

U 26/2014 vp

Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle komission ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi direktiivin 2007/36/EY muuttamisesta osakkeenomistajien pitkäaikaiseen vaikuttamiseen kannustamisen osalta sekä direktiivin 2013/34/EU muuttamisesta hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevan selvityksen tiettyjen osien osalta (*osakkeenomistajien pitkäaikaiseen sitouttamiseen kannustamista koskeva direktiivi*)

Perustuslain 96 §:n 2 momentin perusteella lähetetään eduskunnalle komission 9.4.2014 julkaisema ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi (KOM (2014) 213 lopullinen) ja ehdotuksesta laadittu muistio.

Helsingissä 12 päivänä kesäkuuta 2014

Elinkeinoministeri *Jan Vapaavuori*

Erityisasiantuntija Marianna Uotinen

VALTIOVARAINMINISTERIÖ

MUISTIO
2.6.2014

EU/2014/0938

KOMISSION EHDOTUS EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON DIREKTIIVIKSI (KOM (2014) 213 LOPULLINEN) DIREKTIIVIN 2007/36/EY MUUTTAMISESTA OSAKKEENOMISTAJIEN PITKÄAIKAISEEN VAIKUTTAMISEEN KANNUSTAMISEN OSALTA SEKÄ DIREKTIIVIN 2013/34/EU MUUTTAMISESTA HALLINNOINTI- JA OHJAUSJÄRJESTELMÄÄ KOSKEVAN SELVITYKSEN TIETTYJEN OSIEN OSALTA (OSAKKEENOMISTAJIEN PITKÄAIKAISEEN SITOUTTAMISEEN KANNUSTAMISTA KOSKEVA DIREKTIIVI)

1 Ehdotuksen tausta ja tavoite

Maailmanlaajuinen rahoitusmarkkinakriisi on komission mukaan paljastanut, että osakkeenomistajat ovat osin tukeneet yritysten johdon lyhytjänteistä ja liiallista riskinottoa. Lisäksi sen mukaan on tullut ilmi, etteivät yhteisösjoitajat ja omaisuudenhoitajat valvo kohdeyhtiötä riittävästi. Komissio on tehnyt useita aloitteita vuosina 2010—2013, joissa se on käsitellyt yritysten hyvän hallinnoinnin, yhtiöoikeuden, yritysten avoimuusvaatimusten ja osakkeenomistajien roolin kehittämistä siten, että yritystoiminta olisi Euroopassa läpinäkyvää, kestävää ja kannustaisi yritysten osakkeenomistajia aktiiviseen vaikuttamiseen sekä yritykseen sitoutumiseen pitkällä aikavälillä. Pankkien hallinnointia, palkitsemisjärjestelmiä ja niihin liittyvää avoimuutta koskevia säännöksiä on lisätty ja tarkennettu uudella vakavaraisuusdirektiivillä ja vakavaraisuusasetuksella (CRD IV, CRR). Vakuutusyhtiöitä koskevaan vuoden 2016 alusta sovellettavaan Solvenssi II -direktiiviin ja sen nojalla annettavaan komission delegoituun asetukseen sisältyy muun muassa vakuutusyhtiöiden hallintoa ja palkitsemista koskevia säännöksiä. Myös yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavien rahastoyhtiöiden ja vaihtoehtorahastojen hoitajien palkitsemisjärjestelmistä on säädetty (UCITS-sijoitusrahastot ja AIFM-rahastojen hoitajat). Lisäksi ammatillisia lisäeläkkeitä tarjoavien laitosten hallinnointia koskevaa sääntelyä ollaan uudistamassa (ns. IORP II -direktiivi). Direktiivi on yksi aihealuetta koskevista aloitteista.

Ehdotus on julkaistu 9.4.2014. Komissio toteaa lähtökohtanaan, että EU:n jäsenvaltioissa muiden kuin kotimaisten osakkeen-

omistajien osuus on keskimäärin yli 40 prosenttia ja että suuri osa merkittävistä osakeomistuksista on eri tavoilla omaisuudenhoitajien hoidettavana. Tämän vuoksi komissio katsoo, että osakkeenomistajien pitkäaikaisen sitoutumisen lisäämiseksi on saatava toimimaan seuraavat asiat: 1) omaisuudenhoitajien suurempi sitoutuminen ja vaikuttamisen laadun parantaminen kohdeyhtiöissä, 2) yritysten johdon palkitsemisessä parempi yhteys tavoitteiden ja saavutusten välillä, 3) osakkeenomistajien parempi näkyvyys yrityksen tekemiin lähipiiriliiketoimiin, 4) valtakirjaneuvonantajien palvelun luotettavuus ja laadukkuus, sekä 5) rajat ylittävään osakeomistukseen liittyvä parempi tiedonkulku, äänestämismahdollisuus ja osakkeenomistajan tunnistaminen.

Ehdotusta koskeva vaikutusarvio on hyväksytty 22.11.2013. Komissio on tiivistänyt vaikutusarvionsa seuraavasti: 1) yhteisösjoitajien puutteellinen vaikuttaminen kohdeyhtiöissä, 2) johdon palkitsemisessä puutteellinen yhteys maksettujen palkkioiden ja toteutuneiden suoritusten välillä, 3) osakkeenomistajien puuttuva valvontamahdollisuus lähipiiriliiketoimiin, ja 4) osakkeenomistajien oikeuksien käyttämisen kalleus.

2 Ehdotuksen pääasiallinen sisältö

2.1 Soveltamisala ja määritelmät (artiklat 1 ja 2)

Direktiivin 2007/36/EY soveltamisala käsittää 1 artiklan mukaan ne liikkeeseenlaskijat, joiden yhtiöoikeudellinen kotipaikka on ETA-alueella ja joiden osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla ETA-alueella. Direktiivin soveltamisalaan

esitetään laajennuksia: eräät uudet säännökset koskevat osakkeenomistajien välittäjinä toimivia, eräitä määriteltyjä yhteisösijoittajia ja omaisuudenhoitajia.

Direktiivin 2 artiklan d ja e alakohdassa määritellään välittäjä (*en intermediary*) ja vastaavasti kolmannen maan välittäjä. Välittäjällä tarkoitetaan direktiivissä oikeushenkilöä, joka pitää asiakkaiden lukuun arvopapereita. Artiklan f alakohdan mukaan yhteisösijoittajalla (*en institutional investor*) tarkoitetaan henkivakuutusdirektiivin (2002/83/EY) tarkoittamaa henkivakuutusyhtiötä ja lisäeläkedirektiivin (2003/41/EY) tarkoittamaa ammatillisia lisäeläkkeitä tarjoavaa laitosta.

Yhteisösijoittaja ei direktiivin mukaan ole vahinkovakuutusyhtiö eikä luottolaitos, elleivät ne ole omaisuudenhoitajia g alakohdan mukaan. Komissio perustelee pankkien jättämistä soveltamisalan ulkopuolelle sillä, että luottolaitoksilla on Euroopassa vain pieni osa kaikista listayhtiöihin tehdyistä osakeomistuksista sekä sillä, ettei se halua ulottaa pitkän aikavälin vaikuttamista koskevia vaatimuksia luottolaitoksiin. Direktiivin mukainen yhteisösijoittaja ei myöskään ole muu huomattava osakkeenomistaja, kuten ns. teollinen sijoittaja, muu sijoitusyhtiö taikka yhteisö, joka ei ole mikään direktiivissä luetellusta valvotuista yhteisöistä, vaikka kyseinen osakkeenomistaja joutuisi esimerkiksi ilmoittamaan huomattavasta ääni- ja omistusosuudesta kohdeyhtiölle (ns. liputusvelvollisuus). Suomalaiset työeläkevakuutusyhtiöt eivät myöskään kuulu direktiivin soveltamisalaan.

