödyntämällä useampaa tietolähdettä, label voi muodostua eri profiileille aidoksi päätöstä tukevaksi välineeksi. Jos taas nimi jää irralliseksi mielikuvaksi ja korvaa sisällön arvioinnin, nettohyöty voi olla negatiivinen riippumatta siitä, kuinka vakuuttavalta label ensin vaikuttaa.

4 Yhteenveto ja johtopäätökset

4.1 Keskeiset havainnot

Tutkielman tavoitteena oli tarkastella, miten rahaston nimiin ja SFDR-luokitukseen rakentuva ESG-label vaikuttaa rahastosijoittajan päätökseen. Erityinen painotus oli yksityissijoittajan päätöksentekotilanteessa eli hetkessä, jossa sijoittaja suodattaa rahastolistoja ja tekee muutamassa minuutissa karsinnan vaihtoehtojen välillä. Keskeiseksi tarkastelun kohteeksi muodostui kaksi toisiinsa kytkeytyvää osa-aluetta: miten rahaston nimi ja SFDR-luokitus vaikuttavat päätökseen, ja millä ehdoilla ESG-labelista muodostuu päätöstä parantava, eikä sitä heikentävä tekijä.

Tarkastelu osoitti, että ESG-labelin vaikutusta on hyödyllistä jäsentää kolmen toisiinsa kytkeytyvän vaikutusmekanismin kautta: preferenssit, informaatio ja sääntely. Kehystys toimii näiden mekanismien etulinjassa ohjaamalla sijoittajan huomiota ja rajaa vertailuasetelmaa jo ennen syvempää perehtymistä. Kun rahasto nimetään kestävyys- tai ilmastoteemojen kautta ja kytetään artikla 8- tai 9-luokitukseen, se asettuu sijoittajan mielessä erilaiseen kategoriaan kuin perinteisesti nimetty rahasto. Psykologinen tutkimus tukee tulkintaa, jonka mukaan kehystys voi muuttaa valintoja ilman, että faktat muuttuvat taustalla. Tämä korostuu monimutkaisissa tilanteissa, joissa kaikkien tietojen läpikäynti olisi työlästä (Tversky & Kahneman 1981, s. 453–458; Kühberger 1998, s. 23–55). Rahastojen kohdalla tämä näkyy käytännössä siinä, että label auttaa vähentämään hakukustannuksia ja nopeuttaa karsintavaihdetta.

Informaatio- ja signaalivaikutus liittyvät siihen, kuinka hyvin label tiivistää taustalla olevaa prosessi- ja sisältöinformaatiota. Prosessiinformaatio kuvaa sitä, miten rahasto käyttää ESG-kriteerejä sijoitusprosesseissaan esimerkiksi, mitä poissulkuja sovelletaan, mikä osa salkusta on sidottu kestävyttä edistäviin ominaisuuksiin, miten keskeisiä haitallisia vaikutuksia huomioidaan ja miten aktiivinen omistajuus on organisoitu (Finsif 2021). Sisältöinformaatio puolestaan kertoo, millainen rahasto tosiasiansa on: toimialajakauma, päästöintensiteetti, altistuminen normirikkomusriskille ja muut mitattavat vastuullisuusmittarit (Berg, Kölbel & Rigobon 2022, s. 10–11). Label on informatiivinen vasta, kun sijoittaja voi kohtuullisella vaivalla jäljittää loogisen ketjun nimen, SFDR-luokituksen, prosessin ja toteutuneen salkkuprofiilin välillä.

