

Pro gradu -tutkielma

Miika Ronkanen 2017

LAPPEENRANNAN TEKNILLINEN YLIOPISTO

LUT School of Business and Management

Laskentatoimi

Miika Ronkanen

**Sijoituskohteen verovastuullisuuden huomioiminen
vastuullisen sijoittamisen rahastoissa**

Pro gradu -tutkielma 2017

Työn ohjaaja / tarkastaja
2. Tarkastaja

Professori Pasi Syrjä
Tutkijaopettaja Helena Sjögrén

TIIVISTELMÄ

Tekijä:	Miika Ronkanen
Työn nimi:	Sijoituskohteen verovastuullisuuden huomioiminen vastuullisen sijoittamisen rahastoissa
Tiedekunta:	School of Business and Management
Koulutusohjelma:	Laskentatoimi. Vuosi: 2017
Pro Gradu -tutkielma:	Lappeenrannan teknillinen yliopisto 78 sivua, 10 taulukkoa, 4 kuvaa, 1 liite
Työn tarkastajat:	Professori Pasi Syrjä Tutkijaopettaja Helena Sjögrén
Hakusanat:	Vastuullinen sijoittaminen, yhteiskuntavastuu, yritysvastuu, verovastuullisuus, verotus, voitontuottamistarkoitus

Tässä tutkielmassa tutkitaan, miten sijoituskohteen verovastuullisuus huomioidaan vastuullisen sijoittamisen rahastoissa. Vastuullisen sijoittamisen rahastot noudattavat tyypillisesti YK:n PRI (*Principles for Responsible Investment*) periaatteiston mukaisia ESG-näkökohtia (Environment, Social and Governance), millä pyritään alentamaan sijoituskohteeseen liittyviä riskejä ja parantamaan sen pitkän aikavälin tuotto-odotuksia.

Tutkielman empiirinen osuus muodostuu kahdesta osiosta. Ensimmäisessä tutkitaan kolmen kotimaisen vastuullisen sijoittamisen rahaston sisältöä verovastuullisuuden näkökulmasta ja verrataan näitä tavanomaisen vastaavan hajautuksen omaavan pörssinoteerattuun indeksiosuusrahastoon. Toisessa osiossa on esitelty puolistrukturoitu teemahaastattelu, jossa haastateltiin suomalaisia verotuksen, etiikan ja vastuullisen sijoittamisen asiantuntijoita. Haastattelun tarkoituksena oli syventyä verovastuullisuuteen liittyviin haasteisiin vastuullisen sijoittamisen kontekstissa.

Tutkimuksessa havaitaan, että verovastuullisuus on oleellinen osa vastuullista sijoittamista. Verovastuullisuuden toteutumista on kuitenkin vaikea mitata, minkä johdosta kaikki vastuullisen sijoittamisen rahastot eivät huomioi tosiasiallisesti verovastuullisuutta sijoituspäätösten tekemisessä.

ABSTRACT

Author: Miika Ronkanen

Title: Selective responsibility in socially responsible investment funds

Faculty: School of Business and Management

Major: Accounting

Year: 2017

Master's thesis: Lappeenranta University of Technology
79 pages, 10 tables, 4 figures, 1 appendix

Examiners: Professor Pasi Syrjä
Associate Professor Helena Sjögrén

Keywords: Responsible investment, Socially responsible investing, ESG, tax avoidance, tax evasion

This paper examines how tax liability is taken into account in the funds of responsible investment. Responsible investment funds typically follow the ESG (Environment, Social and Governance) principles of the United Nations PRI (Principles for Responsible Investment), which aims to reduce the risks associated with the investment.

The empirical part of the thesis consists of two sections. The first part examines the content of three Finnish responsible investment funds from the point of view of tax responsibility and compare them to a normal non-responsible index fund with the similar geographic allocation. The second part consists of a semi-structured thematic interviews with Finnish experts in taxation, ethics and responsible investing. The purpose of the interviews was to deepen the knowledge of the challenges of tax liability in the context of responsible investment.

The study finds that tax liability is an essential part of responsible investment. However it is a subject which is difficult to measure and all responsible investment funds do not necessarily take tax avoidance issues in to account in their investment decisions.

Sisällysluettelo

1. JOHDANTO	1
1.1 Tutkimuksen tavoitteet, teoreettinen viitekehys ja tutkimuskysymykset.....	2
1.2 Aineiston kuvaus	3
1.3 Tutkimusmenetelmä, aineiston hankinta ja analyysi	5
1.4 Tutkimuksen rakenne	6
2. VASTUULLINEN SIJOITTAMINEN	7
2.1 Vastuullisen sijoittamisen tavoitteet ja tarkoitus.....	8
2.2 Vastuullisten sijoittamisen osapuolet ja prosessi.....	10
2.3 YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet (PRI)	12
2.4 GRI-standardisto ja verotus	14
2.5 Sijoituskohteiden valinta vastuullisessa sijoittamisessa.....	15
2.6 Lyhyt katsaus vastuullisen sijoittamisen synnyttämiin tuottoihin suhteessa markkinoiden yleiseen tasoon	16
3. VEROVASTUULLISUUS JA KOLME NÄKÖKULMAA OSAKEYHTIÖN VASTUULLISUUDEN TARKASTELUUN	19
3.1 Rajanveto vastuullisen ja vastuuttoman verojärjestelyn välillä.....	21
3.2 Kritiikkiä yhteiskuntavastuun kantoa kohtaan	23
3.3 Kolme näkökulmaa osakeyhtiön vastuullisuuden tarkasteluun.....	24
3.3.1 Yhtiö lain luomuksena	25
3.3.2 Itsenäinen ja reaalin toimija.....	27
3.3.3 Sopimusverkkoteoria.....	29
3.4 Vain luonnollinen henkilö voi kantaa vastuuta	30
4. SIJOITUSKOHTENA OLEVAN YRITYKSEN VEROVASTUUN HUOMIOIMINEN VASTUULLISEN SIJOITTAMISEN RAHASTOISSA	32
4.1 OP-Kestävä Maailma rahasto.....	34
4.1.1 Kuvaus rahaston sijoituspolitiikasta ja vastuullisuuden sijoittamisen harjoittamisen keinoista.....	34
4.1.2 OP-kestävä maailma rahaston sisältö.....	37
4.2 Nordea 1-Maailmanlaajuiset Tähdet BI 31.5.2017.....	41

4.2.1 Kuvaus rahaston sijoituspolitiikasta ja vastuullisen sijoittamisen keinoista ..	41
4.2.2 Nordea 1-Maailmanlaajuiset Tähdet rahaston sisältö	42
4.3 Danske Invest Kestävä Arvo Osake K.....	45
4.3.1 Kuvaus rahaston sijoituspolitiikasta ja vastuullisen sijoittamisen keinoista ..	45
4.3.2 Danske Invest Kestävä Arvo Osake K rahaston sisältö	46
4.4 iShares Core MSCI World UCITS ETF USD (Acc) (EUR) -pörssinoteerattu indeksiosuusrahasto	50
5. VASTUUNKANTO JA VALITSEMINEN VASTUULLISESSA SIJOITTAMISESSA	54
5.1 Vastuullisen sijoittamisen määrittely	55
5.1.2 Onko vastuullinen sijoittaminen vastuullisempaa kuin tavallinen sijoittaminen?	57
5.2 Mitä ominaisuuksia instituutio, jolle vastuullisuus on tärkeää, etsii vastuullisen sijoittamisen rahastoista ja onko alalla nähtävissä olevia trendejä?	58
5.2.1 Vastuullisuusperiaatteiden painotuserot ESG:n sisällä	60
5.3 Näkökulmia aggressiiviseen verosuunnitteluun	62
5.3.1 Alikapitalisointi ja vastuullinen sijoittaminen	64
5.3.2 Sijoituskohteena olevan yrityksen verojärjestelyt osana ESG-näkökohtia ...	66
5.4 Vastuun jakautuminen vastuullisessa sijoittamisessa.....	67
5.5 Vastuullisen sijoittamisen kehittäminen verovastuun huomioimisen osalta	71
6. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET.....	73
6.1 Yhteenveto	73
6.2 Tutkimuksen luotettavuus	75
6.3 Johtopäätökset	76
6.4 Jatkotutkimustarpeet.....	78
LÄHDELUETTELO	79
LIITTEET	104
 Kuviot	
<i>Kuvio 1 Tarkasteluun valittu aineisto</i>	<i>4</i>
<i>Kuvio 2 PRI-periaatteiden suosion kasvu vuosina 2006-2016 (YK, 2016, 4).....</i>	<i>8</i>
<i>Kuvio 3 Kuva 3 ESG esimerkkejä (Finsif, 2017).....</i>	<i>10</i>
<i>Kuvio 4 Yhdysvaltalaisen vastuullisen sijoittamisen indeksin kehitys vertailuindeksiinsä nähden 2002-2017 (MSCI, 2017, 1).....</i>	<i>17</i>

Taulukot

<i>Taulukko 1 Yhtiön olemuksen suhde yhteiskuntavastuun kantamisen laajuuteen (Avi-Yonah, 2014, 14).....</i>	<i>30</i>
<i>Taulukko 2 OP-kestävä maailma rahaston 10 suurinta sijoitusta 2017 (OP-Rahastoyhtiö, 2017)</i>	<i>37</i>
<i>Taulukko 3 OP-kestävä maailma sijoituskohteiden verovastuullisuus</i>	<i>38</i>
<i>Taulukko 4 Nordea 1-Maailmanlaajuiset Tähdet BI 10 suurinta sijoitusta 31.5.2017 (Nordea, 2017 a)</i>	<i>42</i>
<i>Taulukko 5 Nordea 1-Maailmanlaajuiset Tähdet sijoituskohteiden verovastuullisuus</i>	<i>43</i>
<i>Taulukko 6 Danske Invest Kestävä Arvo Osake K rahaston 10 suurinta osakesijoitusta 17.7.2017 (Danske Invest, 2017)</i>	<i>46</i>
<i>Taulukko 7 Danske Invest Kestävä Arvo sijoituskohteiden verovastuullisuus</i>	<i>47</i>
<i>Taulukko 8 iShares Core MSCI World UCITS ETF USD (Acc) (EUR) - pörssinoteerattu indeksiosuusrahasto, 10 suurinta sijoitusta 27.11.2017 (BlackRock, 2017)</i>	<i>50</i>
<i>Taulukko 9 iShares Core MSCI World UCITS ETF USD (Acc) (EUR) - pörssinoteerattu indeksiosuusrahasto, sijoituskohteiden verovastuullisuus</i>	<i>52</i>
<i>Taulukko 10 Haastateltujen taustatiedot 11.11.2017.....</i>	<i>54</i>

Lyhenneluettelo

ESG	Environmental, Social And Governance
PRI	Principles for Responsible Investment
SRI	Socially responsible investments
YK	Yhdistyneet kansakunnat

1. JOHDANTO

Maaliskuussa 2006 New Yorkin Pörssissä julkaistiin Yhdistyneiden kansakuntien silloisen pääsihteerin Kofi Annanin johdolla luodut *vastuullisen sijoittamisen periaatteet (Principles for Responsible Investment)*. Näiden periaatteiden tarkoituksena oli edistää vastuullista sijoittamista, jossa huomioidaan voiton tavoittelun lisäksi sijoituskohteeseen liittyvät eettiset kysymykset ympäristön, sosiaalisten suhteiden ja hyvän hallinnon osalta. Tänä päivänä yli 1500 sijoitusalan toimijaa on allekirjoittanut PRI-periaatteet. Näiden toimijoiden hallinnoima sijoitusvarallisuus on kokonaisarvoltaan yli 60 biljoonaa dollaria. (PRI Association, 2016)

Yritysten pyrkimykset välttää verojen maksua ohjaamalla tulojaan ns. veroparatiiseiksi luokiteltuihin maihin on yksi globalisoituneen talouden ongelmista. Tämän johdosta YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteisiin lukeutuu myös verovastuu, jolla viitataan yrityksen vastuullisiin verojärjestelyihin (YK, 2016). YK on huomionnut myös verovastuullisuuden huomioimiseen liittyvät haasteet vastuullisessa sijoittamisessa, ja julkaissut asiasta erillisen ohjeistuksen, *Engagement Guidance on Corporate Tax Responsibility, Why and how to engage with your investee companies* ongelmaa koskien (YK, 2015). Tässä tutkielmassa lähestytään yritys vastuuta vastuullisen sijoittamisen näkökulmasta ja pyrkimyksenä on kartoittaa kuka viimekädessä kantaa vastuuta vastuullisen sijoituksen vastuullisuudesta ja kuuluuko sijoituskohteina olevien yritysten vastuullinen veronmaksu käytännön tasolla vastuulliseen sijoittamiseen vai toteutetaanko PRI-periaatteita valikoivalla tavalla.

Verojen välttelyä koskeva toiminta on alkanut herättää median huomiota kasvavissa määrin ja uusista veropaljastuksista ei tunnu tulevan loppua. Aihe on jossain määrin jopa viihteellistynyt. Esimerkiksi Netflix-videopalvelussa, on julkaistu useita aihetta käsitteleviä dokumentteja, mikä kertoo aiheeseen kohdistuvasta kasvavasta kiinnostuksesta sekä sen saavuttamasta viihdearvosta. Valitettavasti teemaa lähestytään niin uusissa kuin perinteisemmissäkin medioissa usein verraten subjektiivisesta näkökulmasta ja tarkoitushakuisen kärjistävällä tavalla. Tämä on kuitenkin kasvattanut yrityksiin kohdistuvaa painetta osoittaa toimintansa taloudellinen vastuullisuus ja erityisesti osoittaa maksavansa vastuullisesti veroja. Vastuullisessa

sijoittamisessa muun muassa maineriskiä pyritään alentamaan ottamalla vastuullisuus näkökohdat huomioon sijoituspäätöksen teossa (Finsif, 2017, 4-6).

Sijoituskohteiden verovastuullisuudesta on saatavilla suhteellisen vähän luotettavaa tietoa. Tämä johtuu siitä, että yritykset ovat usein haluttomia paljastamaan liian yksityiskohtaisesti verotietojaan välttääkseen liikesalaisuuksien vuotamisen esimerkiksi kilpailijoilleen. Yritysten julkaisemissa yhteiskuntavastuuraporteissa ei välttämättä kommentoida veroasioita lainkaan tai niitä kommentoidaan suppeasti. Yhtenä ratkaisuna tähän haasteeseen on esitetty verojalanjälki eli *Tax footprint* -raportteja. Näiden merkitys on kasvanut ja Euroopan komissio tulee päättämään vuoden 2018 kesään mennessä pitäisikö verojalanjälkiraportointi muuttua pakolliseksi täydentämään vuodesta 2014 suurille yrityksille pakolliseksi tullutta vastuullisuusraportointia. (Työ- ja elikeinoministeriö, 2015, 11-18)

1.1 Tutkimuksen tavoitteet, teoreettinen viitekehys ja tutkimuskysymykset

Tässä tutkielmassa tarkastellaan suuryritysten verottamiseen ja verojen maksamiseen tai maksamatta jättämiseen liittyviä eettisiä kysymyksiä vastuullisen sijoittamisen kontekstissa. Lisäksi tutkitaan yritysten verovastuullisuuden merkitystä sijoittajalle, joka pyrkii huolehtimaan sijoituksen tuoton lisäksi sen eettisestä hyväksyttävyydestä. Näin ollen tässä tutkielmassa keskitytään yritysvastuun osalta verovastuuseen.

Valtioiden rajat ylittävässä kansainvälisessä liiketoiminnassa on tyypillistä, että yrityksen johto ja omistus ovat eriytyneet toisistaan. Tämä korostuu erityisesti rahastosijoittamisessa, jossa sijoittaja ei välttämättä aina tiedä täydellisesti, mitä hän rahasto-osuuksiensa myötä omistaa. Näin ollen vastuu sijoituksen vastuullisuudesta kuuluu myös rahastoyhtiölle, rahaston salkun hoitajille ja muille osapuolille, jotka osallistuvat aktiivisesti sen hoitoon tai muuten vaikuttavat oleellisesti sijoituspäätösten syntymiseen.

Tutkielman teoreettinen viitekehys muodostuu liiketalousetiikasta ja moraalifilosofiasta kahdesta syystä. Ensinäkin suuryritysten verojärjestelyt ovat usein lain kirjaimen,

muttei sen hengen mukaisia, eli ne ovat täysin laillisia, eivätkä järjestelyinä sisällä varsinaista oikeudellista ongelmaa (Tikka, 1981, 59). Toiseksi yhteiskuntavastuulla tarkoitetaan määritelmällisesti vapaaehtoista lain vähimmäisvaateiden ylittävää tasoa vastuullisuudessa.

Verotutkimuksessa on kaivattu laajempaa poikkitieteellistä lähestymistapaa, koska verotutkimukselle on luonteenomaista sen monialaisuus, mikä ilmenee hyvin esimerkiksi Shakelfordin ja Shevlinin (2001) julkaistusta kirjallisuuskatsauksesta verotutkimukseen *Empirical tax research in accounting*. Myös kotimaisissa julkaisuissa korostetaan verotukseen liittyvien kysymysten poikkitieteellisyyttä, mikä ilmenee hyvin esimerkiksi Myrskyn (2013) julkaistusta artikkelista *Millainen on hyvä verojärjestelmä?*

Tutkielman tavoitteena on tutkia, miten PRI-periaatteiden mukainen taloudellinen vastuu huomioidaan vastuullisen sijoittamisen rahastoissa. Tätä tutkimusongelmaa lähestytään seuraavilla tutkimus kysymyksillä:

Päätutkimuskysymys

1. *Miten sijoituskohteena olevan yrityksen verotukselliset linjaukset vaikuttavat sijoituspäätösten tekoon vastuullisen sijoittamisen piirissä?*

Alatutkimuskysymykset

2. *Mitä verovastuullisuus tarkoittaa ja missä kulkee raja vastuullisen ja vastuuttoman järjestelyn välillä vastuullisen sijoittamisen kontekstissa?*

3. *Mitä ominaisuuksia institutionaalinen sijoittaja, jolle vastuullisuus on tärkeää, etsii vastuullisen sijoittamisen rahastoista?*

1.2 Aineiston kuvaus

Tutkimuskohteeksi on rajattu kotimaassa markkinoitavat suurimpien pankkien vastuullisen sijoittamisen rahastot, joiden pääpaino on osakesijoituksissa. Näiden rahastojen sisällön tutkiminen on rajattu kymmeneen painoarvoltaan suurimpaan sijoitukseen alla olevan kuvion 1 mukaisesti. Vastuullisen sijoittamisen rahastojen sisällön lisäksi tehtiin vastaava analyysi vertailurahaston sisällölle. Tarkasteltu aineisto

muodostuu tarkastelun kohteena olevien 40 yhtiön yhteiskuntavastuuraporteista ja vuosikertomuksista, kun vertailukohteena olevan. 4. rahaston sijoituskohteiden raportit luetaan mukaan. Rahastoissa oli osittain samoja omistuksia ja osa sijoituskohteena olleista yhtiöistä ei julkaissut yhteiskuntavastuuraporttia, minkä johdosta aineisto muodostui yhteensä 35 vuosikertomuksesta ja 29 yhteiskuntavastuuraportista. Edellä mainittujen raporttien lisäksi tutkimusaineistoon lukeutui yhteensä 55 verkkolehtien julkaisua, jotka käsittelivät sijoituskohteena olevien yhtiöiden verovastuullisuutta negatiivisessa valossa.

OP Ryhmän rahaston kymmenen suurimman sijoituskohteen joukkoon lukeutui yhteensä kolme korkosijoitusta yritysten korkopapereihin. Näiden yritysten vastuullisuutta tarkastellaan samalla tavalla kuin osakesijoitusten. Muissa rahastoissa kymmenen suurimman sijoituksen joukkoon ei kuulunut korkosijoituksia.

RAHASTO 1	RAHASTO 2	RAHASTO 3	
a1	b1	c1	Tarkastelussa mukana olevat painoarvoltaan 10 suurinta sijoitusta
a2	b2	c2	
a3	b3	c3	
a4	b4	c4	
a5	b5	c5	
a6	b6	c6	
a7	b7	c7	
a8	b8	c8	
a9	b9	c9	
a10	b10	c10	
.	.	.	Poisrajatut sijoitukset
.	.	.	
a n	b n	c n	

Kuvio 1 Tarkasteluun valittu aineisto

Tarkastelun kohteeksi valittiin OP-Kestävä Maailma rahasto (OP-ryhmä), Nordea 1-Maailmanlaajuiset Tähdet BP (Nordea) sekä Danske Invest Kestävä Arvo Osake K (Danske Bank). Vertailukohteeksi valittiin Black Rock rahastoyhtiön iShares Core MSCI World UCITS ETF USD (Acc) (EUR) rahasto.

Tarkastelun kohteeksi valitut rahastot ovat kasvuosuuksia, jotka sijoittavat tuottoensa edelleen. Tässä tutkielmassa ei tarkastellavastuullisen sijoittamisen piiriin kuuluvia teemarahastoja, joissa korostetaan jotakin tiettyä vastuullisuuden aluetta kuten ilmasto. Rajauksen kohteena olevat rahastot on suunnattu institutionaalisille

sijoittajille. Kaikista rahastoista on kuitenkin olemassa olevat rahastosarjat myös piensijoittajille.

Rahastojen sisältämien yhtiöiden osalta tutkitaan, miten ne tuovat verovastuullisuutensa esille yhteiskuntavastuuraporteissaan tai erillisissä aiheita koskevissa raporteissa kuten verojalanjälkiraporteissa. Jotta veron maksun tosiasiallisesta toteutumisesta voidaan muodostaa mahdollisimman objektiivinen kuva, tarkastellaan myös edellä mainittuja yritysten verojärjestelyitä koskevaa verkkolehtien uutisointia, kansalaisjärjestöjen kuten Tax Justice Networkin raportteja sekä viranomaisten tiedotuksia. Tarkoituksena on siis muodostaa mahdollisimman objektiivinen käsitys siitä, minkälainen kuva sijoituskohteena olevan rahaston taloudellisesta vastuusta verotuksen osalta muodostuu, kun sitä tarkastellaan sisältönsä muodostamana kokonaisuutena rahastoesitteen sijasta.

Vastuullisen sijoittamisen rahastojen sijoituskohteiden verovastuullisuuden lisäksi tässä tutkielmassa käsitellään myös liike-etiikan, verotuksen ja vastuullisen sijoittamisen asiantuntijoiden haastatteluista syntynyttä aineistoa, jonka avulla tutkitaan vastuulliseen sijoittamiseen liittyviä eettisiä haasteita ja kehitystarpeita. Haastatteluja oli yhteensä neljä ja haastateltaviksi valittiin Metropolia Ambrosius, Jouni Weckström, Outi Helenius sekä Magdalena Lönnroth. Haastateltavien taustatiedot on esitetty tarkemmin luvussa viisi.

1.3 Tutkimusmenetelmä, aineiston hankinta ja analyysi

Tutkimusmenetelmänä on aineistolähtöinen sisällönanalyysi. Sisällönanalyysi muodostuu aineiston erittelystä ja analyysistä. Erittelyssä tekstin sisältöä jäsenellään ja analyysissä kuvataan sisältöä sanallisesti. Tässä tutkielmassa hyödynnetään rahastojen sijoituskohteiden verovastuullisuuden tutkimisessa sekä erittelyä että analyysiä. Analyysin tarkempi toteutus on esitelty luvussa neljä. (Kyngäs & Vanhanen, 1999, 66)

Haastatteluista koostettu materiaali on esitetty luvussa viisi. Haastattelut toteutettiin 11.11.2017 ja 27.11.2017 välisenä aikana henkilökohtaisesti kunkin haastateltavan kanssa. Haastattelut olivat puolistrukturoituja teemahaastatteluita (Rubin & Rubin

2005, 4-5). Teemahaastattelut sopivat tutkielman haastattelumenetelmäksi, koska tarkoituksena oli kerätä syventävää tietoa tutkimusaiheista. Haastattelujen teemat muodostettiin rahastojen sisältöä koskevien havaintojen pohjalta. Haastateltaville kerrottiin, että haastattelu tullaan äänittämään sekä litteroimaan ja kaikkea siinä esitettyä tietoa voidaan tulla käyttämään tässä tutkielmassa, joka tullaan julkaisemaan. Haastateltavat kertoivat teemoista vapaasti omia näkemyksiään. Äänitettyjen haastatteluiden litterointi toteutettiin välittömästi kunkin haastattelun päätyttyä, minkä jälkeen muodostuneesta aineistosta rajattiin tutkimuksen kannalta oleelliset seikat, jotka ovat esitettynä kappaleessa viisi.

1.4 Tutkimuksen rakenne

Tutkielman alussa luvussa kaksi esitellään vastuullisen sijoittamisen kannalta keskeiset termit ja periaatteet ja lyhyesti aiheeseen liittyvää teoriaa. Kolmannessa luvussa tarkastellaan syvällisemmin verovastuullisuutta, joka on käsitteenä moniulotteinen ja haastava.

Neljännessä luvussa käsitellään kolmen keskenään vastaavan vastuullisen sijoittamisen rahaston sisältöä niiden kymmenen suurimman sijoituskohteen osalta. Tämän luvun tavoitteena on tutkia, minkälaisia vastuuraportointikäytäntöjä sijoituskohteena olevilla yhtiöillä on ja minkälaisia huomioita ne ovat saaneet mediassa verotuksen osalta. Lisäksi samassa luvussa on vertailukohtana esitetty vastaava tarkastelu myös pörssinoteeratun indeksiosuusrahaston osalta, jonka sijoituskohteet valikoituvat sen seuraaman maailmaindeksin mukaan passiivisesti.

Luku viisi muodostuu tutkielman haastatteluaineistosta. Lopussa on yhteenveto tutkimuksesta sekä tutkimustulosten perusteella muodostetut johtopäätökset.

2. VASTUULLINEN SIOITTAMINEN

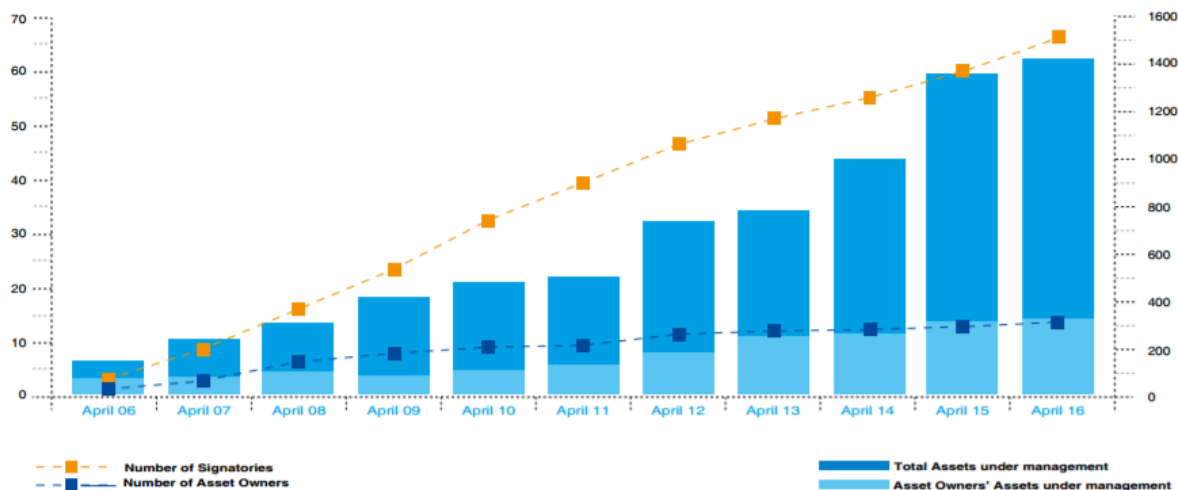
Tässä luvussa käsitellään vastuulliseen sijoittamiseen liittyvät keskeiset termit, periaatteet ja toimintatavat. Lisäksi tässä luvussa esitellään YK:n PRI-periaatteiston keskeisimmät periaatteet ja havainnollistetaan verovastuullisuuden olevan osa niitä.

Vastuullisen sijoittamisen suosio on kasvanut 2000-luvulla jatkuvasti. Suosion kasvun taustalla vaikuttaa muun muassa muuttuneet kulutustottumukset ja laajan yleisön kasvanut kiinnostus yritys vastuuseen, mikä heijastuu myös sijoitustuotteisiin kohdistuvaan kysyntään. (YK, 2016, 3-5)

Vastuulliseen sijoittamiseen voidaan jossain yhteyksissä viitata myös termeillä *socially responsible investments (SRI)*, *ethical investments* ja *sustainable investments*. Näiden osalta on kuitenkin tärkeää huomioida eettisen ja vastuullisen sijoittamisen ero, jota sivutaan erityisesti kappaleessa viisi. Vastuullisessa sijoitusprosessissa huomioidaan yritys vastuun näkökulma sijoituspäätöksen teossa, eli sijoituskohteen valinnassa arvioidaan sen kykyä huomioida toimintansa eettisyys, sosiaaliset näkökohdat sekä ympäristöön kohdistuva kuormitus. (Renneboog, Terhorst, Zhang, 2008, 1723-1724)

Suomessa vastuullista sijoittamista edistää Suomen vastuullisen sijoittamisen foorumi, joka on (Finland's Sustainable Investment Forum ry) on sijoittajia, varainhoitajia, palveluntarjoajia ja alan organisaatioita palveleva yleishyödyllinen yhdistys, jonka tavoitteena on edistää vastuullista sijoittamista Suomessa. Finsif pyrkii kehittämään vastuullisen sijoittamisen toimialaa Suomessa sekä tarjoamaan tietoa ja ohjeita alalla toimijoille. (Finsif, 2017, 3)

PRI-periaatteiden suosion kehitys on kuviossa 2. Kuvassa siniset pylväät kuvaavat kokonaispääomaa, jota hallinnoidaan PRI-periaatteiden mukaisesti ja keltaisella on kuvattuna allekirjoittaneiden toimijoiden lukumäärä. Pystyakselilla vasemmalla on hallinnoitavan varallisuuden dollarimäärä biljoonina (10^{12}) ja oikeanpuoleisella pystyakselilla allekirjoittaneiden toimijoiden lukumäärä.



Kuvio 2 PRI-periaatteiden suosion kasvu vuosina 2006-2016 (YK, 2016, 4)

Kuten kuviosta 2 on nähtävissä PRI-periaatteiden julkaisusta lähtien sekä sitoutuneiden lukumäärän kasvu että hallinnoitavan kokonaisvarallisuuden kasvu on ollut nopeaa ja lähes lineaarista.

2.1 Vastuullisen sijoittamisen tavoitteet ja tarkoitus

Suomen vastuullisen sijoittamisen foorumi *Finsif* määrittelee vastuullisen sijoittamisen tavoitteeksi salkun tuotto- ja riskiprofiilin parantamisen ylimääräisen vastuunkannon keinoin: ”Vastuullisella sijoittamisella tarkoitetaan ympäristöasioiden, sosiaaliseen vastuuseen liittyvien tekijöiden sekä hallintotapa-asioiden eli ns. ESG-asioiden (Environment, Social and Governance) huomioon ottamista sijoitustoiminnassa siten, että salkun tuotto- ja riskiprofiili paranevat. Vastuullisessa sijoittamisessa ei ole olemassa yhtä tai ainoa tapaa, vaan jokainen sijoittaja valitsee omaan sijoitusstrategiaansa sopivat työkalut. Sijoittaja voi huomioida ESG-asiat sijoitustoiminnassa eri lähestymistapoihin nojautuen. Vastuullista sijoittamista on mahdollista tehdä kaikissa omaisuuslajeissa.” (Finsif, 2017, 4)

Vastuullinen sijoittaminen ja eettinen sijoittaminen eivät suoraan ole toistensa synonyymejä, vaikka niitä usein käytetäänkin toistensa synonyymeinä. Vaikuttavuussijoittaminen on yksi vastuullisen sijoittamisen osa-alueista. Pörssisäätiö on esittänyt seuraavat määritelmät edellä mainituille termeille;

”Vastuullinen sijoittaminen: Vastuullisessa sijoittamisessa pyritään parantamaan salkun tuotto- ja riskiprofiilia ESG-näkökohdat eli ympäristöön, sosiaaliseen vastuuseen ja hyvään hallintotapaan liittyvät asiat huomioimalla. Vastuullisen sijoittamisen juuret ovat eettisessä sijoittamisessa. Vastuullinen sijoittaminen ei sulje pois eettistä sijoittamista, vaan se antaa mahdollisuuden yhdistää arvot ja eettiset näkökulmat tuottavan sijoitustoiminnan lähestymistapoihin.” (Pörssisäätiö, 2017)

”Eettinen sijoittaminen: Eettinen ja vastuullinen sijoittaminen eivät ole toistensa synonyymeja, vaikka niin usein luullaan. Eettisessä sijoittamisessa kohteet valitaan henkilökohtaisen arvopohjan mukaan ja osa yhtiöistä ja toimialoista suljetaan kokonaan ulkopuolelle. Sijoittaja hyväksyy pienemmät tuottovaatimukset, kunhan kohde on mahdollisimman eettinen.” (Pörssisäätiö, 2017)

”Vaikuttavuussijoittaminen: Vaikuttavuussijoittamisessa sijoitustuottojen lisäksi tavoitteena on mitattavan muutoksen aikaan saaminen yhteiskunnallisiin asioihin tai ympäristöön liittyen. Vaikuttavuussijoittamisessa investoidaan esimerkiksi yrityksiin, jotka tähtäävät yhteiskunnan kannalta parempien ratkaisujen kuten uusiutuvan energian kehittämiseen. Vaikuttavuussijoittaminen on yksi vastuullisen sijoittamisen osa-alue.” (Pörssisäätiö, 2017)

Alla esitetyssä kuviossa on Suomen vastuullisen sijoittamisen foorumilla listattuja esimerkkejä ESG-seikoista, joita vastuullisessa sijoittamisessa voidaan ottaa huomioon. Kuva vastaa sisällöltään YK:n PRI-standardiston esimerkkitaulukkoa. Kuviossa 3 punaisella korostettuna veronmaksu.