Artiklan g alakohdan mukaan omaisuudenhoitajalla (*en asset manager*) tarkoitetaan rahoitusvälineiden markkinat – direktiivin (2004/39/EY) mukaisia salkunhoitopalveluja tarjoavaa sijoituspalveluyritystä, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annetun direktiivin (2011/61/EU) mukaista vaihtoehtorahastojen hoitajaa sekä sijoitusrahastodirektiivin (2009/65/EY) mukaista rahastoyhtiötä ja sisäisesti hallinnoitua sijoitusyhtiötä.

Artiklan i alakohdan mukaan valtakirjaneuvonantajalla (*en proxy advisor*) tarkoitetaan oikeushenkilöä, joka antaa ammattimaisesti suosituksia osakkeenomistajan äänioikeuden käytöstä yhtiökokouksessa. Lähipii-

rillä (*en related party*) tarkoitetaan artiklan j alakohdan mukaan samaa kuin kansainvälisissä tilinpäätösstandardeissa (IFRS). Artiklan l alakohdan mukaan johtajalla (*en director*) tarkoitetaan yhtiön hallinto-, johto- tai valvontaelimen jäsentä. Sanamuoto on EUsäädöksissä tavanomainen. Suomen laissa käsite sisältää hallituksen ja hallintoneuvoston jäsenet sekä toimitusjohtajan.

2.2 Osakkeenomistajan tunnistaminen (luku 1 a, artikkelit 3 a—3 e)

Direktiivin uudessa 1 a luvussa on säännöksiä yhtiön osakkeenomistajien tunnistamiseen vaadittavien tietojen välittämisestä. Direktiivin 3 a artiklan 1 kohdan jäsenvaltion on varmistettava, että välittäjät tarjoavat yhtiölle mahdollisuuden tunnistaa osakkeenomistajansa. Välittäjän on yhtiön pyynnöstä viivytyksettä toimitettava sille osakkeenomistajan yksilöintitiedot. Tiedot on toimitettava myös välittäjäketjussa viivytyksettä eteenpäin. Artiklan 3 kohta sisältää rajauksia kerättyjen tietojen käytettävyydelle ja osakkeenomistajan tietosuojaan liittyviä vaatimuksia ja rajauksia. Välittäjän on ilmoitettava osakkeenomistajalle siitä, että hänen yksilöintitietonsa voidaan luovuttaa yhtiölle. Osakkeenomistajalla on oltava mahdollisuus poistaa tai korjata väärä tieto. Osakkeenomistajan yksilöintitietoa ei saa käyttää muuhun kuin osakkeenomistajan oikeuksien käyttämisen helpottamiseen. Välittäjä ei saa säilyttää osakkeenomistajaa koskevaa tietoa 24 kuukautta kauempaa. Komissiolla on artiklan 5 kohdan mukaan toimivaltuus antaa täytäntöönpanosäädös artiklassa tarkoitettujen tietojen toimittamisvelvollisuudesta, tietojen sisällöstä ja muodosta sekä noudatettavista määräajoista.

Artikla on sisällöltään merkittävä, vaikkakin periaatelähtöinen eikä sen yleinen sanamuoto yksinään vielä varmista tehokkaan järjestelmän syntymistä rajat ylittävälle osakkeenomistajien yksilöintimekanismeille. Artiklan 5 kohdassa oleva laaja toimivaltuus täytäntöönpanosäädöksen antamiseen siirtää tarkemman sääntelyn käytännössä komission harkintaan.

Direktiivin 3 b artiklassa säädetään yhtiön haluaman informaation toimittamisvelvollisuudesta osakkeenomistajalle ja päinvastoin. Välittäjällä on velvollisuus toimittaa yhtiön osakkeenomistajille tarkoitetut tiedot viivytyksessä asiakkailleen pykälässä mainituin edellytyksin. Edellytyksenä on 1 kohdan mukaan, että osakkeenomistajille toimitettavat tiedot koskevat koko osakelajia sekä osakkeisiin liittyviä oikeuksia. Yhtiön on annettava toimitettavat tiedot standardoidussa muodossa ja ajoissa. Osakkeenomistajalta tullut palaute on välittäjän niin ikään toimitettava viivytyksettä takaisin yhtiölle.

Artikla liittyy osakkeenomistajien myötävaikutusta vaativiin yhtiötapahtumiin (*en corporate actions*), kuten esimerkiksi ostotarjouksen tai sulautumissuunnitelman hyväksyminen. Komissiolla on artiklan 5 kohdan mukaan toimivaltuus antaa täytäntöönpanosäädös toimitettavien tietojen sisällöstä, muodosta ja noudatettavista määräajoista.

Direktiivin 3 c artiklassa säädetään välittäjän velvollisuudesta helpottaa asiakkaansa mahdollisuutta käyttää osakkeenomistajan oikeuksia, joihin kuuluu äänivallan käyttäminen yhtiökokouksessa, tarvittava yhtiökokousedustajan nimeämiseen liittyvä dokumentaatio sekä äänestysohjeiden välittäminen. Osakkeenomistajalla on 2 kohdan mukaan oikeus saada yhtiöltä tai välittäjältä vahvistus siitä, että hänen osakkeillaan on äänestetty. Komissiolla on artiklan 3 kohdan mukaan laaja toimivaltuus antaa täytäntöönpanosäädös vaadittavien toimien sisällöstä, äänestämistä koskevien vahvistusten muodosta sekä noudatettavista määräajoista.

Direktiivin 3 d artiklassa säädetään 1 a luvussa tarkoitettuihin palveluihin liittyvien kustannusten läpinäkyvyydestä. Jäsenvaltion on säädettävä välittäjälle velvollisuus julkaisista hinnoista, jotka se perii luvussa tarkoitetuista palveluista. Palkkiot eivät saa olla diskriminoivia tai suhteettomia. Rajat ylittäviin palveluihin liittyvien mahdollisten korkeampien hintojen on 2 kohdan mukaan oltava perusteltuja, jotta niitä voidaan periä.

Artiklan läpinäkyvyysvaatimukset on kirjoitettu hyvin yleisluonteisesti. Artikla sallii kalliimpien palkkioiden perimisen rajat ylittävistä palveluista. Artiklassa ei ole täsmen-

netty sitä, keneltä välittäjä on oikeutettu perimään palkkion palveluistaan.