Kirjallisuus ja analyysi osoittivat, että mittausten poikkeavuus tekee tästä ketjusta haasteellisen. Eri ESG-arvioijat päätyvät samoista yhtiöistä usein selvästi poikkeaviin arvosanoihin, koska mittarit, painotukset ja tietolähteet eroavat (Berg ym. 2022, s. 2–4). Kun rahastot nojaavat näihin arvioihin rakentaessaan omaa vastuullisuusprofiiliaan, myös rahastotason luokitukset ja markkinointiväitteet

heijastavat tätä hajontaa. Yksittäinen kestävyyslabel ei siis välttämättä kerro yksiselitteisesti, millainen salkku on suhteessa muihin vaihtoehtoihin. Label ei ole tässä mielessä absoluuttinen totuus, vaan tiivistelmä, jonka informatiivisuus riippuu siitä, miten poikkeavuutta hallitaan. Käytetäänkö useampaa tietolähdettä, dokumentoidaanko prosessin periaatteet selkeästi ja pohjustetaanko väitteet mitattavaan yhtiötason dataan (Finsif 2021; Euroopan komissio 2023).

Kolmas vaikutusmekanismi liittyy sijoittajien preferensseihin. Osa sijoittajista arvottaa vastuullisuutta jo itsessään ja on valmis hyväksymään hieman heikompaa odotettua tuottoa tai korkeampia kuluja, jos salkku heijastaa paremmin omia arvoja (Riedl & Smeets 2017, s. 2505–2550). Empiirinen näyttö rahastovirroista tukee tätä tulkintaa, että kestävyyttä korostavat rahastot houkuttelevat enemmän rahavirtoja, vaikka niiden riskikorjattu tuotto ei keskimäärin paranisi labelin myötä (Hartzmark & Sussman 2019, s. 7–8). Label toimii tällaiselle sijoittajalle kielellisenä linkkinä, joka muuttaa abstraktit arvot operatiivisesti valittaviksi tuotteen ominaisuuksiksi.

Sääntelykehikon tarkastelu osoitti, että SFDR, ESMA:n nimiohje ja CSRD muodostavat kerroksittaisen rakenteen, joka pyrkii tekemään labelista todennettavamman ja vähentämään viherpesun riskiä (SFDR 2019/2088; ESMA 2024; Euroopan komissio 2023; 2024). SFDR tuo kestävyysväitteet julkistusvelvoitteiksi, ESMA rajaa, millä edellytyksillä ESG-termejä saa käyttää rahaston nimessä, ja CSRD yhtenäistää ja varmentaa yritystason kestävyysdataa. Yhdessä nämä tasot kaventavat tilaa puhtaasti markkinointivetoiselle kielelle ja tukevat labelin liittämistä mitattavaan sisältöön. Suomalaisessa kontekstissa sääntelyn vaikutusta vahvistaa se, että normit otetaan käyttöön kurinalaisesti ja keskeisten varainhoitajien prosessit ja periaatedokumentit ovat nopeasti lähentyneet toisiaan (Finsif 2021; Jutila, Ruman & Sahlström 2024, s. 74–75, 80).

Tarkastelu osoitti, että labelin informatiivisuus ja kustannukset kietoutuvat tiiviisti yhteen. Labelista tulee päätöstä parantava tekijä, kun se tiivistää olennaista prosessi- ja sisältöinformaatiota ja auttaa sijoittajaa löytämään salkkuja, jotka ovat joko arvojen tai riskiprofiilin kannalta parempia kuin muiden vastaavat vaihtoehdot. Labelista tulee päätöstä heikentävä tekijä, jos se jää irralliseksi mielikuvaksi, jonka taustalla oleva prosessi on heikosti dokumentoitu, mittausten poikkeavuutta ei hallita ja kulut eivät ole linjassa tarjotun lisäarvon kanssa. Pääomakustannuksen ja hinnoittelun näkökulmasta label voi tietyissä olosuhteissa heijastua myös riskipremioihin, jos vastuullisuutta arvottavien sijoittajien joukko on laaja ja pysyvä (Pástor, Stambaugh & Taylor 2021, s. 552–562; Bolton & Kacperczyk 2021, s. 520–531; 538–545). Näiden havaintojen pohjalta ESG-label ei näyttäydy yksiselitteisenä hyvänä tai huonona elementtinä, vaan välineenä, jonka hyöty riippuu sijoittajan

tavoitteista, käytettävän ajan määrästä, sääntelykehikon toteutumisesta ja siitä, kuinka johdonmukaisesti nimi, prosessi ja salkku vastaavat toisiaan.