E	S	G
Standardit ja sertifikaatit	Henkilöstöpolitiikka	Hallituksen riippumattomuus
Ympäristöohjelmat	Ihmisoikeudet	Hallituksen palkitseminen
Ilmastonmuutostyöskentely	Lasten oikeudet	Toimitusjohtaja ja johtoryhmä
Energiätehokkuus	Työelämän oikeudet	Palkitsemisjärjestelmät
Luonnon monimuotoisuus	Tuotevastuu	Veronmaksu
Kiertotalous	Lähiyhteisön huomioiminen	Korruptio- ja lahjontavastainen toiminta

Kuvio 3 ESG esimerkkejä (Finsif, 2017)

Kuten kuvio 3 on nähtävissä, *verojen maksu* kuuluu ESG-tekijöiden joukkoon *governance* otsikon alle. Luvussa 4 tarkastellaan, miten tämä huomioidaan sijoituskohteiden valinnassa käytännössä, kun eettisesti vastuullista rahastoa muodostetaan ja hallinnoidaan.

Verovastuullisuuden osalta on havaittu, että kuluttajat reagoivat negatiivisella tavalla heidän tietoonsa tuleviin aggressiivisiin verojärjestelyihin. Toisaalta kuluttajat eivät todennäköisesti palkitse erityisellä tavalla niitä yhtiöitä, jotka pidättäytyvät aggressiivista järjestelyistä. Poliittiselta ideologialtaan oikealla olevat kuluttajat suhtautuvat neutraalimmin aggressiivisiin verojärjestelyihin kuin ne kuluttajat, jotka ovat poliittiselta ideologialtaan vasemmalle kallistuneita. (Antonetti & Anesa, 2017, 1-9)

Uutisten sijoitukohteena olevien yritysten aggressiivista verojärjestelyistä on havaittu vaikuttavan negatiivisella tavalla sijoituskohteena olevan yhtiön pörssikurssiin (Hanlon & Slemrod, 2009, 126-141). Toisaalta on myös tutkimuksia, joiden mukaan aggressiivisten verojärjestelyiden ei ole havaittu synnyttävän merkittäviä maineen menetyksestä aiheutuvia kustannuksia (Gallemore, Maydew, Thornock, 2014, 1125-1133).

2.2 Vastuullisten sijoittamisen osapuolet ja prosessi

Vastuullisten sijoitustuotteiden kuluttajien joukkoon Suomessa kuuluu monet institutionaaliset sijoittajat, joilla on erityisiä syitä varmistaa toimintansa eettisyys kuten Kirkon eläkerahasto (Suomen Ev.Lut. Kirkko, 2016, 1-3). Vastuulliset sijoitustuotteet ovat kuitenkin myös kuluttaja-asiakkaiden ulottuvilla. Vastuullisia sijoitusrahastoja

hallinnoi ja markkinoi muun muassa kotimaan kolme suurinta finanssitaloa; OP Ryhmä, Nordea Pankki Suomi Oyj konserni ja Danske Bank Oyj (FKL, 2014, 4-6).

Sijoittajan on itse päätettävä, minkälaisen vastuullisuusstrategian muodostaa. Tämä päätös vaikuttaa esimerkiksi tämän tutkielman aiheena olevien sijoitusrahastojen valintaan. Kun sijoituksen vastuullisuuteen pyrkivä sijoittaja valitsee epäsuoran lähestymistavan sijoittamalla vastuullisen sijoittamisen rahastojen kautta, korostuu varainhoitajan toiminnan merkitys sijoituksen tosiasiallisen vastuullisuuden toteutumisen kannalta. (Finsif, 2017, 14-15)

Itse sijoitusrahasto muodostetaan salkunhoitajan toimesta, joka valitsee sijoitusstrategian ja päättää mitä osaa luvussa 3.1 mainituista ESG-standardeista noudatetaan. Kun rahasto muodostetaan, päätetään peruskriteerit niistä kohteista, joihin rahasto ei missään tapauksessa sijoita, tyyppiesimerkkinä ydinaseteollisuus. Tämän jälkeen sijoituksia seurataan ja arvioidaan ESG-analyysin avulla, joka on jatkuvasti sijoituspäätöksissä mukana. Mikäli jokin sijoituskohde vaikuttaa ESG-analyysin valossa ongelmalliselta voidaan asiaan vaikuttaa keskustelun ja kohdeyhtiön yhtiökokouksessa äänestämisen avulla. Jos nämä toimenpiteet eivät tuo haluttua vastetta, voidaan kohdeyhtiö tarvittaessa poistaa portfoliosta. ESG-analyysi on salkun hoidon kannalta merkittävässä osassa. Se voidaan tuottaa osittain tai kokonaan alihankintana kolmansien osapuolien tuottamana. Yksi suomalaisten toimijoiden suosima alihankkija on Institutional Shareholder Services Inc, joka tuottaa vastuullisuuden monitorointiin ja seurantaan liittyviä palveluita esimerkiksi Danske Bankille. (Danske Bank, 2017)

Kun sijoituspäätös on tehty, tulee sijoituksia seurata ja valvoa, jotta voidaan varmistua vastuullisen sijoittamisen periaatteiden toteutumisesta. Sijoittaja voi valvoa sijoituksia itse. Vaihtoehtoisesti tästä voi vastata varainhoitaja tai kolmannet osapuolet, jotka ovat erikoistuneet vastuullisen sijoittamisen arviointiin. Vastuullisen sijoittamisen toteutumisen mittaaminen on haastavaa, mikä osittain johtuu prosessiin liittyviin haasteisiin kuten epäselvään termistöön ja vastuunkannon jakamiseen eri osapuolien välille. (Finsif, 2017, 14-15)

2.3 YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet (PRI)

YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet eli PRI (Principles for Responsible Investment) käsittelevät ympäristön, sosiaalisten näkökulmien ja yhtiöiden hallintotapaan liittyvien tekijöiden huomioimista sijoitustoiminnassa. Periaatteisiin viitataan usein myös englanninkielisellä lyhenteellä ESG (Environmental, Social, Governance). (YK, 2016, 4-6)

Valtaosa vastuullisen sijoittamisen saralla toimivista on allekirjoittanut YK:n PRI periaatteet (YK, 2016, 5). Myös tämän tutkielman 4. luvussa esitetyt toimijat, joiden rahastoja tarkastellaan, (OP-Pohjola, Nordea ja Danske Bank) ovat allekirjoittaneet nämä periaatteet. Periaatteet jättävät melko paljon tulkinnan varaa sekä mahdollistavat vastuullisen sijoittamisen laajentumisen käsitteenä. Alla on esitetty YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet (Principles for Responsible Investment), joita on yhteensä kuusi. Edellä mainitut periaatteet sekä niitä koskevat lainaukset ovat Finsif ry:n julkaisemasta *Vastuullisen sijoittamisen oppaasta* (Finsif, 2017).

”1. ESG:n liittäminen osaksi sijoitusprosessia”

Ensimmäinen periaate korostaa salkunhoitajien ja ulkopuolisten toimijoiden roolia sijoituksen vastuuasioden liittämisessä sijoitusprosessiin, mutta muuten 1. periaate jää melko avoimeksi: ”Organisaation tulisi mainita ESG-asiat sijoituspolitiikassaan ja tukea ESG-työkalujen, analyysien ja tilastojen kehittämistä. Sekä omien että ulkopuolisten salkunhoitajien kykyä sisällyttää ESG-asioita toimintaansa kannattaa arvioida säännöllisin väliajoin ja pyytää sijoituspalvelujen tuottajia liittämään ESG-asioita tutkimuksiinsa. Lisäksi voidaan kannustaa akateemista ja muuta alaan liittyvää tutkimusta sekä tukea ESG-koulutusta sijoitusammattilaisille.”

”2. Toiminta aktiivisena omistajana”

Toinen periaate on edellistä selkeämpi ja kehottaa organisaatiota toimimaan aktiivisena omistajana esimerkiksi pyrkimällä edistämään vastuuasioden huomioimista sijoituskohteena olevan yrityksen yhtiökokouksessa, mikä onkin tehokas ja oikeudenmukainen vaikuttamiskanava mikäli sijattavalla organisaatiolla on riittävästi määräys- tai vaikutusvaltaa kohdeyhtiössä: ”Organisaation tulisi kehittää aktiivista ja

julkista omistajapolitiikkaa ja käyttää äänioikeuttaan yhtiökokouksissa. Tavoitteena on aktiivinen vuoropuhelu yhtiöiden kanssa, jonka lisäksi voidaan osallistua standardien, valvonnan ja periaatteiden kehittämiseen. Yhtiökokouksissa osakkeenomistajat voivat tehdä esityksiä ottaen huomioon pitkän aikavälin ESG näkökulman ja salkunhoitajia sekä rahastonhoitajia voidaan yrityksissä kannustaa osallistumaan ESG-vaikuttamisprojekteihin ja raportoimaan niistä.” (Finsif, 2017)

”3. Sijoituskohteiden asianmukaisen raportoinnin edistäminen”

Markkinoilla käydään kauppaa pitkälti informaatiolla, mikä korostaa oikean ja oikea-aikaisen tiedon merkitystä kaikille markkinaosapuolille: ”Organisaatiot voivat pyytää yrityksiltä standardimuotoista raportointia ESG asioista (kuten Global Reporting Initiative) sekä ESG-asioiden sisällyttämistä vuosikertomuksiin. Lisäksi yrityksiltä kannattaa pyytää tietoja asiaankuuluvien normien, standardien ja kansainvälisten aloitteiden käytöstä tai käyttöönotosta sekä olla mukana tukemassa sellaisia osakkeenomistajien yhtiökokouksesityksiä, jotka edistävät ESG asioiden julkaisemista (Finsif, 2017).”

”4. Vastuullisen sijoittamisen periaatteiden käyttöön oton edistäminen toimialalla”

Neljännän periaatteen tarkoituksena on kannustaa toimijoita levittämään vastuullisuutta alalla, kuten tämän kappaleen alussa esitetystä kuvasta ilmenee PRI-periaatteiden allekirjoittaneiden määrän kasvu on ollut voimakasta koko periaatteiston olemassaolon aikana: ”Organisaatioiden kannattaa sisällyttää ESG-asioihin liittyviä vaatimuksia palvelutuottajien valintakriteeristöön ja linjata sijoitusmandaatit, valvontaprosessit, tuottoindikaattorit ja palkitsemisjärjestelmät määriteltyjen vastuullisuuskriteerien mukaan.” (Finsif, 2017)

”5. Vastuullinen sijoittaminen yhteistyössä muiden sijoittajien kanssa”

Viides periaate korostaa alan toimijoiden keskinäisen yhteistyön merkitystä, minkä avulla olisi mahdollista saavuttaa toiminnan tehostumista sekä synergiaetuja: ”Organisaatiot voivat osallistua erilaisiin verkostoihin työkalujen ja resurssien yhdistämiseksi. Yhteistyössä kannattaa nostaa esille uudet, nousevat teemat sekä kehittää ja tukea yhteisöllisiä aloitteita.” (Finsif, 2017)

”6. Raportointi vastuullisen sijoittamisen edistymisestä”

Kuudes periaate korostaa organisaation raportointivelvollisuutta, toiminnan läpinäkyvyys on käytännössä välttämätöntä eettisen sijoittamisen uskottavuuden kannalta: ”Organisaatioiden on suotavaa kertoa avoimesti siitä, miten ESG-asiat on sisällytetty sijoitustoimintaan sekä julkaista aktiivisen omistajapolitiikan käytäntöjään ja palveluntarjoajille asetettuja vaatimuksia. Myös edistyksistä ja saavutuksista on hyvä raportoida säännöllisin väliajoin.” (Finsif, 2017)

2.4 GRI-standardisto ja verotus

Yhteiskuntavastuuraportoinnin tarkoituksena on välittää tietoa yrityksen kantamasta yhteiskuntavastuusta. Yhdysvaltalaisen yhtiöiden motiiveja raportoida vapaaehtoisesti vastuuasioistaan voidaan jakaa kahteen ryhmään; 1) tiedottaa yhtiön sitoumuksesta vastuulliseen liiketoimintaan ja 2) ns. viherpesu eli pyrkimys antaa yleisön ymmärtää, että yritys olisi vastuullinen toimija, vaikka tästä ei olisikaan tosiasiallisia näyttöjä. Tilastollisesti yhdysvaltalaiset vapaaehtoisesti raportoivat yhtiöt ovat myös tosiasiallisesti vastuullisempia eli ns. viherpesu on vähäisempää. (Mahoney, Thorne, Cecil, LaGore, 2013, 350-357)

GRI-standardit (Global Reporting Initiative) on kehitetty mahdollistamaan yhteiskuntavastuun selkeä ja vertailukelpoinen raportointi. GRI-standardisto on maailman käytetyin vastuullisuusraportointistandardisto ja valtaosa monikansallisista suuryrityksistä toteuttaa vastuuraportointinsa GRI-standardiston mukaisesti. GRI-standardien avulla yritykset voivat raportoida ESG-asiansa standardisoidulla tavalla. (GRI, 2017)

Uusimassa GRI G4 kehitysversiossa on huomioitu myös verotus, joka tulisi raportoida kohdan G4-EC1 mukaan maittain, mikäli vastuuraportointi toteutetaan GRI-standardiston mukaisesti. GRI-standardiston käyttö perustuu vapaaehtoisuuteen, minkä johdosta raportoinnissa käytetään *comply or explain* -periaatetta eli raportin ohjeista poikkeamisen syyt tulee perusteella. (GRI, 2013, 12-14)

Standardia *Direct economic value generated and distributed* G4-EC1 koskee seuraava tarkennus: ”All organization taxes (such as corporate, income, property) and related

penalties paid at the international, national, and local levels. This figure does not include deferred taxes because they may not be paid. For organizations operating in more than one country, report taxes paid by country.” (GRI, 2013)

GRI-standardistoa pidetään yhtenä parhaimpana yrityksenä standardisoida yhteiskuntavastuuraportointia. Standardistoa on kuitenkin myös kritisoitu sen muun muassa sen monimutkaisuudesta (Adams and Frost, 2007, 2-11). GRI-standardiston mukaisesti tehdyn yhteiskuntavastuuraportin tulisi edesauttaa yrityksen verovastuullisuuden määrittämisessä sekä vastuullisen sijoittamisen ESG-analyysin muodostamisessa. Tätä asiaa tutkitaan tarkemmin tutkielman empiirisessä osiossa luvussa 4.

2.5 Sijoituskohteiden valinta vastuullisessa sijoittamisessa

Vastuullisen sijoittamisen tavoitteeseen pyritään valitsemalla sijoituskohteet vastuullisen sijoittamisen periaatteiden mukaisesti. Mikäli sijoitusportfolioon valittu sijoituskohde valinnan jälkeen rikkoo vastuullisuuskriteerejä, se voidaan tarvittaessa poistaa portfolioista. Sijoittajille haasteita luo erityisesti ESG-asioiden huomioiminen, sillä vastuullisten yhtiöiden erottaminen ns. tavallisista yhtiöistä voi olla haastavaa, koska tietoa potentiaalisten sijoituskohteiden vastuullisuudesta ei aina ole helposti saatavilla (Belal & Cooper, 2011, 655-657).

Suomessa vastuullisen sijoittamisen johdosta poisrajoituksia ovat tehneet mm. Nordea ja OP ryhmä, jotka eivät enää sijoita yhtiöihin, jotka ovat mukana hiiliteollisuudessa tai ydinaseteollisuudessa. Kaikki edellä mainitut yritykset ovat allekirjoittaneet YK:n PRI -standardit, mutta toteuttavat kukin oman strategiansa mukaista vastuullisuustasoa, minkä johdosta esimerkiksi ydinasekauppa ei ole poissulkukriteeri toistaiseksi Danske Bankilla tai eläkeyhtiö Ilmarisella. (Yle, 2016 a; Yle, 2016 b)

Vastuullisuuden sijoittamisen standardit ovat ohjeellisia ja perustuvat vapaaehtoisuuteen, mikä antaa sijoitusportfolion kokoamiseen käytännön tasolla paljon liikkumatilaa ja tekee vastuullisuudesta terminä vaikeasti määriteltävän. (Heinkel, Kraus, Zechner, 2001, 431-433) Poisrajaaminen tarkoittaa myös sitä, että

mahdollisuus pyrkiä vaikuttamaan kohde yhtiön toimintaan aktiivisen omistajan roolissa menetetään, minkä johdosta monet toimijat välttävät sitä tai pitävät poisrajausta viimeisenä keinona toimintavalikoimassaan.

Vastuullisen sijoittamisen sijoituspäätöksessä huomioidaan tuoton lisäksi sijoituskohteeseen liittyvät ESG -näkökulmat, jotka on esitelty edellä kuvioissa kolme. Jotta ESG-näkökulmat voidaan ottaa huomioon sijoituspäätösten teossa, tarvitaan niistä tietoa. Tietoa kerätään muun muassa yhtiöiden yhteiskuntavastuuraporteista, joita useat toimijat jalostavat edelleen kaupallisessa tarkoituksessa vastuullisuustietokannoiksi. Muun muassa MSCI, Sustainalytics ja Bloomberg tuottavat ja analysoivat vastuullisuustietoa sijoittajien käyttöön (MSCI, 2017; Sustainalytics, 2017; Bloomberg 2017).

2.6 Lyhyt katsaus vastuullisen sijoittamisen synnyttämiin tuottoihin suhteessa markkinoiden yleiseen tasoon

Vastuullisen sijoittamisen piiriin kuuluvien rahastojen tuottojen suhde markkinoiden yleiseen kehitykseen ja tavallisiin rahastoihin on tyypillinen tutkimuskohde vastuullisen sijoittamisen saralla, koska sijoituksen tuotto on sijoittajan näkökulmasta luonnollisesti yksi keskeisimmistä mielenkiinnon kohteista. Tyypillisesti vastuullisen sijoittamisen portfolioita vertaillaan ns. tavalliseen portfolioon, jossa vastuullisuustekijöitä ei olla korostetulla tavalla huomioitu. Aiemmissä tutkimuksissa on havaittu, että vastuullisen sijoittamisen piiriin kuuluvat portfolioit voivat olla hyvin lähellä tavanomaisen sijoittamisen ehdoilla muodostettuja portfolioita. (Laguir, Stagliano, Elbaz, 2015, 662-663; Halbritter & Dorfleitner, 2015, 23-35; Auer & Schuhmacher, 2015, 1751-1753)

Tutkimukset näyttävät, että vastuulliset rahastot ovat toistaiseksi alisuoriutuneet normaaleiden markkinaolosuhteiden vallitessa. (Leite & Cortez, 2013; Muñoz et al., 2014; Nofsinger & Varma, 2014) Vastuullisessa sijoittamisessa pyritään tehostamaan sijoitukseen liittyvän riskin hallintaa ja laskevilla markkinoilla vastuullisen sijoittamisen rahastot, joiden sisältöä on aktiivisesti rajattu, ovat pärjänneet verrokkejaan paremmin (Nofsinger & Varma, 2014; Lesser, Rössle, Walkhäusl, 2016).

Vanhin ESG-kriteerit huomioiva Yhdysvaltain markkinoille sijoittuva osakeindeksi on MSCI KLD 400 SOCIAL INDEX (USD). Kyseinen indeksi on suunniteltu ylläpitämään samanlaisia osakepainosektoreita kuin MSCI USA Indeksä, mutta se on muodostettu poisrajaamalla kaikki ydin-, tupakka-, alkoholi-, uhkapeli-, ase-, porno- tai geenimanipulointiteollisuudessa toimivat yritykset, minkä jälkeen hyväksytyjen yritysten listalta valikoidaan yhtiöt indeksiin niiden ESG-arvioinnit huomioiden. Indeksä tasapainotetaan neljännesvuosittain. Alla olevassa kuvaajassa on esitetty MSCI USA IMI indeksin sekä MSCI KLD 400 Social indeksin kehitys vuosina 2002-2017. (MSCI, 2017, 1-2)

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE - GROSS RETURNS (USD) (MAY 2002 – MAY 2017)



Kuvio 4 Yhdysvaltalaisen vastuullisen sijoittamisen indeksin kehitys vertailuindeksiinsä nähden 2002-2017 (MSCI, 2017, 1)

Kuviosta 4 on nähtävissä, että 1) sinisellä merkitty vastuullisen sijoittamisen indeksi seuraa tavallista emo-indeksiään melko tarkasti, 2) tarkastelujaksolla vastuullisen sijoittamisen indeksi ei kertaakaan voita vertailuindeksiään ja 3) niiden erot ovat suhteellisen pienet tosin tarkastelujakson päätteessä vastuullisen sijoittamisen indeksi on noin 10 % heikempi kuin vertailuindeksinsä.

Mitä väljemmin ESG-kriteerejä on tulkittu poisrajaamisessa, sitä selvemmin rahastot ovat seuranneet markkinoiden yleistä kehitystä. Vastuullisessa sijoittamisessa käytetään useita erilaisia seulonta- ja poisrajausmenetelmiä, minkä johdosta onkin tärkeää tarkastella tiukemmin profiloituneita rahastoja, kuten esimerkiksi ympäristöasioita korostavia rahastoja, erillään muista vastuullisen sijoittamisen rahastoista. (Lesser et. al, 2016, 175-178)

Aggressiivisen verosuunnittelun ja yhteiskuntavastuun yhteyden osalta on havaittu, että osa yrityksistä voi harjoittaa hyvinkin aggressiivista verosuunnittelua ja samanaikaisesti korostaa esimerkiksi sosiaalista vastuullisuuttaan (Preuss, 2017, 368-371).

Tämän tutkielman kannalta aiempien tutkimustulosten kannalta oleelliseksi nousee havainto, jonka mukaan löyhin kriteerein seulotut rahastot seuraavat selvemmin markkinoiden yleistä kehitystä. Eli tosin sanoen, mikäli ylimääräisten vastuiden kanto näkyy ainoastaan rahaston nimessä, on oletettavaa, että kyseisen rahaston kehitys mukailee markkinoiden yleistä kehitystä. Jos rahasto seuraa indeksiä, voidaan sen päätellä sisällöltään olevan indeksiä vastaava, jolloin myös sen sisältönä olevien yhtiöiden mahdolliset vastuunkantoyritykset eivät eroa merkittävästi markkinoilla olevien yritysten keskimääräisestä tasosta.

3. VEROVASTUULLISUUS JA KOLME NÄKÖKULMAA OSAKEYHTIÖN VASTUULLISUUDEN TARKASTELUUN

Tässä luvussa tarkastellaan verovastuuta sekä siihen oleellisesti liittyvää osakeyhtiön tarkoitusta yleisellä tasolla. Tässä luvussa ei tarkastella suomalaista osakeyhtiölakia, vaan tapoja hahmottaa yhtiön olemus ja tehtävä liiketaloustieteen ja etiikan näkökulmasta. Jäljempänä tässä luvussa termeillä *osakeyhtiö*, *yhtiö* ja *voitontuottamistarkoitus* viitataan yleisesti osakeyhtiöön yhtiömuotona ja tarkoitukseen tuottaa voittoa.

Taloudellinen vastuu on yksi yhteiskuntavastuun kolmesta vastuualueesta. Taloudellisen vastuun piiriin kuuluu eri alueita, joiden tavoitteena on estää muun muassa korruptioita ja edistää hyviä hallintotapoja. Vastuullinen verojen maksu on ainoastaan yksi taloudellisen vastuun osa-alue, joka kuuluu PRI-periaatteistossa hallintoa koskevaan ryhmään. Yhteiskunnan näkökulmasta verojen maksu on hyvin keskeinen yritys vastuun osa-alue. (PRI Association 2016; YK, 2015; Carrol, 1979, 500)

Verovastuulla (Tax Responsibility) viitataan YK:n PRI periaatteiden osaan, jonka PRI periaatteisiin sitoutuneen toimijan tulisi pyrkiä huomioimaan sijoituskohteen verojärjestelyiden vastuullisuus. YK ei pidä sijoituskohdeyhtiön aggressiivista verosuunnittelua vastuullisen sijoittamisen kontekstissa sijoituskohteen vastuullisena toimintatapana. (YK, 2015, 5-14)

Verovastuun pohdinta on tutkielman kannalta välttämätöntä, jotta voidaan määritellä mitä verovastuullisuus ylipäätään tarkoittaa ja voidaanko eettisestä näkökulmasta yrityksiltä odottaa tällaisen vastuun kantamista. Tämä ei ole itsestään selvä kysymys. Osakeyhtiön tarkoitus liittyy yhteiskuntavastuuseen sekä erityisesti verovastuuseen, sillä mikäli voitontuottamistarkoitus mielletäisiin osakeyhtiön ainoaksi tai tärkeimmäksi tarkoitukseksi, yhteiskuntavastuun kantaminen eli lain säätämisen vastuutason ylittämisen voitaisiin väittää olevan yhtiön tarkoituksen vastaista kuten esimerkiksi Friedman on esittänyt artikkelissaan *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits* (1970). Vastaavalla tavalla argumentoi myös Suomessa paljon julkisuutta saanut Björn Wahlroos: ”Yritysten tehtävä on tuottaa mahdollisimman paljon

varallisuutta omistajilleen, ne eivät ole hyväntekeväisyysorganisaatioita. Yritysten tehtävä ei ole tehdä ratkaisuja omistajiensa puolesta ainakaan eettis-moraalisissa kysymyksissä.” (TS, 2008)

Mikäli yhteiskuntavastuuta pidettäisiin edellä käsiteltyjen Friedmanin ja Wahlroosin näkemysten mukaisesti yhtiön tarkoituksen vastaisena, voitaisiin myös argumentoida verojen olevan yhtiön näkökulmasta kustannuserä. Tällöin myös aggressiivisen verosuunnittelun voitaisiin väittää olevan linjassa voitontuottamistarkoituksen kanssa, sillä se olisi tästä näkökulmasta yksi laillinen keino pyrkiä lisäämään omistajien voittoa siinä missä esimerkiksi muu verojen minimointi, johon verovelvollisella on oikeus. On selvää, että ihmisillä voi olla erilaisia käsityksiä yhteiskuntavastuusta ja verovastuusta, koska kyse on organisaatioon kohdistuvista yhteiskunnallisista odotuksista ja yhteiskunnan sisällä voi olla erilaisia odotuksia (Carrol, 1979, 500).

Tämän tutkielman keskiössä olevan verovastuun osalta voidaan esittää myös täysin Friedmanin ja Wahlroosin argumentoinnin vastaisia näkemyksiä kuten jo YK on tehnyt ottamalla verovastuullisuuden mukaan osaksi vastuullisen sijoittamisen PRI periaatteitaan: ”Responsible investors and well-run companies will acknowledge that tax is not simply a cost to be minimised, but a vital investment in the local infrastructure, employee-base and communities in which they operate (YK, 2015, 5)”.

Kuten edellä on havainnollistettu, eri tahoilla on erilaisia näkemyksiä verovastuusta. Osakeyhtiötä voidaan tarkastella hyvin erilaisista näkökulmista ja näkökulma valinta vaikuttaa myös siihen kuinka laajaksi yhtiöön kohdistuva vastuu hahmotetaan (Avi-Yonah, 2014, 13-15) Tutkimalla tyypillisimpiä tulkintoja osakeyhtiön olemuksesta pystytään myös tulkitsemaan vallitsevia käsityksiä vastuullisesta liiketoiminnasta veronmaksun osalta.

Tässä luvussa perehdytään erityisesti professori Reuven Avi-Yonahin tutkimuksiin verotuksesta ja yhteiskuntavastuusta. Avi-Yonah on julkaissut yli 150 kirjaa ja tutkimusta verotuksesta ja hän toimii OECD:n verokilpailuneuvonantajana ja jäsenenä OECD:n tutkimusryhmässä *International Network for Tax Research*. Osakeyhtiön olemusta voidaan kuitenkin tarkastella useasta näkökulmasta ja tässä luvussa

esitellään tällä hetkellä tieteellisessä tutkimuksessa keskeisimmät näkökulmat osakeyhtiön tarkasteluun.

3.1 Rajanveto vastuullisen ja vastuuttoman verojärjestelyn välillä

Valtio on klassisen Max Weberin määritelmän mukaan organisaatio, jolla on legitiimi väkivaltamonopoli tietyllä maantieteellisellä alueella (Weber, 1922). Valtion olemassaolo mahdollistaa yhteiskunnan turvallisen sekä oikeudenmukaisen toiminnan, minkä rahoittamiseksi kerätään veroja. Verot voidaan nähdä siis jossain määrin maksuna turvallisesta ja oikeudenmukaisesta toimintaympäristöstä. Vero itsessään voidaan määritellä myös pakolliseksi vastikkeettomaksi maksuksi julkisten palveluiden tuottamiseksi (Myrsky & Ossa, 2008).

Rajanveto veronmaksun vastuullisuutta koskeissa kysymyksissä on usein vaikeaa. Haasteita synnyttää erityisesti se, että suuryritysten verojärjestelyt pääsääntöisesti ovat lain kirjaimen mukaisia, mutta hengen vastaisia (Knuutinen, 2014, 309). Näin ollen yrityksen ulkopuolelta käsin voi olla vaikeaa määrittää, maksaako yritys veronsa vastuullisesti vai ei. Tämän hahmottaminen on kuitenkin huomattavasti helpompaa yrityksen sisältä käsin, jolloin yritysjohto tietää tai sen ainakin pitäisi tietää, ohjaavatko jotakin strategista päätöstä puhtaasti verotukselliset motiivit vai onko sille myös aitoja liiketaloudellisia syitä (Avi-Yonah, 2014, 20-21).

