



## LAUSUNTO KOSKIEN OSAKKEENOMISTAJIEN OIKEUDET -TYÖRYHMÄN TYÖRYHMÄMUISTIOTA

Valtiovarainministeriö on pyytänyt Arvopaperimarkkinayhdistykseltä lausuntoa työryhmän muistioon osakkeenomistajien oikeudet –muutosdirektiivin kansallisesta täytäntöönpanosta. Arvopaperimarkkinayhdistys kiittää annetusta tilaisuudesta ja lausuu asiassa seuraavaa.

### Yleistä

Työryhmämuistio sisältää lainmuutosehdotukset niin kutsutun osakkeenomistajien oikeudet -direktiivin velvoitteiden kansalliseksi voimaansaattamiseksi. Direktiivin tavoitteena on edistää ja lisätä osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksia erilaisissa osakeyhtiön toimintaan liittyvissä asioissa. Tavoitteena on myös lisätä avoimuutta pörssiyhtiöiden ja sijoittajien välillä.

Direktiivillä yhdenmukaistetaan pörssiyhtiöiden hallinnointia koskevia menettelytapoja jäsenvaltioissa. Direktiivi toisaalta sisältää useita ns. jäsenvaltio-optioita, jotka mahdollistavat kansallisen harkinnan erilaisten sääntelyvaihtoehtojen välillä.

Arvopaperimarkkinayhdistys pitää työryhmämuistiota hyvin laadittuna, ja sen sisältämät lainsäädäntöehdotukset ovat direktiivin määräykset huomioiden pääosin kannatettavia. Lainsäädäntöehdotuksiin ei olennaisilta osin sisälly direktiivin määräykset ylittävää kansallista lisäsääntelyä. Niiltä osin kuin direktiivin ns. jäsenvaltio-optiot sallivat erilaisia kansallisia sääntelyvaihtoehtoja, työryhmän ehdotukset ovat kansallisen toimintaympäristön kannalta tarkoituksenmukaisia ja perusteltuja.

Työryhmän ehdotus palkitsemispolitiikan käsittelylle yhtiökokouksessa on kannatettava. Neuvoa-antava äänestäminen on ehdottomasti perutelluin vaihtoehto ottaen huomioon Suomen osakeyhtiölain hallinnointia koskevat periaatteet ja toimielinten vastuunjako.

Neuvoa-antavan äänestyksen lisäksi Arvopaperimarkkinayhdistys kannattaa työryhmän ehdotusta hyödyntää direktiivin sallima mahdollisuus poiketa palkitsemispolitiikan soveltamisesta yhtiön ennalta määritellyissä poikkeustilanteissa. Erityisen tärkeää on huolehtia siitä, että lainsäädäntö mahdollistaa toimitusjohtajan vaihtamisen kesken tilikautta ilman yhtiökokouksen järjestämistä. Uuden toimitusjohtajan nimittäminen ja toimitusuhteen ehdoista sopiminen osapuolia sitovasti ei voi edellyttää erillisen



yhtiökokouksen järjestämistä tai olla muutoin ehdollinen yhtiökokouksen päätöksistä. Yhtiökokouksen järjestäminen pörssiyhtiössä on paljon aikaa, rahaa ja resursseja vievä menettely, mistä syystä se ei sovi osaksi toimitusjohtajan nimittämistä koskevia prosesseja.

Arvopaperimarkkinayhdistys haluaa painottaa, että toimitusjohtajan nimittäminen kuuluu hallituksen tehtäviin, josta hallitus kantaa luottamusvastuun sekä osakeyhtiöoikeudellisen vastuun.

Arvopaperimarkkinayhdistys puoltaa valittua sääntelymallia, jossa lakitasoisia velvoitteita ehdotetaan tarkennettavaksi valtiovarainministeriön asetuksilla. Työryhmän ehdotuksessa on yhtä lailla tunnistettu mahdollisuus tarkentaa ja täydentää tiettyjä direktiivissä määriteltyjä velvoitteita myös itsesääntelyn avulla. Arvopaperimarkkinayhdistys pitää tärkeänä, että lainsäädännössä varmistetaan riittävä joustavuus ja mahdollisuus menettelytapojen kehittämiseen myös itsesääntelyn keinoin.

Arvopaperimarkkinayhdistys kannattaa lakiehdotusten jatkovalmistelua työryhmän ehdotusten mukaisesti ja toivoo, että jatkovalmistelussa joka tapauksessa otettaisiin huomioon tässä lausunnossa esitetyt näkökannat.