4.2 Johtopäätökset, sijoittajan näkökulma

Tämän tutkielman perusteella ESG-label asettuu yksityissijoittajan kannalta kaksijakoiseen asemaan. Label on välttämätön apuväline tilanteessa, jossa tarjonta on laaja, sääntely moniulotteista ja kestävyysinformaatio hajanaista. Se auttaa rajaamaan vaihtoehtoja nopeasti ja ohjaa sekä arvo- että riskipreferenssejä konkreettisiksi valinnoiksi. Toisaalta labeliin nojaaminen ilman taustaprosessin ja salkun tarkistamista altistaa viherpesun riskille, mittausten poikkeavuudesta johtuvalle harhalle sekä kustannustasolle, joka ei välttämättä vastaa todellista labelin tuomaa lisäarvoa.

Yksityissijoittajan kannalta perusteltu tapa hyödyntää labelia on kaksivaiheinen. Ensimmäisessä vaiheessa label toimii karsintavälineenä, jonka avulla sijoittaja voi suodattaa tarkasteltavaksi sellaiset rahastot, jotka on luokiteltu artikla 8 tai 9 -tuotteiksi ja joiden nimessä kestävyys, ilmasto tai vastaavat teemat ovat näkyvästi esillä. Tämä on ajankäytön kannalta rationaalista ja linjassa havaintojen kanssa, joiden mukaan kehystys ja nimeäminen ohjaavat rahastovirtoja heti etsintävaiheessa (Hartzmark & Sussman 2019, s. 5–7, 23–25).

Toisessa vaiheessa label tulisi muuttua todennettavaksi väitteeksi. Vähimmäistasolla tämä tarkoittaa, että sijoittaja tarkistaa lyhyistä periaateasiakirjoista, mitä artikla 8 tai 9 tarkoittaa juuri kyseisen rahaston kohdalla, millaisia poissulkuja ja sitovia osuuksia käytetään ja miten haitallisia vaikutuksia mitataan (Finsif 2021; SFDR 2019/2088). Salkkuraporttien ja yritystason kestävyysdatan tasolla on hyödyllistä tarkastella, heijastuuko tämä prosessi toteutuneessa toimialajakaumassa, päästöintensiteetissä tai muissa keskeisissä ESG-mittareissa (Euroopan komissio 2023; 2024). Näin label toimii päätöksenteon alkuvaiheen lähtökohtana, ei sen lopullisena perustana.

Sijoittajaprofiilien näkökulmasta johtopäätös on, että labelin nettohyöty ei jakaudu symmetrisesti. Arvopohjaiselle sijoittajalle label on usein selvästi positiivinen työkalu. Se mahdollistaa kestävyystavoitteiden huomioimisen suhteellisen pienellä lisätyöllä, ja kirjallisuus osoittaa, että tällaiset sijoittajat ovat valmiita hyväksymään hieman heikompaa odotettua tuottoa tai korkeampia kuluja, kunhan salkku on linjassa omien arvojen kanssa (Riedl & Smeets 2017, s. 2505–2550). Tälle ryhmälle labelista voi olla nettohyötyä, vaikka mittausten poikkeavuus jättäisi tiettyä epävarmuutta, kunhan nimetty vastuullisuus ei ole ristiriidassa taustadatan kanssa.