2.3 Yhteisösijoittajia, omaisuudenhoitajia ja valtakirjaneuvonantajia koskevat läpinäkyvyysvaatimukset (luku 1 b, artikkelat 3 f—3 i)

Artiklojen tarkoitus on lisätä yhteisösijoittajien ja omaisuudenhoitajien aktiivisuutta listayhtiöiden osakkeenomistajina pitkällä aikavälillä. Luvun 3 f artiklassa säädetään yhteisösijoittajille ja omaisuudenhoitajille velvollisuus laatia osakeomistukseen liittyvät vaikuttamisperiaatteet, jolla tarkoitettaneen Suomessa omistajapolitiikkaa. Artikla on kirjoitettu yleiseen muotoon, joten tällä tarkoitettaneen yleistä, ei siis välttämättä tietyissä kohdeyhtiössä noudatettavaa toimintapolitiikkaa. Artiklan 1 kohdassa luetellaan asiat, jotka vaikuttamisperiaatteissa on katettava. Näitä ovat esimerkiksi vaikuttamis- ja äänestyspolitiikka, kohdeyhtiön toiminnan seuranta ja vuoropuhelua koskevat käytännöt, yhteistyö toisten osakkeenomistajien kanssa sekä valtakirjaneuvonantajien käyttö. Artiklan 2 kohdan mukaan vaikuttamispolitiikassa on oltava toimintaperiaatteet erilaisten eturistiriitatilanteiden varalta, kuten erilaisissa liikesuhteissa yhteisösijoittajan ja omaisuudenhoitajan sekä kohdeyhtiön välillä. Artikla-kohdassa mainitaan myös tilanne, jossa sijoittajan tai omaisuudenhoitajan hallituksen jäsen on myös kohdeyhtiön hallituksen jäsen, taikka sijoittajan lähipiiriin kuuluva on tehnyt ostotarjouksen kohdeyhtiöstä. Artiklan 3 kohdan mukaan vaikuttamisperiaatteet ja vaikuttamisen tulokset on julkistettava vuosittain sekä pidettävä saatavilla yhteisösijoittajan tai omaisuudenhoitajan internetsivustolla. Yhteisösijoittajan ja omaisuudenhoitajan on julkistettava äänestyskäyttämisenä kohdeyhtiöissä. Jos ne päättävät olla laatimatta vaikuttamisperiaatteita tai olla julkistamatta niiden tuloksia, päätös on perusteltava (ns. noudata ja selitä -periaate).

Luvun 3 g artiklan mukaan yhteisösijoittajan on vuosittain julkaistava osakesijoituksia koskeva sijoitusstrategia artiklan 2 kohdassa mainituin sisällöin. Sijoitusstrategiassa on artiklan 1 kohdan mukaan kerrottava ainakin se, miten sijoitusstrategia on sopuosinnussa

yhteisösijoittajan vastuuden maturiteettiin ja miten strategia toteuttaa pitkän aikavälin tuottotavoitteita. Sijoitusstrategian on oltava saatavilla yhteisösijoittajan internetsivustolla. Jos yhteisösijoittaja on ulkoistanut omaisuudenhoidon omaisuudenhoitajalle, yhteisösijoittajan on vuosittain julkistettava mahdolliset omaisuudenhoitajan kanssa tekemänsä sopimukset artiklan määräämin sisällöin.

Artiklan 2 kohdan mukaan omaisuudenhoitojärjestelyistä vuosittain julkistettavat tiedot ovat varsin yksityiskohtaisia. Yhteisösijoittajan on julkistettava muun muassa tiedot omaisuudenhoitajan suorituskauden ja sijoitusstrategian pituuden välisestä suhteesta, omaisuudenhoitajan suoritusarvioinnin perusteet ja tiedot siitä, miten omaisuudenhoitajaa kannustetaan ottamaan huomioon keskipitkän ja pitkän aikavälin sijoitusstrategia. Lisäksi yhteisösijoittajan on julkistettava sijoitetun omaisuuden tavoiteltu kiertonopeus ja sen laskutapa, menettely sallitun kiertonopeuden ylityessä sekä omaisuudenhoitajan kanssa tehtyjen sopimusten kesto. Jos omaisuudenhoitajan kanssa ei ole sovittu artiklan 2 kohdassa lueteltuja seikkoja, yhteisösijoittajan on julkistettava ja perusteltava poikkeaminen.

Luvun 3 h artiklan 1 kohdassa säädetään, että omaisuudenhoitajan on raportoitava kahdesti vuodessa yhteisösijoittaja-asiakkaalleen siitä, miten sen toiminta vastaa asiakkaan sijoitusstrategiaa ja 3 g artiklan 2 kohdan mukaan sovittuja toimintaperiaatteita sekä siitä, miten sijoitusstrategia ja sen toteuttaminen ovat tuottaneet pitkällä aikavälillä. Artiklan 2 kohdassa on lisäksi luettelo muista seikoista, jotka omaisuudenhoitajan on raportoitava yhteisösijoittaja-asiakkaalleen ilman lisäveitosta. Tällaisia ovat esimerkiksi osakelainausta ja valtakirjaneuvonantajien käyttöä koskevat toimintaperiaatteet sekä havaitut eturistiriitatilanteet. Seikat liittyvät omaisuudenhoitajan ja yhteisösijoittajan väliseen sopimussuhteeseen.

Luvun 3 i artiklassa valtakirjaneuvonantajille asetetaan tiettyjä toiminnan järjestämistä koskevia velvollisuuksia, jotka korostavat listayhtiöiden yhtiökokouksia koskevien äänestysuusitusten laatua ja toiminnan luotettavuutta. Artiklan 2 kohdassa luetellaan neuvonantajan vuosittain julkistettavat äänestys-

suosituksiin liittyvät tiedot, jotka sen on pidettävä myös julkisesti saatavilla. Tällaisia ovat esimerkiksi tiedot menetelmistä ja tietolähteistä suosituksia annettaessa sekä vuorovaikutuksesta kohdeyhtiöiden kanssa. Neuvonantajan ja kohdeyhtiön välisiä eturistiriitoja taikka liiketoimia, jotka voivat vaikuttaa äänestysuusitusten laatimiseen, sekä toimenpiteitä ristiriitojen poistamiseksi tai hallitsemiseksi ei kuitenkaan velvoiteta julkaistaviksi, vaan raportoimaan niistä asiakkaalle ja kohdeyhtiölle.

2.4 Johdon palkitsemista koskeva yhtiökokouksen päätöksenteko ja avoimuusvaatimukset (artiklat 9 a—9 b)

Artiklojen tarkoitus on lisätä osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksia. Voimassa olevan direktiivin artiklassa säädetään vain osakkeenomistajien kyselyoikeudesta yhtiökokouksessa, mistä säädetään osakeyhtiölain (624/2006) 5 luvun 25 §:ssä. Direktiiviehdotuksen 9 a artiklan 1 kohdan mukaan osakkeenomistajien on päätettävä yhtiön johtoa koskevasta palkitsemispolitiikasta (*en remuneration policy*) vähintään kerran kolmessa vuodessa. Johdolle ei saa maksaa palkkioita muuten kuin osakkeenomistajien hyväksymän palkkiopolitiikan puitteissa. Artiklan 2 ja 3 kohdissa on palkitsemispolitiikan sisältöä koskevia vaatimuksia. Keskeistä on perustella se, miten politiikka tukee yhtiön pitkän aikavälin etuja ja kestäväää liiketoimintaa sekä asettaa selkeät perusteet erikseen sekä kiinteille että muuttuville palkkioille. Sisältövaatimuksissa on osin samoja yleisiä periaatteita kuin talletuspankkeja ja muita luottolaitoksia koskevassa EUsääntelyssä (CRD III ja IV). Artiklan 3 kohta ei sisällä yksiselitteistä kieltoa määrätä maksettavien palkkioiden enimmäismäärästä, mutta palkitsemispolitiikassa on artiklakohdan mukaan todettava, mitä on enintään maksettavissa sekä muuttuvien ja kiinteiden palkkioiden välinen suhde. Artiklakohta sisältää lisäksi vaatimuksen selostaa johdolle ehdotettujen palkkioiden ja työntekijöiden keskipalkkojen välisiä vertailutietoja ja perustella valittu suhde näiden välillä. Jos suhdeluja ei esitetä, listayhtiön on perusteltava poikkeaminen.