## **Yksityiskohtaiset kommentit**

### ***Palkitsemispolitiikasta äänestäminen ja sen sisältö***

Vallitsevana peruseriaatteena voidaan pitää sitä, että nimittämisestä vastaava toimielin päättää myös nimityksen kohteen palkitsemisesta. Siten yhtiökokous, joka nimittää hallituksen, päättää hallituksen jäsenten palkkioista. Vastaavasti hallitus, joka vastaa toimitusjohtajan nimittämisestä ja erottamisesta, päättää toimitusjohtajan toimitusuhteen ehdoista, kuten palkitsemisesta. Kun lisäksi Suomessa toimivaan johtoon kuuluvien henkilöiden nimittäminen hallitukseen on harvinaista, palkitsemispolitiikan käytännön merkitys rajoittuu toimitusjohtajan palkitsemista koskevaan päätöksentekoon.

Toimitusjohtajan valitseminen on hallituksen keskeisin tehtävä. Osakeyhtiöoikeudellisen huolellisuusperiaatteen velvoittamana hallituksen on tehtävässään huolellisesti toimien edustettava yhtiön etua. Käytännössä toimitusjohtajan valitseminen on kiinteässä yhteydessä palkitsemiseen ja muihin toimitusuhteen ehtoihin, jotka ovat viime kädessä hallituksen ja toimitusjohtajan välisen neuvottelun lopputulos.

Hallituksen nimittäminen kuuluu yhtiökokouksen tehtäviin. Yhtiökokouksessa myös päätetään hallituksen palkkioista. On tärkeää havaita, että toisin kuin hallituksen kohdalla, toimitusjohtajan nimittäminen ei tapahdu ennalta määrättyinä yhtiökokousajankohtana vaan toimitusjohtajat vaihtuvat kesken tilikauden hallituksen päätöksestä. Hallitus johtaa uuden toimitusjohtajan



nimittämiseen tähtääviä neuvotteluja ja päättää toimitusjohtajan valitsemisesta.

Arvopaperimarkkinayhdistys tulkitsee esitettyjä vaihtoehtoja siten, että neuvoa-antava yhtiökokouskäsittely varmistaisi sitovaa käsittelyä paremmin sekä yhtiön toiminnan jatkuvuuden että palkitsemisen läpinäkyvyyden osakkeenomistajille.

Yhtiökokouksen päättämä sitova palkitsemispolitiikka voisi rajoittaa hallituksen toimivaltaa tavoilla, jotka eivät olisi yhtiön edun mukaista. Palkitsemispolitiikka voisi estää hallitusta nimittämästä tai edes neuvottelemasta nimityksestä muutoin hyvänä pidettävien kandidaattien kanssa, jos yhtiökokouksen päättämä sitova palkitsemispolitiikka ei sallisi yhtiön kannalta parasta palkitsemiskokonaisuutta – siitäkkin huolimatta, että hallitus arvioisi muut käsillä olevat vaihtoehdot selvästi heikommiksi nimenomaan yhtiön edun kannalta. Tämä johtuu siitä, että vaikka hallitus hyödyntäisi ehdotuksen sallimaa mahdollisuutta väliaikaiselle poikkeamiselle, sitova palkitsemispolitiikka johtaisi tilanteisiin, joissa toimitusjohtajan kanssa neuvotellut toimitusuhteen keskeiset ehdot tulisivat ehdollisiksi yhtiökokouksen jälkikäteiselle hyväksynnälle. Tämä puolestaan lisää osapuolten epävarmuutta ja heikentää hallituksen neuvotteluasemaa – erityisesti koska sitova käsittely ei sisällä selvää ratkaisua yhtiökokouksen hylkäämän palkitsemispolitiikan oikeusvaikutuksista jo solmittuun sopimukseen.

Palkitsemispolitiikan sitova yhtiökokouskäsittely olisi myös omiaan sekoittamaan eri toimielinten vastuuta palkitsemista koskevassa päätöksenteossa. Nykyään vastuu palkitsemisesta on hallituksella, jonka on aina toimittava huolellisesti ja edistettävä yhtiön etua. Hallituksen vastuu kulminoituu vahingonkorvausvastuuseen. On syytä huomata, että yhtiökokouksessa päätösvaltaa käyttävillä yksittäisillä osakkeenomistajilla ei ole velvoitetta tai vastuuta toimia yhtiön edun, so. kaikkien osakkeenomistajien edun mukaisesti.