Vahvasti tuotto–riski -suhteeseen keskittyvälle sijoittajalle label on hyödyllinen vain, jos se todella välittää informaatiota salkun pitkän aikavälin riskitekijöistä ja kassavirroista. Teoreettisten mallien

perusteella vastuullisuutta korostavien sijoittajien kysyntä voi painaa alas tiettyjen yhtiöiden riskipreemiota ja pääomakustannusta. Tämän seurauksena osa ESG-profiloiduista yhtiöistä voi näyttää hinnaltaan kalliimmilta, mutta samalla vakaammilta (Pástor ym. 2021, s. 552–562). Hiiliriskin hinnoittelua koskevat havainnot tukevat ajatusta, jonka mukaan tietyt ilmatoriskit ovat jo markkinoiden tiedossa ja näkyvät hinnoissa (Bolton & Kacperczyk 2021, s. 520–531, 538–545). Label auttaa tässä kehikossa vain, jos se ohjaa sijoittajan kohti yhtiöitä, joissa riskiprofiili on kestävämmän hallittu. Jos label ei erota tällaista riskiprofiilia, se voi jäädä kulueräksi, eikä tuotto–riski -suhde parane.

Valtaosa yksityissijoittajista sijoittuu todennäköisesti sekaista hyötyä hakevaan väliin. Tälle ryhmälle label voi olla nettohyödyllinen silloin, kun se yhdistää kohtuullisen riskiprofiilin, siedettävän kulutuksen ja uskottavan kestävyysprofiilin ilman kohtuutonta etsintätyötä. Käytännön kannalta tämä edellyttää, että sääntelykehikko kykenee kaventamaan eroa markkinointikielen ja mitattavan sisällön välillä, ja että kotimaiset toimijat jatkavat läpinäkyvien prosessien, sekä raportoinnin tekemistä (Finsif 2021; Jutila ym. 2024, s. 74–76; ESMA 2024).

Kustannusten näkökulmasta johtopäätös on, että label ei ole sijoittajalle ilmainen lisä, vaan investointi, jonka arvo syntyy dokumentoinnin, datan ja päätöksenteon kautta. Hallinnointipalkkiot heijastavat sitä, että vastuullisuustiedon kerääminen, analysointi ja raportointi vaativat resursseja, samoin kuten aktiivinen omistajuus ja vaikuttaminen (Finsif 2021). Lisäksi voi syntyä niin sanottu tuottokustannus, jos laaja joukko sijoittajia hyväksyy matalamman odotetun tuoton saadakseen halutun vastuullisuusprofiilin (Pástor ym. 2021, s. 552–562). Kolmantena kustannuksena on tiedonhankinnan ja seurannan vaiva, joka kasvaa, jos labelin taakse ei ole rakennettu selkeää dokumentaatioketjua ja standardoitua raportointia.

Tutkimus toi esiin myös rajoitteita. Kyseessä on kirjallisuuskatsaukseen ja käsiteanalyysiin perustuva työ, joka eensisällä omaa empiiristä aineistonkeruuta suomalaisilta sijoittajilta tai rahastonhoitajilta. Johtopäätökset rakentuvat aiemman kansainvälisen tutkimuksen varaan, jota on sovellettu eurooppalaiseen ja suomalaiseen kehykseen. Sääntely on myös jatkuvasti muuttuva: SFDR-, ESMA- ja CSRD/ESRS ovat monilta osin siirtymävaiheessa, ja niiden vaikutus labelin informatiivisuuteen ja viherpesun riskiin tarkentuu vasta ajan myötä (ESMA 2024; Euroopan komissio 2023; 2024).

Jatkotutkimusta ajatellen luontevia polkuja olisi useita. Yksi suunta olisi empiirinen tarkastelu siitä, miten suomalaiset yksityissijoittajat tosiasiallisesti käyttävät labelia päätöksissään: miten hakufilteerit, nimet ja SFDR-luokitukset ohjaavat valinnoissa etenemistä, rahastovirtoja ja lopullisia sijoituspäätöksiä. Toinen suunta olisi seurata sääntelymuutosten vaikutuksia pidemmällä aikavälillä. Kaventaako CSRD -mukainen raportointi mittausten poikkeavuutta, parantaako se labelin informatiivisuutta

ja näkyvätkö nämä muutokset rahastojen kulurakenteessa ja hinnoittelussa. Kolmas kiinnostava kysymys liittyy eri sijoittajaprofiilien käyttäytymiseen. Kuinka suuri osa sijoittajista käyttää labelia ensisijaisesti arvopreferenssien välineenä ja kuinka moni puhtaasti riskinhallinnan tai tuotto–riskiprofiilin näkökulmasta.