Koska direktiivin 2 artiklan 1 kohdan määritelmän mukaan johtaja tarkoittaa yhtiön hallintoelimen jäsentä, artiklan vaatimukset soveltuvat Suomessa listayhtiön hallituksen ja hallintoneuvoston jäseniin sekä yhtiön toimitusjohtajaan, jonka listayhtiössä tavanomaisesti valitsee hallitus.

Politiikka on artiklan 4 kohdan mukaan julkistettava päätöksen jälkeen ja pidettävä saatavilla yhtiön internetsivustolla.

Direktiivin 9 b artiklan 1 kohdan mukaan yhtiön on laadittava vuosittain jälkikäteen osakkeenomistajien hyväksyttäväksi johdon palkitsemista koskeva selvitys eli palkitsemisraportti (*en remuneration report*) artiklakohdassa määritellyin sisällöin. Raportissa on esitettävä olennaiset tiedot johdolle ja myös entiselle johdolle maksetuista palkkioista. Siinä on myös selostettava maksetut palkkiot verrattuna kolmeen edeltävään vuoteen sekä tieto siitä, millä edellytyksillä palkkiot ovat perittävissä takaisin.

Artiklan 3 kohdan mukaan osakkeenomistajien on päätettävä palkitsemisraportin hyväksymisestä viimeksi päättyneeltä tilikaudelta. Seuraavan vuoden palkitsemisraportissa yhtiön on selostettava, miten osakkeenomistajien edellinen päätös on otettu huomioon. Muuta yhtiöoikeudellista velvollisuutta direktiivissä ei ehdoteta. Komissiolla on artiklan 4 kohdan mukaan toimivaltuus antaa täytäntöönpanosäädös palkitsemisraportin sisällöstä ja esittämistavasta.

2.5 Lähipiiriliiketoimia koskeva yhtiökokouksen päätöksenteko (artikla 9 c).

Komissio haluaa parantaa yhtiöiden vähemmistöosakkeenomistajien suojaa sekä lisätä yhtiön läpinäkyvyyttä osakkeenomistajiin.

Yhtiön on 9 c artiklan 1 kohdan mukaan liiketoimen tekemisen yhteydessä julkistettava liiketoimi yhtiön lähipiirin kanssa, jos toimen arvo on yli 1 prosenttia taseesta. Yhtiön olisi lisäksi esitettävä liiketoimesta ns. kohtuullisuuslausunto (*en fairness opinion*). Yhtiökokous voi artiklakohdan toisen kappaleen

mukaan myöntää yhtiölle enintään 12 kuukaudeksi poikkeuksen esittää kohtuullisuuslausunto toistuvista liiketoimista (*en recurring transaction*) yksilöityjen osapuolten välillä. Liiketoimeen osallinen osakkeenomistaja ei saa käyttää äänivaltaa asiassa yhtiökokouksessa.

Osakkeenomistajien on 9 c artiklan 2 kohdan mukaan hyväksyttävä yhtiön lähipiiriliiketoimi, jonka arvo on yli viisi prosenttia yhtiön taseesta tai joka on yhtiön tuloksen tai liikevaihdon kannalta merkittävä. Liiketoimeen osallinen osakkeenomistaja ei saa käyttää äänivaltaa asiassa yhtiökokouksessa. Yhtiö ei saa sitovasti päättää liiketoiminta ennen osakkeenomistajien hyväksymistä. Jäsenvaltio voi artiklakohdan toisen kappaleen mukaan säätää, että yhtiökokous voi antaa yhtiölle enintään 12 kuukaudeksi valtuutuksen tehdä päätöksessä yksilöityjä toistuvia liiketoimia yksilöityjen osapuolten välillä. Artiklan 3 kohdassa on tätä pienempien lähipiiriliiketoimien yhteenlaskusääntö edeltävältä 12 kuukauden ajanjaksolta, jonka mukaan 2 kohdassa tarkoitettuja pienemmät liiketoimet tulevat osakkeenomistajien päätettäväksi jälkikäteen, jos ne ylittävät 5 prosenttia listayhtiön taseesta.

Artiklan 4 kohdan mukaan artiklan päätöksenteko- ja julkistamisvaatimuksia ei sovelleta kokonaan omistettujen konserniyhtiöiden välillä tehtyihin liiketoimiin.

Direktiivin 1 artiklan j alakohdan mukainen lähipiirin määritelmä vastaa kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja (IFRS). IAS 24.9 –standardin mukainen lähipiiri on laaja. Se sisältää listayhtiön konserni- ja osakkuusyhtiöiden lisäksi listayhtiössä määräys- tai vaikutusvaltaa suoraan tai välikäsiä kautta käyttävät osapuolet, osakkuusyrietykset, yhteisyrietykset, listayhtiön tai sen emoyrityksen avainhenkilöt, määräys- tai vaikutusvaltaa käyttävien tai avainhenkilöiden perheenjäsenet sekä työsuhteen päättymisen jälkeisiä etuuksia koskevat järjestelyt listayhtiön tai sen lähipiiriin kuuluvan yhteisön henkilöstöä varten. Lisäksi tilinpäätösstandardissa on lueteltu ne tahot, joita ei välttämättä lueta lähipiiriin kuuluviksi. Listayhtiöt noudattavat IFRS:ää, joten ne julkaisevat tilinpäätöksen liitetiedoissa olennaiset lähipiirin kanssa tehdyt liiketoimet.

2.6 Delegoidut säädökset (artikla 14 a)

Direktiivissä on useissa kohdin valtuuksia komissiolle antaa täytäntöönpanosäädöksiä: 3 a artiklan 5 kohta, 3 b artiklan 5 kohta, 3 c artiklan 3 kohta ja 9 b artiklan 4 kohta. Euroopan arvopaperikomitean (ESC) on *14 a artiklan* mukaan avustettava komissiota sen antaessa säädöksiä. Valtuuksia on käsitelty edellä kunkin kohdan yhteydessä.

2.7 Seuraamukset (artikla 14 b)

Direktiivin *14 b artiklan* mukaan jäsenvaltion on säädettävä tehokkaat, oikeasuhteiset ja varoittavat seuraamukset direktiivin perusteella säädettyjen kansallisten säännösten rikkomisesta. Tarkkoja seuraamustasoja ja -lajeja ei ehdoteta. Säädettyvät seuraamukset voidaan siten harkita kansallisesti ja ne riippuvat muun muassa siitä, mihin säädökseen direktiivin säännökset implementoidaan.

2.8 Tilinpäätösdirektiiviin (2013/34/EU) ehdotetut muutokset

Listayhtiöiden hallinto- ja ohjausjärjestelmää koskevaa selvitystä (*en corporate governance statement*) koskevaan tilinpäätösdirektiivin 20 artiklaan lisätään vaatimus palkitsemisraportin julkaisemisesta, jota on selostettu edellä 9 b artiklan kohdalla. Raportti tulee olemaan osa listayhtiön hallinto- ja ohjausjärjestelmää koskevaa selvitystä. Tilintarkastajalle lisätään vaatimus tarkistaa, että palkitsemisraportti sisältää säädetyt tiedot. Hallinto- ja ohjausjärjestelmää koskevan selvityksen muissa osissa tilintarkastajan tehtävä on laajempi.