Vahingonkorvausvastuun lisäksi hallituksella on luottamusvastuu toimistaan. Julkisessa keskustelussa toisinaan hämärtyy se seikka, että Suomessa yhtiökokouksella on aina oikeus osoittaa tyytymättömyyttään hallituksen toimintaan erottamalla hallitus – tarvittaessa vaikka kesken sen toimikauden. Kansainvälisestä näkökulmasta osakkeenomistajien asema on tässä suhteessa poikkeuksellisen vahva Suomessa. Useissa muissa maissa yhtiökokous ei valitse hallitusta tai kaikkia sen jäseniä tai ei pysty erottamaan hallitusta kesken toimikauden ilman erityisiä syytä tai edellytyksiä.

Arvopaperiyhdistys pitää todennäköisenä, että sitova palkitsemispolitiikka johtaisi palkitsemispolitiikan sisällön kannalta ylivarovaisuuteen. Yhtiön ja osakkeenomistajien kannalta ei olisi mielekästä rajoittaa hallituksen toimivaltaa (ja toisaalta vastuuta). Tästä syystä palkitsemispolitiikan laatimista ohjaisi käytännössä se, miten mahdollistaa hallitukselle riittävän laajat



toimivaltuudet, minkä seurauksena palkitsemispolitiikoista tulisi todennäköisesti hyvin yleisluontoisia – kuten eräissä maissa voidaan jo nykyään havaita. Arvopaperimarkkinayhdistys katsoo, että tämä ei palvelisi osakkeenomistajia tai markkinaa yleisemminkään.

Arvopaperimarkkinayhdistys muistuttaa, että nykyinen hallinnointikoodi edellyttää pörssiyhtiöitä antamaan kattavasti ja yksityiskohtaisesti tietoja palkitsemispolitiikastaan, vaikka palkitsemista koskevaa raportointia ei nykyään edellytetä käsiteltäväksi yhtiökokouksessa. Sitova palkitsemispolitiikka voi siten johtaa tilanteeseen, jossa palkitsemista koskevien tietojen raportointi tosiasiallisesti heikkenee nykytilasta.

Neuvoa-antava palkitsemispolitiikan käsittely on toimitusjohtajaa vaihdettaessa joustavampi ja oikeusvaikutuksiltaan selkeämpi menettelytapa. Olettaen, että palkitsemispolitiikassa on riittävästi huomioitu väliaikaisen poikkeamisen tarve, hallitus voi käydä neuvotteluja uuden toimitusjohtajan kanssa ja sopia uusista toimisuhteen ehdoista siten kuin hallitus katsoo olevan yhtiön edun mukaista. Mikäli voimassa olevasta palkitsemispolitiikasta joudutaan poikkeamaan olennaisesti, uusi palkitsemispolitiikka on tuotava yhtiökokoukselle käsiteltäväksi. Tällöin osakkeenomistajilla on mahdollisuus äänestämällä esittää näkemyksiään esitetystä palkitsemispolitiikasta – ilman riskiä yhtiön kannalta epäedullisista oikeusvaikutuksista, kuten sopimuksen pätemättömyydestä tai tehottomuudesta.

Mikäli palkitsemispolitiikkaa ei hyväksytä neuvoa-antavassa käsittelyssä, palkitsemista voidaan jatkaa sopimuksen ja hallituksen esittelemän palkitsemispolitiikan mukaisesti ilman, että yhtiön toiminta häiriintyisi. Tosiasiallisesti hylkäävä päätös asettaa hallitukselle kuitenkin paineen joko neuvotella jo solmitun toimituspolitiikan ehdot uudelleen, etsiä uusi toimitusjohtaja tai kärsiä osakkeenomistajien luottamuksen menetyksestä esimerkiksi uutta hallitusta valittaessa.

Koska neuvoa-antavassa käsittelyssä palkitsemispolitiikka ei rajoita samalla tavalla hallituksen toimivaltaa kuin sitovassa käsittelyssä, neuvoa-antava käsittely antaa yhtiöille mahdollisuuden laatia seikkaperäisemmät kuvaukset palkitsemisen tavoitteista ja tarkoituksesta sekä mahdollisista keinovalikoimista, ja esittää nämä yhtiökokouksessa osakkeenomistajille keskusteltavaksi. Siten neuvoa-antava käsittely on omiaan toteuttamaan läpinäkyvyyttä.

Arvopaperimarkkinayhdistys pitää selvänä, että direktiivin implementoinnin jälkeenkin tulee olemaan sekä jäsenvaltioita, joissa palkitsemista koskeva päätöksenteko on sitovaa, että jäsenvaltioita, joissa äänestykset ovat neuvoa-antavia. Erot jäsenvaltioiden välillä juontuvat osin muista yhtiöoikeudellisista eroista, kuten siitä, onko käytössä ns. yksiportainen vai kaksiportainen hallitus tai kuuluuko hallitukseen tyyppillisesti henkilöitä yhtiön toimivasta johdosta.