Kokonaisuutena tarkasteltuna ESG-labelin vaikutus rahastosijoittajan päätökseen ei ole yksiselitteinen, mutta sen logiikka on seurattavissa olevaa. Label on samalla kehys, signaali ja preferenssien ohjausväline. Se voi parhaimmillaan auttaa yksityissijoittajaa tekemään päätöksiä, jotka ovat sekä taloudellisesti, että arvojen näkökulmasta perusteltuja. Tämä edellyttää, että nimi, SFDR-luokitus, prosessi ja salkun toteutunut profiili puhuvat samaa kieltä ja että sijoittaja käyttää labelia auttavana indikaattorina kohti läpinäkyvyyttä, ei sen korvikkeena.

Lähteet

- Amel-Zadeh, A. & Serafeim, G. 2018. Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. < https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2925310 > haettu 5.10.2025
- Baker, M., Bergstresser, D., Serafeim, G. & Wurgler, J. 2021. The Pricing and Ownership of U.S. Green Bonds. NBER Working Paper No. 28843. < https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3275327 > haettu 5.10.2025
- Barber, B. M., Odean, T. & Zheng, L. 2005. Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows. *The Journal of Business*
- Berg, F., Kölbel, J. & Rigobon, R. 2022. Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. < [https://www.google.com/search?client=safari&rls=en&q=Berg%2CF.%2CK%2C%26%20Rigobon%2CR.+2022.+Aggregate+Confusion%3A+The+Divergence+of+ESG+Ratings.+Review+of+Finance%2C+26\(6\)%2C+1315%E2%80%931355.&ie=UTF-8&oe=UTF-8](https://www.google.com/search?client=safari&rls=en&q=Berg%2CF.%2CK%2C%26%20Rigobon%2CR.+2022.+Aggregate+Confusion%3A+The+Divergence+of+ESG+Ratings.+Review+of+Finance%2C+26(6)%2C+1315%E2%80%931355.&ie=UTF-8&oe=UTF-8) > haettu 5.10.2025
- Bolton, P. & Kacperczyk, M. 2021. Do Investors Care about Carbon Risk? *Journal of Financial Economics*. < [https://www.google.com/search?client=safari&rls=en&q=Bolton%2CP.+%26+Kacperczyk%2CM.+2021.+Do+Investors+Care+about+Carbon+Risk%3F+Journal+of+Financial+Economics%2C+142\(2\)%2C+517%E2%80%93549.&ie=UTF-8&oe=UTF-8](https://www.google.com/search?client=safari&rls=en&q=Bolton%2CP.+%26+Kacperczyk%2CM.+2021.+Do+Investors+Care+about+Carbon+Risk%3F+Journal+of+Financial+Economics%2C+142(2)%2C+517%E2%80%93549.&ie=UTF-8&oe=UTF-8) > haettu 5.10.2025
- Bordalo, P., Gennaioli, N. & Shleifer, A. 2013. Salience and Consumer Choice. *Journal of Political Economy*.
- Christensen, H. B., Hail, L. & Leuz, C. 2021. Mandatory CSR and Sustainability Reporting: Economic Analysis and Literature Review. *Review of Accounting Studies*. < https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3427748 > haettu 11.10.2025