3 Vaikutukset

3.1 Vaikutukset Suomen lainsäädäntöön

Direktiivin kansallinen täytäntöönpano on tehtävä 18 kuukautta direktiivin voimaantulosta, mikä tarkoittaa kansallisen sääntelyn voimaantuloa arviolta aikaisintaan vuoden 2016 puolivälissä. Sääntely koskee listayhtiöitä, eräitä rahoituspalvelualan yhteisösjoihtajia, arvopaperien säilyttäjiä ja valtakirja-

neuvonantoa tarjoavia toimijoita. Direktiivi vaatinee muutoksia arvopaperimarkkinalaikiin (746/2012), valtiovarainministeriön asetukseen arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta (1020/2012), kirjanpitoasetukseen (/1339/1997), osakeyhtiölakiin sekä osuuskuntalakiin (421/2013) listayhtiöiden ja pörsiosuuskuntien osalta. Valtakirjaneuvonantajista tarvittaneen uusi erityislaki. Lisäksi yhteisösjoihtajia koskevia sektorilakeja on mahdollisesti muutettava niiden velvollisuuksien osalta, jotka koskevat asianomaista toimijaa. Tällaisia lakeja ovat esimerkiksi henkivakuutusyhtiötä, ammatillisia lisäeläkekeitä tarjoavaa laitosta, rahastoyhtiötä taikka vaihtoehtorahastojen hoitajaa koskevat vakuutusyhtiölaki (521/2008), vakuutuskassalaki (1164/1992), eläkesäätiölaki (1774/1995), sijoitusrahastolaki (48/1999) ja laki vaihtoehtorahastojen hoitajista (162/2014).

Osa direktiivin säännöksistä on kirjoitustalvaltaan niin yksityiskohtaista, että asetustason sääntelyä taikka lainsäädännössä tunnustettua ja valvottua itsesääntelyä voidaan harkita yhtenä vaihtoehtona. Direktiivin seuraamusjärjestelmää koskeva väljä 14 b artikla ei aseta estettä harkita säännösten noudattamisen valvonnan ulkoistamista yksityisille toimijoille, kuten pörssille, jos kansallisesti päädyttäisiin joiltakin osin itsesääntelyyn.

Voimassa oleva kansallinen sääntely. Osakeyhtiölaissa ei ole nimenomaisia säännöksiä hallituksen ja hallintoneuvoston jäsenten sekä toimitusjohtajan palkkioita ja muita etuja koskevasta päätöksenteosta eikä palkkioiden ja etujen enimmäismääristä. Hallituksen ja toimitusjohtajan palkkioiden ja muiden etujen ehtoihin sovelletaan osakeyhtiölain säännöksiä yhtiön johdon yleisestä velvollisuudesta huolellisesti toimien edistää yhtiön etua (1 luvun 8 §), lähipiirilainoista ja omista osakkeista annettavista tiedoista toimintakeromuksessa (8 luvun 6—8 §) ja laittomasta varojenjaosta (13 luvun 1 ja 4 § ja 25 luvun 1 §). Lainsäädännön lisäksi Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi (2010) sisältää yksityiskohtaisia suosituksia listayhtiön toimielimien jäsenten ja johdon palkkioista sekä niitä koskevasta päätöksenteosta. Koodin uudistaminen tänä vuonna on vireillä.

Yhtiön toimielinten palkkojen ja palkkioiden esittämisestä tilinpäätöksessä säädetään kirjanpitoasetuksen 2 luvun 8 §:ssä. Listayhtiön tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen sisällöstä sekä yhtiön hallinto- ja ohjausjärjestelmästä annettavasta selvityksestä säädetään arvopaperimarkkinalain 7 luvun 6 ja 7 §:ssä sekä arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta annetussa valtiovainministeriön asetuksessa. Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin (2010) suosituksissa 41, 44, 46 ja 47 on suosituksia ns. palkka- ja palkkioselvityksestä. Listayhtiön on laadittava ja asetettava saataville internetsivustolle palkka- ja palkkioselvitys, joka sisältää kuvauksen johdon palkitsemista koskevasta päätöksentekojärjestyksestä ja palkitsemisen keskeisistä periaatteista sekä hallituksen jäsenille ja toimitusjohtajalle maksetuista palkkioista ja muista taloudellisista etuuksista.

Osakeyhtiölaissa ei ole yleisiä säännöksiä listayhtiön liiketoimia koskevien sopimusten alistamisesta yhtiökokouksen päätettäväksi. Hallitus voi kuitenkin saattaa osakeyhtiölain 6 luvun 7 §:n perusteella yhtiökokouksen päätettäväksi yleistöimivaltaansa kuuluvan asian. Lähipiiri liiketoimiin liittyviä intressiristiriitilanteita koskevat osakeyhtiölain yleissäännökset yhtiön johdon esteellisyydestä (6 luvun 4 §), osakkeenomistajien yhdenvertaisuudesta (1 luvun 7 §), yhtiön johdon yleisestä huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudesta (1 luvun 8 §) ja laittomasta varojenjaosta (13 luvun 1 ja 4 § ja 25 luvun 1 §). Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi (2010) ei sisällä suosituksia lähipiiritoimista.

3.2 Vaikutukset rahoitusmarkkinoihin ja niillä toimiviin

Direktiivi lisää yhteisösjointajien hallintokuluja lisääntyvien avoimuusvaatimusten ja mahdollisten toimintaperiaatteiden muuttamisen kautta. Myös omaisuudenhoito- palvelujen tarjoajien ja valtakirjaneuvonantajien hallintokulut voivat jonkin verran lisääntyä, joskin osa velvollisuuksista liittyy asiakkaalle annettavaan raportointiin ilman tietojen julkistamisvelvollisuutta.

Arvopaperitilejä ylläpitävien välittäjien tuotteet ja palvelut ja siten myös niiden pal-

velujen hinnoittelupohja saattavat muuttua osakkeenomistajien rajat ylittävään tunnistamiseen liittyvän palveluvelvollisuuden takia. On mahdollista, että suomalaiset arvopaperisäilyttäjät joutuvat rakentamaan yhteensopivia, uusia tietojärjestelmiä tai päivittämään nykyisiä järjestelmiään, mutta ne voivat direktiivin mukaan vyöryttää kustannuksia asiakkaille tai kolmansille tahoille. Jos näin tapahtuu, säilyttäjien toiminnan kustannukset eivät kasvane merkittävästi. On huomattava, että pankkien välillä on jo olemassa yhteisiä kansainvälisiä viestistandardeja (esimerkiksi SWIFT). Sen sijaan arvopaperien säilyttäjien omaisuudenhoitojärjestelmät eivät nykyisin tuota tietoja automaattisesti. Kyseisten tietovirtojen toimittamista arvopaperien säilyttäjien välillä on mahdollista tehostaa merkittävästi, mistä arvopaperitilejä ylläpitävät välittäjät saavat tehokkuushyötyjä ainakin pidemmällä aikavälillä.