Usein päätöksenteko ei kuitenkaan ole käytännössä mustavalkoista ja samaan tilanteeseen saattaa liittyä sekä verotukselliset että liiketaloudelliset tarkoitukset, sillä vaikka verotusta tarkasteltaisiin ainoastaan kustannuseränä, sen minimointi ei ikinä tuo positiivista kassavirtaa yritykseen, vaan ainoastaan alentaa kustannuksia. Verotuksen minimointiin liittyy aina tasapainottelu yrityksen muiden strategisten tavoitteiden välillä. Esimerkiksi strategia, joka on mahdollisimman verotehokas edellyttää usein myös alhaisemman tuloksen näyttämistä yrityksen tilinpäätöksessä. Tämä saattaa vaikuttaa negatiivisella tavalla siihen kuvaan, joka yrityksestä muodostuu sen keskeisimpien sidosryhmien näkökulmasta, mikä edelleen voi vaikuttaa esimerkiksi yrityksen tarvitseman rahoituksen hintaan. Näin ollen useimpiin yrityksen päätöksiin kytkeytyvät verotukselliset tekijät, jotka ovat yksi päätöksen tekoon vaikuttava seikka muiden joukossa. (Schakelford & Shevlin, 2001, 326-327)

Verojärjestelmän toimivuus demokraattisesti hallitussa valtiossa perustuu viimekädessä siihen, että valtaosa verovelvollisista ja päätyy noudattamaan *vapaaehtoisesti* verolainsäädännön henkeä. Verojärjestelmiin syntyy väijäämättä aukkoja, joiden syntymistä on kansainvälisellä tasolla hyvin haastavaa estää lakia kirjoittamalla. (Avi-Yonah, 2006, 15-17)

Verokirjallisuudessa verojärjestelmän toimintaa on hahmoteltu pyramidimallin (eng. enforcement pyramid) avulla (Braithwaite, 2002, 226-231). Pyramidimallissa pohjalla on pääjoukko kansalaisista, jotka pyrkivät noudattamaan verolainsäädännön henkeä parhaan kykynsä mukaan. Noustessa pyramidin sisällä korkeammalle, kansalaisten määrä vähenee ja kiinnostus erilaiseen verovälttelyyn lisääntyy, minkä seurauksena lain täytäntöönpanokeinot kiristyvät. Mikäli pyramidi käännetään kärkensä varaan, jolloin suuret joukot eivät enää noudata lain henkeä, voidaan järjestelmän katsoa epäonnistuneen. Modernin valtion olemassaolon kannalta on vitaalia, että suuret joukot kunnioittavat verolainsäädännön henkeä. Verot voivat näyttäytyä yritykselle kustannuseränä, mutta yhteiskunnan näkökulmasta ne ovat voiton jakoerä. (Avi-Yonah, 2014, 24)

Immanuel Kant esitti 1785 julkaistussa teoksessaan *Grundlegung zur Metaphysik der Sitten* (suomeksi: *Tapojen metafysiikan perustus*) loppuun hiotun version velvollisuuseettisestä moraalikäsitelmästä, joka tiivistyy Kantin muotoilemassa *kategorisessa imperatiivissa*. Kategorinen imperatiivi on ehdoton käskylause, joka pätee aina Kantin moraalijattelussa olosuhteista huolimatta. "Toimi vain sellaisen maksimiin [*itse itsellesi asettaman toimintasäännön*] mukaan, jonka voit samalla toivoa tulevan yleiseksi laiksi (Kant, 1785, 421)." Useissa uskonnoissa esiintyy kategorista imperatiivia muistuttava *kultainen sääntö* eli *tee muille niin kuin toivoisit itsellesi tehtävän*, joka korostuu erityisesti kristinuskossa. Kant kuitenkin nimenomaisesti kritisoi kultaista sääntöä siitä, että se ei ole riittävän herkkä poikkeaville tilanteille, eikä ole näin ollen yleistettävissä (Wattles, 1996, 9).

Verolainsäädännön vapaaehtoinen kunnioittaminen on yhteiskunnan pitkän aikavälin olemassaolon kannalta tärkeää. Eri hallinnot aina muinaisen Egyptin valtakunnasta lähtien ovat joutuneet kamppailemaan ylläpitääkseen verovelvollisten kunnioituksen

verolainsäädäntöä kohtaan. Verovälttelyn on esitetty olevan keskeinen tekijä muun muassa Egyptin, Rooman, Espanjan ja Atsteekkien valtakuntien romahtamisien taustalla. (Kirchler, 2007, 182)

3.2 Kritiikkiä yhteiskuntavastuun kantoa kohtaan

Kuten aiemissa luvuissa on todettu, kiinnostus vastuulliseen sijoittamiseen on kasvanut selvästi. Kuitenkin osa sijoittajaista on huolissaan siitä, miten lakisääteisen vaateiden ylittävä vastuun kannon synnyttämät kustannukset vaikuttavat sijoituskohteena olevan yhtiön taloudelliseen menestykseen (Barnett & Salomon, 2006, 1101-1103; Bauer, Koedijk, Otten, 2005, 1751-1767.).

Vastaavan huolen jakoi myös Milton Friedman, joka kritisoi keinotekoista yhteiskuntavastuun nimissä toteutettavaa teennäistä vastuunkantoa *New York Times* lehdessä julkaistussa kirjoituksessaan *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits* (1970).

Friedmanin artikkelin mukaan johdon vastuuna on edistää kaikin keinoin yhtiön kykyä täyttää sen tarkoitus ja muunlaisen toiminnan voitaisiin katsoa olevan varojen jakoa väärinperustein. Kaikilla yhtiön sidosryhmien jäsenillä on täysi vapaus harjoittaa vastuullista toimintaa oma-aloitteisesti omilla varoillaan. Jos yhtiön johto päättää esimerkiksi panostaa esimerkiksi saasteiden vähentämiseen tasolle, joka ylittää lakisääteiset vaateet, mutta ei ole taloudellisesti tehokkain ratkaisu yhtiölle, harjoittaa hän hyväntekeväisyyttä yhtiön muiden sidosryhmien kustannuksella ja omistajien varoilla. Toisaalta vastuullisuudesta syntyvät kustannukset voivat yhtä lailla allokoitua myös yrityksen työntekijöille tai asiakkaille palkanalennuksina ja hintojen nousuna. Avainajatuksena on, että lakisääteisen vastuullisuuden synnyttämät vastuut koituvat jonkun toisen osapuolen, yleensä omistajien maksettavaksi, minkä voi katsoa rikkovan heidän oikeuksiaan. Edellä esitetyllä tavalla voidaan perustella johdon velvollisuutta välttää tällaista lakisääteisen tason ylittävää vastuullisuuden harjoittamista yhtiön tarkoituksen vastaisena. Friedmanin voittokeskeisen näkökulman kantavana ajatuksena on, että yhtiöiden pyrkimykset tuottaa voittoa johtavat vapaassa talousjärjestelmässä myös yhteiskunnan hyvinvoinnin kasvuun. (Friedman, 1970, 17)

Friedmanin kritiikki yhteiskuntavastuuta kohtaan tiivistyy usein lainattuun lauseeseen: "there is one and only one social responsibility of business—to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game" (Friedman, 1970, 17).

Friedmanin näkökulmaa voidaan kuitenkin kritisoida siitä, että yhtiön vastuullisen toiminnan voidaan katsoa pitkällä aikavälillä hyödyttävän yhtiötä myös taloudellisesti. Näin ollen voidaan perustella, että lakisääteiset vaateet ylittävä vastuun kantaminen todennäköisesti hyödyttää omistajia myös taloudellisesti, koska yritys ja yhteiskunta ovat keskinäisessä riippuvuussuhteessa. (Porterin & Kramer, 2011, 78-85)

Kuten edellä on lyhyesti havainnoillistettu, yhtiön vastuunkannon hyödyllisyydestä ja laajuudesta on toisistaan poikkeavia näkökulmia. Näkökulmat eroavat toisistaan voimakkaasti muun muassa sen osalta, miten osakeyhtiön perustarkoitus hahmoitetaan. Seuraavassa luvussa tarkastellaan kolmea erilasita näkökulmaa osakeyhtiön tarkasteluun sekä vastuun laajuutta kustakin näkökulmasta tarkasteltuna.

3.3 Kolme näkökulmaa osakeyhtiön vastuullisuuden tarkasteluun

Osakeyhtiötä voidaan tarkastella hyvin erilaisista näkökulmista. Yritysvastuu ja vastuun laajuus ovat osittain sidoksissa siihen, miten ymmärrämme osakeyhtiön (Avi-Yonah, 2014,). Tutkimalla tyypillisimpiä tulkintoja osakeyhtiön olemuksesta pystytään myös tulkitsemaan vallitsevia käsityksiä vastuullisesta liiketoiminnasta veronmaksun osalta.

Tässä luvussa perehdytään erityisesti Avi-Yonahin tutkimuksiin verotuksesta ja yhteiskuntavastuusta. Avi-Yonah on julkaissut yli 150 kirjaa ja tutkimusta verotuksesta ja hän toimii OECD:n verokilpailuneuvonantajana ja jäsenenä OECD:n tutkimusryhmässä *International Network for Tax Research*.

Osakeyhtiötä tarkastellaan aihetta käsittelevässä kirjallisuudessa tyypillisesti kolmesta eri näkökulmasta. Osakeyhtiötä voidaan tarkastella valtiosta riippuvaisena olevana *keinotekoisena lain luomuksena* (the artificial entity theory), *itsenäisenä ja reaalisenä*

toimijana, joka muodostuu sen omistajista (aggregate theory) tai omistajien ja sen muiden sidosryhmien muodostamana *sopimusverkkona* (the real entity theory / nexus of contracts). (Avi-Yonah, 2014, 13; Knuutinen, 2014, 63-75)

Tarkastelu näkökulmasta riippuen yhtiön yhteiskuntavastuun laajuus vaihtelee. Erityisesti vastuun jakautuminen yhtiön ja yhteiskunnan muiden osapuolten välillä muuttuu sen mukaan, miten ymmärrämme osakeyhtiön olemuksen. Tässä osiossa tarkastellaan Avi-Yonahin useissa tutkimuksissa toistuvia kolmea näkökulmaa osakeyhtiön olemukseen. Suomenkieliset termien käännökset ovat peräisin Knuutisen teoksesta *Verotus ja yrityksen yhteiskuntavastuu* (2014).

3.3.1 Yhtiö lain luomuksena

Osakeyhtiö nähdään laista syntyneenä keinotekoisena luomuksena, jolloin sen yhteys valtioon korostuu, sillä ilman valtiota yhtiö ei voisi olla edes olemassa. Valtion toimesta yhtiöstä on voitu tehdä oikeushenkilö ja valtio ylläpitää myös muita yhtiön kannalta keskeisiä hyötyjä kuten rajoitetun vastuun periaatetta. Valtion järjestää myös turvallisen toimintaympäristön yhtiölle. Toimintaympäristö muodostuu muun muassa valtion klassisen määritelmän mukaisesta ensisijaisesta tehtävästä, eli turvallisuuden takaamisesta, sekä muista yhtiön näkökulmasta välttämättömistä seikoista kuten omistusoikeuden turvaamisesta, koulutetusta työvoimasta ja fyysisestä infrastruktuurista, kuten tiestöstä ja muista valtion ylläpitämistä rakennuksista. (Avi-Yonah, 2014, 20)

Tässä näkökulmassa yhtiön tulee kunnioittaa valtiota, joka on luonut sen ja huomioida laajemminkin ympäröivä yhteiskunta. Yhtiöllä voidaan katsoa olevan velvollisuus olla tuottamatta ylimääräistä vaivaa valtiolle, koska sen olemassaolo riippuu valtion olemassaolosta. Mikäli yhtiön toiminnasta aiheutuu valtiolle haittaa tai kustannuksia esimerkiksi saasteiden muodossa, tulisi yhtiön osallistua näiden ongelmien hillitsemiseen. (Avi-Yonah, 2014, 20)

Historiallisesta näkökulmasta yhtiön tämän hetkinen asema perustuu sen hyödyllisyyteen yhteiskunnan kannalta. Kun yritys toteuttaa sen tehtävänsä parhaimman kykynsä mukaan sen voidaan katsoa täyttävänsä yhteiskunnallisen

tarkoituksena. Tämä johtaa herkästi ajatukseen, jonka mukaan yritykseltä ei voida vaatia myöskään enempää kuin harjoittaa normaalia voittoa tuottavaa liiketoimintaansa, mikä mukailee aiemmin esitettyjä Friedmanin ajatuksia.

Jos kuitenkin ajatellaan, että vastuu yhtiön ja yhteiskunnan välillä jakautuu siten, että yhtiö ei ota vastuuta sellaisista asioista, joita se ei ole suoraan omalla toiminnallaan aiheuttanut, vaikuttaa tämä linjanveto automaattisesti verotukseen, sillä valtio luonnollisesti tarvitsee resursseja hoitaessaan niitä vastuualueita, joiden hoitaminen on yhteiskunnallisesti välttämätöntä ja joiden ei katsota kuuluvan yrityksen vastuulle. Saadakseen resursseja valtion on kerättävä veroja, mikä koskettaa myös yrityksiä esimerkiksi yhteisöveron muodossa.

Näiden seikkojen johdosta voidaan argumentoida, että mikäli yritystä tarkastellaan valtion ylläpitämien lakien myötä syntyneenä keinotekoisena luomuksena, sillä on velvollisuus välttää aggressiivisia verosuunnittelujärjestelyitä, joilla tavoitellaan ainoastaan yhtiön verotaakan pienenemistä. Koska valtio on luonut yhtiön ja toimintamahdollisuudet harjoittaa liiketoimintaa, se voi legitiimisti vaatia yhtiötä osallistumaan oikeudenmukaisella panostuksella myös niihin kustannuksiin, jotka syntyvät valtion toimiessa velvollisuuksiensa täyttämiseksi kansalaisiaan kohtaan. Mikäli yhtiö hyödyntää aggressiivisia toimia verotaakkaansa pienentämiseksi, esimerkiksi ohjaamalla tulojaan siirtohinnoittelun avulla veroparatiiseihin, se samalla rikkoo sen ja valtion välillä olevaa implisiittistä sopimusta, joka on syntynyt kun valtio on luonut yhtiölle mahdollisuudet kerätä näitä samoja tuloja, joita yhtiö puolestaan yrittää suojata verotukselta. (Avi-Yonah, 2014, 21)

Tämä johtaa yleisesti verosuunnittelun, verotutkimuksen ja tämän tutkielman kannalta keskeiseen kysymykseen, missä kulkee raja asianmukaisen legitiimin verosuunnittelun ja aggressiivisen verosuunnittelun välillä? Tämän rajan vetäminen on haastavaa ulkopuolelta käsin, mutta kuten luvussa kaksi on todettu, rajanveto on huomattavasti helpompaa yrityksen sisältäpäin, sillä toimiva johto tietää, tai sen ainakin tulisi tietää, minkälaiset motiivit ohjaavat kutakin päätöksentekotilannetta.

3.3.2 Itsenäinen ja reaalinen toimija

Osakeyhtiö voidaan rinnastaa muihin yhteiskunnan yksilöihin; kun yhtiö nähdään itsenäisenä ja reaalisena toimijana, se nähdään kokonaisuutena, joka muodostuu sen johdosta ja työntekijöistä, ja joka on erillinen sen omistajista ja valtiosta. Tästä näkökulmasta tarkasteltuna yhteiskuntavastuu olisi siis vastaava kuin esimerkiksi kenen tahansa kansalaisen, eli yrityksen ei ole pakko vastata muista kuin sen lakisääteisistä velvollisuuksista, mutta kun yritys vapaaehtoisesti ottaa lain vähimmäisvaateiden ylittävää vastuuta se tulisi nähdä hienona ja positiivisena asiana, mitä tulisi myös rohkaista. (Avi-Yonah, 2014, 22)

Yhdysvaltalainen tuomari Learned Hand on Yhdysvaltojen korkeimman oikeuden eniten siteeraama tuomari Yhdysvalloissa (Stone, 2004, 200). Hänen verotustaan koskevat lausunnot ovat olleet suosittuja ja näkyvät myös suomalaisissa tutkimuksissa, joten niitä sivutaan myös tässä tutkielmassa, vaikka Yhdysvaltojen oikeusjärjestelmä poikkeaa merkittävästi suomalaisesta. Hand on kuuluisassa lausunnossaan vuonna 1934 todennut: "Any one may so arrange his affairs that his taxes shall be as low as possible; he is not bound to choose that pattern which will best pay the Treasury; there is not even a patriotic duty to increase one's taxes (Helfering v. Gregory 69 F.2d 809 / 1934)."

Hand on tuonut näkemyksensä uudelleen julki myös toisessa oikeustapauksessa: "Over and over again courts have said that there is nothing sinister in so arranging one's affairs as to keep taxes as low as possible. Everybody does so, rich or poor; and all do right, for nobody owes any public duty to pay more than the law demands: taxes are enforced exactions, not voluntary contributions. To demand more in the name of morals is mere cant. (Commissioner v. Newman, 159 F. 2d 848)" Eli Learned Hand näyttäisi korostavan valtion vastuuta järjestää tarvittavat resurssit itselleen ja veron luonnetta pakollisena maksuna, jonka minimointiin kukin on parhaan taitonsa mukaan oikeutettu niin kauan kuin toimitaan lainpuitteissa. Molempia edellä mainittuja lausuntoja on lainattu myös suomalaisissa akateemisissa tutkimuksissa.

Learned Handin lausuntojen tulkinnan osalta nousee keskeiseksi hänen oma näkemyksensä, jonka mukaan kirjoitetun tekstin tulkinnassa on syytä etsiä sen usein

kontekstisidonnaista tarkoitusta sen sijasta, että takertuisi pelkästään kirjaimelliseen tulkintaan; ” There is no surer way to misread any document than to read it literally. ... As nearly as we can, we must put ourselves in the place of those who uttered the words, and try to divine how they would have dealt with the unforeseen situation; and, although their words are by far the most decisive evidence of what they would have done, they are by no means final (Giuseppe v. Walling 1944)” Tämä näkökulma osoittaa sen, että tulkittaessa Handin omia verotusta koskevia lausuntoja, niitä ei välttämättä tule tulkita kirjaimellisesti ja niissä on erityisen tärkeää huomioida ajan henki, Hand tuskin tarkoitti, että niillä puolustettaisiin esimerkiksi nykypäivän keinoin toteutettavaa aggressiivista verosuunnittelua.

Avi-Yonahin näkemyksen mukaan esimerkiksi Yhdysvaltojen verojärjestelmä ei voisi yksinkertaisesti toimia, ellei valtaosa kansalaisista nimenomaisesti pitäisi veronmaksua *velvollisuutenaan*. Mikäli kaikki kansalaiset pyrkisivät välttelemään lain tarkoitusta sen sijasta, että vapaaehtoisesti seuraisivat sen henkeä toiminnallaan, lopputuloksena olisi sekasorto. Suomessa verokulttuuri on siltä osin rinnastettavissa Yhdysvaltoihin, että monet kansalaiset ja yritykset pitävät veronmaksua velvollisuutenaan, mikä on ollut erityisesti viime aikoina näkyvillä myös mediassa. Esimerkiksi peliyhtiö Supercell on ilmoittanut maksavansa kaikki veronsa Suomeen ilman minkäänlaista vero-optimointia (Junkkari, 2014). Kuitenkin on olemassa esimerkkejä valtioista, joissa ei vallitse veromyönteistä kulttuuria kuten Venäjä ja monet kehitysmaat, mitkä omalta osaltaan osoittavat kuinka vitaalia veronmaksu on kapitalistisen yhteiskunnan toimivuuden kannalta (Nerré, 2014, 2-6).

Näin ollen, mikäli yhtiötä tarkastellaan itsenäisenä ja reaalisenä toimijana sen tulisi pyrkiä noudattamaan verolainsäädännön tarkoitusta parhaan kykynsä mukaan, aivan samalla tavoin kuin valtaosa yhteiskunnan kansalaisista tekee. Yritys voi siis legitiimisti pyrkiä normaalin liiketoimintansa parissa mahdollisimman verotehokkaiisiin ratkaisuihin, mutta sen tulisi pidättäytyä ratkaisuista, joihin pyritään yksinomaan verotuksellisten motiivien ajamina. Tämä näkökulma oli aina 1990-luvulle asti yritysten suosiossa, kunnes sopimusverkkoajattelu, joka korostaa voitontuottamistarkoitusta, yleistyi suuryritysten keskuudessa. (Avi-Yonah, 2014, 24)

3.3.3 Sopimusverkkoteoria

Sopimusverkkoteorian (eng. aggregate theory) mukaan yhtiö ei ole oma itsenäinen toimija, vaan yhtiö tulee hahmottaa luonnollisten henkilöiden muodostamien sopimusten verkkona tai yhteenliittymänä. Tästä näkökulmasta tarkasteluna myöskään veronmaksu ei kuulu yhtiölle, vaan luonnollisille henkilöille, jotka ovat sen perustaneet. Sopimusverkkoteoriassa yhtiön sopimukset jaotellaan ulkoisiin ja sisäisiin sopimuksiin, mitkä kokonaisuutena luovat verkon, joka yhdistää kaikkia yrityksen sidosryhmiä, jotka ovat jonkinlaisessa sopimussuhteessa yhtiöön. (Jensen & Meckling, 1976, 310)

Sopimusverkkoteoria on tällä hetkellä tiedeyhteisön eniten suosima kolmesta edellä mainitusta tavasta hahmottaa yhtiön olemus. Sopimusverkkoteorian näkökulmasta tarkasteltuna yrityksen yhteiskuntavastuu näyttäytyy kaikkein rajatuimpana; ainoastaan sellainen ylimääräinen vastuunkanto, jonka voidaan olettaa hyödyttävän osakkaita pitkällä aikajänteellä, sopii teorian piiriin. Tällaista vastuunkantoa on esimerkiksi luonnon katastrofien ennalta ehkäiseminen sekä lain hengen ja eettisten sääntöjen mukaisesti toimiminen. Tällaiset toimet synnyttävät kustannuksia, mutta saattavat ennalta ehkäistä vakavien ongelmien syntymistä, mikä synnyttää yritykselle arvoa erityisesti kehittyneen riskin hallinnan muodossa. (Avi-Yonah, 2014, 13-14)

Sopimusverkkoteorian näkökulmasta yhtiön ei tule ottaa kannettavaksi sellaisia vastuita, jotka eivät tuota pitkälläkään aikajänteellä selvää hyötyä yhtiölle, vaikka yhtiö olisikin itse vastuussa kyseisen alueen ongelmista. Myöskään sellainen ylimääräinen vastuunkanto tilanteissa, jotka eivät ole yhtiön aiheuttamia eivätkä tule hyödyttämään yhtiön sidosryhmiä ei ole hyväksyttävää sopimusverkkoteorian valossa. Esimerkiksi tartuntataudin ehkäisemisen tukeminen tilanteessa, jossa se ei kuulu yhtiön toimialaan, on sopimatonta toimintaa sopimusverkkoteorian kannattajien mielestä. (Avi-Yonah, 2014, 14-15)

Kokonaisuutena sopimusverkkoteorian näkökulmasta yhteiskuntavastuu nähdään kaikkein suppeimmalla tavalla, joka mukailee selvästi aiemmissa luvuissa esitettyä Friedmanin näkökulmaa. Alla olevassa taulukossa on esitetty koostettuna yhtiön olemuksen ja yhteiskuntavastuun suhde kolmen edellä esitetyn teorian osalta.

Sopimusverkkomallissa korostuu myös yhtiön kontrollin ja omistuksen erillisuus (Villa & Mähönen, 2015, 188)

Taulukko 1 Yhtiön olemuksen suhde yhteiskuntavastuun kantamisen laajuuteen (Avi-Yonah, 2014, 14)

Teoria	Yhtiö lain luomuksena	Itsenäinen ja reaallinen toimija	Sopimusverkko-teoria
Yhteiskuntavastuun taso			
Pitkällä aikajänteellä hyötyjä osakkaille	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Ei hyötyjä osakkaille, yhtiö vastuussa	Kyllä	Kyllä	Ei
Ei hyötyjä osakkaille, yhtiö ei ole vastuussa	Ei	Kyllä	Ei

Taulukosta ilmenee, että sopimusverkkoteorian näkökulmasta yhteiskuntavastuu käsitetään kaikkein suppeimpana, mutta selvästi rajattuna. Kun yhtiötä tarkastellaan lain luomuksena, laajenee vastuun kanto alueelle, joka ei suoraan hyödytä osakkaita. Tämä laajennus perustuu implisiittiseen sopimukseen valtion (eli yhtiön olemassaolon mahdollistajan) ja yhtiön välillä. Kaikkein laajimman vastuun kannon kentän tarjoaa näkemys, jossa yhtiö hahmotetaan reaalisena toimijana, jolloin se on rinnastettavissa luonnolliseen oikeushenkilöön. Tästä näkökulmassa korostuu yksilön moraalinen vastuu ja esimerkiksi Kantin universaali laki ja monissa uskoinoissa korostuva kultainen keskitie (tee toisille niin kuin toivoisit itsellesi tehtävän).

3.4 Vain luonnollinen henkilö voi kantaa vastuuta

Osakeyhtiö on sopimus, pala paperia. Yhtiöllä ei ole sielua tai omaa tahtoa. Sopimus ei voi kantaa vastuuta sen paremmin kuin mikään muukaan eloton esine. Vastuun yhtiön toiminnasta kantavat luonnolliset henkilöt yhtiön takana.

Jos yhtiöllä katsotaan olevan muita vastuita kuin voitontuottaminen yhteiskunnan lakeja ja sääntöjä noudattaen, tämä vastuu lepää viimekädessä yhtiön omistajien harteilla, mutta tässä tapauksessa ylimääräisten vastuiden kantamisen ei voida katsoa olevan omistajien velvollisuus vaan pikemminkin vapaaehtoinen mahdollisuus. Max Weber sivuaa tätä ilmiötä julkaisemassaan teoksessa *Pörssi* (1896); *”Osuudet ovat tavanomaisesti siirrettävissä yksinkertaisesti antamalla arvopaperi (osake) eteenpäin. Ne kulkevatkin kädestä käteen, eivätkä osakkaatkaan tunne toisiaan. Kuitenkin he ovat saman yhtiön omistajia. Vaihtuvien osakkeenomistajien alaisuudessa työskentelee usein tuhansia työläisiä, jotka eivät koskaan kohtaa osakkeenomistajia. Aidot omistajat eivät kykene vaikuttamaan juuri millään tavoin työläisten olosuhteisiin, heitä edustaa ainoastaan ”johtaja”. Siksi osakkeenomistajat eivät tavanomaisesti – vaikkeivat olisikaan mitenkään erityisen moraalittomia ihmisiä – tunne juurikaan vastuuta työläisistä.”* (Weber, 1896, 30-31)

Näin ollen Weberin näkökulmasta yritys vastuussa korostuu johdon rooli, joka kuten edellä on mainittu, määräytyy jo osakeyhtiölaissa yhtiön edun edistämiseen. Tällöin nykyjärjestelmässämme tuntemassa osakeyhtiössä voi ilmetä muita vastuita, jotka ovat samanaikaisesti velvollisuuksia, ainoastaan tilanteissa, joissa johto voi parhaan arvionsa mukaan olettaa, että yhtiön pitkänaikavälin voitontuottamisen edistämiseksi on syytä kantaa tällaisia ylimääräisiä vastuita.

Sijoittajan ollessa riittävän suuri käyttämään määräysvaltaa yhtiökokouksessa, voi se ohjata halutessaan ohjata yhtiön toimintaa kohti laajempaa vastuullisuutta. Sama tilanne syntyy myös silloin kun sijoittajien enemmistö haluaa näin tehdä. Tällainen tarve laajennettuun vastuullisuuteen voi syntyä esimerkiksi tiettyjen institutionaalisten sijoittajien osalta, jotka toimintansa puolesta kokevat moraalisen vastuunsa tavanomaista laajempaan.

4. SIJOITUSKOHTENA OLEVAN YRITYKSEN VEROVASTUUN HUOMIOIMINEN VASTUULLISEN SIJOITTAMISEN RAHASTOISSA

Tässä luvussa tarkastellaan suurimpien suomalaisten finanssitalojen eli OP-ryhmän, Nordean sekä Danske Bankin eettisen sijoittamisen rahastojen sisältöä sekä sitä, miten verovastuullisuus on huomioitu sijoituskohteiden valinnassa. Tarkastelu rajoitetaan kunkin rahaston painoarvoltaan kymmeneen suurimpaan osakesijoitukseen kuten johdannossa kuvassa 1 on havainnollistettu. Tarkastelun tavoitteena on tutkia, miten eettisen sijoittamisen rahastoihin valittujen sijoituskohteiden verovastuullisuus on raportoitu kohdeyritysten toimesta sekä kartoittaa kohdeyritysten verojärjestelyihin liittyvää maineriskiä tarkastelemalla niiden mahdollisesti saamaa negatiivista huomiota verojärjestelyidensä osalta muun muassa toimintamaidensa medioissa. Taulukon suunnittelu on toteutettu niin, että se mukailee osittain YK:n verovastuu ohjeistuksessa esitettyjä avainkysymyksiä, mutta esimerkiksi mediahuomio ei tähän ohjeistukseen kuulu, vaan sen tarkoituksena on kartoittaa mahdollista maineriskiä, joka näihin sijoituksiin voi liittyä (YK, 2015).

Efektiiivinen veroaste on yksi menetelmä veroaggressiivisuuden mittaamiseen. Veroaggressiivisuuden mittareita on useita, mutta tässä tarkastelussa käytetään efektiivistä veroastetta. Efektiiivinen veroaste on haettu kaikkien yritysten osalta Morningstar tietokannasta vertailukelpoisuuden parantamiseksi, mutta Morningstarin luvut vastaavat kohdeyritysten itse raportoimia lukuja hyvin tarkasti ja mikäli näissä on ollut merkittäviä eroja, on molemmat arvot ilmoitettu taulukossa. Efektiiivinen veroaste lasketaan suhteuttamalla veron määrä tulokseen ennen veroja ja mittaustulos voi vääristyä eri tilikausien aikana maksettujen toiseen tilikauteen perustuvien suoritusten johdosta (Hanlon & Heitzman, 2010).

Efektiiivinen veroaste on taulukoissa mukana karkeasti suuntaa antavana tunnuslukuna kunkin yrityksen osalta vuodelta 2016, yritysakohtaisesti efektiiivinen veroaste vaihtelee tilikausien välillä, mikä on tärkeää huomioida tarkasteltaessa taulukkoa. Efektiiivinen veroaste on laskenut *sekä monikansallisten että kotimaassa toimivien yhdysvaltalaisyriyten* osalta merkittävästi vuosien 1988-2012 välisenä aikana (Dyrenge, Hanlon, Maydew, Thornock, 2014, 441-460)

Esimerkiksi vertailurahaston sijoituskohteena olevan Applen efektiivinen veroaste on ollut melko korkea 2010-luvulla (n. 25 %), mutta lähempi tarkastelu osoittaa, että Applella on korkea efektiivinen veroaste Yhdysvalloissa ja matala muissa toimivaltioissaan. Korkea efektiivinen veroaste Yhdysvalloissa johtuu siitä, että yhtiö on varautunut kirjanpidossaan ulkomaantuloihin, jotka mahdollisesti kotiutetaan Yhdysvaltoihin (Financial Times, 2016; Apple, 2016, 29-30).

Pääpainopistealue tarkastelussa on CSR- ja taxfootprint-raporttien sisällössä sekä yrityksen mahdollisesti saamassa negatiivisessa uutisoinnissa ja sen myötä mahdollisesti syntyvästä maineriskissä. Rahastojen sisällön tutkiminen on rajattu kymmeneen painoarvoltaan suurimpaan sijoitukseen. Tarkasteltu aineisto muodostuu tarkastelun kohteena olevien 40 yhtiön yhteiskuntavastuuraporteista ja vuosikertomuksista, kun vertailukohteena olevan. 4. rahaston sijoituskohteiden raportit luetaan mukaan. Rahastoissa oli osittain samoja omistuksia, minkä johdosta aineisto muodostui yhteensä 35 vuosikertomuksesta ja 29 yhteiskuntavastuuraportista. Edellä mainittujen raporttien lisäksi tutkimusaineistoon lukeutui yhteensä 55 verkkolehtien julkaisua, jotka käsittelivät sijoituskohteena olevien yhtiöiden verovastuullisuutta negatiivisessa valossa.

OP Ryhmän rahaston kymmenen suurimman sijoituskohteen joukkoon lukeutui yhteensä kolme korkosijoitusta yritysten korkopapereihin. Näiden yritysten vastuullisuutta tarkastellaan samalla tavalla kuin osakesijoitusten. Muissa rahastoissa kymmenen suurimman sijoituksen joukkoon ei kuulunut korkosijoituksia.

Aineiston sisällön analyysi on toteutettu ensin jäsentämällä aineisto taulukoihin, minkä jälkeen on analysoitu tarkemmin aineiston sisältöä poikkeusten ja toistuvien esiintymien osalta (Syrjäläinen, 1994, 94). Aineiston jäsentely on toteutettu luokittelemalla aineisto ensin taulukkomuotoon, jossa on dialektisesti (kyllä / ei) tarkasteltu onko yhtiöllä: CSR raporttia, verovastuuraporttia, jossa veronmaksu ilmenee maittain, kommentoiko yhtiö yhteiskuntavastuuraportissaan verokäytäntöjään sekä pitääkö yhtiö verotuksellisia tekijöitä riskinä vuosikertomuksessaan. Taulukkoissa on esitetty myös yhtiön efektiivinen veroaste sekä pääkonttorin sijainti. Taulukoiden sisältämää tietoa on kuvattu tarkemmin kunkin taulukon jälkeen.