- Delmas, M. A. & Burbano, V. C. 2011. The Drivers of Greenwashing. California Management Review. < https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1966721 > haettu 9.10.2025
- Ecobio 2023. CSRD ja ESRS – yritysvastuuraportoinnin uudet vaatimukset. Ecobio Oy, verkkodokumentti. < <https://shorturl.at/ZcMkz> > Haettu 2.10.2025
- ESMA 2024. Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms. ESMA34-472-373, 14.5.2024. European Securities and Markets Authority.
- Euroopan komissio 2023. Komission asetus 2023/2772, 31.07.2023, ESRS. < <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/ALL/?uri=CELEX%3A32023R2772> > haettu 2.10.2025
- European Commission. (2024). Corporate sustainability reporting. < https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en > haettu 29.9.2025
- Finsif 2021. Vastuullisen sijoittamisen opas < <https://finsif.fi/vastuullinen-sijoittaminen-pahkinan-kuoressa/#markkinat-suomi> > haettu 29.9.2025
- Giese, G., Nagy, Z. & Lee, L.-E. 2019. Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance. The Journal of Portfolio Management.
- Hartzmark, S. M. & Sussman, A. B. 2019. Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows. < https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3016092 > haettu 8.10.2025
- Heinkel, R., Kraus, A. & Zechner, J. 2001. The Effect of Green Investment on Corporate Behavior. Journal of Financial and Quantitative Analysis.

- Jutila, R., Ruman, A. & Sahlström, P. 2024. The State of Sustainable Investing Among Asset Managers in Finland: A Survey-Based Study. *Nordic Journal of Business* < https://njb.fi/wp-content/uploads/2024/11/1_2_2024_Jutila_Ruman_Sahlstrom.pdf > haettu 6.10.2025
- Khan, M., Serafeim, G. & Yoon, A. 2016. Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724. < https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2575912 >
- KPMG 2024. The Challenge of Greenwashing: An International Regulatory Overview. < <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmgsites/xx/pdf/2024/11/kpmg-law-greenwashing-report.pdf.coredownload.inline.pdf> > haettu 6.10.2025
- Kühberger, A. 1998. The Influence of Framing on Risky Decisions: A Meta-analysis. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 75(1), 23–55. < https://www.researchgate.net/publication/4836487_Framing_Decisions_Hypothetical_and_Real > haettu 5.10.2025
- Nordea Asset Management 2025. Responsible investment. Nordea Asset Management. < <https://www.nordeaassetmanagement.com/responsible-investment/> > haettu 6.10.2025
- Nordnet 2025a. Vastuullinen sijoittaminen, SFDR ja ESG-sijoittaminen. Nordnet. < <https://www.nordnet.fi/fi/markkina/vastuullinen-sijoittaminen> > haettu 6.10.2025
- Nordnet 2025b. Mitä on vastuullinen sijoittaminen? Nordnet Koulu. < <https://www.nordnet.fi/koulu/vastuullinen-sijoittaminen> > haettu 6.10.2025
- OP 2024. OP Varainhoidon vastuullisen sijoittamisen periaatteet. OP Ryhmä, verkkodokumentti. < <https://www.op.fi/en/private-customers/savings-and-investments/responsible-investment> > haettu 2.10.2025
- Pástor, L., Stambaugh, R. F. & Taylor, L. A. 2021. Sustainable Investing in Equilibrium. *Journal of Financial Economics*. < https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3498354 > haettu 9.10.2025

Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S. & Pomorski, L. 2021. Responsible Investing: The ESG-efficient Frontier. *Journal of Financial Economics*.

Puttonen T. & Puttonen V. (2021). Vastuullinen sijoittaminen teoriassa ja käytännössä. *KAUPPA + TALOUS*, 4/2021. AALTO-YLIOPISTO.

PwC 2025. Sustainability reporting in spotlight: Insights from the first wave of the Finnish sustainability reports (CSRD). PwC:n uutishuone. < <https://uutishuone.pwc.fi/en/sustainability-reporting-in-spotlight-insights-from-the-first-wave-of-the-finnish-sustainability-reports-csr/> > haettu 16.10.2025

Riedl, A. & Smeets, P. 2017. Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds? *The Journal of Finance*.

Tversky, A. & Kahneman, D. 1981. The Framing of Decisions and the Psychology of Choice. *Science*. < <https://www.science.org/doi/10.1126/science.7455683> > haettu 5.10.2025