Listayhtiöiden hallintokulut kasvavat hie-man palkitsemispolitiikan ja palkitsemisraportin laatimisvelvollisuuden kautta – palkitsemispolitiikan osalta joka kolmas vuosi. Koska voimassa olevan Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin mukaan listayhtiöt jo nyt laativat palkka- ja palkkioselvityksen sekä julkaisevat ne internetsivustollaan ja osin vuosikertomuksissaan, lisäys ei ole merkittävä. Lisäkustannuksia syntyy listayhtiöille palkkiopolitiikan ja palkitsemisraportin mahdollisesta käsittelystä yhtiökokouksessa, mutta jos päätös voidaan tehdä varsinaisessa yhtiökokouksessa, lisäkustannus ei ole merkittävä. Osakkeenomistajien tunnistamista koskevista säännöksistä johtuvia taloudellisia vaikutuksia listayhtiöille ei voida tarkkaan arvioida. Direktiivi ei ole selkeä sen suhteen, kenen tulisi kantaa kustannukset tietojen toimittamisesta tai yksittäisen osakkeenomistajan osallistumisesta yhtiökokoukseen. Listayhtiö kantaa tällä hetkellä kustannukset omista yhtiötapahtumistaan ja kustantaa myös tietojen hankkimisen ja välittämisen osakkeenomistajistaan ja osakkeenomistajilleen. Kansallisesti osakkeenomistajalle ei synny kustannuksia yhtiökokoukseen osallistumisesta, mutta rajat ylittävistä osallistumisesta välittäjät perivät tällä hetkellä yleensä palkkioita. Listayhtiöiden hallinnollinen taakka lisääntyy eniten lähipiiri liiketoimia

koskevien kohtuullisuuslausuntojen, uusien julkistamisvaatimusten sekä mahdollisten ylimääräistä yhtiökokousta edellyttäviä päätöksiä koskevien vaatimusten johdosta. Uudet vaatimukset voivat nostaa yhtiöiden kynnystä listautua säännellylle markkinalle ja ohjaavat niitä käyttämään vähemmän säänneltyjä rahoituskanavia.

Arvopaperimarkkinoiden ja yhtiön osakkeenomistajien kannalta hyödyllisen tiedon lisääntyminen ja osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksien ja sekä siihen liittyvä yhtiöiden avoimuuden lisääntyminen voivat nostaa kyseisen listayhtiön osakkeen arvostusta ja houkuttelevuutta sijoituskohteena. Epäsuorasti myönteinen vaikutus voi syntyä myös siitä, että yhtiössä osakkeenomistajina olevat yhteisösijoittajat aktivoituvat tavalla, joka sijoittajien piirissä koetaan lisäarvoa tuottavana. Jos uudet säännökset muodostuvat tarpeettomia yksityiskohtia sisältäviksi tai liian yleisluonteisiksi, markkinoiden ja osakkeenomistajien hyödyt lisäavoimuudesta jäävät todennäköisesti syntymättä.

3.3 Vaikutukset viranomaisten toimintaan ja muihin valvontaa suorittaviin toimijoihin

Direktiiviin perustuva kansallinen sääntely lisää valvontaviranomaisten tehtäviä ja siten niiden toimintakustannuksia siltä osin kuin direktiivin säännökset pannaan kansallisesti täytäntöön viranomaisten (esimerkiksi Finanssivalvonnan) määräyksiin tai ohjeisiin. Jos ne ulkoistetaan yksityisten luvanvaraisten toimijoiden sääntöihin (esimerkiksi pörssin tai arvopaperikeskuksen) taikka muille yksityisille toimielimille (esimerkiksi Arvopaperimarkkinayhdistyksen tai muun lainsäädännössä tunnustettua itsesääntelyä harjoittavan toimielimen antamiin suosituksiin), säännösten noudattamisen valvonta tulee lisäämään näiden toimijoiden kustannuksia valvontaan tarvittavien henkilöresurssien kautta.

4 Oikeusperusta

Direktiivi perustuu Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen (SEUT) 114 artiklan 1 kohtaan, jonka nojalla voidaan toteuttaa sisämarkkinoiden toteuttamista ja

toimintaa koskevia toimenpiteitä jäsenvaltioiden lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten lähentämiseksi sekä saman sopimuksen 50 artiklan 2 kohdan g alakohtaan. Jälkimmäisen artiklakohdan mukaan EU:lla on toimivaltuus koordinoida toimia muun muassa yhtiöiden osakkeenomistajien, velkojien ja muiden sidosryhmien etujen suojaamiseksi, jotta oikeuksia noudatettaisiin vastaavina koko EU:n alueella.

Päätöksentekomenettelynä on tavallinen lainsäätämisyjärjestys.

5 Toissijaisuus- ja suhteellisuusperiaate

EU:sta tehdyn sopimuksen toissijaisuusperiaatteen mukaisesti (SEU 5 artiklan 3 kohta) EU:n tasolla olisi toteutettava toimia vain, jos jäsenvaltiot eivät voi yksin riittävällä tavalla saavuttaa suunnitellun toiminnan tavoitteita, vaan ne voidaan toiminnan laajuuden tai vaikutusten vuoksi saavuttaa paremmin EU:n tasolla.

SEU 5 artiklassa määrätyn suhteellisuusperiaatteen mukaisesti EU:n toiminnan sisältö ja muoto eivät saa ylittää sitä, mikä on tarpeen perussopimusten tavoitteiden saavuttamiseksi. Oikeasuhteisuus tarkoittaa lähinnä ylisääntelyn kieltoa, jonka toteutuminen on kytketty toissijaisuusperiaatteeseen.

Valtioneuvosto pitää ehdotusta toissijaisuusperiaatteen mukaisena ja pääosin suhteellisuusperiaatteen mukaisena.

6 Toisten jäsenvaltioiden kannat

Toisten jäsenvaltioiden kannat eivät ole vielä tiedossa.

7 Ehdotuksen kansallinen käsittely ja käsittely Euroopan unionissa

Direktiivistä ja siihen liittyvästä luonnoksesta valtioneuvoston kirjelmäksi on kuultu markkinaosapuolia ja viranomaisia 16.5.2014. Lisäksi asiakirjoista on pyydetty kirjallisia lausuntoja valtioneuvoston EU-jaosto 10:lta (rahoituspalvelut ja pääomaliikkeet) ja jaosto 8:lta (sisämarkkinat) sähköpostitse.

Ehdotuksen käsittely on alkanut neuvoston työryhmässä 6.5.2014 ja jatkuu 3.6.2014.

8 Ahvenanmaan itsehallinto

Asia kuuluu Ahvenanmaan itsehallintolain (1144/1991) 27 §:n perusteella valtakunnan lainsäädäntövaltaan.

9 Valtioneuvoston kanta

Yleistä. Valtioneuvosto voi yhtyä direktiivin tavoitteisiin ja pitää sääntelyä pääosin hyödyllisenä ja oikeasuhteisena. Valtioneuvosto kannattaa pyrkimyksiä lisätä merkittävien osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksia listayhtiöissä lisäämällä avoimuutta sekä pyrkimyksiä poistaa esteitä rajat ylittävältä osakkeenomistajien oikeuksien käyttämiseltä. Lisäksi valtioneuvosto tukee listayhtiöiden osakkeenomistajien tunnistamista sekä yhtiöiden läpinäkyvyyttä suhteessa osakkeenomistajiin koskevaa ehdotettua uutta sääntelyä.