4.1 OP-Kestävä Maailma rahasto

OP-kestävä maailma on yhdistelmärahasto, joka sijoittaa korko- ja osakemarkkinoille, sijoitusten osakepaino vaihtelee 30-70 % välillä rahaston arvosta. Rahastoa hallinnoi OP-Rahastoyhtiö, joka kuuluu OP Ryhmään. (OP-Ryhmä, 2017)

4.1.1 Kuvaus rahaston sijoituspolitiikasta ja vastuullisuuden sijoittamisen harjoittamisen keinoista

Avaintietoesitteessä rahaston sijoituspolitiikkaa kommentoidaan seuraavasti: ”Rahaston sijoitustoiminnassa sovelletaan tavanomaisesta poikkeavia painotuksia ja rajoituksia. Rahasto ei sijoita tiettyihin tuotteisiin, palveluihin tai toimintoihin, joita voidaan pitää terveydelle haitallisina tai riippuvuutta aiheuttavina. Myös tiettyihin sosiaalisesti, yhteiskunnallisesti tai ympäristön kannalta haitallisina pidettyihin toimintoihin sijoittamista on rajattu. Poissulkemisen kriteerimme päivittyvät tarvittaessa yleisen toimintaympäristön kehityksen mukana. Yritysten toimintatapoja tarkastellaan myös vastuullisuuden näkökulmasta. Rahastoon voi päätyä ainoastaan sellaiset yritykset, jotka ovat sektorinsa parhaiden joukossa ympäristön ja *yhteiskunnan huomioimisen* ja hallintotavan muodostamassa kokonaisuudessa.” (OP-Ryhmä, 2017)

OP-Kestävä Maailma rahaston avaintietoesitteessä vastuullisuus määritellään suhteellisen laveasti ja sitä ei ole rajattu koskevaan jotakin tiettyä teemaa kuten ympäristöasioita. Rahaston vastuullisuuden käytännön toteutusta on avattu tarkemmin erillisessä vastuullisen sijoittamisen raportissa: ”Vuoden loppupuolella lanseeratussa uudentyyppisessä OP-Kestävä Maailma -yhdistelmärahastossa yhdistyy negatiivinen ja positiivinen valinta. Negatiivinen valinta tarkoittaa sitä, että rahaston sijoituskohteista *on rajattu tiettyjä sektoreita ja toimintoja pois* alla kuvatun mukaisesti. Positiivisessa valinnassa yritysten toimintatapoja tarkastellaan vastuullisuuden näkökulmasta ja vain yritysten parhaimmisto voi päätyä rahastoon.” (OP Varallisuudenhoito, 2016)

Rahaston tarkat *negatiiviseen valintaan* liittyvät kriteerit ovat esitetty *Vastuullisen sijoittamisen raportissa* seuraavasti;

”Rahasto ei sijoita tuotteisiin tai palveluihin, jotka ovat terveydelle haitallisia tai aiheuttavat riippuvuutta. Tähän kategoriaan luemme alkoholin ja tupakan valmistuksen sekä uhkapeliyhtiöt. Rahasto ei myöskään sijoita sellaisiin yhtiöihin, joiden liikevaihdosta merkittävä osa tulee tupakan tai alkoholin myynnistä.” (OP Varallisuudenhoito, 2016)

”Ympäristösyistä rahasto ei sijoita öljy- tai kaasusektorin yhtiöihin, eikä muutoin ilmastonmuutokseen merkittävästi vaikuttaviin yhtiöihin. Kriteereinä ilmastonmuutokseen vaikuttamisen suhteen käytetään fossiilisten energianlähteiden varantoja, hiilijalanjälkeä ja hiili-intensiteettiä. Rahasto ei myöskään sijoita ydinvoiman tuottajiin.” (OP Varallisuudenhoito, 2016)

”Myös sosiaalisesta ja yhteiskunnan näkökulmasta haitalliset tai kiistanalaiset toimintatavat, tuotteet ja palvelut ovat sellaisia, joihin rahasto ei sijoita. Tähän kategoriaan kuuluvat muiden aseiden kuin urheilu- ja metsästysaseiden valmistus, YK:n Global Compactin vastainen toiminta, kuten lapsityövoima ja korruptio, aikuisviihteen tuotanto, eläinkokeet muihin kuin lääketieteellisiin tarkoituksiin ja aggressiivinen verosuunnittelu. *Aggressiivisen verosuunnittelun määritelmä tulee kehittymään kansainvälisten linjausten ja parantuvan raportoinnin ja analyysimenetelmien ansiosta. Tällä hetkellä kiinnitämme huomiota esimerkiksi tietoomme tulleisiin maakohtaisiin aggressiivisiin järjestelyihin.*” (OP Varallisuudenhoito, 2016)

Kuten edellisessä lainauksessa on korostettu, aggressiivinen verosuunnittelu huomioidaan YK:n Global Compactin vastaisena ja esitellään negatiivisen valinnan eli poissulkemis-otsikon alla. Kuitenkin verotusta koskeva ilmaisu ei suoraan totea, että rahasto ei sijoittaisi yrityksiin, jotka harjoittavat aggressiivista verosuunnittelua, vaan ainoastaan aggressiivisen verosuunnittelun määritelmällistä epäselvyyttä. Toimenpiteinä mainitaan ”huomion kiinnittäminen” aggressiivisiin järjestelyihin, mikä ei itsessään tarkoita vielä mitään konkreettista toimintaa.

Vastuullisen sijoittamisen raportissa todettiin rahaston sijoituspolitiikkaan kuuluvan myös *positiivisen valinnan* harjoittaminen, mikä saattaa osaltaan selittää kaikkia ristiriitaiselta tuntuvia sijoituskohteiden valintoja: ”Positiivisessa valinnassa jäljelle

jääneiden toimialojen yrityksistä rahastoon voi päätyä ainoastaan sellaiset yritykset, jotka ovat vastuullisuuden tarkastelussa sektorinsa parhaiden joukossa. Vastuullisuustarkastelu muodostuu kolmesta kokonaisuudesta, jotka liittyvät ympäristöön, yhteiskuntaan ja yritysten hallintotapaan. Yritysten vastuullisuutta arvioidaan satojen erilaisten mittareiden avulla. Mittarit liittyvät esimerkiksi työntekijöiden kohteluun, työturvallisuuteen, hankintaketjun vastuullisuuteen, kasvihuonekaasupäästöihin ja saasteisiin, veden käyttöön, tuotteiden hiilijalanjälkeen, biodiversiteettivaikutuksiin, hallituksen kokoonpanoon ja korruption hallintaan.”

(OP Varallisuudenhoito, 2016)

4.1.2 OP-kestävä maailma rahaston sisältö

OP-kestävä maailma rahaston kymmenen suurinta sijoitusta muodostavat yhteensä 15,69 % painoarvon rahaston sijoituksista. Alla olevassa taulukossa on esitettyä painoarvon mukaan suuruus järjestyksessä rahaston kymmenen suurinta sijoituskohdetta, joista kolme on korkosijoituksia (Kbc, Skf ja Iss). Osakesijoitusten kokonaismäärä oli tarkasteluhetkellä 71 ja korkosijoitusten 40. (OP-Rahastoyhtiö, 2017)

Taulukko 2 OP-kestävä maailma rahaston 10 suurinta sijoitusta 2017 (OP-Rahastoyhtiö, 2017)

Sijoituskohde	Painoarvo (%)	Sektori
3i Ord	1,72	Rahoitus
Kbc Groep Nv 1%	1,63	Rahoitus
Mettler-Toledo International	1,61	Teollisuus, elektroniikka
Skf Ab 2.375%	1,58	Teollisuus
Industrivarden AB C	1,58	Rahoitus
Applied Materials Inc	1,56	Teknologia
Texas Instruments Inc	1,54	Teknologia
Accenture PLC A	1,51	Konsultointi, teknologia
Iss Global A/S 1.125%	1,50	Kuluttajapalvelu
Ingersoll-Rand PLC	1,47	Teollisuus, elektroniikka
10 suurinta sijoitusta yhteensä (%)	15,69	

Taulukko 3 OP-kestävä maailma sijoituskohteiden verovastuullisuus

Sijoituskohde	On CSR raportti (G4 *)	(On julkaissut verovastuu raportin / raportin, josta ilmenee veronmaksu eriteltyinä maittain	Kommentoivat yhteiskuntavastuu-raportissaan verokäytäntöjään	Pitäää verotuksellisia tekijöitä riskinä vuosikertomuksessaan	On saanut negatiivista julkisuutta 2000-luvulla koskien veron torjuntaa	Efektiivinen veroaste (%) 2016	Pää-konttorin sijainti
3i Ord	Kyllä ¹	Ei	Kyllä ²	Kyllä ³	Kyllä ^{4 5}	0,24 ⁶	Lontoo, Iso-Britannia
Kbc Groep Nv	Kyllä ⁷	Ei	Kyllä ⁸	Kyllä ⁹	Kyllä ^{10 11 12}	21,42 ¹³	Brysseli, Belgia
Mettler-Toledo International	Kyllä ¹⁴	Ei	Ei ¹⁵	Kyllä ¹⁶	Kyllä ¹⁷	23,77 ¹⁸	Greifensee, Sveitsi
Skf Ab	*Kyllä ¹⁹	Ei	Kyllä ²⁰	Ei ²¹	Ei	37,54 ²² / 30,4 ²³	Göteborg, Ruotsi
Industrivardden AB C	Ei	Ei	Ei ²⁴	Ei ²⁵	Kyllä ^{26 27}	- ^{28 29}	Tukholma, Ruotsi
Applied Materials Inc	*Kyllä ³⁰	Ei	Ei ³¹	Kyllä ³²	Kyllä ^{33 34}	14,51 ³⁵	Santa Clara, Kalifornia, Yhdysvallat
Texas Instruments Inc	*Kyllä ³⁶	Ei	Ei ³⁷	Kyllä ³⁸	Ei	27,08 ³⁹	Dallas, Texas, Yhdysvallat
Accenture PLC A	*Kyllä ⁴⁰	Ei	Ei ⁴¹	Kyllä ⁴²	Kyllä ^{43 44 45 46}	22,38 ⁴⁷	Dublin, Irlanti
Iss Global A/S	*Kyllä ⁴⁸	Ei	Kyllä ⁴⁹	Kyllä ⁵⁰	Kyllä ⁵¹	28,32 ⁵²	Kööpenhamina, Tanska
Ingersoll-Rand PLC	Kyllä ⁵³	Ei	Ei ⁵⁴	Kyllä ⁵⁵	Kyllä ^{56 57}	16,17 ⁵⁸	(Davidson, Pohjois Carolina) / Dublin Irlanti
Yhteensä Kyllä	9	0	4	8	8	-	-
Ei	1	10	6	2	2	-	-

¹ 3i (2017 a), 47

² 3i (2017 a), 35

³ 3i (2017 b), 48; 72

⁴ ActionAid UK (2011)

⁵ The Guardian (2011)

⁶ Morningstar (2016 a)

⁷ KBC (2016 a), 59

⁸ KBC (2016 b), 35

⁹ KBC (2016 c), 137

¹⁰ The Irish Times (2000)

¹¹ Expatica (2006)

¹² KBC (2016 d)

¹³ Morningstar (2016 b)

¹⁴ MT (2016 a), 26

¹⁵ MT(2015)

¹⁶ MT (2016 b), 17

¹⁷ ICIJ (2014)

¹⁸ Morningstar (2016 c)

¹⁹ SKF (2014)

²⁰ SKF (2016 a), 47

²¹ SKF (2016 b)

²² Morningstar (2017 d)

²³ SKF (2016 c), 67 (oikaistu efektiivinen veroaste)

²⁴ Industrivardden (2016 a)

²⁵ Industrivardden (2016 b)

²⁶ SVT (2017)

²⁷ Anderson, Hellenius,

Österman (2009), 19-20

²⁸ Morningstar, (2017 e)

²⁹ Industrivarden (2016 b),

49

³⁰ Applied Materials (2016 a)

³¹ Applied Materials (2016 a)

³² Applied Materials (2016

b), 22

³³ Rolling Stone (2014)

³⁴ Meyer & Peng, (2016),

173

³⁵ Morningstar (2016 f)

³⁶ Texas Instruments (2016

a)

³⁷ Texas Instruments (2016

b)

³⁸ Texas Instruments (2016 c), 11; 19

³⁹ Morningstar (2016 g)

⁴⁰ Accenture (2015 a)

⁴¹ Accenture (2015 a)

⁴² Accenture (2016 b)

⁴³ Forbes (2004)

⁴⁴ Tax Journal (2012)

⁴⁵ Fortune (2014)

⁴⁶ Accenture (2016), 13

⁴⁷ Morningstar (2016 h)

⁴⁸ ISS (2016 a)

⁴⁹ ISS (2016 a), 26-27

⁵⁰ ISS (2016 b), 38; 46; 48

⁵¹ BBC (2012)

⁵² Morningstar (2016 i)

⁵³ Ingersoll-Rand (2016 a)

⁵⁴ Ingersoll-Rand (2016 a)

⁵⁵ Ingersoll-Rand (2016 b),

15-16

⁵⁶ Reuters (2013)

⁵⁷ Bloomberg (2014)

⁵⁸ Morningstar (2016 j)

Taulukossa esitellyistä yrityksistä kaikki paitsi ruotsalainen pääomasijoitusyhtiö Industriebarden ovat julkaisseet yhteiskuntavastuuraportin. Yhtiöistä 9 oli julkaissut CSR raportin ja niistä 4 kommentoi verokäytäntöjään CSR raportissa. Kahdeksan sijoituskohteena olleista yhtiöistä olivat saaneet verotusta koskien negatiivista julkisuutta 2000-luvulla. Kaikki julkaisseet yritykset käyttivät GRI-standardeja (Global Reporting Initiative) ja pääosa oli tehnyt raporttinsa uusimman G4 mallin mukaisesti. Osa yrityksistä oli myös vahvistuttanut esittämänsä tiedot kolmannella osapuolella. Ainutkaan yrityksistä ei kuitenkaan julkaissut maakohtaista veroerittelyä vaikka se kuuluu osaksi GRI-standardiston kohtaa G4-EC1 (GRI, 2013). Yli puolet yrityksistä ei maininnut sanaakaan verotuksesta yhteiskuntavastuuraportissaan.

Kaikki paitsi ruotsalaiset yhtiöt SKF ja Industriebarden pitivät verotuksellisia tekijöitä riskinä vuosikertomuksessaan. SKF: n efektiivinen veroprosentti oli vertailuryhmän korkein, eikä yritykseen kohdistunut negatiivista huomiota verotuksen osalta. Yrityksen verotuskäytännöissä todetaan suoraan, että se pyrkii olemaan hyvä yrityskansalainen (katso luku 2.5.2) ja maksamaan oman oikeudenmukaisen osuutensa yhteiskunnalle muun muassa tuloverojen muodossa (SKF, 2015). Lisäksi todetaan yrityksen huomioivan sekä lain kirjaimen että hengen: ” We observe the letter of the law of the countries we operate in, as well as the spirit of the law.” (SKF, 2015) Nämä seikat selittänee, miksi verotuskelliset tekijät eivät kuuluneet yrityksen keskeisimpien riskien joukkoon.

Industrivarden AB on ruotsalainen pääomasijoitusyhtiö, joka on perustettu vuonna 1944 ja listattu Tukholman pörssissä. Yhtiön keskeisimpiin omistuksiin lukeutuu merkittäviä osuuksia ruotsalaisissa yhtiöissä kuten Handelsbankenissa, Volvossa ja Skanskassa.

Industrivarden AB ilmoittaa vuosikertomuksensa vastuullisuusosiossa edellyttävänsä vastuullista liiketoimintaa yhtiöiltä, joissa Industrivardenilla on merkittävää päätösvaltaa. Näistä yhtiöstä / konserneista Volvo Group, Skanska ja Sandvik ovat kuitenkin keränneet aggressiivisella verosuunnittelullaan negatiivista julkisuutta Ruotsissa (SVT, 2017).

Myös itse Industrivarden AB on ollut osana yhtä Ruotsin korkeimman oikeuden merkittävintä verotusta koskevaa oikeustapausta vuonna 2007. Tapaus koski Industrivardenin järjestelyjä, jotka tähtäsivät ruotsin veroviranomaisten mukaan yksinomaan verojen välttämiseen ilman liiketoiminallista perustetta. Ruotsin korkein oikeus kuitenkin tuomitsi Industrivardenin hyväksi, mikä johti tilanteeseen, jossa Ruotsin veroviraston pääanalyytikko totesi televisioidussa haastattelussa tuomion käytännössä muuttavan yritysten tuloveron vapaaehtoiseksi maksuksi. Samassa yhteydessä virasto luopui tapauksen johdosta useista aiemmin oikeuteen viedyistä tapauksista. (Anderson, Hellenius, Österman, 2009, 19-20)

Kaikki yritykset, paitsi Texas Instruments ja SKF, ovat saaneet negatiivista julkisuutta 2000-luvulla koskien verontorjuntaa. Pääosa uutisista liittyi verojärjestelyihin, joissa varoja ohjailtiin esimerkiksi konsernin sisäisten lainojen avulla niin, että veroetuuksia syntyi. Verontorjunnan taso yritysten välillä vaihteli, mutta osayrityksistä kuten Applied Materials Inc on kirjaimellisesti oppikirjaesimerkki verontorjunnan harjoittamisesta (Meyer & Peng, 2016, 173).

Myös Accenture oli vienyt verontorjunnan tasolle, jossa se oli saavuttanut sekä negatiivista julkisuutta että viranomaishuomiota, yritys toi oman kantansa hyvin selvästi esiin vuosikertomuksessaan: "We are subject to ongoing audits, investigations and tax proceedings in various jurisdictions. Tax authorities have disagreed, and may in the future disagree, with our judgments, or may take increasingly aggressive positions opposing the judgments we make, including with respect to our intercompany transactions." (Accenture, 2016, 13)

Efektiiivinen veroaste vaihtelee riippuen monikasallisen yrityksen verotuksellisesta toimiympäristöstä. Rahaston sijoituskohteena olleiden yritysten veroasteista hieman alle puolet olivat suhteellisen korkeita (yli 20%), mutta neljä yhtiöistä jäi alle 16,5 % efektiiviseen veroasteeseen.

Kokonaisuutena voidaan todeta, että sijoituskohteiden valinnassa on selvästi painotettu muita kuin verotuksellisia kriteereitä ja vastaavasti sijoituskohteena olevat yritykset painottavat omassa vastuullisuusraportoinnissaan yhteiskuntavastuun muita alueita ja pääsääntöisesti välttelevät veroaihetta. Poikkeuksen teki ainoastaan

SKF, joka oli pidättäytynyt täysin aggressiivisista verojärjestelyistä ja myös ilmoitti asian selvästi ja mielellään.

4.2 Nordea 1-Maailmanlaajuiset Tähdet BI 31.5.2017

Nordea 1-Maailmanlaajuiset Tähdet BI on osakerahasto kansainvälisellä hajautuksella. Sijoituspäätöksissä huomioidaan taloudellisten arvioiden lisäksi ympäristöön, yhteiskuntaan ja hyvään hallintotapaan kytkeytyviä tekijöitä ja rahastoa hoidetaan Nordean vastuullisen sijoittamisen periaatteiden mukaisesti. Rahaston vertailuindeksi on MSCI All Country World - Net Return Index. Rahastoa hallinnoi Nordea Investment Funds S.A., joka kuuluu Nordea-konserniin. (Nordea, 2017 a)

4.2.1 Kuvaus rahaston sijoituspolitiikasta ja vastuullisen sijoittamisen keinoista

Avaintietoesitteessä rahaston sijoituspolitiikkaa on kuvattu seuraavasti: ”(rahasto) sijoittaa varansa painottaen erityisesti yhtiöiden kykyä noudattaa kansainvälisiä ympäristöä, yhteiskuntavastuuta ja hallintotapaa koskevia normeja. Salkunhoitaja määrittää yrityksen markkina-arvon sen pitkäaikaisen, kestävän tuoton perusteella. Houkuttelevat sijoitusmahdollisuudet, jotka syntyvät arvopapereiden kurssin poiketessa niiden substanssiarvosta, hyödynnetään sijoittamalla pitkäkestoisesti yrityksiin, joiden osakekurssi jää alle niiden substanssiarvon. Tälle kurinalaiselle sijoitusprosessille on lisäksi ominaista perusteellinen, itsenäinen tutkimustyö sekä osakkeiden suuri vaihtuvuus ja salkun vähäinen vaihtuvuus.” (Nordea, 2017 b)

Rahasto kuuluu Nordean Tähti-tuoteperheeseen, jonka tavoitteena on saavuttaa pitkällä jännteellä voittoa vastuullisuustekijät huomioiden. Tähti-rahastojen sijoituskohteiden valinnassa suositaan *positive screening* metodologia, jossa rahastoon valitaan ESG-analyysin perusteella korkeatasoisia sijoituskohteita. Vähemmän painoarvoa annetaan *negatiiviselle* eli poissulkevalle valinnalle, mutta esimerkiksi ydinase- ja hiiliteollisuustoimialat kuuluvat poisrajattujen alojen listalle. (Nordea, 2017 c)

Tähti-rahastojen tuoteperhe perustettiin vuonna 2011. Alussa rahastot sijoittivat lähinnä Pohjoismaihin ja kehittyville markkinoille, mutta Maailmanlaajuiset Tähdet -rahaston myötä sijoituskohteiden maantieteellistä jakaumaa laajennettiin globaaliksi. ESG-analyysi on mukana koko sijoitusprosessin ajan ja kytkeytyy sijoitusperiaatteiden määrittämiseen, osakevalintoihin ja salkkurakenteen arviointiin. (Nordea Funds, 2017)

Ensimmäisessä vaiheessa potentiaaliselle sijoituskohteelle tehdään ESG-analyysi, minkä jälkeen *positive screening* prosessissa valitaan parhaimmat sijoitusvaihtoehdot, jotka lisätään rahaston portfolioon. Kun sijoituskohde on lisätty rahaston sijoitusportfolioon ESG-analyysistä vastaava ryhmä jatkaa yhteyden pitoa sijoituskohteena olevaan yritykseen. ESG-ryhmä käy tutustumassa yrityksen toimintaan paikan päällä, käy keskustelua yhtiön johdon kanssa ja äänestää yhtiökokouksissa. Aktiivisen yhteydenpidon tarkoituksena on varmistaa sijoitusten vastuullisuus. (Nordea Funds, 2016)

4.2.2 Nordea 1-Maailmanlaajuiset Tähdet rahaston sisältö

Nordea 1-Maailmanlaajuiset Tähdet rahaston kymmenen suurinta sijoitusta muodostavat yhteensä 33,39 % painoarvon rahaston sijoituksista. Alla olevassa taulukossa on esitettyä painoarvon mukaan suuruus järjestyksessä rahaston kymmenen suurinta sijoituskohdetta. Rahaston osakepaino oli 60 %. (Nordea, 2017a)

Taulukko 4 Nordea 1-Maailmanlaajuiset Tähdet BI 10 suurinta sijoitusta 31.5.2017 (Nordea, 2017 a)

Sijoituskohde	Painoarvo (%)	Sektori
Alphabet A	4,75	Tietotekniikka
Johnson & Johnson	3,92	Terveystieteet
Kerry Group A	3,46	Kuluttajatuotteet
Varian Medical Systems	3,28	Terveystieteet
Estee Lauder A	3,21	Terveystieteet
Nabtesco	3,16	Teollisuus, kone
Cisco Systems	2,98	Tietotekniikka
ING Group NV	2,94	Rahoitus
Autoliv Inc	2,88	Kuluttajatuotteet, autoteollisuus
Microsoft	2,81	Tietotekniikka
10 suurinta sijoitusta yhteensä (%)	33,39	

Taulukko 5 Nordea 1-Maailmanlaajuiset Tähdet sijoituskohteiden verovastuullisuus

Sijoituskohte	On CSR raportti (*=G4)	On julkaissut verovastuun raportin	Kommentoi yhteiskuntavastuun raportissaan verokäytäntöjään	Pitää verotuksellisia tekijöitä riskinä vuosikertomuksessaan	On saanut negatiivista julkisuutta 2000-luvulla koskien veron torjuntaa	Efektiviinen veroaste % (2016)	Pääkonttorin sijainti
Alphabet A	Ei	Ei	Ei	Kyllä ⁵⁹	Kyllä ^{60 61 62 63}	19,35 ⁶⁴	Mountain View, Kalifornia, Yhdysvallat
Johnson & Johnson	*Kyllä ⁶⁵	Ei	Kyllä ⁶⁶	Kyllä ⁶⁷	Kyllä ^{68 69 70}	16,48 ⁷¹	New Brunswick, New Jersey, Yhdysvallat
Kerry Group A	Kyllä ⁷²	Ei	Ei ⁷³	Kyllä ⁷⁴	Kyllä ^{75 76}	12,86 ⁷⁷	Kerry, Irlanti
Varian Medical Systems	*Kyllä ⁷⁸	Ei	Ei ⁷⁹	Kyllä ⁸⁰	Ei	27,620 ⁸¹	Palo Alto, Kalifornia, Yhdysvallat
Estee Lauder A	*Kyllä ⁸²	Ei	Ei ⁸³	Kyllä ⁸⁴	Ei ⁸⁵	27,93 ⁸⁶	New York, New York, Yhdysvallat
Nabtesco	*Kyllä ⁸⁷	Ei	Kyllä ⁸⁸	Ei ⁸⁹	Ei	31,46 ⁹⁰	Tokio, Japani
Cisco Systems	*Kyllä ⁹¹	Ei	Ei ⁹²	Kyllä ⁹³	Kyllä ^{94 95}	16,88 ⁹⁶	San José, Kalifornia, Yhdysvallat
ING Group NV	*Kyllä ⁹⁷	Ei	Kyllä ⁹⁸	Ei ⁹⁹	Kyllä ¹⁰⁰	27,00 ¹⁰¹	Amsterdam, Hollanti
Autoliv Inc	*Kyllä ¹⁰²	Ei	Ei ¹⁰³	Ei ¹⁰⁴	Ei	30,13 ¹⁰⁵	Tukholma, Ruotsi
Microsoft	*Kyllä ¹⁰⁶	Ei	Ei ¹⁰⁷	Ei ¹⁰⁸	Kyllä ^{109 110 111}	14,95 ¹¹²	Redmond, Washington, Yhdysvallat
Yhteensä Kyllä	9	0	3	6	6	-	-
Ei	1	10	7	4	4	-	-

⁵⁹ Alphabet (2016) 7;10
⁶⁰ Financial Times (2016)
⁶¹ The Guardian (2015)
⁶² Tax Justice (2016)
⁶³ Bogenschneider & Heilmeier (2016)
⁶⁴ Morningstar (2016 k)
⁶⁵ Johnson & Johnson (2015), 95
⁶⁶ Johnson & Johnson (2015), 3
⁶⁷ Johnson & Johnson (2016), 5-6
⁶⁸ IBT (2015)
⁶⁹ Forbes (2012)
⁷⁰ NJ (2013)
⁷¹ Morningstar (2016 l)
⁷² Kerry Group (2016)
⁷³ Kerry Group (2016)
⁷⁴ Kerry Group (2015), 60
⁷⁵ Independent (2017)

⁷⁶ Financial Times (2016)
⁷⁷ Morningstar (2016 m)
⁷⁸ Varian (2016 a), 24
⁷⁹ Varian (2016 a)
⁸⁰ Varian (2016 b), 23
⁸¹ Morningstar (2016 n)
⁸² Estee Lauder (2014), 2
⁸³ Estee Lauder (2014)
⁸⁴ Estee Lauder (2016), 75
⁸⁵ The New York Times (2011)
⁸⁶ Morningstar (2016 o)
⁸⁷ Nabtesco (2016), 10
⁸⁸ Nabtesco (2016)
⁸⁹ Nabtesco (2016)
⁹⁰ Morningstar (2016 p)
⁹¹ Cisco (2016 a), 21
⁹² Cisco (2016 a)
⁹³ Cisco (2016 b), 14-16
⁹⁴ The New York Times (2007)

⁹⁵ The Wall Street Journal (2016)
⁹⁶ Morningstar (2016 q)
⁹⁷ ING Group (2016), 10
⁹⁸ ING Group (2016), 17
⁹⁹ ING Group (2016)
¹⁰⁰ Oxfam (2017)
¹⁰¹ Morningstar (2016 q)
¹⁰² Autoliv (2016), 28
¹⁰³ Autoliv (2016)
¹⁰⁴ Autoliv (2016)
¹⁰⁵ Morningstar (2016 r)
¹⁰⁶ Microsoft (2014), 9
¹⁰⁷ Microsoft (2014)
¹⁰⁸ Microsoft (2016)
¹⁰⁹ The Daily Telegraph (2017)
¹¹⁰ Fortune (2016)
¹¹¹ Business Insider (2013)
¹¹² Morningstar (2016 s)

Nordean rahaston kymmenestä suurimmasta sijoituskohteesta kuusi on yhdysvaltalaisia yhtiöitä. Yhtiöistä 9 oli julkaissut CSR raportin ja niistä 3 kommentoi verokäytäntöjään CSR raportissa. Kuusi sijoituskohteena olleista yhtiöistä olivat saaneet verotusta koskien negatiivista julkisuutta 2000-luvulla.

Taulukossa esitellyistä yrityksistä kaikki paitsi Alphabet ovat julkaisseet yhteiskuntavastuuraportin. Kaikki julkaisseet yritykset käyttivät GRI-standardeja (Global Reporting Initiative) ja pääosa myös Nordean rahastossa olevista yrityksistä oli tehnyt raporttinsa uusimman G4-mallin mukaisesti. Osa yrityksistä oli myös vahvistuttanut esittämänsä tiedot kolmannella osapuolella. Nordean rahaston tarkastelukohteena olevat yritykset eivät julkaisseet myöskään maakohtaista veroerittelyä. Alle kolmannes tarkastelukohteena olevista yrityksistä mainitsi verotusta laisinkaan yhteiskuntavastuuraportissaan.

Korkeimman efektiivisen veroasteen omaavat yhtiöt Autoliv ja Nabtesco eivät pitäneet verotuksellisia tekijöitä riskeinä liiketoiminnalleen. Sama pätee myös ING- konserniin, jonka efektiivinen veroaste on niin ikään korkeahko (27,00 %). Yhtiöistä joiden efektiivinen veroprosentti on yli 27 % ainoastaan yksi (ING Group) on saanut negatiivista julkisuutta 2000-luvulla. Sen sijaan ne yhtiöt joiden efektiivinen veroprosentti on syystä taikka toisesta alle 20 % ovat keränneet suhteellisen paljon negatiivista huomiota. Efektiivisessä veroprosentissa oli tarkastelun kohteena olevilla yhtiöillä jonkin verran vaihtelua, puolilla yhtiöistä se oli yli 27 % kun taas toisella puoliskalla tunnusluvun arvo jäi alle 20 % tasolle.

Nordean rahaston kaikista sijoituksista noin puolet (49,61 %) kohdistuu Yhdysvaltain markkinoille ja tarkastelukohteena olleista kymmenestä suurimmasta sijoituskohteesta seitsemän on yhdysvaltalaisia yhtiöitä (Nordea Funds, 2017). Yhdysvaltojen suhteellisen korkea yhteisöverotus on ajanut yhdysvaltalaisia yhtiöitä kiihtyvään tahtiin ohjaamaan voittojaan matalamman verotuksen maihin (Clausing, 2016, 905-910). Tämä on ilmiönä synnyttänyt laajasti negatiivista huomiota Yhdysvalloissa (Forbes, 2017; Fortune, 2016; Business Insider, 2013).

4.3 Danske Invest Kestävä Arvo Osake K

Danske Invest Kestävä Arvo Osake K on osakerahasto, joka on hajautettu kansainvälisesti kuten muutkin tämän tutkielman tarkastelun kohteena olevat rahastot. Rahaston sijoituskohteiden tuotot sijoitetaan uudelleen eli kyseessä on kasvuosuus. Rahaston hoidossa pyritään aktiivisen omistamisen kautta voittamaan rahaston vertailuindeksi pitkällä aikavälillä. Rahasto sijoittaa kestävän kehityksen periaatteita noudattavien yhtiöiden osakkeisiin ja osakesidonnaisiin arvopapereihin. Noin 60 % rahaston kaikista omistuksista muodostuu tarkastelu hetkellä yhdysvaltalaisen yhtiöiden omistuksista. Rahastoa hallinnoi Danske Invest Rahastoyhtiö Oy ja rahaston vertailuindeksi on MSCI World (TR) -indeksi. (Danske Bank, 2017)

4.3.1 Kuvaus rahaston sijoituspolitiikasta ja vastuullisen sijoittamisen keinoista

Rahasto sijoittaa varansa sellaisten yhtiöiden osakkeisiin, jotka noudattavat kestävän kehityksen periaatteita sekä osakesidonnaisiin arvopapereihin. Sijoitukset hajautetaan maailmanlaajuisesti. Rahasto ei sijoita yhtiöihin, joiden pääasiallinen toimiala on alkoholi-, tupakka-, uhkapeli-, porno- tai aseteollisuus. Rahastoa suositellaan erityisesti sijoittajalle, joka haluaa sijoittaa varansa kestävän kehityksen periaatteiden mukaisesti. (Danske Invest, 2017)

4.3.2 Danske Invest Kestävä Arvo Osake K rahaston sisältö

Danske Invest Kestävä Arvo Osake K rahaston kymmenen suurinta osakesijoitusta muodostavat yhteensä 39,95 % painoarvon rahaston sijoituksista. Alla olevassa taulukossa on esitettyä painoarvon mukaan suuruus järjestyksessä rahaston kymmenen suurinta osakesijoituskohdetta.