Valtioneuvosto katsoo kuitenkin, että eräät direktiivin artiklakohdista eivät ole oikeasuhteisia ja että eräät ehdotetut sanamuodot ovat tulkinnanvaraisia. Direktiivistä näyttäisi seuraavan listayhtiöiden ja muiden osapuolten hallinnollisen taakan kasvua samalla, kun tiettyjen säännösten vaikuttavuus on epävarma. Eräiltä osin direktiivin suhde muuhun EU-sääntelyyn esimerkiksi rahastosääntelyyn tai rahoitusvälineiden markkinat -sääntelyyn on epäselvä. Direktiivineuvotteluissa on siten tarpeen pyrkiä parantamaan ehdotetun sääntelyn laatua.

Direktiivin soveltamisala on rajattu 2 artiklan määritelmien kautta vain osaan listayhtiöiden merkittävistä yhteisöosakkeenomistajista. Eri yhteisösijoittajien toimintaympäristö ei siten muodostu tältä osin tasapuoliseksi. Direktiivineuvotteluissa onkin tarpeen selvittää, onko rajaus perusteltu.

Valtioneuvosto kannattaa osakkeenomistajien oikeuksien käyttämisen ja osakkeenomistajien tunnistamisen helpottamista rajat ylittävässä osakkeenomistuksessa (artiklat 3 a—3 d) sekä ehdotettua välittäjän velvollisuutta toimittaa osakkeenomistajien yksilöin-

tietoja sekä yhtiötietoja säilytysketjussa toisille välittäjille. Tiedot on tärkeää saada toimitetuksi tehokkaasti eteenpäin riippumatta siitä, kuinka monen arvopaperinvälittäjän kautta ne on toimitettava.

Valtioneuvosto katsoo, että 3 a artiklan 3 kohtaan sisältyvä vaatimus, jonka mukaan arvopaperien säilytysketjun kautta saatuja omistajatietoja saa käyttää vain osakkeenomistajien oikeuksien käyttämisen edistämiseksi, ei näytä sallivan sitä, että hankitut omistustiedot tulevat julkisiksi. Hallitusohjelman mukaisesti valtioneuvosto pyrkii siihen, että EU-lainsäädännössä edistetään osakeomistuksen julkisuutta. Suomessa esimerkiksi osakkeenomistajien äänivallan käyttämiseen yhtiökokouksessa liittyy kansallisessa sääntelyssä hyödyllistä avoimuutta. Valtioneuvosto pitää tärkeänä, että viranomaiset voisivat saada esimerkiksi yhtiötapahtumia varten kerätyt omistustiedot käyttöönsä esimerkiksi osinkojen lähdeverovalvontaa varten, mikä tällä hetkellä on erittäin hankalaa. Näistä syistä valtioneuvosto pyrkii direktiivineuvotteluissa kyseisen 3 kohdassa olevan vaatimuksen supistamiseen avoimuuden varmistamiseksi.

Lisäksi valtioneuvosto pyrkii direktiivineuvotteluissa vaikuttamaan siihen, että direktiivissä säädettäisiin selkeästi enimmäisajasta, esimerkiksi enintään 10 pankkipäivää, jonka kuluessa osakkeenomistajan yksilöintitieto olisi toimitettava yhtiölle. Lisäämällä määräaika varmistettaisiin, että tietojen toimittamisprosessi voidaan suunnitella ennustettavasti ja siten, että tieto on käytettävissä haluttuun tarkoitukseen ajoissa, esimerkiksi yhtiötapahtumaan. Valtioneuvosto katsoo, että direktiivissä tulisi pyrkiä asettamaan vaatimus, että rajat ylittävät tietojen toimittamispalvelut ovat osa säilytyspalveluja ja näiden palvelujen hinnoittelua, jolloin säilyttäjälle syntyy kannustin tehostaa palvelujen kustannusrakenteita. Direktiivi ei myöskään saisi estää tuotekehitystä tai innovaatiota tietojen toimittamisessa ja keräämisessä. Valtioneuvosto pyrkii vaikuttamaan siihen, että artiklan 2 kohdan säännöshinnoitteluperusteista muutetaan siten, että kotimaiset ja rajan yli tarjotut palvelut tulee EU:n alueella tarjota samaan hintaan.

Yhteisösijoittajien vaikuttamis – ja sijoitusstrategiaa koskevat julkistamisvaatimukset 3 f ja g artiklassa ovat varsin yksityiskohtaisia. Valtioneuvosto kannattaa sitä, että merkittävän yhteisösijoittajan on selostettava vaikuttamisstrategiaan (omistajapolitiikkaan), sijoitusstrategiaan ja käytetyn omaisuudenhoitajan toiminnan valvontaan liittyvät keskeiset seikat, kuten eturistiriitojen hallitsemista koskevat toimintaperiaatteet, äänestyspolitiikka ja valtakirjaneuvonantajien käyttöä koskeva politiikka. Parempi läpinäkyvyys noudatettuun omistajapolitiikkaan, sijoitusstrategiaan ja omaisuudenhoitojärjestelyihin parantaisi omaisuudenhoidon laadun ja palvelun kustannusten valvontaa sekä yhteisösijoittajan itsensä että sen asiakkaiden näkökulmasta. Näin olisi esimerkiksi rahastoyhtiöissä, vaihtoehtorahastojen hoitajissa sekä henkivakuutusyhtiöissä ja ammatillisia lisäeläkkeitä tarjoavissa laitoksissa. Tarkkaa sijoitusstrategiaa taikka sijoituspäätöksiä koskevia operatiivisia taikka arvopaperimarkkinoihin vaikuttavia tietoja ei kuitenkaan tulisi sisällyttää julkistettaviin tietoihin. On perusteltua, että omaisuudenhoitosopimuksen kannalta keskeiset seikat olisi kerrottava sopimuskomppanille. Artiklassa tarkoitetut sopijapuolet ovat ammattimaisia toimijoita, joten raportoinnin yksityiskohtien olisi voitava kehittyä markkinaehtoisesti. Valtioneuvosto pitääkin hyvänä, että 3 f ja 3 g artiklassa ei ole komissiolle valtuutta täytäntöönpanosäädöksen antamiseen.

Omaisuudenhoitajia koskevat avoimuusvaatimukset 3 h artiklassa ovat varsin yksityiskohtaisia ja ne koskevat sopimusvapauden piirissä olevia seikkoja. Ne voivat helpottaa yhteisöasiakkaan mahdollisuutta valvoa omaisuudenhoitajan toimintaa, mutta suhteellisuusperiaatteen kannalta on ongelmallista ulottaa näin yksityiskohtaista sääntelyä ammattimaisten toimijoiden välille. Direktiivineuvotteluissa suhde voimassa olevaan rahasto- ja vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevaan sääntelyyn on pyrittävä selvittämään tarkemmin. Lisäksi direktiivineuvotteluissa pyritään myös selvittämään tarkemmin, jos omaisuudenhoitajaa koskevat velvollisuudet hyväksytään, miksi ne eivät voisi kohdistua tasapuolisesti kaikkiin omaisuudenhoitajan ammattimaisiin sopijakumppa-

neihin, ei ainoastaan direktiivissä määriteltyihin yhteisösijoittajiin.

Valtioneuvosto kannattaa *valtakirjaneuvonantajia* koskevaa sääntelyä 3 i artiklassa. Kyseiset palveluntarjoajat ovat kansainvälisillä osakemarkkinoilla erittäin tärkeitä välikäsiä. Listayhtiöt ja osakkeenomistajat ovat esittäneet Suomessakin huolensa valtakirjaneuvonantajien äänestysohjeiden laadusta ja toiminnan mahdollisista eturistiriidoista.