Taulukko 6 Danske Invest Kestävä Arvo Osake K rahaston 10 suurinta osakesijoitusta 17.7.2017 (Danske Invest, 2017)

Sijoituskohde	Painoarvo (%)	Sektori
Cerner Corp.	7,64	Teknologia
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co.	5,09	Teknologia
Microsoft Corp.	4,39	Teknologia
Unilever	4,23	Ruoka
Csl Ltd.	3,92	Terveysthuolto
Acuity Brands Inc.	3,27	Teknologia
Mastercard Inc-Class A	3,22	Rahoitus
Deere and Co.	2,81	Teollisuus
Thermo Fisher Scientific Inc.	2,79	Terveysthuolto
Jones Lang Lasalle Inc.	2,59	Rahoitus
10 suurinta sijoitusta yhteensä (%)	39,95	

Taulukko 7 Danske Invest Kestävä Arvo sijoituskohteiden verovastuullisuus

Sijoituskohde	On CSR raportti n (G4 *)	On julkaissut verovastuu raportin, jossa veronmaksu eritellään maittain	Kommentoi yhteiskuntavastuu-raportissaan verokäytäntöjään	Pitää verotuksellisia tekijöitä riskinä vuosikertomuksessaan	On saanut negatiivista julkisuutta 2000-luvulla koskien veron torjuntaa	Efekttiivinen veroaste (%) 2016	Pääkonttorin sijainti
Cerner Corp.	Ei	Ei	Ei	Kyllä ¹¹³	Ei	30,70 ¹¹⁴	North Kansas City, Missouri, Yhdysvallat
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co. (TSMC)	Kyllä ¹¹⁵	Kyllä ¹¹⁶	Kyllä ¹¹⁷	Kyllä ¹¹⁸	Ei	14,02 ¹¹⁹	Hsinchu, Taiwan
Microsoft Corp.	*Kyllä ¹²⁰	Ei	Ei ¹²¹	Ei ¹²²	Kyllä ¹²³ ^{124 125}	14,95 ¹²⁶	Redmond, Washington, Yhdysvallat
Unilever	*Kyllä ¹²⁷	Kyllä ¹²⁸	Kyllä ¹²⁹	Ei ¹³⁰	Kyllä ¹³¹	25,73 ¹³²	Lontoo, Iso-Britannia
Csl Ltd.	*Kyllä	Ei	Kyllä ¹³³	Kyllä ¹³⁴	Kyllä ¹³⁵ ¹³⁶	21,02 ¹³⁷ ¹³⁸	Melbourne, Australia
Acuity Brands Inc.	Ei	Ei	Ei	Ei ¹³⁹	Ei	34,59 ¹⁴⁰	Atlanta, Georgia, Yhdysvallat
Mastercard Inc-Class A	Ei	Ei	Ei	Kyllä ¹⁴¹	Kyllä ¹⁴²	28,11 ¹⁴³	New York, New York, Yhdysvallat
Deere and Co.	Kyllä * ¹⁴⁴	Ei	Ei	Ei	Ei	31,48 ¹⁴⁵	Moline, Illinois, Yhdysvallat
Thermo Fisher Scientific Inc.	Kyllä * ¹⁴⁶	Ei	Ei	Ei ¹⁴⁷	Ei	9,18 (2014) ¹⁴⁸	Waltham, Massachusetts, Yhdysvallat
Jones Lang Lasalle Inc.	Kyllä ¹⁴⁹	Ei	Kyllä ¹⁵⁰	Kyllä ¹⁵¹	Kyllä ¹⁵² ¹⁵³	24,41 ¹⁵⁴	Chicago, Illinois, Yhdysvallat
Yhteensä Kyllä	7	2	4	5	5	-	-
Ei	3	8	6	5	5	-	-

¹¹³ Cerner Corp (2016), 30¹¹⁴ Morningstar (2016 t)¹¹⁵ TSMC. (2016 a), 135¹¹⁶ TSMC (2016 a), 32¹¹⁷ TSMC (2016 a), 32-33¹¹⁸ TSMC (2016 b), 9¹¹⁹ Morningstar (2016 u)¹²⁰ Microsoft (2014), 9¹²¹ Microsoft (2014)¹²² Microsoft (2016)¹²³ The Daily Telegraph (2017)¹²⁴ Fortune (2016)¹²⁵ Business Insider (2013)¹²⁶ Morningstar (2016 s)¹²⁷ Unilever (2016 a), 1¹²⁸ Unilever (2017)¹²⁹ Unilever (2017)¹³⁰ Unilever (2016 b)¹³¹ Daily mail (2010)¹³² Morningstar (2016 v)¹³³ CSL (2016 a), 5¹³⁴ CSL (2016 b), 92¹³⁵ ABC (2016)¹³⁶ The Sydney Morning Herald (2015)¹³⁷ Morningstar (2016 w)¹³⁸ CSL (2016 c), 25¹³⁹ Acuity Brands (2015)¹⁴⁰ Morningstar (2016 x)¹⁴¹ Mastercard (2016), 42-44¹⁴² The Sydney Morning Herald (2016)¹⁴³ Morningstar (2016 y)¹⁴⁴ Deere (2016)¹⁴⁵ Morningstar (2014 z)¹⁴⁶ Thermo

Fisher Scientific Inc. (2016 a), 34

¹⁴⁷ Thermo

Fisher Scientific Inc. (2016 b),

¹⁴⁸ Morningstar (2014 aa)¹⁴⁹ JLL (2016 a)¹⁵⁰ JLL (2016 a), 38¹⁵¹ JLL (2016 b), 30¹⁵² Businessinsider (2014)¹⁵³ Chicago Business (2014)¹⁵⁴ Morningstar (2016 ab)

Danske Bankin rahaston kymmenestä suurimmasta sijoituksesta seitsemän oli yhdysvaltalaisia yhtiöitä. Yhtiöistä 7 oli julkaissut CSR raportin ja niistä 4 kommentoi verokäytäntöjään CSR raportissa. Puolet sijoituskohteena olleista yhtiöistä olivat saaneet verotusta koskien negatiivista julkisuutta 2000-luvulla. Maakohtaisesti verotuksestaan raportoi kaksi yhtiötä.

Taiwan Semiconductor Manufacturing Co. oli laatinut erittäin kattavan GRI G4 ohjeistuksen mukaisen yhteiskuntavastuu raportin, jossa veronmaksu oli kuvattu maittain. Kyseisen yhtiön liiketoiminnasta yli 90 % tapahtuu Taiwanissa, minkä johdosta myös yli 90 % kaikista yhtiön maksamista veroista maksetaan Taiwaniin ja yhtiö olikin vuonna 2016 kyseisen valtion suurin tuloveron maksaja (TSMC, 2016, 32). Taiwanin yritysverokanta on 17 %, mutta mikäli tulot jätetään yhtiön sisään, näistä maksetaan veroa 10 % kuitenkin niin, että yhtiö maksaa vähintään 12 % tuloveroa (KPMG, 2015, 1)

Tarkastelun kohteena olevissa rahastoissa, joista erityisesti Nordean ja Danske Bankin rahastoissa, suositaan voimakkaasti yhdysvaltalaisia sijoituskohteita. Microsoft Corp. on kuitenkin ainoa yhtiö, joka on suurella painoarvolla edustettuna kahdessa tarkastelun kohteena olevassa rahastossa.

Unilever yhtiön efektiivinen veroaste oli korkeahko. Yhtiötä ei oltu arvosteltu suoraan veron torjunnasta, mutta yhtiön veroparatiiseissa sijaitsevat 170 tytäryhtiötä olivat herättäneet maltillisesti huomioita (The Guardian, 2016; ICIJ, 2014). Vuoden 2016 yhtiökokouksessa esitettiin kysymyksiä verotuksen läpinäkyvyydestä (Unilever, 2016, 32) Unilever itse asettaa verotuksellisten kysymysten ratkaisun tärkeimmäksi toimenpiteekseen vuodelle 2017 (Unilever, 2016, 42). Unilever on saanut myös kiitosta YK:n taholta asiallisesti toteutusta veroraportoinnistaan, joten sitä voitaneen pitää verovastuun huomioimisen osalta malliesimerkkinä (YK, 2015, 17).

Daily Mail haastatteli Unileverin toimitusjohtajaa Paul Polmania vuoden 2010. Haastattelussa Polman varoitti, että yhtiö voi tarvittaessa siirtää toimintojaan matalamman verotuksen maihin. Polman piti Yhdistyneen kuningaskunnan

yrittäjäverokantaa kilpailukyvyttömänä viitaten valtioiden harjoittamaan verokilpailuun: "It is important that governments understand that the world is increasingly globalising whether we like it or not and that every individual government needs to stay competitive."

Thermo Fisher Scientific Inc: in osalta verotuksesta oli vähän tietoa. Yhtiö oli mukana yhdysvaltalaismedioiden listauksissa, joissa on kartoitettu veroparatiisien käyttöä, mutta suurin osa negatiivisesta media huomioista keskittyi Opengate Capital Group LLC nostamaan kanteeseen, jossa TFS syytetään salanneen meksikolaisen huumekartellin vaikutukset Meksikossa sijaitsevaan tuotantolaitokseen, jonka OCG osti (Reuters, 2013).

Jones Lang Lasalle Inc. pitää vuosikertomuksessaan globaalia taistelua verovälttelyä kohtaan maailman laajuisena trendinä, johon yritys haluaa osallistua. Yritykset nimeämät keinot verovälttelyn hillitsemiseen ovat sisäinen riskin hallinta, strategisten ja taloudellisten riskitekijöiden määrittely sekä compliancetyö (JLL, 2016 b, 15). CSR raportissaan yritys käsitteli yrityksen ja työntekijöiden tekemiä lahjoituksia hyväntekeväisyyteen työtä (JLL, 2016 b, 38). Yritys oli joutunut negatiivisen uutisoinnin kohteeksi listauksissa, joissa oli koottu yhdysvaltalaisia yhtiöitä, joilla on väitettyä hämääriä verojärjestelyitä Luxemburgissa. Yhtiö oli hyvä esimerkki siitä, miten osittain populistinenkin uutisointi leviää, sillä sama listaus levisi nopeasti useiden mediatalojen uutisointiin ja muodostaa mahdollisen maineriskin (Businessinsider,2014; Chicago Business, 2014).

4.4 iShares Core MSCI World UCITS ETF USD (Acc) (EUR) - pörssinoteerattu indeksiosuusrahasto

Edellä käsiteltujen kolmen vastuullisen sijoittamisen rahaston vertailukohteeksi valittiin suoraan MSCI World indeksiin sijoittava Black Rock rahastoyhtiön liikkeelle laskema pörssinoteerattu *indeksiosuusrahasto iShares Core MSCI World UCITS ETF USD (Acc) (EUR)*. Tämä valittiin vertailukohdaksi, koska kyseisellä sijoitusinstrumentilla ei ole mitään erityisiä painotuksia ja se edustaa hyvin tavanomaista ei vastuullisen sijoittamisen sijoituskohdetta. Kyseisen rahaston hajautus on maailmanlaajuinen, koska se sijoittaa edellä mainitun maailmaindeksin mukaisiin painoihin. Rahaston tulojen käyttö on karttuvaa kuten edellä käsiteltujen rahastojenkin. Rahasto tarjoaa hajautetun suoran sijoituksen (kyseessä on fyysinen ETF) kehittyneiden maiden yrityksiin. (BlackRock, 2017)

Vertailurahasto otettiin mukaan, jotta voidaan tutkia, näyttäytykö passiivisesti hallitun rahaston sisältö verovastuun huomioimisen osalta erilaiselta. Alla olevassa taulukossa 8 on korostettuna ne sijoituskohteet, jotka ovat samoja edellä käsitellyissä rahastoissa.

*Taulukko 8 iShares Core MSCI World UCITS ETF USD (Acc) (EUR) -
pörssinoteerattu indeksiosuusrahasto, 10 suurinta sijoitusta 27.11.2017 (BlackRock, 2017)*

Sijoituskohde	Painoarvo (%)	Sektori
Apple Inc	2,28	Tietotekniikka
Microsoft Corp. (N, D)	1,56	Tietotekniikka
Amazon COM Inc	1,18	Muu kuin välttämätön kulutus
Facebook CLASS A Inc	1,07	Tietotekniikka
Johnson & Johnson N	0,95	Terveystieteet
JPMorgan Chase & Co	0,89	Rahoitusala
Exxon Mobil Corp.	0,87	Energia
Alphabet Inc Class C	0,81	Tietotekniikka
Alphabet Inc Class A (N)	0,80	Tietotekniikka
Nestle SA	0,67	Kulutushyödykkeet
10 suurinta sijoitusta yhteensä (%)	11,08	

(OP, N, D; jos sijoituskohde löytyy ko. toimijan vastuullisen sijoittamisen rahaston 10 suurimman kohteen joukosta, lähteet näiden osalta samat kuin edellisissä taulukoissa) (BlackRock, 2017)

Kuten taulukosta 8 ilmenee, Nordean vastuullisen sijoittamisen rahaston kymmenestä suurimmasta sijoituskohteesta kolme kuuluivat vertailurahaston kymmenen suurimman sijoituskohteen joukkoon, Danske Bankilla yksi ja OP-ryhmän rahaston kymmenen suurimmasta sijoituskohteesta mikään ei kuulu vertailurahaston kymmenen suurimman kohteen joukkoon.

Taulukossa 9 on tehty vastaava koonti kuin aiemmin käsitellyille vastuullisen sijoittamisen rahastoille sijoituskohteiden verovastuullisuusraportoinnista sekä kohteiden saamasta mediahuomioista. Vertailukohteena olevan rahaston kymmenestä suurimmasta sijoituksesta yhdeksän on yhdysvaltalaisia yhtiöitä (Yhdysvaltalaisten yhtiöiden osuus kymmenestä suurimmasta sijoituskohteesta vastuullisen sijoittamisen rahastoissa; Danske Bank 7, Nordea 6 ja OP 2 kpl per rahasto).

*Taulukko 9 iShares Core MSCI World UCITS ETF USD (Acc) (EUR) -
pörssinoteerattu indeksiosuusrahasto, sijoituskohteiden verovastuullisuus*

Sijoituskohde	On CSR raportti n (G4 *)	On julkaissut verovastuu raportin, jossa veronmaksu eritellään maittain	Kommentoi yhteiskuntavastuu -raportissaan verokäytäntöjään	Pitää verotuksellisia tekijöitä riskinä vuosikertomuksessaan	On saanut negatiivista julkisuutta 2000-luvulla koskien veron torjuntaa	Efekttiivinen veroaste (%)	Pääkonttorin sijainti
Apple Inc	Kyllä ¹⁵⁵	Ei	Kyllä (erillinen julkaisu veroista) ¹⁵⁶	Kyllä ¹⁵⁷	Kyllä ^{158 159}	25,56 ¹⁶⁰	Cupertino, Kalifornia, Yhdysvallat
Microsoft Corp. (N, D)	Kyllä	Ei	Ei	Ei	Kyllä	14,95	Redmond, Washington, Yhdysvallat
Amazon COM Inc	Kyllä ¹⁶¹	Ei	Ei	Kyllä ¹⁶²	Kyllä ^{163 164 165}	36,31 ¹⁶⁶	Seattle, Washington, Yhdysvallat
Facebook CLASS A Inc	Kyllä	Ei	Ei	Kyllä ¹⁶⁷	Kyllä ^{168 169 170}	18,38 ¹⁷¹	Menlo Park, Kalifornia, Yhdysvallat
Johnson & Johnson (N)	Kyllä	Ei	Kyllä	Kyllä	Kyllä	16,48	New Brunswick, New Jersey, Yhdysvallat
JPMorgan Chase & Co	Kyllä * ¹⁷²	Ei	Kyllä ¹⁷³	Kyllä ¹⁷⁴	Kyllä ^{175 176 177}	28,38 ¹⁷⁸	New York, New York, Yhdysvallat
Exxon Mobil Corp.	Kyllä * ¹⁷⁹	Ei	Ei	Kyllä ¹⁸⁰	Kyllä ^{181 182}	24,65 (2015) ¹⁸³	Irving, Texas, Yhdysvallat
Alphabet Inc Class C	Ei	Ei	Ei	Kyllä	Kyllä	19,35	Mountain View, Kalifornia, Yhdysvallat
Alphabet Inc Class A (N)	Ei	Ei	Ei	Kyllä	Kyllä	19,35	Mountain View, Kalifornia, Yhdysvallat
Nestle SA	Kyllä * ¹⁸⁴	Ei	Ei	Ei ¹⁸⁵	Ei	35,23 ¹⁸⁶	Vevey, Sveitsi
Yhteensä Kyllä	8	0	3	8	9	-	-
Ei	2	10	7	2	1	-	-

(OP, N, D; jos sijoituskohde löytyy ko. toimijan vastuullisten sijoittamisen rahaston 10 suurimman kohteen joukosta, lähteet näiden osalta samat kuin edellisissä taulukoissa)

¹⁵⁵ Apple (2016 a)

¹⁵⁶ Apple (2016 b)

¹⁵⁷ Apple (2016 c), 12-16

¹⁵⁸ New York Times (2017)

¹⁵⁹ Amazon (2017 a)

¹⁶⁰ Morningstar (2016 ac)

¹⁶² Amazon (2017 b), 12

¹⁶³ The Guardian (2017)

¹⁶⁴ Financial Times (2017)

¹⁶⁵ Reuters (2017)

^{166 166} Morningstar (2016 ad)

¹⁶⁷ Facebook (2016), 24

¹⁶⁸ The Guardian (2017)

¹⁶⁹ Independent (2016)

¹⁷⁰ Financial Times (2017)

¹⁷¹ Morningstar (2016 af)

¹⁷² JPMorgan Chase & Co. (2016 a)

¹⁷³ JPMorgan Chase & Co. (2016 a), 9

¹⁷⁴ JPMorgan Chase & Co. (2016 b), 35

¹⁷⁵ Reuters (2015)

¹⁷⁶ International Business Times (2015)

¹⁷⁷ The Telegraph (2012)

¹⁷⁸ Morningstar (2016 ag)

¹⁷⁹ ExxonMobil (2017)

¹⁸⁰ ExxonMobil (2016), 39

¹⁸¹ Forbes (2017)

¹⁸² The Guardian (2016)

¹⁸³ Morningstar (2015)

¹⁸⁴ Nestle SA (2016 a)

¹⁸⁵ Nestle Sa (2016 b)

¹⁸⁶ Morningstar (2016 ah)

Vertailurahaston sijoituskohteissa oli edustettuna yhdysvaltalaiset yhtiöt voimakkaasti, mikä johtuu Yhdysvaltojen suuresta maailmanmarkkina-asemasta MSCI world indeksissä, jota vertailurahasto seuraa (BlackRock, 2017). Yhtiöistä 8 oli julkaissut CSR raportin ja niistä 3 kommentoi verokäytäntöjään CSR raportissa. Ainutkaan yhtiöistä ei ollut julkaissut maakohtaista raporttia verotuksestaan. Yhdeksän sijoituskohteena olleista yhtiöistä olivat saaneet verotusta koskien negatiivista julkisuutta 2000-luvulla.

Yhdysvaltalaisten yhtiöiden raporteissa korostui yhtiön edustajien tyytymättömyys Yhdysvaltojen verojärjestelmään, mikä ilmenee hyvin esimerkiksi JPMorganin vuosikertomuksesta; "Our corporate tax system is driving capital and brains overseas. America now has the highest corporate tax rates among developed nations. Most other developed nations have reduced their tax rates substantially over the past 10 years (and this is true whether looking at statutory or effective tax rates)" (JPMorgan & Chase Co., 2016, 35)

Apple käsitteli osaltaan JPMorganin tavoin verovastuukysymyksiä vastineessaan tutkiville journalisteille; "Apple believes comprehensive international tax reform is essential, and for many years has been advocating for simplification of the tax code" (Apple, 2017)

Lisäksi Apple tähdensi vastineessaan liiketoimintansa monikansallista luonnetta; "The debate over Apple's taxes is not about how much we owe but where we owe it. As the largest taxpayer in the world we've paid over \$35 billion in corporate income taxes over the past three years, plus billions of dollars more in property tax, payroll tax, sales tax and VAT." (Apple, 2017)

Kokonaisuudessaan voidaan todeta, että vertailurahaston sijoituskohteet ovat saaneet hiukan enemmän negatiivista julkisuutta koskien verojärjestelyitään, mutta muilta osin tämän tarkastelun perusteella ei voida todeta, että vertailurahaston sijoituskohteiden verovastuullisuudessa olisi merkittäviä eroja tarkastelun kohteena olleisiin muihin vastuullisien sijoittamisen rahastoihin, mikä on linjassa myös aiemman tutkimuksen kanssa, jota on käsitelty tutkielman luvuissa 2 ja 3 (Preuss, 2017; Laguir, Stagliano, Elbaz, 2015; Halbritter, Dorfleitner, 2015).

5. VASTUUNKANTO JA VALITSEMINEN VASTUULLISESSA SIIJOITTAMISESSA

Tässä luvussa esitetään analysoitu haastatteluaineisto teemoittain koostettuna. Haastattelumenetelmä, rajaukset ja haastateltavien taustatiedot on esitelty tutkielman johdantokappaleessa.

Tutkielmaa varten haastateltiin *Taulukossa 1* esiteltyjä henkilöitä. Haastateltavat henkilöt on valittu tutkielman teoreettista viitekehystä mukaillen ja he ovat etikan, verotuksen tai vastuullisen sijoittamisen asiantuntijoita.

Taulukko 10 Haastateltujen taustatiedot 11.11.2017

Haastateltu henkilö	Organisaatio	Tehtävä	Näkökulma
Metropoliitta Ambrosius	Suomen ortodoksinen kirkko, FINE Vakuutus- ja rahoitusneuvonta	Helsingin hiippakunnan piispa, FINE:n hallituksen puheenjohtaja	Etiikka- ja liike-etiikka, filosofia
Jouni Weckström	Asianajotoimisto Krogerus Oy	Counsel, Co-Head of Tax Group	Verotus, vero-oikeus ja veronkierto
Outi Helenius	Evli Pankki Oyj	Vastuullisen sijoittamisen päällikkö	Vastuullinen sijoittaminen (pankin ja rahastoyhtiön näkökulma)
Magdalena Lönnroth	Suomen evankelis-luterilainen kirkko, Sijoitusyksikkö; FINSIF - Suomen vastuullisen sijoittamisen foorumi	Vastuullisen sijoittamisen päällikkö ja salkunhoitaja FINSIF yhdistyksen varapuheenjohtaja	Vastuullinen sijoittaminen (instituution näkökulma)

Metropoliitta Ambrosiuksen ja Magdalena Lönnroth edustavat kirkollisten tehtäviensä johdosta myös kahta merkittävää vastuulliseen sijoittamiseen piiriin kuuluvaa institutionaalista sijoittajaa suomalaisessa yhteiskunnassa. Tämän johdosta he pystyvät ottamaan kantaa etikan ja vastuullisuuden lisäksi myös instituutiosijoittajan näkökulmaan vastuullisessa sijoittamisessa.

Haastateltaville esitettiin samat kysymysteemat, mutta haastateltavien valinta toteutettiin niin, että asiaa käsiteltäisiin monipuolisesti erinäkökulmista. Metropoliitta

Ambrosiuksen haastattelussa avataan tutkielman teoreettiseen viitekehyksen eettisiä kysymyksiä. Weckströmin osaamisalue täydentää tarkemmin erityisesti osakeyhtiön olemusta ja verotusta käsittelevää pohdintaa. Heleniuksen ja Lönnrothin haastatteluissa pureudutaan suoraan vastuulliseen sijoittamiseen.

5.1 Vastuullisen sijoittamisen määrittely

Haastattelut aloitettiin määrittelemällä mitä vastuullinen sijoittaminen tarkoittaa. Vastaajat olivat melko yhdenmukaisesti sitä mieltä, että vastuullisen sijoittamisen määrittely on haastavaa ja riippuvaista siitä kenen näkökulmasta asiaa tarkastellaan.

Ambrosius piti vastuullista sijoittamista osittain näkökulmariippuvaisena käsitteenä;

Ambrosius: Vastuullinen sijoittaminen, sehän riippuu, kenen näkökulmasta katsotaan vastuullista sijoittamista. Onko se sijoittajannäkökulma vai onko se agentin eli pankin näkökulma.

Verolakimiehenä toimiva Weckström hahmotti vastuullisen sijoittamisen tavalla, joka on läheinen eettiselle sijoittamiselle;

Weckström: Vastuullinen sijoittaminen tarkoittaa minun mielestä sitä, että valikoidaan sijoituskohteita siten, että ne vastaavat omaa, ehkä, moraalialia, ajatusta siitä, miten maailman tulisi rakentua. Esimerkiksi sijoitukset joihinkin kohteisiin, jotka vievät ympäristöasioita eteenpäin.

Weckström toi myöhemmin esiin myös tuoton merkityksen ja osakeyhtiön tarkoituksen, joka kuuluu oleellisesti kaikkeen sijoittamiseen;

Kyllä minun mielestä sijoitukseen liittyy tuoton tavoittelu, by definition, mutta minun mielestä niitä ei tarvitse eritellä.

Weckströmin huomio siitä, että vastuullisuus ja tuoton tavoittelu eivät ole toisiaan poissulkevia mukalee erityisesti osakeyhtiölain mukaisen voitontuottamistarkoituksen taustalla olevia hallituksen esitöitä, jossa vastuullinen liiketoiminta nähdään osana pitkäaikaista voitontavoittelua (OYL 1:5; HE 109/2005).

Keskustellessamme osakeyhtiön tarkoituksesta nousi esiin myös Milton Friedmanin näkökulmaa mukaileva näkemys siitä, että pyrkiessään voittoon yhtiö tulee vääjäämättä tuottaneeksi myös monenlaista hyvää sidosryhmilleen, sillä olettamalla, että toimitaan laillisilla toimintakentillä.

Weckström: Osakeyhtiön määritelmällinen tarkoitus on tuottaa voittoa sen omistajille, se on sen määritelmällinen tarkoitus. Ja sen tarkoituksen mahdollistamiseksi täytyy harjoittaa kannattavaa toimintaa ja sitä kautta sen tarkoitus on olla tehokas toimija ja sitä kautta, että se on tehokas toimija, sen tarkoitus on generoida ympäröivälle yhteiskunnalle aika paljonkin asioita; taloudellista aktiviteettia, työllistämistä ja niin poispäin

Helenius vastasi kysymyksiin Evli varainhoidon näkökulmasta ja määritteli vastuullisen sijoittamisen käytännössä täysin luvussa 3.1 esitettyä pörssisäätiön määritelmää vastaavalla tavalla, joka on myös linjassa YK PRI periaatteiden kanssa. Helenius kuitenkin nosti myös käsitteen määrittelyyn liittyvät haasteet;

Helenius: Vastuullinen sijoittaminen tarkoittaa sitä, että tuoton ohella huomioidaan myös ympäristöön, yhteiskuntaan ja hyvään hallintoon liittyvät tekijät. Käytännössä se lähtee siitä, että tavallaan pyritään löytämään sijoituksesta oleelliset ESG-riskit ja mahdollisuudet, mitä olisi sitten hyvä huomioida sijoituspäätöstä tehdessä.

...tässä juuri päästään ongelman ytimeen, johon kaikki, jotka tekevät vastuullista sijoittamista törmäävät, että sitä ei ole määritelty millään tapaa yksiselitteisesti, eli se tarkoittaa jokaiselle vähän eri asiaa ja sitten siinä menee sekaisin vastuullisuus ja eettisyys ja sitten onkin ihan sellainen sekasoppa

Magdalena Lönnroth käsitti vastuullisen sijoittamisen käytännössä täysin samalla tavalla kuin Helenius ja korosti myös sitä, että eri sijoittajille vastuullisuus voi tarkoittaa eriasioista.

Lönnroth: Se tarkoittaa vastuullisuusnäkökulmien eli ESG-asioiden mukaan ottamista sijoitusprosessiin eli käytännössä sijoitusanalyysiin, sijoituspäätöksiin ja sijoitusraportointiin.

5.1.2 Onko vastuullinen sijoittaminen vastuullisempaa kuin tavallinen sijoittaminen?

Vastuullisen sijoittamisen ero suhteessa tavalliseen sijoittamiseen ei ollut vastaajien näkökulmasta täysin itsestään selvä asia. Vastaajat korostivatkin, että on tärkeää pyrkiä siihen, että kaikki sijoitustoiminta olisi vastuullista.

Tarkasteltaessa syvemmin vastuullista sijoittamista nousi esiin globalisaation merkitys niin etiikan kuin sijoittamisen osalta. Etiikassa korostuu erilaisten kulttuurien ja uskontojen merkitys ja erityisesti niiden yhteiset tekijät, mitkä Ambrosius koki yhdeksi globalisaation mahdollistajiksi. Ambrosius kokin, että kaiken sijoittamisen tulisi olla vastuullista.

Ambrosius: Ensimmäinen lähtökohta, joka tulee mieleen ovat tällaiset yleiset eettiset periaatteet ja tätä voi lähteä kerimään esimerkiksi Vuorisaarnan etiikasta; lähimmäisen kunnioittamisesta, totuuden etsimisestä rehellisyydestä, rakastamisesta ja niin edelleen. Ja toisaalta sitten myös tuo rakkauden kaksoiskäsky, minkä tahdot itsellesi tehtävän tee se myös toiselle, tämähän on hyvin universaali prinssiippi, joka on Jeesuksen opetuksissa, mutta yhtä hyvin se löytyy erisanoin muiden uskontojen periaatteista ja tässä mielessä se, että yleensäkin meidän globaali vuorovaikutus on edennyt niin nopeasti eteenpäin kuin mitä se on edennyt ja muutamassa sukupolvessa on tullut globalisaatio monella elämän alueella niin eihän se olisi voinut toteutua jos ei olisi ollut aika vahvaa yhteistä nimittäjää eri filosofisissa ja uskonnollisissa perinteissä ja tästä lähtökohdasta käsin tietysti vastuullinen sijoittaminen nousee siitä rehellisyydestä ja totuuden etsimisestä, yhteisen hyvän tavoitteesta, joka pitäisi olla kaikilla sijoittajilla, institutionaalisilla ja yksityisillä sijoittajilla ja myös sillä taholla, joka operoi näitä sijoituksia.

Weckström koki, että vastuullisuus on vahvemmin esillä vastuullisessa sijoittamisessa;

Kyllä se on vastuullisempaa, kyllä minä sanoisin, että siellä on vastuullisuuselementti vahvempuna mukana.

Pankin näkökulmasta korostui Ambrosiuksen linjan kanssa yhtenäinen pyrkimys siihen, että kaikki sijoitukset vastaisivat organisaation sisäisiä periaatteita, sen sijasta, että eroteltaisiin vastuulliset sijoitukset ja tavalliset sijoitukset omiksi ryhmikseen.

Helenius: Ehkä vielä toistaiseksi se on näin, että siinä on joku ero, tavallaan, tai ainakin pitäisi olla joku ero siinä, jos puhutaan ihan yleisesti sijoittamisesta, mutta toisaalta täällä Evlissä me ollaan pyritty siihen, että kaikki meidän tekemät sijoitukset meidän kaikissa omissa osake- ja yrityslainarahastoissa sijoitukset ovat vastuullisia. Eli pyritään yhä enenevässä määrin siihen, että kaikki aktiiviset sijoitukset ovat vastuullisen sijoittamisen periaatteiden piirissä.

Lönnrothin näkökulmasta vastuullinen sijoittaminen on vastuullisempaa kuin tavanomainen sijoittaminen, mutta myös sidoksissa siihen, miten sijoittaja käsittää vastuullisen sijoittamisen käsitteenä;

Lönnroth: Kyllä se on, eihän sitä muuten tehtäisi. Ainahan se riippuu määritelmästä, jokainen sijoittaja määrittelee itse, mitä se käytännössä tarkoittaa. Mutta kyllähän vastuullisessa sijoittamisessa tehdään aina jotain, mitä ns. perinteisessä sijoittamisessa ei tehdä; voi olla poissulkevia toimia, toimialakriteereitä, vaikuttamistoimintaa tai muuta. Sitä kautta minä mieltäisin sen vastuullisemmaksi.

5.2 Mitä ominaisuuksia instituutio, jolle vastuullisuus on tärkeää, etsii vastuullisen sijoittamisen rahastoista ja onko alalla nähtävissä olevia trendejä?

Haastateltujen mielestä on nähtävissä selkeitä trendejä, jotka kiinnostavat instituutiosijoittajia, jotka pitävät vastuullisuutta tärkeänä. Kuitenkin nämä ovat myös tilannesidonnaisia kysymyksiä ja riippuvat siitä, miten suuri toimija on ja miten vastuullinen sijoittaminen on järjestetty sijoittavassa organisaatiossa. Selkeimpänä

trendinä voidaan pitää ilmastonmuutoksen huomioivia sijoituskohteita, jonka kaikki haastateltavat mainitsivat. Osa haastateltavissa nosti esiin myös sen, että ESG-piiriin kuuluvista asioista osaa on helpompi edistää kuin toisia.

Ambrosius: No nythän on ollut pinnalla muutaman vuosikymmenen voimakkaasti tämä ekologinen ulottuvuus ja sitten myös sitä lähellä on terveydelliset ulottuvuudet ja sitten myös yhteisen hyvän edistäminen ja rauhan ja oikeudenmukaisuuden edistäminen. Nehän ovat tosi isoja kysymyksiä ja oikeudenmukaisuuden edistäminen on paljon vaikeampi kysymys kuin esimerkiksi ekologiset kysymykset.

Weckström korosti asian olevan instituutiokohtaista, mikä osaltaan sisältää viitteitä eettisestä sijoittamisesta. Myös varojen kohdistumista oikein vastuullisen sijoittamisen näkökulmasta pidettiin tärkeänä.

Wecström: Tietenkin se on instituutio kohtaista, mutta ehkä ne etsivät varmuutta siitä, että ne sijoitettavat varat aidosti menevät oikeaan kohteeseen.

Lönnroth oli samoilla linjoilla Weckströmin kanssa ja piti tärkeimpänä sitä, että sijoittajan ja varojahoitavan tahon periaatteet ovat keskenään linjassa.

Lönnroth: Siinä etsitään varainhoitaja, jonka omat vastuullisen sijoittamisen toimintatavat ja ohjeet ovat mahdollisimman hyvin linjassa instituutiosijoittajan omien ohjeiden kanssa. Eli voidaan olla mahdollisimman varmoja siitä, että ne omat periaatteet toteutuvat.

Pankin edustajan näkökulmasta painottui koko institutionaalisen sijoittajan varallisuuden hallintaan liittyvät periaatteet ja niiden vaikutus mahdolliseen rahastosijoituksen valintaan.

Helenius: Jos puhutaan instituutiosta, joille vastuullinen sijoittaminen on tärkeää, niin silloin minä itse näkisin tilanteen niin, että silloin heillä on koko sijoitettavalle varallisuudelleen jotkut vastuullisen sijoittamisen periaatteet. Jos puhutaan esimerkiksi, vaikka tästä kirkon eläkerahastosta, niin nehän löytyvät sieltä nettisivulta ne periaatteet, mitä he noudattavat.

5.2.1 Vastuullisuusperiaatteiden painotuserot ESG:n sisällä

Kaikki haastateltavat kokivat, että vastuullisten sijoitustuotteiden kuluttajilla esiintyy painotuseroja varmasti sen suhteen mitä he pitävät tärkeänä ESG-näkökulmista. Tässä korostui erityisesti vastuullisuuden subjektiivinen merkitys eri sijoittajille. Etiikan kannalta nousi esiin sekä kysymys varojen jaosta yrityksen ja yhteiskunnan välillä.

Ambrosius: Kyllä minun mielestä ekologinen painotus on hyvin voimakas ja sitten myös esimerkiksi nämä terveystkysymykset. Mutta, se testi sitten, mikä on kaikkein vaikeinta, on se, että pyritäänkö maksimoimaan voittoa vai yhteistä hyvää ja kohtuutta.

Ambrosius lähestyi pohdinnassaan voitontuottamistarkoitusta *kohtuullisen ja maksimaalisen voiton tuottamisen* kautta. Tässä pohdinnassa sivutaan entisen Suomen Yhdyspankin pääjohtajan Ahti Hirvosen suulla myös tämän tutkielman kannalta keskeisessä asemassa olevaa Milton Friedmanin ajatusta, jossa yrityksen keskeisimmäksi vastuuksi nostetaan voitontuottaminen.

Ambrosius: Minä olen hyvin paljon miettinyt tätä kysymystä maksimaalisesta voitosta. Kun minun läheisiä ystäviäni on ollut monet pankkimiehet, jotka ovat paljon pohtinut näitä eettisiä kysymyksiä omasta uskonnollisesta vakaumuksestaan käsin. Minä olen ainakin toisinaan ymmärtänyt heidän puheistaan, että firman päätehtävä tai melkein ainoa tehtävä on tuottaa voittoa. Ja kuitenkin nämä shareholder stakeholder approachet ovat klassisia kysymyksenasetteluja. En mä kyllä allekirjoita sitä näkemystä, että minkään yrityksen ainoa tarkoitus, tietysti yleisiä eettisiä sääntöjä noudattaen, olisi tuottaa maksimaalista voittoa. Minun mielestä kohtuullisen voiton pitäisi riittää.

Pohdittaessa osakeyhtiön tarkoitusta, myös Lönnroth oli Ambrosiuksen kanssa samalla linjalla siitä, että yhtiön tulee huomioida sidosryhmänsä;

Lönnroth: Minä en ole ainakaan Miltonin puolella siinä, että yhtiön ainoa tarkoitus ja tehtävä on luoda osakkeenomistajille lisäarvoa vaan siinä ohessa pitää

huomioida se muu toimintaympäristö eli osakeyhtiö ei toimi tällaisessa tyhjiössä niin sanotusti vaan se on myös riippuvainen kaikista muista sidosryhmistä. Eli pitää elää tasapainossa kaikkien eri toimijoiden kanssa.

Pankin näkökulmasta painotuseroja on selvästi nähtävissä ja tähän asiaan kytkeytyy aiemmassa teemassa käsitelty vastuullisuuden määrittelymisen vaikeus käsitteenä.

Helenius: On. Ihan varmasti on suuria painotuseroja, koska aika moni asiakkaista kuitenkin mieltää vielä vastuullisen sijoittamisen siten, että se on vähän sama kuin eettinen sijoittaminen eli silloin painotetaan omia arvoja ja minä olen aina sanonut, että minun mielestä se on eri asia, koska silloin kun puhutaan eettisestä sijoittamisesta. Minun mielestä tässä juuri päästään ongelman ytimeen, johon kaikki, jotka tekevät vastuullista sijoittamista törmäävät, että sitä ei ole määritelty millään tapaa yksiselitteisesti, eli se tarkoittaa jokaiselle vähän eri asiaa ja sitten siinä menee sekaisin vastuullisuus ja eettisyys. Tämä varmasti johtuu siitä, että vastuullinen sijoittaminen on nimenomaan lähtenyt liikkeelle eettisestä sijoittamisesta, mikä perustuu poissulkemiseen ja tavallaan vielä sen varjo häilyy sen yllä.

Lönnrothin mukaan pääsääntöisesti rahastoyhtiöt sanovat ottavansa ESG näkökulmat huomioon, mutta joillakin voi olla painotuksia esimerkiksi Governance alueella, koska tämä on vastuullisen sijoittamisen vanhin osa-alue. Yleisenä trendinä alalla Lönnroth näki vastuullisen sijoittamisen datan oston ulkopuolisilta toimijoilta;

Lönnroth: Selkeästi kyllä nyt tuntuu siltä, että kaikki rahastoyhtiöt ostavat sitä ESG-dataa joltain ulkopuoliselta toimittajalta. Ja osa tekee itse sitä ESG-analyysiä, mutta joka tapauksessa niitä molempia yhdistetään.

Käytetyistä datan toimittajista Lönnroth mainitsi MSCI ESG, Sustainalyticsin ja Truecostin vastuullisuustietokannat. Lisäksi Bloombergissä, olevaa vastuullisuusdataa käytetään, mutta Lönnrothin mukaan Bloombergin vastuullisuus datan ongelmana on, että se nojaa liikaa yhtiöiden itseilmoittamiin tietoihin ja saattaa sisältää virheitä.

5.3 Näkökulmia aggressiiviseen verosuunnitteluun

Tämän teeman alla pohdittiin yleisesti aggressiivista verosuunnittelua, sen määrittelemistä ja vastuullisuutta. Erityisesti määrittelemisen ja rajaveto vastuullisen vastuuttoman välillä oli haastavaa. Samaa kysymystä pohdittiin myös tämän tutkielman luvussa kaksi Avi-Yonahin tutkimusten pohjalta, joiden keskeisenä ajatuksena oli, että verojärjestelyn vastuullisuuden arviointi on helpompaa verojärjestelyn rakentaneen organisaation *sisältä käsin*, kuin sen ulkopuolelta. Rajanvedon haastavuuden johdosta myös asian mittaaminen kvantitatiivisesti on vaikeaa, mikä luo haasteen erityisesti sijoituspäätöksen tekoon, missä verovastuullisuus pyritään huomioimaan.

Eettisestä näkökulmasta korostui termin määrittely sekä inhimillinen näkökulma, joka huomioi verojen yhteiskunnallisen välttämättömyyden ja toisaalta niiden maksamiseen liittyvän mahdollisen epämiellyttävän tunteen. Tämä ajatus on hyvin linjassa tuomari Learned Handin veronmaksua koskevien ajatusten kanssa, joita on käsitelty toisessa luvussa.

Ambrosius: No se tietysti vähän riippuu siitä mitä aggressiivisella verosuunnittelulla tarkoitetaan. Veroja ei tarvitse ei tarvitse rakastaa, mutta ne pitää maksaa. Minä muistan, kun 80-luvulla, silloin oli toisena valtiovarainministerinä jonkin aikaa Kaisa Raatikainen, jonka mies oli Ylen toimitusjohtaja Erkki Raatikainen silloin. Kaisa Raatikainen kehotti suomalaisia rakastamaan veroja. Minä mietin sitä vakavasti, sitä hänen kommenttia, ja minä tulin siihen johtopäätökseen, että olin ihan erimieltä kuin Kaisa Raatikainen. Minun mielestä veroja ei tarvitse rakastaa, mutta pitää maksaa ja totta kai niin useampien firmojen kohdalla ykkösjuttuhan on tietysti se, että tarjotaan työpaikkoja, joissa on inhimilliset työolosuhteet ja jotka täyttävät sosiaalisen oikeudenmukaisuuden ja tietyn yhteiskunnallisen tasa-arvon tavoitteita, mutta sen lisäksi tietysti verot pitää maksaa. Kyllähän veroja pystyy jonkin verran minimoimaan, mutta se on sitten ihan eriasia, koska verojen minimointi tarkoittaa sitä, että hyödyntää kaikki vähennykset, mitä laillisesti voi tehdä verotettavista tuloista.

Weckström korosti erityisesti käsitteen määritelmällisyyden ongelmallisuutta, minkä lisäksi hän oli samoilla linjoilla Ambrosiuksen ja tuomari Handin kanssa siitä, että veroja ei tarvitse kenenkään maksaa enempää kuin laki vaatii.

Weckström: Aggressiivinen verosuunnittelu on käsitteenä ongelmallinen, koska se on subjektiivinen käsite, se ei ole juridinen käsite, se ei ole veronkiertoa. Minä lähdän enemmän vastuullisesta toiminnasta liikkeelle ja sitten lainmukaisesta verosuunnittelusta. Kenenkään ei ole tarvis maksaa veroja yhtään enempää, kun sen lain mukaan pitää.

Pohdittaessa aggressiivisen verosuunnittelun käsitteellistä ongelmallisuutta Weckström nosti esiin myös riskin siitä, että se sotketaan lain vastaiseen toimintaan virheellisesti.

...voi olla, että moni käsittää aggressiivisen verosuunnittelun lainvastaisena veronkiertämisenä ja se, mikä siinä on ongelmallista, on minun mielestä erityisesti se, että se on määrittelemätön käsite, se sotketaan lainvastaiseen toimintaan. Se on hyvin subjektiivinen käsite ja silloin siitä ei oikein saa kukaan kiinni, mitä tällä nyt tarkoitetaan. Jos aletaan puhumaan aggressiivisesta verosuunnittelusta niin pitäisi mennä aika syvälle sen kohteen toimintaan ja ajatusmaailmaan.

Myös Lönnroth piti aggressiivista verosuunnittelua käsitteenä haastavana ja aggressiivisuuden astetta oleellisena tekijänä, kun pohditaan sitä, kuinka hyvin se sopii vastuullisen sijoittamisen periaatteisiin. Verosuunnittelua itsessään Lönnroth piti normaalina yritystoimintana kuten Ambrosius ja Weckström.

Lönnroth: Aggressiivinen verosuunnittelu on tosi hankala aihe. Siinähan käytetään tavallaan näitä porsaanreikiä mitä järjestelmässä on. Se ei ehkä ole laitonta, mutta ollaan siinä rajalla ja toimitaan lain tarkoituksen vastaisesti. Verosuunnitteluhan saa tehdä, mutta aggressiivinen verosuunnittelu ei istu vastuullisen sijoittamisen käsitteeseen.

Pankin edustajan näkökulmasta aggressiivisuuden aste vaikuttaa järjestelyn vastuullisuuteen ja keskeisenä linjana oli, että kansainvälisesti toimivan yrityksen tulisi maksaa verot siihen maahan, missä liiketoiminta tosiasiallisesti muodostuu.

Helenius: Minun mielestä se riippuu siitä aggressiivisuuden asteesta. Tavallaan se lähtökohta on se, että ne verot pitäisi maksaa siihen maahan, mistä sitä liiketoimintaa aidosti muodostuu ja jos se on tosi aggressiivista, niin silloin se ehkä on, vastoin tällaisia yleisiä normeja tai yleistä hyväksyttävyyttä, mutta sitten taas, mikä on sitten aggressiivista verosuunnittelua ja mikä yhtiön normaalia liiketoimintaa, sitä on vaikea määritellä.

5.3.1 Alikapitalisointi ja vastuullinen sijoittaminen

Tässä esimerkkinä käytettiin tilannetta, jossa yritys ohjaa konsernin sisäisiä lainoja hyödyntäen tulojaan verokeidasvaltioihin ja kartoitettiin vastaajien mielipidettä esimerkkinä toimineesta järjestelystä. Alikapitalisointi valittiin esimerkiksi, koska se esitetään ensimmäisenä aggressiivisen verosuunnittelun avainmenetelmänä YK:n julkaisemassa vastuullista sijoittamista ja verovastuuta koskevassa ohjeistuksessa (YK, 2015, 13) Alikapitalisointi toimii tässä yhteydessä havainnollistavana esimerkkinä ja on teeman kannalta sinänsä vähämerkityksellistä mitä erityistä aggressiivisen verosuunnittelun menetelmää vastuullisen sijoittamisen piiriin kuuluvan rahaston sijoituskohde käyttää veron välttämistarkoituksessa.

Esimerkkinä käytettyä alikapitalisointia veron välttämistarkoituksessa pidettiin eettisestä näkökulmasta kestävämmän ja Metropoliitta Ambrosius piti sitä vastuuttomana.

Ambrosius: Minun mielestä se ei ole millään lailla hyväksyttävää, eikä se kestä tällaisen yleisen inhimillisen oikeustajun vaatimusta.

Weckström piti hyvänä, että on luotu sääntelyä, joka hillitsee alikapitalisointia ja nosti esiin sen, että näissä tapauksissa ollaan toimittu todennäköisesti lainsäätäjän tarkoituksen vastaisesti.

Weckström: Siihen on tullut verotussäätelyä, joka hillitsee sitä tai käytännössä eliminoi sen. Me olemme tulleet uuteen maailmaan ja se on ihan hyvä niin. Jos mennään kymmenen vuotta taaksepäin, niin rakenteet olivat alikapitalisoinnin näkökulmasta äärimmäisen aggressiivisia, ne liikkuvat sillä lailla, että oli vähennyskelpoisuus lähdevaltiossa lainasta maksetun koron osalta ja sitä kautta saatiin eliminoitua täysin verotettava tulo lähdevaltiossa. Sitten tämä korko, joka lähti sieltä lähdevaltiosta ei ollut siinä koronsaajavaltiossa veronalaista tuloa. Siinä oli napattu tällainen tuplahyöty näissä rakenteissa. Kyllähän on vaikea nähdä minkään lainsäädännön hyväksyvän tällaista eli helposti siirrytään lain toiselle puolelle.

Lönnroth piti esimerkiksi alikapitalisointia hankalana vastuullisen sijoittamisen näkökulmasta, koska monet yritykset tekevät vastaavia verojärjestelyjä. Erityisen tärkeänä Lönnroth piti verojärjestelyiden taustalla olevia syitä kuten Weckström

Lönnroth: Verokeitaita käytetään eri tarkoituksiin ja vastuullisen sijoittajan näkökulmasta sijoituskohteen avoimuus on tärkeää, eli miksi yritys toimii siellä. Kyllä ne hyvät ohjeet perustuvat siihen, että veroja pitäisi maksaa eri toimintamaissa niissä tapahtuvan tosiasiallisen aktiviteetin mukaisesti.

Myös Pankin näkökulmasta esimerkin kaltaista järjestelyä pidettiin niin vastuuttomana, että sen kohdalla voitaisiin harkita näin toimivan yhtiön poissulkemista portfolioista. Helenius piti tärkeänä sitä, että asia selvitettäisiin objektiivisesti sekä sijoituskohteena olevan yhtiön, että salkunhoitajan kanssa, minkä perusteella mahdolliset toimenpiteet tehtäisiin. Keskeiseksi kysymykseksi jäi, miten tällaiset verojärjestelyt saadaan selville.

Helenius: Tavallaan minun mielestä tuo on esimerkki siitä, mikä ei ole yrityksen vastuullista toimintaa. Jos tällainen paljastuisi meidän sijoituksessa, sitä pitäisi alkaa kysymään siltä yhtiöltä, minkä takia he ovat tehneet näin ja mikä sen perustelu on tässä. Se menisi ihan samalla tavalla kuin muut tällaiset YK Global Compact normirikkomukset eli salkunhoitaja antaa perustelun siitä minkä takia kyseistä sijoitusta on salkussa ja sitten asiasta keskustellaan vastuullisen sijoittamisen ohjausryhmässä, joka voi sitten päättää, että seurataan tilannetta,

ollaan yhtiöön yhteydessä tai myydään omistukset pois. Se on sitten eri asia tai seuraava askel, että miten tällaiset saa selville.

5.3.2 Sijoituskohteena olevan yrityksen verojärjestelyt osana ESG-näkökohtia

Tässä teemassa tutkittiin, onko sijoituskohteena olevan yrityksen verojärjestelyt oleellinen osa ESG-näkökohtia ja miten tämä huomioidaan tai tulisi huomioida vastuullisen sijoittamisen piiriin kuuluvan portfolion hoidossa. Tämä teema jakoi vastaajien mielipiteitä.

Pankin näkökulmasta verovastuullisuutta pidettiin oleellisena, mutta vaikeasti mitattavana osana ESG-näkökohtia.

Helenius: Minun mielestä ne on, jos minä mietin potentiaalisen maineriskin kannalta, niin ne on oleellinen asia, mutta minun mielestä se on tosi hankala mitata ja tosi hankala selvittää ja se on myös vaikeaa kvantifioida se riski. Meillä on käytössä MSCI:n tietokanta Evlin varainhoidossa, niin siellä löytyy, tavallaan tiettyjä mittareita, millä sitä riskiä pyritään hahmottamaan, mutta siitäkin huolimatta, se on tosi vaikeaa kvantifioida. Eli kyllä, on olennainen, mutta vaikea mitata, vaikea selvittää. Puhumattakaan niistä yhtiöistä, jotka eivät ole MSCI:n tietokannassa.

Lönnroth piti verovastuullisuutta oleellisena asiana, mutta muiden vastaajien tavoin hankalana mitata. Lönnroth painotti myös sitä, että se on yksi osa vastuullisuutta, mutta ei ainoa.

Lönnroth: On se oleellinen, mutta ESG-käsitteessä on muitakin asioita eli se on yksi osa kokonaisuutta. Tällä hetkellä verotusnäkökulmat ovat erityisen ajankohtainen asia ja siitä yritetään koko ajan saada enemmän raportointia yrityksiltä. Mutta, ongelma on siinä, että sitä tietoa ei välttämättä saada, vaikka sitä haluttaisiin kerätä, koska välttämättä yritykset eivät sitä halua kertoa. Mutta se on tärkeä ehdottomasti.

Weckström ei pitänyt tätä erityisen oleellisena osana vastuullista sijoittamista. Hän viittasi muun muassa tiettyihin globaalin rahaliikenteen realiteetteihin. Lisäksi hän nosti esiin sen, että viimekädessä veron maksaa aina luonnollinen henkilö.

En pidä ollenkaan, koska minä tiedän sen, että maailmassa on olemassa sijoituskohteita, joihin sijoitettava varallisuus välttämättä kulkeutuu tiettyjen alueiden kautta, joita myös veroparatiiseiksi kutsutaan, mutta se lopullinen voitto tai tuotto, mikä siitä kohteesta muodostuu, niin loppupeleissä se päättyy niiden perimmäisten sijoittajien käsiin verotettavaksi siellä siten, missä he ovat, nämä sijoittajat.

5.4 Vastuun jakautuminen vastuullisessa sijoittamisessa

Tässä pohdittiin vastuun jakautumista vastuullisessa sijoittamisessa sijoituskohteena olevan yrityksen johdon, omistajien ja kolmansien osapuolien kuten rahastoyhtiön ja varainhoitajien välillä. Eli tarkoituksena oli kartoittaa, kuka on vastuussa siitä, että vastuullinen sijoitus on vastuullinen.

Vastuun jakautumisen määrittäminen tässä kontekstissa tuotti pieniä eroavaisuuksia sen suhteen, mitä seikkoja korostettiin, mutta kokonaisuutena haastateltavat toivat esiin, että kaikilla osapuolilla on sijoitusprosessissa omat vastuunsa. Varoja hoitavan tahon vastuuta korostettiin sen johdosta, että sen nähtiin omaavan suurin asiantuntemus tässä asiassa ja kaikki haastateltavat piti varoja hoitavan tahon osalta keskeisenä rehellisyyttä ja avoimuutta.

Ambrosius korosti kaikkien osapuolten kollektiivista vastuuta, mutta nosti rahastoyhtiön ammattilaisaseman esiin tässä kysymyksessä.

Ambrosius: Jokainen, mutta jos ajattelee sitä päätöksentekoprosessia, mikä firmassa on, niin kyllähän ensimmäisenä tietysti voidaan kysyä, kuka näistä on eniten ekspertti tässä tematiikassa – se on tietysti nämä rahastonhoitajat. Heidän täytyy tietää se, että mikä se sijoitusprosessi on ja minkälaisia sijoituskohteet ovat konkreettisemmin.

Ambrosius huomioi myös sijoittajan asemassa olevien omistajien vastuun kertomalla käytännön esimerkin sijoituspäätöksentekotilanteesta, koskien Suomen ortodoksisen kirkon varojen sijoittamista ja sijoittavan osapuolen selvitysvastuuta sekä sijoitusperiaatteista, jotka kokonaisuutena johtivat tässä esimerkkitapauksessa rahastosijoitusesityksen hylkäämiseen. Esimerkissä oli kyse lyhytaikaisiin korkopapereihin sijoittavasta rahastosta. Sijoitusehdotuksen esittäjä, joka oli kirkon työntekijä, ei tuntenut sijoitukseen liittyviä riskejä, minkä johdosta esitys lopulta kaadettiin. Tämän kaatopäätöksen taustalla vaikutti tiedustelutyö, jossa kartoitettiin myös sijoitustuotteen liikkeellelaskijan mainetta luotettavana toimijana. Ambrosius piti tärkeänä, että omistaja tietää osaltaan, mihin rahastoyhtiö sijoittaa. Lisäksi Ambrosius avasi omaa näkökulmaansa kirkon sijoitusohjeistuksesta;

Minun mielestä kirkon tavoitteena, jos sillä sattuu olemaan ylimääräistä rahaa sijoitettavaksi, niin ei sen tehtävä ole pyörittää niitä tällaisissa lyhytaikaisissa sijoituksissa vaan panna ne rahat semmoisiin tuotteisiin tai sitten esimerkiksi kiinteistöihin, asunto-osakkeisiin ja muihin, joissa on turvallinen, mutta paljon pidempi tuottoväli, koska raha on periaatteessa neutraali juttu – rahan arvohan tulee siitä miten sitä käytetään ja minun mielestä kirkon ei ole syytä lähteä tällaisiin lyhytaikaisiin spekulatioihin.

Eli esimerkin nojalla kyseisen organisaation *sijoittamista koskevat periaatteet* suosivat pitkän aikajänteen sijoittamista, ja rahastoyhtiön tarjoama tuote ei sopinut näihin periaatteisiin. Oleellista on huomioida, että tässä korostettiin sijoittajan selvitysvelvollisuuden lisäksi myös *sijoituskohteeseen liittyvien riskien tuntemista*. Vastuulliseen sijoittamiseen tavoitteena on nimenomaisesti alentaa ja kartoittaa sijoitukseen liittyvää riskiä ESG-analyysin avulla.

Weckström ja Lönnroth oli myös tässä kysymyksessä hyvin samoilla linjoilla Ambrosiuksen kanssa ja molemmat korostivat kaikkien osapuolten vastuuta.

Weckström: Kyllä minun mielestä sijoittajan pitää tehdä oma DD (Due Diligence) sen suhteen mihin on rahansa pistämässä. Ja sijoittaja määrittelee mihin haluaa rahansa pistää. Rahastoyhtiön tai sijoitusta edesauttavan kolmannen tahon on

oltava rehellinen ja avoin kertoessaan siitä, mitä rahastoja heillä on ja mihin ne sijoittavat. Mutta sitäkään ei ehkä pidä epäillä, pitää voida luottaa. Jokainen taho on vastuussa omasta palikastaan siinä kokonaisuudessa

Lönnroth: Kaikki vastaavat omasta toiminnastaan, mutta valvonta ja keskustelu on jatkuvaa eri osapuolten välillä. Meillä on sellainen linja, että me vastaamme myös rahastojen sisällöstä. Käytännössä se ei ole näin helppoa, koska rahastoissa on myös muitakin osuudenomistajia eikä meillä ole päätösvaltaa sen sijoitushetken jälkeen, mitä sinne rahastoon tulee. Mutta me koetaan, että koska me ollaan se rahasto valittu, me ollaan hyväksytty se sijoitusfilosofia ja politiikka, eli mitä sitä kautta tulee rahastoon, niin se on meidän vastuulla. Sen takia me avataan meidän rahastot kaksi kertaa vuodessa ja katsotaan kaikki meidän rahastojen sisällöt ja tehdään tällainen vastuullisuustarkastelu. Ja jos siinä ilmenee jotain, niin me keskustellaan siitä sitten sen rahaston hoitajan kanssa. Tämä on meidän tapa valvoa tätä toimintaa.

Pankin näkökulmasta korostettiin sijoituskohteena olevan listatun yhtiön vastuuta tuoda oikeaa ja oikea-aikaista tietoa markkinoille yhtä lailla niin vastuullisuuden kuin taloudellisten seikkojen osalta. Tämä näkökulma on tärkeä, sillä riittävät tiedot ja oikea-aikaiset ovat markkinoiden tehokkaan toiminnan kannalta välttämättömiä.

Helenius: Kyllähän se yhtiön johto ja yhtiö itse ovat tavallaan vastuussa siitä, että he tuovat markkinoille sen oleellisen tiedon, mikä vaikuttaa sen osakkeen hintaan, ja silloin kun markkinoilla on se oleellinen tieto, niin silloin sijoittajatkin pystyvät muodostaman oikean hinnan sille ja samahan pätee vastuulliseen sijoittamiseen – jos se on oleellista tietoa niin sen pitäisi olla siellä markkinoilla. Sijoittajathan taas päättävät itse, kun ne tietävät sen nykyisen arvostuksen ja oleelliset tiedot niin he tekevät itse sen päätöksen lähtevätkö he siihen mukaan.

Minun mielestä pankin tai varainhoitajan vastuulla on se, että asiakas tietää miten tämä kyseinen varainhoitaja on määritellyt vastuullisen sijoittamisen ja miten se huomioidaan, vaikka tietyssä rahastossa. Ja tavallaan, että sinä tuot aidosti ilmi sen, että mitä sinä teet ja mitä sinä et tee.

Myös Ambrosius piti markkinoiden läpinäkyvyyttä tärkeänä tekijänä vastuullisen sijoittamisen kannalta. Ambrosiuksen näkemyksen mukaan vastuullisuus länsimaisissa yhteiskunnissa on vahvistunut, jos verrataan nykyhetkeä esimerkiksi toista maailmansotaa edeltävään aikaan. Tämän vahvistumisen taustalla Ambrosius näki olevan paremmat kontrollit ja esimerkiksi pörssin kehittyneemmät eettiset säännöt.

Ja kyllä minun vaikutelma on se, että tänä päivänä länsimaisissa yhteiskunnissa tämä vastuullisuus on vahvempaa kuin ennen. Osaltaan siihen liittyy se, että kontrollisysteemit ovat vahvempia. Toiminta on paljon läpinäkyvämpää ja sitten esimerkiksi pörssissä on hyvin vahvat eettiset säännöt, eihän mitään tämmöisiä sääntöjä ennen toista maailmansotaa ollut. Paasikivestä alkaen, niin ei Paasikivi olisi voinut sillä tavalla nyt tänä päivänä rikastua, niin kuin hän rikastui silloin, ja monet muut, Ehnrooth, joka oli SYP:in pääjohtaja ja monet yritysjohtajat istuivat usealla pallilla samalla kertaa, ei siellä ollut mitään samanlaisia sääntöjä kuin nyt on, eikä myöskään näiden kontrollielimiä niin kuin nyt on FIVA, joka on keskeinen näissä pörssiyhtiöiden osalta varsinkin. Ja sitten pienten yhtiöiden ja kansalaisten osalta erittäin paljon tätä vastuullisuutta alleviivaa tämä ombudsman systeemi eli FINE.

Helenius piti varoja hoitavan tahon osalta haastavana raportoida täydellisesti vastuutekijöistä, koska ne kytkeytyvät voimakkaasti toisiinsa ja yhden vastuullisuustekijän huomiointi voi näkyä taas toisella vastuullisuuden alueella negatiivisena asiana. Helenius nosti esimerkkinä esiin sähköautojen tuotannon, viitaten *Financial Times* lehdessä 8.11.2017 julkaistuun artikkeliin *Electric cars' green image blackens beneath the bonnet*, jossa suhtauduttiin kriittisesti sähköautojen ympäristöystävällisyyteen kokonaisuutena; Sähköautot eivät tuota hiilidioksidi päästöjä, minkä takia niitä pidetään ekologisina, mutta esimerkiksi niiden akkujen valmistamiseen tarvitaan Cobolttia, jonka maailmantuotannosta noin puolet tulee Kongosta ja sähköautot vaativat energiaa toimiakseen, joka ei ilmesty tyhjästä.

Helenius: ...tässä me päästään juuri siihen ongelmaan, eli jos mietit aina sitä yhtä aspektia eli tässä tapauksessa saastutetaan vähemmän käytössä, niin miten

huomioidaan sitten se auton akku (tuotantoon liittyvä sosiaalinen vastuu), tai puhumattakaan siitä, että jostainhan se sähkökin tulee.

5.5 Vastuullisen sijoittamisen kehittäminen verovastuun huomioimisen osalta

Haastateltavat piti verovastuun huomioimista tarpeellisena osana vastuullista sijoittamista, mutta vastuullisuuden huomioimisen kehittäminen nähtiin vaikeana asiana.