Valtioneuvosto kannattaa avoimuuden lisäämistä *johdon palkitsemisesta* (artiklat 9 a–9 c), kuten johdon palkitsemispolitiikan sekä palkitsemisraportin laatimista ja julkaisemista. Osakkeenomistajien vaikutusvalta johdon palkitsemisissä on kannatettavaa. Se on tärkeä osa yrityksen hyvää hallinnointia ja osakkeenomistajien valvontaa, joka perustuu osakkeenomistajan yhtiöön sijoittamaan osakepääomaan ja osakkeenomistajien oikeuksiin valita yhtiön hallintoelimiä. Valtioneuvosto kannattaa sitä, että listayhtiön johtoa koskevasta palkitsemispolitiikasta päätetään etukäteen yhtiökokouksessa siten, että siihen sisältyvät keskeiset periaatteet, joita hallitus voi toimivaltansa puitteissa toteuttaa raportoiden maksetuista johdon palkkioista osakkeenomistajille tilikauden päätyttyä. Yhtiökokouksen ja hallituksen välistä yhtiöoikeudellista työnjakoa ei kuitenkaan tulisi hämärtää. Toimitusjohtajan, joka on sekä hallintoeelin että samalla osa toimivaa johtoa, valitsee tavanomaisesti hallitus. Siten valtioneuvosto ei pidä oikeasuhteisena sitä, että toimitusjohtajan palkkioita olisi etukäteen hyväksyttävä yhtiökokouksessa.

Valtioneuvosto kannattaa myös 9 b artiklaan sisältyvän vuosittaisen johdon palkitsemisraportin käsittelyä yhtiökokouksessa. Direktiivineuvotteluissa on pyrittävä täsmentämään, että raportin hyväksymisen ja hylkäämisen yhtiöoikeudelliset vaikutukset määräytyvät listayhtiöön sovellettavan yhtiölain mukaisesti. Artiklan 1 kohdassa ehdotettua komission valtuutta täytäntöönpanosäädöksen antamiseen valtioneuvosto pitää tarpeettomana ja pyrkii neuvotteluissa selvittämään mahdollisuutta sen poistamiseen. Palkitsemisraporttien muotojen on suotavaa antaa kehittyä markkinalähtöisesti, jolloin voidaan paremmin ottaa huomioon esimerkiksi pien-

ten listayhtiöiden tarpeet ja kansalliset erityispiirteet.

Valtioneuvosto pitää *lähipiiriliiketoimiin* liittyviä avoimuustavoitteita 9 c artiklassa hyödyllisinä mutta katsoo, että ehdotukset eivät ole kaikilta osin oikeasuhteisia.

Valtioneuvosto pitää ongelmallisena säätää 9 c artiklan 1 kohdan mukainen kaavamainen julkistamisvelvollisuus lähipiiriliiketoimen tekohetkellä, joka perustuu yksinomaan liiketoimen tasearvoa koskevaan prosenttikynnykseen sekä säätää kaavamainen kohtuullisuuslausunnon esittämisaatimus. Jos välittömästä lähipiiriliiketoimien julkistamisvaatimuksesta kuitenkin säädetään, sitä ei tulisi ulottaa yhtiön normaaliin liiketoimintaan kuuluviin liiketoimiin. Ne saattavat sisältää liikesalaisuuksia, joiden julkistaminen heti voi vahingoittaa yhtiötä ja sen osakkeenomistajia ja jos tiedote annetaan vahingon välttämiseksi liian yleisessä muodossa, julkistaminen ei palvele sijoittajia. Myös kaavamaisesti pyydyttävät kohtuullisuuslausunnot muodostavat listayhtiölle tarpeettoman hallinnollisen rasituksen ja hämärtävät hallituksen yhtiöoikeudellista vastuuta. Hallituksen vastuun selkeyden kannalta sen tulisi itse voida harkita, milloin se hankkii ulkopuolisen kohtuullisuuslausunnon. Lausunto voi olla tarpeellinen esimerkiksi silloin, kun lähipiiriliiketoimi ei kuulu yhtiön normaaliin liiketoimintaan eikä sen markkinaehtoisuus ole riidaton.

Vastaavasti valtioneuvosto pitää ongelmallisena artiklan 2 kohdassa edellytettyä osakkeenomistajien päätösvaatimusta, jos se koskisi kaavamaisesti kaikkia lähipiiriliiketoimia, jotka ylittävät tietyn prosenttikynnyksen tai ovat merkittäviä. Yhtiökokouksen päätösvaatimusta ei tulisi ulottaa lähipiiriliiketoimiin, jotka kuuluvat yhtiön normaaliin liiketoimintaan. Näihin ei liity vastaavaa vähemmistönsuojan tarvetta kuin poikkeuksellisiin tai muuten kuin kaupallisiin ehdoin listayhtiön johdon tai sen merkittävien osakkaiden

kanssa tehtäviin toimiin. Liian laaja-alaisesta vaatimuksesta seuraisi listayhtiöille tarpeeton hallinnollinen lisätaakka. Yhtiökokoukselle ei tulisi siirtää selkeästi operatiivista päätöksentekoa.

Listayhtiön on tilinpäätöksen liitetiedoissa IFRS:n mukaisesti (IAS 24) esitettävä kaikki päätyneen tilikauden aikana tehdyt olennaiset lähipiiriliiketoimet. Direktiivin oikeasuhteisuutta arvioitaessa tuleekin kiinnittää huomiota siihen, millaisten lähipiiriliiketoimien avoimuutta on tarpeen lisätä, kuten esimerkiksi, hyötykö lähipiiriin kuuluva vastapuoli lähipiiriliiketoimesta epäasianmukaisesti vai ei. Listayhtiön liiketoimintamalli ja omistajarakenne ovat lähtökohtaisesti läpinäkyviä ja sijoittajien tiedossa, jolloin voisi olla riittävää, että normaaliin liiketoimintaan kuuluvista lähipiiriliiketoimista riittäisi raportointi tilinpäätöksessä ja sen liitetiedoissa.

Jos osakkeenomistajien päätösvaatimuksesta säädetään, 9 c artiklan 2 kohdan toiseen kappaleeseen sisältyvä määräaikainen valtuutus tulisi koskea vain poikkeuksellisia liiketoimia. Sama koskee osakkeenomistajien valtuutusta olla hankkimatta kohtuullisuuslausuntoa, jos sellaisesta vaatimuksesta säädetään.

Valtioneuvosto pitää ongelmallisena 9 c artiklaan liittyvää osakkeenomistajan päätöksentekoon osallistumisen kaavamaisista kieltämisistä yhtiökokouksen päätöksenteosta, jos osakkeenomistaja on lähipiiriliiketoimen osapuoli. Osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:n mukainen osakkeenomistajien yhdenvertaisuus koskee yhtiökokouksen päätöksiä ja yhtäläisesti sekä enemmistö- että vähemmistöosakkeenomistajaa. Poikkeuksellisissa, muissa kuin yhtiön normaaliin liiketoimintaan kuuluvissa, merkittävässä lähipiiriliiketoimissa vaatimus riippumattomien osakkeenomistajien päätöksestä voi sen sijaan voi olla perusteltua. Se olisi omiaan parantamaan osakkeenomistajien suojaa epäasianmukaisia lähipiiriliiketoimia vastaan.