Metropoliitta Ambrosiuksen näkökulmasta sijoittamisen vastuullisuudessa on järkevintä kulkea keskitietä niin, että saavutetaan kohtuullinen tuotto, joka kuitenkin saavutetaan muut sidosryhmät huomioon ottaen, mikä edellyttää myös verovastuullisuuden huomioimista. Veroja minimoimalla yhtiö voi tiettyyn rajaan kasvattaa tuottojaan, joten Ambrosiuksen esittämä *kohtuullisen tuoton* käsite nousi oleelliseksi rajanvedon *kohtuullisen ja maksimaalisen tuoton välillä*;

Ambrosius: Ei siihen ole mitään mitään matemaattista rajaa, eikä oikeastaan muutakaan.

Helenius kommentoi tätä teemaa yleisellä tasolla, ei pankin näkökulmasta ja piti verovastuullisuutta oleellisena osana vastuullista sijoittamista ja uskoi kehityksen lähtevän avoimuuden lisäämisestä.

Helenius: Minun mielestä se on. Nyt jos ei puhuta enää Evlin vastuullisesta sijoittamisesta vaan yleisesti vastuullisesta sijoittamisesta, niin se on sellainen trendi, joka nousee, mitä enemmän ja enemmän eläkeyhtiöt ja suurimmat sijoittajat Suomessa pohtivat ja yrittävät kvantifioida. Mutta se tavallaan, mihin suuntaan sitä pitäisi viedä, niin kai se lähtisi tästä perinteisestä dilemmasta, että yhtiöiden toiminnan pitäisi olla avoimempaa, että pystyisi tekemään jonkinnäköistä arviota siitä, missä ne suurimmat riskit ovat.

Lönnroth oli Heleniuksen kanssa samoilla linjoilla siitä, että verovastuullisuuden huomioiminen tapahtuisi avoimuuden lisäämisen kautta.

Weckström näki, että mikäli vastuullinen sijoittaminen nähdään yhteiskuntaa hyödyttävänä asiana, sitä voisi tukea esimerkiksi jonkinlaisiin verohelpotuksiin kuitenkin niin, ettei neutraliteetti eri sijoituskohteiden välillä kärsi. Eli mahdollinen verohelpotus tulisi kohdistaa vastuullisesti toimivaan sijoituskohteeseen suoraan, mikä tekisi siitä sijoituskohteena houkuttelevamman. Sijoittajatasolla tehtävää verotuksellista ohjausta Weckström ei pitänyt kannattavana.

Haastattelujen sisältö sekä eri osapuolten näkökulmat ovat tiivistettynä kuviossa 4. Otsikkorivillä ovat luvut 5.1 - 5.5 eli aineiston keskeiset teemat. Vaakariveillä ovat haastatteluaineistosta tiivistettynä haastateltavien näkökulmat otsikkorivin mukaiseen aiheeseen.

Taulukko 10. Kooste haastatteluista: Vastuunkanto- ja valitseminen vastuullisessa sijoittamisessa

Haastateltu	Vastuullisen sijoittamisen määrittely	Mitä ominaisuuksia instituutiosijoittaja etsii vast.sij.rahastoista / ESG:n sisäiset painotuserot, alan trendit	Aggressiivinen verosuunnittelu ja vastuullisuus	Onko verovastuullisuus olennainen osa vastuullista sijoittamista	Vastuun jakautuminen vastuullisessa sijoittamisessa	Miten vastuullista sijoittamista voisi kehittää verovastuullisuuden huomioimisen osalta?
Ambrosius	Näkökulma riippuvainen / yleiset eettiset periaatteet	Ekologiset seikat, osa vastuualueista on haastavampia kuin toiset	Veroja ei tarvitse rakastaa, mutta pitää maksaa	On, osa kaikkea sijoittamista	Kaikki osapuolet vastuussa / omistajan tulee tuntee sijoituksensa	Pyrkimys kohtuulliseen tuottoon
Weckström	sijoittajan oma moraalikäsitte ohjaa	Varmuus varojen allokoinemisesta oikein	Ongelmallinen käsitteenä / veroja ei tarvitse maksaa enempää kuin laki vaatii	Ei, viimekädessä luonnollinen henkilö kuitenkin maksaa veron	Kaikki osapuolet vastuussa / tärkeää, että sijoittaja katsoo sijoituksensa perään	Vastuullisesti toimiville yhtiöille tukea verotuksen kautta, esim nopeutettuja poistoja jne.
Helenius	ESG seikoilla tuottoa sijoitukselle	ESG kokonaisuutena koko sijoitettavalle varallisuudelle, teema rahastot	Hankala käsitteenä / verojen maksu siihen maahan, missä tulot syntyvät	On, mutta vaikea mitata.	Kaikki osapuolet vastuussa / tärkeää, että markkinoille tuodaan riittävät tiedot	Raportointi & tiedonsaanti
Lönnroth	ESG seikoilla tuottoa sijoitukselle	Varmuus varojen allokoinemisesta oikein / periaatteiden toteutuminen	Hankala käsitteenä / verojen maksu siihen maahan, missä tulot syntyvät	On, mutta yksi osa kokonaisuutta / vaikea mitata	Kaikki osapuolet vastuussa / tärkeää, että sijoittaja katsoo sijoituksensa perään	Avoimuuden lisääminen & tiedonsaanti

6. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tässä luvussa on esitetty yhteenvetotutkielmasta tutkimuskysymyksittäin sekä tutkimustulosten perusteella tehdyt johtopäätökset ja jatkotutkimustarpeet.

6.1 Yhteenveto

Ohessa on esitetty yhteenveto tutkielman tuloksista tutkimuskysymyksittäin.

1. Miten sijoituskohteena olevan yrityksen verotukselliset linjaukset vaikuttavat sijoituspäätösten tekoon vastuullisen sijoittamisen piirissä?

Tarkasteltujen rahastojen sijoituskohteiden verovastuun osalta voidaan todeta, että vertailukohtana olleen rahaston sisältöön kohdistuvaa negatiivista julkisuutta oli hiukan enemmän kuin vastuullisen sijoittamisen rahastoilla ja vertailurahaston sijoituskohteet kommentoivat vähemmän verotuksellisia seikkoja. Toisaalta erot eivät olleet erityisen suuria ja esimerkiksi Nordean rahaston kymmenestä suurimmasta sijoituskohteesta kolme oli samoja kuin vertailurahastolla. OP Ryhmän rahasto poikkesi selkeästi vertailurahastosta, sillä yksikään kymmenestä suurimmasta sijoituskohteesta ei ollut näiden välillä sama. Sijoituskohteena olleista 30 yhtiöstä pääosalla oli julkaissut CSR raportin. Viidellä yhtiöllä ei ollut CSR raporttia. Sijoituskohteena olleista yhtiöistä kahdella oli maakohtaista veroraportointia. Molemmat näistä sijoituskohteista kuuluivat Dansken rahastoon. Merkittävin havainto aineiston analyysin osalta oli, että sijoituskohteena olleista yhtiöistä noin 2/3 ei kommentoinut verotusta millään tavalla yhteiskuntavastuuraportoinnissaan. Näin ollen verovastuun arvioiminen on haastavaa sijoittajalle, joka on siitä kiinnostunut.

Sijoituskohteena olevien yritysten verotukselliset linjaukset ovat osa ESG-näkökulmia. Verovastuullisuutta on kuitenkin vaikea mitata salkun hoidon näkökulmasta ja vertailukelpoista tietoa verovastuullisuudesta on saatavilla rajoitetusti. Näiden seikkojen johdosta aggressiivinen verosuunnittelu voidaan yleisesti ottaen huomioida vastuullisen sijoittamisen piirissä rajoitetusti. Tarkastelun kohteena olevissa kotimaisissa rahastoissa oli myös eroja siinä, miten verovastuullisuus huomioidaan. Esimerkiksi OP- Ryhmä ilmoitti huomioivansa tämän siltä osin kuin asia heille ilmenee, mutta Danske Bankin ja Nordean rahastojen materiaaleissa ei tällaista mainintaa ollut.

Kolme neljästä haastateltavista pitivät verovastuullisuutta oleellisena osana ESG näkökohtia, jota on kuitenkin vaikea mitata. Aggressiivisen verosuunnittelun ei kuitenkaan katsottu sopivan vastuullisen sijoittamisen piiriin kuuluvalle sijoituskohteelle. Haastateltavat kokivat, että verovastuun huomioimisen kehittämiseksi raportointia ja avoimuutta tulisi lisätä.

2. Mitä verovastuullisuus tarkoittaa ja missä kulkee raja vastuullisen ja vastuuttoman järjestelyn välillä vastuullisen sijoittamisen kontekstissa?

Verovastuullisuutta, aggressiivista verosuunnittelua ja vastuullinen sijoittaminen ovat kaikki käsitteinä laajoja ja vaikeasti määriteltäviä. Erityisesti vastuulliseen sijoittamiseen osalta haastavaksi verovastuullisuuden tekee se, että vastuullinen sijoittaminen on kullekin alan toimijalle subjektiivinen käsite. Tältä osin haastateltavien näkökulma oli hyvin yhtenäinen ja linjassa aiempien tutkimusten kanssa.

Vastuullisen sijoittamisen kontekstissa osana ESG-näkökohtia verovastuullisuudella voidaan katsoa tarkoitettavan toimintaa, jossa veroja maksava yritys pidättäytyy harjoittamasta aggressiivista verosuunnittelua. Tavanomaista verosuunnittelua ei siis voida pitää vastuuttomana, vaan se on osa normaalia yritystoimintaa. Aggressiivisesta verosuunnittelusta pidättäytyminen puolestaan mahdollistaa vastuullisuudelle määritelmällisesti tärkeän lain minimivaateiden ylittämisen. Rajanveto vastuullisen ja vastuuttoman välillä on helpointa tehdä yrityksen sisältä käsin.

3. Mitä ominaisuuksia institutionaalinen sijoittaja, jolle vastuullisuus on tärkeää, etsii vastuullisen sijoittamisen rahastoista?

Instituutiosijoittajan näkökulmasta selvästi tärkeintä vastuullisessa sijoittamisessa on, että varoja hoitavan tahon vastuullisen sijoittamisen periaatteet ovat linjassa sijoittajan omien vastuullisen sijoittamisen periaatteiden kanssa. Lisäksi olennaista on, että varoja kokonaisuutena voidaan katsoa hoidettavan tavalla, joka vastaa vastuullisen sijoittamisen periaatteita. Osa ESG-näkökulmista on helpompi mitata ja valvoa kuin toisia ja osa näistä voi olla jopa ristiriidassa keskenään. Oleellinen huomio on, että ESG-näkökulmia tarkastellaan kokonaisuutena. Verovastuullisuus ei trendinä näyttäisi olevan suosittu kuin esimerkiksi ympäristöystävällinen toiminta.

6.2 Tutkimuksen luotettavuus

Tutkimus on toteutettu pääasiassa kvalitatiivisin menetelmin, koska tutkimus aihe ja etiikkaan pohjautuva teoreettinen viitekehys vaativat syvällistä asiantuntijätietoa ja pohdintaa, minkä tutkiminen kvantitatiivisin menetelmin tässä yhteydessä ei olisi ollut mielekästä.

Laadullisen tutkimuksen luotettavuuden tarkastelussa on aina syytä huomioida kysymykset totuudesta ja tiedon objektiivisuudesta (Tuomi & Sarajärvi, 2002, 131). Johdosta on tärkeää huomioida mahdollinen haastattelijan vaikutus haastateltaviin ja sen myötä syntyvään aineistoon. Pyrin välttämään tämän riskin realisoitumista antamalla haastateltavien vapaasti kertoa teemoittain ajatuksiaan ja pitämällä oman roolini haastattelijana kysymysten selventämisessä tarpeen mukaan. Haastattelut toteutettiin kahdenkeskisesti haastateltavien kanssa, minkä johdosta mahdollinen omavaikutukseni haastattelun kulkuun oli havaittavissa analysointivaiheessa. Minulla oli mahdollisuus olla haastateltaviin yhteydessä haastatteluiden jälkeen menetelmälle ominaisella tavalla (Tuomi & Sarajärvi, 2002, 70-85). Haastattelujen tulkinnan osalta on tärkeää huomioida, että litteroinnin myötä osa kielelliseen ilmaisuun liittyvistä asioista karsiutuu vääjäämättä pois, jolloin litteroidun aineiston tulkintaan liittyy aina väärinymmärryksen riski (Bryman & Burgess, 1999, 100-101)

Laadulliseen tutkimukseen liittyy aina kysymys siitä kuinka hyvin tulokset ovat yleistettävissä ja toistettavissa (Rossman, 1989, 146-148). Tämän tutkimuksen yleistettävyys suomalaisiin vastuullisen sijoittamisen rahastoihin, joiden hajautus on maantieteellisesti globaali, on hyvä. Tämä johtuu siitä, että toistaiseksi verovastuullisuuden huomioiminen on haastavaa, koska sijoituskohteiden verovastuullisuudesta on rajallisesti informaatioita saatavissa. Jos esimerkiksi verojalanjälkiraportoinnin suosio lähitulevaisuudessa kasvaa, on verovastuullisuus helpompi huomioida vastuullisen sijoittamisen rahastoissa ja tämän tutkielman yleistettävyys tulevaisuudessa todennäköisesti heikkenee. Yleistettävyden osalta on tärkeää huomioida myös, että tarkastelun kohteena olleissa rahastoissa yhdysvaltalalaisten yhtiöiden osuus oli suuri. Näin ollen tämän tutkielman tulokset eivät ole yleistettävissä, jos esimerkiksi markkinatilanteen tai muuten poikkeavan

hajautuksen johdosta yhdysvaltalaisien yhtiöiden painoarvo laski huomattavasti tarkastelun kohteena olevassa portfolioissa.

Rahastojen sisällön analysoinnissa käytetty aineisto muodostui julkisesti saatavilla olla olevasta materiaalista, joka on haettu internetistä. Mikäli itse aineistossa on ollut virheitä, ovat ne välittyneet myös tähän tutkimukseen. Kuitenkin rahastojen tarkastelun tavoitteena oli muodostaa *yleiskäsitys* siitä, miten verojen maksu huomioidaan ESG-periaatteisiin sitoutuvassa rahastossa eli tavoitteena ei ollut analysoida yksittäisten yhtiöiden verojärjestelyitä tai mainetta veron maksajina. Näin ollen yksittäiset virheet lähtöaineistossa eivät vaikuta ratkaisevasti kokonaiskuvan muodostamiseen, mutta on tärkeää huomioida se, että esimerkiksi verkkomedioiden uutisoinnissa saattaa olla virheitä, jotka voivat helposti levitä verkossa. (Chen & Hall, 2004, 102-103)

Yleisesti tämän tutkielman luotettavuuden kannalta haastavimmaksi asiaksi nousi se, että tutkimukseen liittyvät avain käsitteet kuten vastuullisuus ja vastuullinen sijoittaminen tarkoittavat eri tahoille eri asioita ja ovat suhteellisen vaikeasti määriteltävissä niiden voimakkaan eettisen sidonnaisuuden johdosta. Tämä oli yksi keskeisimmistä syistä, minkä takia haastatteluaineisto muodostaa tärkeän osan tutkimusta ja termien määrittely pyrittiin huomioimaan mahdollisimman hyvin niin haastatteluissa kuin sen jälkeisessä analyysivaiheessa.

6.3 Johtopäätökset

Osa ESG-näkökulmien piiriin kuuluvista asioista on helpompi edistää kuin toisia. On sinänsä, hyvä, että myös vaikeat kysymykset kuten tämän tutkielman kannalta keskeinen verovastuullisuus on luettu vastuullisen sijoittamisen periaatteiden piiriin – kysymystä ei saa vältellä sen takia, että se on vaikea. Sen sijaan periaatteisiin sitoutuminen voi tarkoittaa, toimijasta riippuen, hyvin montaa eri asiaa, mikä voi näyttäytyä erityisesti sijoitustuotteiden kuluttajille harhaanjohtavana. Tämän ongelman korjaamiseksi olisi ensiarvoisen tärkeää, että YK:n PRI-periaatteiston allekirjoittaneet toimijat viestisivät mahdollisimman selvästi mitä vastuullinen sijoittaminen heille tarkoittaa ja minkä osan he pystyvät sijoitustoiminnassaan tosiasiallisesti huomioimaan. Jos verovastuullisuuden huomioiminen tai muu ESG-näkökohta jätetään kokonaan sijoitusprosessissa huomioimatta, tämä tulisi ilmoittaa

sijoitustuotteen kuluttajille avoimesti kaikessa vastuulliseen sijoittamiseen liittyvässä markkinointimateriaalissa sekä asiakastapaamisissa.

Tällä hetkellä vastuullisen sijoittamisen suosio kasvaa jatkuvasti, mikä korostaa tarvetta vastuullisen sijoittamisen datalle, jota yhä useammat alan toimijat ostavat tähän erikoistuneilta datan tuottajilta. Mikäli yrityksiin kohdistuvat veroraportointi vaateet laajenisivat olisi tulevaisuudessa myös yritysten verovastuullisuudesta helpompi tuottaa oikeaa ja vertailukelpoista dataa. Vastuullisuus datan tuottamisen markkinat tulevat todennäköisesti laajenemaan tulevaisuudessa.

Verovastuullisuuden huomioiminen on vaikeaa, muttei mahdotonta. On todennäköistä, että toimija, joka onnistuisi liittämään verovastuullisuuden tiiviisti osaksi vastuullisen sijoittamisen periaatteita ja erityisesti vastuullisen sijoittamisen rahaston hallintaa, voi saavuttaa tätä kautta kilpailuetuutta suhteessa muihin alan toimijoihin. Verovastuullisuus on hyvin ajankohtainen tema ja sen laiminlyönti sisältää potentiaalisen maineriskin mahdollisuuden erityisesti tietyille institutionaalisille sijoittajille, joilta yleisesti odotetaan laajaa vastuullisuus näkökulmien huomioimista.

Milton Friedman kritisoi jo 1970-luvulla yhteiskuntavastuuta siitä, että se saa herkästi teennäisiä muotoja, jotka eivät ole sidoksissa todellisuuteen. Vastuulliseen sijoittamiseen liittyy olennaisesti tämä sama riski. Riskin realisoituessa vastuullisuudesta hyötyisivät lähinnä toimijat, jotka ovat suoraan sidoksissa vastuullisuusraportointiin, analysointiin tai vastuullisuusdatan tuottamiseen. Pahimmillaan ylevistä standardeista ja periaatteista voi muodostua rakennuspalikoita, joiden avulla muodostetaan mieluisaa *tarinaa* epämieluisasta todellisuudesta.

Kaikkeen sijoittamisen tulisi olla eettisesti sellaisella pohjalla, että vastuullisen ja vastuuttoman sijoituksen erottelu olisi tarpeetonta tai mahdotonta. Näin kuitenkin tuskin ikinä voi olla, koska sijoittajat muodostavat omat eettiset käsityksensä subjektiivisesti. Viimekädessä globalisoituneessa kapitalistisessa talousjärjestelmässä kuitenkin yksittäisten kuluttajien päätökset kumulatiivisesti voivat synnyttää merkittäviä muutoksia, mistä hyvänä esimerkkinä ruuan hävikin vähentäminen ja luomuruuan suosion kasvu kotimaassa ja Euroopassa. Sijoittajan kantama vastuu sijoituksensa vastuullisuudesta on kuitenkin avainasemassa, kun pohditaan vastuullisen

sijoittamisen periaatteiden toteutumista ja viimekädessä ratkaisevaksi kysymykseksi erityisesti verovastuullisuuden osalta nousee ovatko sijoittajat itse omistajina halukkaita valistuneeseen arvon maksimointiin, johon aggressiivinen verosuunnittelu ei kuulu.

6.4 Jatkotutkimustarpeet

Tämän tutkielman pohjilta oleellisimmaksi jatkotutkimustarpeeksi nousi kysymys siitä, millainen aidosti verotustekijät huomioiva vastuullisen sijoittamisen rahasto voisi olla sisällöltään. Tällaisen portfolion rakentaminen on oletettavasti haastavaa ja olisi kiinnostavaa tutkia voiko tällaista sijoitusportfoliota ylipäätään rakentaa, kun huomioidaan sijoitusrahaston keskeisin tarkoitus – pyrkimys tuottaa kohtuullista voittoa. Tästä tarkastelunäkökulmasta hahmottuisi hyvin myös verovälttelykysymyksen globaali laajuus, sillä nollahypoteesinani tämän kysymyksen osalta on, että verovastuullisten osakesijoituskohteiden löytäminen voi olla haastavaa erityisesti, kun tavoitteena on muodostaa asianmukaisesti hajautettu portfolio.

Lisäksi lähitulevaisuudessa on kiinnostavaa nähdä minkälaisia kehitysmahdollisuuksia verojalanjälkiraportoinnin muuttuminen pakolliseksi toisi sijoituksen vastuullisuusluokitteeluun Euroopan Unionin sisällä, mikäli Euroopan komissio tulee päättämään vuoden 2018 kesään mennessä pitäisikö verojalanjälkiraportointi muuttua pakolliseksi täydentämään vuodesta 2014 suurille yrityksille pakolliseksi tullutta vastuullisuusraportointia.

LÄHDELUETTELO

Adams, C., & Frost, G. (2007) Managing Social and Environmental Performance: Do Companies Have Adequate Information? *Australian Accounting Review*, 2007, 17, s. 2–11.

Airaksinen, T. (1987) *Moraalifilosofia*. 3. p. Helsinki, WSOY.

Anderson K., Hellenius R., Österman R. (2009) Anti-abuse tax measures – Re-regulation of the markets or steps necessary to protect the revenue base? *Svenskt Näringsliv*, 15.6.2009.

Antonetti, P. & Anesa, M. (2017) Consumer reactions to corporate tax strategies: The role of political ideology. *Journal of Business Research*, 2017, 74, s.1-10.

Avi-Yonah, R. (2014) Just Say No: Corporate taxation and Corporate Social Responsibility. *Law & economics research paper series*, 14-010, 2014.

Avi-Yonah, R., Siwan, D. (2007) *A historical perspective on corporate form and real entity. The Firm as an Entity Implications for economics, accounting and the law.* Routledge, New York.

Avi-Yonah, R. (2006) *Corporate Social Responsibility and Strategic Tax Behavior.* Law & Economics Working Papers Archive: 2003-2009. University of Michigan Law School, 2006.

Barnett, M., & Salomon, R. (2006). Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance. *Strategic Management Journal*, 27,(11), s.1101-1122.

Bauer, R., Koedijk, K., Otten, R. (2005). International evidence on ethical mutual fund performance and investment style. *Journal of Banking & Finance*, 29, (7), s. 1751-1767.

Belal A. & Cooper S. (2011) The absence of corporate social responsibility reporting in Bangladesh. *Critical Perspectives on Accounting*, 2011, 22(7), s. 654–67.

Braithwaite, J. (2002) *RESTORATIVE JUSTICE & RESPONSIVE REGULATION*. USA, Oxford University Press.

Bryman, A. & Burgess, R. (1999) *Qualitative Research Volume*. Sage Publications, Cambridge.

Carroll, A. (1979) A three dimensional conceptual model of corporate social performance. *Academy of Management Review*, 1979, (4), s. 497-505.

Chen, S. & Hall, J. (2004) *Online Social Research Methods, Issues & Ethics*. Peter Lang Publishing, Inc, New York, 7. p.

Clausing, K. (2016) THE EFFECT OF PROFIT SHIFTING ON THE CORPORATE TAX BASE IN THE UNITED STATES AND BEYOND. *National Tax Journal*, December 2016, 69, vol. 4, s. 905–934.

Commissioner of Internal Revenue v. Newman, 159 F. 2d 848 - Circuit Court of Appeals, 2nd Circuit 1947.

Duff, P. (1938) *Personality in Roman Private Law*. Cambridge, Cambridge University Press.

Dyreng, S., Hanlon, M., Maydew, E. Thornock, J. (2017) Changes in corporate effective tax rates over the past 25 years. *Journal of Financial Economics*, 2017, 124, s. 441–463.

Friedman, M. (1970) The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits *The New York Times Magazine* 19.9.1970.

Gallemore, J., Maydew, E., Thornock, J. (2014) The Reputational Costs of Tax Avoidance. *Contemporary Accounting Research*, 2014, 31, s. 1103-1133.

Giuseppe v. Walling, 144 F.2d 608. Circuit Court of Appeals, 2nd Circuit 1944.

Gray, R., Owen, D., & Maunders, K. (1996). Corporate social reporting: Accounting and accountability. Prentice-Hall International.

Halbritter, G. & Dorfleitner, G (2015) The wages of social responsibility — where are they? A critical review of ESG investing. Review of Financial Economics, 2015, 26, s. 25–35.

Hanlon, M & Heitzman, S. (2010) A review of tax research. Journal of Accounting and Economics Vol.50. S. 127-178.

Hanlon, M. & Slemrod, J. (2009) What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement. Journal of Public Economics, 93, 2009, s. 126-141.

Heinkel R., Kraus A., Zecher J. (2001) The Effect of Green Investment on Corporate Behavior. The Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol. 36, 4, 2001. S. 431-449.

Helvering v. Gregory, 69 F.2d 809. Circuit Court of Appeals, 2nd Circuit 1934.

Jensen, M. & Meckling, W. (1976) The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics. 1976. S. 305-360.

Kant, Immanuel (1996). (Grundlegung zur Metaphysik der Sitten, 1785.) Tapojen metafysiikan perustus, teoksessa Siveysopilliset pääteokset, 1990 [1931]. Suom. J. E. Salomaa. WSOY, Porvoo.

Kirchler, E. (2007) The Economic Psychology of Tax Behavior. Cambridge, Cambridge University Press.

Knuutinen, R. (2014) Verotus ja yrityksen yhteiskuntavastuu. Vantaa, Lakimiesliiton kustannus.

Kyngäs, H. & Vanhanen, L. (1999) Sisällönanalyysi.

Laguir, I., Stagliano, R., Elbaz, J. (2015) Does corporate social responsibility affect corporate tax aggressiveness? *Journal of Cleaner Production*, 2015, 107, s. 662-675.

Lesser K., Rössle, F., Walkhäusl C. (2016) Socially responsible, green and faith-based investment strategies: Screening activity matters! *Finance Research Letters* 16, 2016, s. 171-178.

Leite P., Cortez M. (2013) Performance and Performance Persistence of European Socially Responsible Funds. Polytechnic Institute of Cavado and Ave, Portugal (2013) Working Paper.

Meyer Peng M. (2016) International Business. Hampshire, Cengage Learning EMEA, 2. p.

Muñoz F., Vargas M., Marco I. (2014) Environmental mutual funds: financial performance and managerial abilities. *Journal of Business Ethics*, 124 (4) (2014), s. 551-569.

Myrsy, M. (2013) Millainen on hyvä verojärjestelmä? Verotus 2/2013 Suomen verolainsäädännön ja verotuskäytännön tuntemusta edistävä aikakausjulkaisu, 2, 2013, s. 131-144.

Myrsky, M. & Ossa, J. (2008) Verotuksen perusteet. Helsinki, Talentum, 2008.

Nerré, B. (2001) The Emergence of a Tax Culture in Russia. The 57th Congress of the International Institute of Public Finance: The Role of Political Economy in the Theory and Practice of Public Finance. 27-30.8.2001.

Nofsinger J., Varma A. (2014) Socially responsible funds and market crises

Journal of Banking & Finance, 48 (2014), s. 180-193.

Porter, M. & Kramer, M. (2006) The link between competitive advantage and corporate social responsibility. Harvard business review, 84,12,s. 78-92.

Preuss, L. (2017) Tax avoidance and corporate social responsibility: you can't do both, or can you? Corporate Governance: The international journal of business in society, Vol. 10, 4, s.365-374.

Rae, J. (1895) Life of Adam Smith. 1 p. London, Macmillan & Co., 1895.

Rubin, H. & Rubin, I. (2005) Qualitative interviewing: the art of hearing data. 2.p. Thousand Oaks; London, Sage Publications.

Renneboog, L., Terhorst, J., Zhang, C. (2008) Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. Journal of Banking & Finance. 32, 9. S. 1723–1742.

Marshall, C. & Rossman, M. (1989) Designing Qualitative Research. 1.p. London, Sage.

Shakelford, D., Shevlin, T. (2001) Empirical tax research in accounting. Journal of Accounting and Economics. 31. S. 321-387.

Stone, G. (2004) Perilous Times: Free Speech in Wartime From the Sedition Act of 1798 to the War on Terrorism. New York, Norton.

Syrjäläinen, E. Teoksessa: Syrjäläinen, E., Syrjälä L, Ahonen, S., Saari, S. (1994) Laadullisen tutkimuksen työtapoja. Kirjapaino Westpoint Oy, Kirjayhtymä Oy, Rauma.

Tikka, K. (1981) Veron torjunta, verosuunnittelu, veron kiertäminen, veropako ja verovilppi. Taloudellinen rikollisuus. Lakimiesliitonliiton koulutuskeskuksen julkaisusarja nro 32. Helsinki, 1983.

Tuomi, J. & Sarajärvi, A. (2003) Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi. 1-2. p.

Jyväskylä, Tammi.

Villa, S. & Mähönen, J. (2015) Osakeyhtiö I Yleiset opit. 3. p. Talentum Media Oy, Helsinki, 2015.

Wheen, F.: Karl Marx. Suomentanut Lahtinen, A. Helsinki, Otava, 2000.

Weber, M. (1922) Wirtschaft und Gesellschaft. Grundriß der verstehenden Soziologie (Economy and Society, kääntänyt englanniksi Roth, G. & Wittich, C.). United States, University of California Press, 1978.

Weber, M. (1896) Pörssi (Die Börse). Suomentanut Hietaniemi, T. Jyväskylä, Gummerus Kirjapaino Oy, 1990.

Yhdistyneet Kansakunnat (2016) Principles for Responsibility Investment. An investor initiative in partnership with UNEP Finance Initiative and the UN Global Compact, 2016.

Yhdistyneet Kansakunnat (2015) Engagement Guidance on Corporate Tax Responsibility, Why and how to engage with your investee companies. An investor initiative in partnership with UNEP Finance Initiative and the UN Global Compact, 2015.

VERKKOLÄHTEET

Bloomberg (2017) Bloomberg ESG Function for Sustainability Investors adds RobecoSAM Data [verkkodokumentti]. [Viitattu 3.12.2017] saatavilla <https://www.bloomberg.com/company/announcements/esg-function-adds-robecosam/>

Danske Bank (2017) Vastuullinen sijoittaminen [verkkodokumentti]. [Viitattu 27.6.2017] saatavilla <https://www.danskebank.fi/fi-fi/tietoa-danskebankista/yritysvastuu/vastuullinensijoittaminen/pages/vastuullinensijoittaminen.aspx>

Danske Invest (2017) Kestävä arvo Osake K kuukausikatsaus 17.7.2017 [verkkodokumentti]. [Viitattu 17.7.2016] saatavilla https://www.danskeinvest.fi/w/show_download.hent_fra_arkiv?p_vld=FACTSHEET_2454_59_fi.pdf

Financial Times (2016) Apple to repatriate overseas cash pile next year, says Cook [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.6.2017] saatavilla <https://www.ft.com/content/a63fa440-7023-11e6-9ac1-1055824ca907>

Finanssialan Keskusliitto (2014) Pankit Suomessa 2014 [verkkodokumentti]. [Viitattu 27.6.2017] saatavilla http://www.finanssiala.fi/materiaalit/Pankit_Suomessa_2014.pdf

Finsif (2017) Vastuullisen sijoittamisen opas [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.6.2017] saatavilla <https://www.finsif.fi/mita-se-on/>

Forbes (2017) Tax Avoidance Costs The U.S. Nearly \$200 Billion Every Year [verkkodokumentti]. [Viitattu 24.7.2017] saatavilla <https://www.forbes.com/sites/niallmccarthy/2017/03/23/tax-avoidance-costs-the-u-s-nearly-200-billion-every-year-infographic/#13dde1a62f0d>

GRI (2013) G4 Sustainability Reporting Guidelines [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.7.2017] saatavilla <https://g4.globalreporting.org/specific-standard-disclosures/economic/economic-performance/Pages/G4-EC1.aspx>

GRI (2013) G4-EC1 Direct economic value generated and distributed [verkkodokumentti]. [Viitattu 19.7.2017] saatavilla <https://g4.globalreporting.org/specific-standard-disclosures/economic/economic-performance/Pages/G4-EC1.aspx>

Junkkari, M. (2014) Supercellin perustajat ovat kaikkien aikojen veronmaksajia. Helsingin Sanomat [verkkodokumentti]. [Viitattu 9.12.2016] saatavilla <http://www.hs.fi/talous/art-2000002774480.html>

KPMG (2015) Taiwan Tax Profile [verkkodokumentti]. [Viitattu 25.7.2017] saatavilla <https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2015/10/taiwan-2015.pdf>

MSCI (2017) MSCI KLD 400 SOCIAL INDEX. [verkkodokumentti]. [Viitattu 27.6.2017] saatavilla <https://www.msci.com/documents/10199/904492e6-527e-4d64-9904-c710bf1533c6>

Nordea (2017 a) Nordea 1-Maailmanlaajuiset Tähdet BI [verkkodokumentti]. [Viitattu 14.7.2016] saatavilla <http://nordea.fundconnect.com/fundsnow/InfoOverview.aspx?isin=LU0985319473&segment=CustomerFIIF2&Domains=NordeaFundsNow,NordeaFinland&lang=fi-FI&buyBtn=on&mode=on&shelves=FIIF2&search=on>

Nordea (2017 b) Avaintietoesite Nordea 1 – Global Stars Equity Fund, BI-EUR-osuuslaji [verkkodokumentti]. [Viitattu 14.7.2016] saatavilla <https://www.nordea.fi/yrittysasiakkaat/sijoittaminen/rahastot/rahastot-nyt.html>

Nordea (2017 c) Tähtirahastot [verkkodokumentti]. [Viitattu 19.7.2016] saatavilla <https://www.nordea.com/fi/vastuullisuus/sustainable-finance/tahtirahastot/>

Nordea Funds Oy (2016) Mitä ovat Tähtirahastot? Nordea Funds Magazine. [verkkodokumentti]. [Viitattu 15.11.2016] saatavilla http://nordeafundsmagazine.fi/nordea-funds-stars?WT.MC_ID=12691

OP-Ryhmä (2017) Avaintietoesite OP-Kestävä Maailma -sijoitusrahasto [verkkodokumentti]. [Viitattu 5.7.2017] saatavilla

<https://www.op.fi/op/henkiloasiakkaat/saastot-ja-sijoitukset/rahastot/kaikki-rahastot?sivu=rahastotuotekorppi.html&id=36220&type=M&sym=170147458#>

OP Varallisuudenhoito (2016) Vastuullisen sijoittamisen raportti 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 5.7.2017] saatavilla

<https://www.op.fi/media/liitteet?cid=151891642&srcpl=3>

PRI Association (2016) About the PRI [verkkodokumentti]. [Viitattu 8.12.2016] saatavilla <https://www.unpri.org/about>

Pörssisäätiö (2017) Vastuullinen sijoittaminen vaatii tiedonhankintaa ja prioriteettien pohtimista [verkkodokumentti]. [Viitattu 18.11.2017] saatavilla

<http://www.porssisaatio.fi/?s=vastuullinen+sijoittaminen&submit=Etsi>

Suomen Ev. Lut. Kirkko Kirkon eläkerahasto (2016) Vastuullisen sijoittamisen toimintakertomus vuodelta 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 27.6.2017] saatavilla

<http://sakasti.evl.fi/sakasti.nsf/sp2?open&cid=Content54FE91>

Sustainalytics (2017) Data Services [verkkodokumentti]. [Viitattu 3.12.2017] saatavilla <http://www.sustainalytics.com/data-services/>

Taloussanomat (2008) Wahlroos: Yrityksellä ei ole moraalaa [verkkodokumentti]. [Viitattu 3.12.2017] saatavilla <https://www.is.fi/taloussanomat/art-2000001587489.html>

Työ- ja elinkeinoministeriö (2015) Verojalanjälkiraportointi – Epävirallisen työryhmän muistio [verkkodokumentti]. [Viitattu 2.12.2017] saatavilla

18.11.2017]<https://tem.fi/documents/1410877/2869440/Verojalanj%C3%A4rkiraportointi.pdf/1ab816f3-e373-4913-be77-b5430ad8505a>

Yle (2016 a) Pankit vetävät sijoituksia aseilta ja hiileltä [verkkodokumentti]. [Viitattu 15.11.2016] saatavilla

http://yle.fi/uutiset/osasto/selkouutiset/torstai_1882016_radio/9104195

Yle (2016 b) Pankit vetävät sijoituksiaan pois ydinaseista ja hiiliyhtiöistä – Eläkeyhtiölle ydinaseet kelpaavat yhä [verkkodokumentti]. [Viitattu 26.6.2016] saatavilla <https://yle.fi/uutiset/3-9102963>

TUTKIMUSAINEISTON LÄHDEMATERIAALI

ABC (2016) [verkkodokumentti]. [Viitattu 27.7.2017] saatavilla Who pays what? ATO names large companies that paid zero tax in 2014-15 <http://www.abc.net.au/news/2016-12-09/tax-data-transparency-ato/8106178>

Accentue (2015 a) Making a Measurable Difference 2015 Corporate Citizenship Report [verkkodokumentti]. [Viitattu 18.7.2017] saatavilla https://www.accenture.com/t20170224T015800Z__w__/us-en/_acnmedia/Accenture/next-gen/corporate-citizenship-report/documents/Accenture-2015-Corporate-Citizenship-Report.pdf#zoom=50

Accenture (2016) Annual Report 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 11.7.2017] saatavilla <https://www.accenture.com/us-en/company-annual-report>

Action Aid UK (2011) All the FTSE100 subsidiaries – listed [verkkodokumentti]. [Viitattu 7.7.2017] saatavilla https://docs.google.com/spreadsheets/d/1YX9MJ-av9OfZpnS7sCAhofMrVhjXkqu4Yv3ErdC2ETY/edit?hl=en_GB&hl=en_GB#gid=0

Acuity Brands (2015) 2015 Annual Report [verkkodokumentti]. [Viitattu 4.8.2017] saatavilla http://www.acuitybrands.com/-/media/Files/Acuity/Investors/Financial%20Information/Annual%20Reports/Acuity_2015_10K%20pdf.pdf?la=en

Alpabet (2016) Annual Report [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.7.2016] saatavilla https://abc.xyz/investor/pdf/2016_google_annual_report.pdf

Amazon (2017 a) Sustainability. [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla <https://www.amazon.com/p/feature/wnsdvqqghme982o>

Amazon (2017 b) Annual Report 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla <http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=97664&p=irol-reportsannual>

Anderson K., Hellenius R., Österman R. (2009) Anti-abuse tax measures – Re-regulation of the markets or steps necessary to protect the revenue base? Svenskt Näringsliv, 15.6.2009.

Apple (2016 a) Environmental Responsibility Report. payments [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla https://images.apple.com/sg/environment/pdf/Apple_Environmental_Responsibility_Report_2016.pdf

Apple (2016 b) The facts about Apple's tax payments [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla <https://www.apple.com/newsroom/2017/11/the-facts-about-apple-tax-payments/>

Apple (2016 c) Annual Report 2016. [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla <http://investor.apple.com/secfiling.cfm?filingid=1628280-16-20309&cik=320193>

Applied Materials Inc (2016 a) APPLIED MATERIALS CITIZENSHIP REPORT [verkkodokumentti]. [Viitattu 11.7.2017] saatavilla http://www.appliedmaterials.com/files/2016_csr.pdf

Applied Materials Inc (2016 b) Annual report 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 11.7.2017] saatavilla <http://www.appliedmaterials.com/company/investor-relations/financials>

Autoliv (2016) Annual Report 2016 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.7.2017] saatavilla <https://www.autoliv.com/Investors/Financial%20Reports/AR2016.pdf>

BBC (2012) State school teachers employed by tax-avoiding firm [verkkodokumentti]. [Viitattu 18.7.2017] saatavilla <http://www.bbc.co.uk/news/uk-20157878>

BlackRock (2017) iShares Core MSCI World UCITS ETF USD (Acc) (EUR) ETF [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.11.2017] saatavilla <https://www.blackrock.com/fi/yksityinen-sijoittaja/site->

entry?targetUrl=%2Ffi%2Fyksityissoittajille%2Ffi%2Ftuotteet%2F251882%2Fshare
s-msci-world-ucits-etf-acc-fund%3FsiteEntryPassthrough%3Dtrue

Bloomberg (2014) Ingersoll Finds Escaping U.S. Tax No Penalty as Contracts Flow
[verkkodokumentti]. [Viitattu 19.7.2017] saatavilla
<http://www.pulitzer.org/files/2015/explanatory-reporting/mider/02mider2015.pdf>

Bogenschneider, B. & Heilmeier, R. (2016) GOOGLE'S "ALPHABET SOUP" IN
DELAWARE. Houston Business and Tax Law Journal 1 (2016).

Business Insider (2014) Here's A Full List Of Companies That Allegedly Have Shady
Tax Deals With Luxembourg [verkkodokumentti]. [Viitattu 18.7.2017] saatavilla
<http://www.businessinsider.com/full-list-every-company-named-in-the-luxembourg-secret-tax-deal-database-2014-11?r=UK&IR=T&IR=T>

Business Insider (2013) IT'S NOT JUST APPLE: The Ultra-Complicated Tax Measures
That Microsoft Uses To Avoid \$2.4 Billion In U.S. Taxes [verkkodokumentti]. [Viitattu
18.7.2017] saatavilla <http://www.businessinsider.com/apple-microsoft-avoids-taxes-loopholes-irs-2013-1?r=US&IR=T&IR=T>

Cerner Corp (2016) Cerner Corporation 2016 Annual Report [verkkodokumentti].
[Viitattu 25.7.2017] saatavilla
http://www.cerner.com/uploadedFiles/2016%20Cerner%20Annual%20Report_DIGITAL.pdf

Chicago Business (2014) Some Chicago-area firms have shady tax deals with
Luxembourg: report [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla
<http://www.chicagobusiness.com/article/20141106/NEWS01/141109847/some-chicago-area-firms-have-shady-tax-deals-with-luxembourg-report>

Cisco (2016 a) Corporate Social Responsibility 2016 Report [verkkodokumentti].
[Viitattu 21.7.2017] saatavilla <http://www.cisco.com/assets/csr/pdf/CSR-Report-2016.pdf>

CSL (2016 a) CSL Limited Our Corporate Responsibility 2015-2016
[verkkodokumentti]. [Viitattu 27.7.2017] saatavilla
<http://corporateresponsibility.csl.com.au/docs/156/668/CSL%20CR16.pdf>

CSL (2016 b) Annual Report 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 27.7.2017] saatavilla
http://annualreport.csl.com.au/docs/559/97/CSL_AR16_sec.pdf

CSL (2016 c) CSL Limited 2016 Full Year Result [verkkodokumentti]. [Viitattu
27.7.2017] saatavilla
<http://www.csl.com.au/docs/473/946/03%20FY16%20FINAL%20NN.pdf>

Cisco (2016 b) 2016 Annual Report [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.7.2017] saatavilla
http://www.cisco.com/c/dam/en_us/about/annual-report/2016-annual-report-full.pdf

Daily Mail (2010) Unilever threatens to pull out of Britain over rising taxes
[verkkodokumentti]. [Viitattu 26.7.2017] saatavilla
<http://www.dailymail.co.uk/news/article-1250083/Unilever-latest-company-threaten-pull-UK-rising-taxes.html>

Deere (2017) GRI Sustainability Index [verkkodokumentti]. [Viitattu 4.8.2017] saatavilla
<https://www.deere.com/en/our-company/citizenship-and-sustainability/gri-sustainability-index/>

Deere (2016) Annual Report 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 4.8.2017] saatavilla
https://s2.q4cdn.com/329009547/files/doc_financials/annual_reports/2016/2016_John-Deere-Annual-Report.pdf

Estee Launders (2016) 2016 Annual Report [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.7.2017]
saatavilla <http://www.elcompanies.com/~//media/Files/E/Estee-Lauder/investors/earnings-and-financials/annual-reports/elc-ar-2016.pdf>

Estee Launders (2014) The Beauty of Responsibility Corporate Responsibility Report
2014 [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.7.2017] saatavilla

<https://www.elcompanies.com/~media/Files/E/Estee-Lauder/resources-and-reports/reports/2014-elc-corporate-responsibility-report.pdf>

Exxon Mobil (2017) Corporate Citizenship Report [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla <http://corporate.exxonmobil.com/en/community/corporate-citizenship-report/about-this-report/discussion-of-challenges-on-key-issues>

Exxon Mobil (2016) Annual Report 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla http://cdn.exxonmobil.com/~media/global/files/summary-annual-report/2016_summary_annual_report.pdf

Financial Times (2017 a) Amazon faces US tax bill after European ruling [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla <https://www.ft.com/content/c3c63708-aa75-11e7-93c5-648314d2c72c>

Financial Times (2017 b) Facebook tax bill edges up to £5m in UK [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla <https://www.ft.com/content/67f9c34e-a909-11e7-93c5-648314d2c72c>

Financial Times (2016 a) Aggressive tax avoidance raises risks for investors [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.7.2017] saatavilla <https://www.ft.com/content/bc2eb5dc-955f-11e6-a1dc-bdf38d484582?mhq5j=e3>

Financial Times (2016 b) For Kerry Group, an old tale may become a short story [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.7.2017] saatavilla <https://www.ft.com/content/7523ee90-4f38-11e6-8172-e39ecd3b86fc?mhq5j=e3>

Forbes (2017) What America's Biggest Companies Pay In Taxes [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla <https://www.forbes.com/sites/christopherhelman/2017/04/18/what-americas-biggest-companies-pay-in-taxes/#1e272ca02f51>

Forbes (2012) Johnson & Johnson's Synthes Deal Revives Foreign Tax Debate

[verkkodokumentti]. [Viitattu 20.7.2017] saatavilla
<https://www.forbes.com/sites/thestreet/2012/06/14/johnson-johnsons-synthes-deal-revives-foreign-tax-debate/#5578fe616015>

Forbes (2004) Accenture Tax Dodging The Bullet [verkkodokumentti]. [Viitattu 18.7.2016] saatavilla https://www.forbes.com/2004/06/10/cx_da_0610topnews.html

Fortune (2016) 7 Corporate Giants Accused of Evading Billions in Taxes [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.7.2016] saatavilla
<http://fortune.com/2016/03/11/apple-google-taxes-eu/>

Fortune (2014) Top American corporate tax avoiders [verkkodokumentti]. [Viitattu 18.7.2016] saatavilla <http://fortune.com/2014/07/07/top-tax-avoiders/>

Expatica (2006) Belgium gets ready for 'biggest ever' tax fraud trial [verkkodokumentti]. [Viitattu 7.7.2016] saatavilla http://www.expatica.com/be/news/Belgium-gets-ready-for-biggest-ever-tax-fraud-trial_135178.html

Facebook (2017) Sustainability [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla
<https://sustainability.fb.com/>

Facebook (2016) Annual Report 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla <https://investor.fb.com/annual-meeting/default.aspx>

ICIJ (2014) EXPLORE THE DOCUMENTS: LUXEMBOURG LEAKS DATABASE [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.7.2017] saatavilla
<https://www.icij.org/project/luxembourg-leaks/explore-documents-luxembourg-leaks-database>

IBT (2015) Tax Dodge: Apple, Pfizer Among Top Companies That Added Nearly \$90B To Their Offshore Cash Hoards Through Tax Inversion In 2014 [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.7.2017] saatavilla <http://www.ibtimes.com/tax-dodge-apple-pfizer-among-top-companies-added-nearly-90b-their-offshore-cash-1835968>

Independent (2017) The major Irish firms in tax haven territory [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.7.2016] saatavilla <http://www.independent.ie/business/irish/the-major-irish-firms-in-tax-haven-territory-30992629.html>

Industrivarden (2016) Annual Report [verkkodokumentti]. [Viitattu 18.7.2016] saatavilla <http://www.industrivarden.se/globalassets/arsredovisningar/engelska/2016.pdf>

Ingersoll Rand (2016 a) 2016 Sustainability Supplement [verkkodokumentti]. [Viitattu 19.7.2017] saatavilla <http://www.ingersollrand.com/sustainabilitysupplement/>

Ingersoll Rand (2016 b) Annual Report [verkkodokumentti]. [Viitattu 19.7.2017] saatavilla http://s21.q4cdn.com/515635695/files/doc_financials/annual/2016-Annual-Report-to-Shareholders.pdf

Ing Group (2016) Annual Report 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.7.2017] saatavilla <https://www.ing.com/investor-relations/annual-reports.htm>

Independent (2016) How does Facebook avoid paying tax, and what will the changes mean? [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla <http://www.independent.co.uk/news/business/news/how-does-facebook-avoid-paying-tax-and-what-will-the-changes-mean-a6912731.html>

ISS (2016 a) Corporate Responsibility Report [verkkodokumentti]. [Viitattu 18.7.2017] saatavilla <http://www.responsibility.issworld.com/report2016/>

ISS (2016 b) Annual Report 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 18.7.2017] saatavilla <http://www.annualreport.issworld.com/2016/>

International Business Times (2015) JPMorgan, Goldman Sachs and 5 other banks used tax breaks and losses to cut UK tax bills [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.7.2017] saatavilla <http://www.ibtimes.co.uk/jpmorgan-goldman-sachs-5-other-banks-used-tax-breaks-losses-cut-uk-tax-bills-1534660>

Johnson & Johnson (2015) 2015 Citizenship & Sustainability Report [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.7.2017] saatavilla https://www.jnj.com/_document?id=00000159-6a1e-dba3-afdb-7aff1b270000

Johnson & Johnson (2016) Annual Report 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.7.2017] saatavilla <https://jnj.brightspotcdn.com/88/3f/b666368546bcab9fd520594a6016/2017-0310-ar-bookmarked.pdf>

JPMorgan & Chase Co. (2016 a) Environmental Social and Governance Report 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla <https://www.jpmorganchase.com/corporate/Corporate-Responsibility/document/jpmc-cr-esg-report-2016.pdf>

JPMorgan & Chase Co. (2016) JPMorgan Chase 2016 Annual Report [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla <https://www.jpmorganchase.com/corporate/investor-relations/document/2016-annualreport.pdf>

KBC (2016 a) Report to Society for 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 17.7.2017] saatavilla https://www.kbc.com/en/system/files/doc/sustainability-reponsability/PerfRep/2016/CSR_VAS_2016_en.pdf

KBC (2016 b) Sustainability Report 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 17.7.2017] saatavilla https://www.kbc.com/en/system/files/doc/sustainability-reponsability/PerfRep/2016/CSR_SR_2016_en.pdf

KBC (2016 c) Annual Report of KBC Group 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 17.7.2017] saatavilla https://www.kbc.com/system/files/doc/investor-relations/Results/JVS_2016/JVS_2016_GRP_en.pdf

KBC Group (2016 d) KBC responds to De Tijd news article [verkkodokumentti]. [Viitattu 17.7.2017] saatavilla <https://newsroom.kbc.com/kbc-responds-to-de-tijd-news-article>

Kerry Group (2016) Strategic Report Sustainability Review article [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.7.2017] saatavilla <https://www.kerrygroup.com/sustainability/policies-statements/Sustainability-Report.pdf>

Kerry Group (2015) Annual Report 2015 article [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.7.2017] saatavilla https://www.kerrygroup.com/investors/investor-centre/agm/KG_AnnualReport_2015.pdf

Mastercard (2016) Annual Report 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 4.8.2017] saatavilla http://s2.q4cdn.com/242125233/files/doc_financials/supplemental/2016/Mastercard-2016-Annual-Report.pdf

Mettler-Toledo (2016 a) Sustainability Report covering 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 18.7.2017] saatavilla http://www.mt.com/dam/sustainability/Sustain_rep_16/Sustainability_Report_2016.pdf

Mettler-Toledo (2015) Sustainability Report covering 2014-2015 [verkkodokumentti]. [Viitattu 18.7.2017] saatavilla http://www.mt.com/dam/sustainability/Sustain_rep_14/Sustainability_Report_2014-2015.pdf

Mettler-Toledo (2016 b) Annual Report 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.7.2017] saatavilla http://www.mt.com/us/en/home/site_content/investors.html?c=116541&p=irol-reportsannual

Meyer Peng M. (2016) International Business. Hampshire, Cengage Learning EMEA, 2. p.

Microsoft (2016) Annual Report 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.7.2017] saatavilla <https://www.microsoft.com/investor/reports/ar16/index.html>

Microsoft (2014) Microsoft 2014 Citizenship Report [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.7.2017] saatavilla https://www.unglobalcompact.org/system/attachments/cop_2014/115831/original/Microsoft_2014_Citizenship_Report.pdf?1413907171

Morningstar (2016 a-ah) Financials, Key Ratios [verkkotietokanta]. [Viitattu 17.7.2017] saatavilla <http://financials.morningstar.com/ratios/r.html?t=TGOPY>

Nestle (2016 a) Nestlé in society 2016 Nestlé in society Creating Shared Value and meeting our commitments 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla http://www.nestle.com/asset-library/documents/library/documents/corporate_social_responsibility/nestle-in-society-summary-report-2016-en.pdf

Nestle (2016 b) Annual Report 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla <http://www.nestle.com/investors/annual-report>

NJ (2013) 'Offshore profits' let Merck, Johnson & Johnson avoid \$2b in taxes last year [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.7.2017] saatavilla http://www.nj.com/business/index.ssf/2013/03/merck_johnson_johnson_avoided.html

Oxfam International (2017) Europe's biggest banks register €25 billion profit in tax havens [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.7.2017] saatavilla <https://www.oxfam.org/en/pressroom/pressreleases/2017-03-27/europes-biggest-banks-register-eu25-billion-profit-tax-havens>

Reuters (2017) EU orders Amazon to repay \$295 million in Luxembourg back taxes [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.7.2017] saatavilla <https://www.reuters.com/article/us-eu-amazon-taxavoidance/eu-orders-amazon-to-repay-295-million-in-luxembourg-back-taxes-idUSKCN1C913S>

Reuters (2015) JPMorgan probed over role in French tax evasion case [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.7.2017] saatavilla <https://www.reuters.com/article/us->

jpmorgan-france-tax/jpmorgan-probed-over-role-in-french-tax-evasion-case-idUSKBN0NR1Y420150506

Reuters (2013) Ingersoll-Rand fights IRS 'treaty shopping' case in U.S. Tax Court [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.7.2017] saatavilla <http://www.reuters.com/article/usa-tax-litigation-idUSL2N0J42F420131125>

Reuters (2013) Thermo Fisher sued over sale of Mexico plant used by drug cartel [verkkodokumentti]. [Viitattu 19.11.2017] saatavilla <https://www.reuters.com/article/us-thermofisher-lawsuit-opengate/thermo-fisher-sued-over-sale-of-mexico-plant-used-by-drug-cartel-idUSBRE94A0G320130511>

Rolling Stone Magazine (2014) The Biggest Tax Scam Ever [verkkodokumentti]. [Viitattu 11.7.2017] saatavilla <http://www.rollingstone.com/politics/news/the-biggest-tax-scam-ever-20140827>

SKF Ab (2014) SKF Sustainability reporting [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.7.2017] saatavilla <http://www.skf.com/group/investors/skf-sustainability-reporting>

SKF Ab (2016) Annual Report 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.7.2017] saatavilla <http://www.skf.com/irassets/afw/files/press/skf/201703078224-1.pdf>

SVT (2017) Analys: Inte bra för affärerna att förknippas med skatteplanering [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.7.2017] saatavilla <https://www.svt.se/nyheter/ekonomi/analys-inte-bra-for-affarerna-att-forknippas-med-skatteflykt>

Tax Journal (2012) Accenture's tax affairs under scrutiny [verkkodokumentti]. [Viitattu 18.7.2017] saatavilla <https://www.taxjournal.com/articles/accenture%E2%80%99s-tax-affairs-under-scrutiny-27112012>

Tax Justice (2016) Google and Tax Avoidance: From the "Double Irish With a Dutch Sandwich" to "Delaware Alphabet Soup" [verkkodokumentti]. [Viitattu 18.7.2017] saatavilla

http://www.taxjusticeblog.org/archive/2016/05/google_and_tax_avoidance_from.php#.WXBXpYTyipp

Texas Instruments (2016 a) GRI Index [verkkodokumentti]. [Viitattu 11.7.2017] saatavilla <http://www.ti.com/corp/docs/csr/downloads/2016-ti-gri-index.pdf>

Texas Instruments (2016 b) Engineering a better tomorrow 2016 Corporate Citizenship Performance Summary [verkkodokumentti]. [Viitattu 11.7.2017] saatavilla <http://www.ti.com/corp/docs/csr/downloads/2016-ti-citizenship-performance-summary.pdf>

Texas Instruments (2016 c) Annual Report 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 11.7.2017] saatavilla http://www.ti.com/corp/docs/investor_relations/annual_reports.html

The Daily Telegraph (2017) ATO hunting down lost \$3b from corporate giants Google, Microsoft, Apple, Rio Tinto and BHP Billiton [verkkodokumentti]. [Viitattu 11.7.2017] saatavilla <http://www.dailytelegraph.com.au/news/nsw/ato-hunting-down-lost-3b-from-corporate-giants-google-microsoft-apple-rio-tinto-and-bhp-billiton/news-story/1e1e55e203e91aa59ef6f144973da41a>

The Guardian (2017 a) Amazon ordered to repay €250m by EU over 'illegal tax advantages' [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla <https://www.theguardian.com/technology/2017/oct/04/amazon-eu-tax-irish-government-apple>

The Guardian (2017 b) Facebook UK pays just £5.1m in corporation tax despite jump in profit [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla <https://www.theguardian.com/technology/2017/oct/04/facebook-uk-corporation-tax-profit>

The Guardian (2016) More than a third of big companies paid no tax in 2014-15, ATO reports [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla

<https://www.theguardian.com/australia-news/2016/dec/09/more-than-a-third-of-big-companies-paid-no-tax-in-2014-15-ato-reports>

The Guardian (2015) Google's Alphabet restructure could get boost from Delaware tax loophole [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.7.2017] saatavilla <https://www.theguardian.com/technology/2015/aug/11/google-alphabet-delaware-tax-loophole>

The Guardian (2011) Tax havens and the FTSE 100: the full list policy [verkkodokumentti]. [Viitattu 7.7.2017] saatavilla <https://www.theguardian.com/news/datablog/2011/oct/11/ftse100-subsiidiaries-tax-data#data>

The Irish Times (2000) Chairman of Belgian KBC bank charged in fraud case [verkkodokumentti]. [Viitattu 7.7.2017] saatavilla <https://www.irishtimes.com/business/chairman-of-belgian-kbc-bank-charged-in-fraud-case-1.1108124>

The New York Times (2017) After a Tax Crackdown, Apple Found a New Shelter for Its Profits. [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla <https://www.nytimes.com/2017/11/06/world/apple-taxes-jersey.html>

The New York Times (2011) A Family's Billions, Artfully Sheltered [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.7.2017] saatavilla <http://www.nytimes.com/2011/11/27/business/estee-lauder-heirs-tax-strategies-typify-advantages-for-wealthy.html>

The New York Times (2007) Cisco Offices Are Raided in Brazil [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.7.2017] saatavilla <http://www.nytimes.com/2007/10/18/business/worldbusiness/18cisco.html>

Thermo Fisher Scientific Inc. (2016) Corporate Social Responsibility [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla <http://corporate.thermofisher.com/content/dam/tf/responsibility/Documents/2016-CSR-Report.pdf>

The Sydney Morning Herald (2016) Card giant MasterCard lowers local tax bill [verkkodokumentti]. [Viitattu 4.8.2017] saatavilla <http://www.smh.com.au/business/comment-and-analysis/card-giant-mastercard-lowers-local-tax-bill-20160228-gn5o86.html>

The Sydney Morning Herald (2015) Which of Australia's biggest companies are not paying tax [verkkodokumentti]. [Viitattu 27.7.2017] saatavilla <http://www.smh.com.au/business/the-economy/which-of-australias-biggest-companies-are-not-paying-tax-20151216-glpl3a.html>

The Telegraph (2012) JPMorgan 'close to £500m UK tax settlement' [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2017] saatavilla <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/9731177/JPMorgan-close-to-500m-UK-tax-settlement.html>

The Wall Street Journal (2016) EU launches push to thwart corporate tax avoidance [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.7.2017] saatavilla <http://www.marketwatch.com/story/eu-launches-push-to-thwart-corporate-tax-avoidance-2016-01-28>

TSMC (2016 a) TSMC 2016 Corporate Social Responsibility Report [verkkodokumentti]. [Viitattu 25.7.2017] saatavilla http://www.tsmc.com/download/csr/2017_tsmc_csr/english/pdf/e_all.pdf

TSMC (2017 b) Annual Report 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 25.7.2017] saatavilla <http://www.tsmc.com/download/ir/secFillings/20F-2016.pdf>

Unilever (2017) Tax [verkkodokumentti]. [Viitattu 26.7.2017] saatavilla <https://www.unilever.com/sustainable-living/what-matters-to-you/tax.html>

Unilever (2016 a) UNILEVER'S GRI G4 Index [verkkodokumentti]. [Viitattu 26.7.2017] saatavilla https://www.unilever.com/Images/unilevers-gri-g4-index_tcm244-482514_en.pdf

Unilever (2016 b) Unilever annual report and accounts 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 26.7.2017] saatavilla https://www.unilever.com/Images/unilever-annual-report-and-accounts-2016_tcm244-498880_en.pdf

Varian medical systems (2016 a) Sustainability Report 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.7.2017] saatavilla https://www.varian.com/sites/default/files/resource_attachments/55072_Varian_Sust%20report%202016_FINAL.pdf

Varian medical systems (2016 b) Annual Report 2016 [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.7.2017] saatavilla <http://newsroom.varian.com/2017-01-04-Varian-Medical-Systems-Publishes-2016-Annual-Report>

3i (2017 a) Corporate responsibility report [verkkodokumentti]. [Viitattu 17.7.2017] saatavilla <http://www.3i.com/~media/files/g/group-3i/documents/investor-documents/reports/3i-corporate-responsibility-2017.pdf>

3i (2016 b) Annual report and accounts 2016 report [verkkodokumentti]. [Viitattu 17.7.2017] saatavilla <http://www.3i.com/~media/Files/G/Group-3i/documents/investor-documents/reports/3i-group-ar2016.pdf>

HAASTATTELUT

Helenius, Outi (2017) Evli Pankki Oyj:n vastuullisen sijoittamisen päällikön haastattelu. Helsinki 16.11.2017

Lönnroth, Magdalena (2017) Suomen evankelis-luterilainen kirkon Vastuullisen sijoittamisen päällikön haastattelu. Helsinki 24.11.2017

Metropoliitta Ambrosius (2017) Suomen ortodoksisen kirkon Helsingin hiippakunnan piispan haastattelu. Helsinki 11.11.2017

Weckström, Jouni (2017) Asianajotoimisto Krogerus Oy:n Counselin haastattelu. Helsinki 20.11.2017

LIITTEET

LIITE 1 Haastatteluissa esitetyt kysymykset:

Mitä vastuullinen sijoittaminen tarkoittaa?

Onko vastuullinen sijoittaminen vastuullisempaa kuin tavallinen sijoittaminen?

Mitä ominaisuuksia instituutio, jolle vastuullisuus on tärkeää, etsii vastuullisen sijoittamisen rahastoista ja onko alalla nähtävissä olevia trendejä?

Onko koko varallisuuden hallintaan liittyvissä vastuullisuusperiaatteissa ESG:n osalta sisäisiä painotuseroja?

Onko aggressiivinen verosuunnittelu vastuutonta ja missä aggressiivisena pidettävän toiminnan raja kulkee?

Miten esimerkiksi järjestely, jossa sijoituskohteena oleva yhtiö ohjaa alikapitalisoimalla konsernin sisäisiä lainoja hyödyntäen tuloja verokeidasvaltioihin, sopii vastuulliseen sijoittamiseen tai ESG-näkökulmiin?

Pidätkö sijoituskohteena olevan yrityksen verojärjestelyitä oleellisena osana ESG-näkökohtia ja miten tämä huomioidaan tai tulisi huomioida vastuullisen sijoittamisen piiriin kuuluvan portfolion hoidossa?

Miten miellät vastuun jakautuvan sijoituskohteena olevan yrityksen johdon, omistajien ja kolmansien osapuolien kuten rahastoyhtiön ja varainhoitajien välillä vastuullisessa sijoittamisessa, eli kuka on vastuussa siitä, että vastuullinen sijoitus on vastuullinen?

Miten vastuullista sijoittamista voisi kehittää verotuksen huomioimisen osalta ja onko tämä ylipäättään tarpeellista?