Direktiiviä laadittaessa tämä on ilmeisesti tunnistettu, koska direktiivissä on nimenomaisesti säädetty asiaan kansallista liikkumavaraa. Arvopaperimarkkinayhdistys kannattaa palkitsemispolitiikkaa koskevien yksityiskohtaisten sisältövaatimusten kuvaamista asetustasolla – vastaavalla tavalla kuin nykyään toimitaan hallinto- ja ohjausjärjestelmästä annettavien selvitysten kohdalla. Tällä tavalla säilytetään mahdollisuus kehittää sisältövaatimuksia joustavammin kuin jos sisältövaatimukset olisi lueteltu sellaisenaan laissa.

Arvopaperimarkkinayhdistys pitää niin ikään tärkeänä, että työryhmä katsoo palkitsemispolitiikan yksityiskohtien tarkentamisen olevan mahdollista myös itsesääntelyn avulla. Arvopaperimarkkinayhdistys tulee arvioimaan tarkemmin muutos- ja tarkennustarpeet nykyiseen hallinnointikoodiin. Neuvoa-antava palkitsemispolitiikka on lähestymistapana selvästi sitovaa palkitsemispolitiikkaa yhdenmukaisempi nykyisen pörssiyritysten noudattaman hallinnointikoodin ja siinä määriteltyjen velvoitteiden kannalta. Kaikki pörssiyritykset ovat sitoutuneet noudattamaan hallinnointikoodia ja mm. siinä esitettyjä palkitsemista koskevia raportointivelvoitteita. Nykyinen hallinnointikoodi tuli voimaan vuonna 2016, jolloin myös palkitsemisen raportointi muuttui suositukseksi pakolliseksi. Hallinnointikoodin uudistaminen tapahtui hyvässä yhteistyössä eri ministeriöiden ja markkinavalvonnan kanssa.

#### ***Palkitsemisraportista äänestäminen ja sen sisältö***

Direktiivin lähtökohta ja työryhmän ehdotus on, että pörssiyritysten tulee julkistaa vuosittain palkitsemisraportti, joka esitellään myös yhtiökokoukselle. Palkitsemisraportista äänestäminen yhtiökokouksessa on neuvoa-antava. Arvopaperimarkkinayhdistys kannattaa ehdotettua ratkaisua.

Pörssiyritykset julkaisevat internetsivuillaan jo nykyäänkin hallinnointikoodin velvoittamina palkka- ja palkkioselvityksen, jossa raportoidaan päättyneen tilikauden aikana suoritettavat palkkiot. Nykyään vastaavien tietojen julkistaminen perustuu Arvopaperimarkkinayhdistyksen antamaan hallinnointikoodiin, kun ehdotuksen mukaan palkitsemisraportin julkaisua koskeva velvoite tulisi osaksi arvopaperimarkkinalakia. Ehdotuksen mukaan palkitsemisraportin vähimmäisisältö yksityiskohtineen määriteltäisiin asetuksessa, ja tätä voitaisiin tarkentaa itsesääntelyllä. Arvopaperimarkkinayhdistys kannattaa ehdotusta myös tältä osin.

#### ***Lähipiiritoimet ja päätöksenteko***

Arvopaperimarkkinayhdistys katsoo, että työryhmän ehdotus lähipiiritoimien avoimuuden ja päätöksenteon kehittämiseksi on keskeisiltä osin kannatettava.

Arvopaperimarkkinayhdistys on kiinnittänyt huomiota lähipiiritoimien päätöksentekoon nykyisen hallinnointikoodin valmistelun yhteydessä, jolloin



hallinnointikoodiin myös lisättiin uusi lähipiiriliiketoimia koskeva suositus. Ehdotettu lähipiirin määritelmä, joka pörssiyhtiöiden osalta saa sisältönsä IAS 24 sisällön kautta, on asianmukainen ja noudattelee nykytilaa ja hallinnointikoodissa esitettyjä suosituksia.

Myös työryhmän ehdottama olennaisuuden määrittely on kannatettava. Arvopaperimarkkinayhdistys katsoo, että mahdolliset euromääräiset tai taloudellisiin tunnuslukuihin perustuvat rajat olisivat luonteeltaan keinotekoisia ja johtaisivat käytännössä epätarkoituksenmukaisiin tilanteisiin.

Arvopaperimarkkinayhdistys yhtyy työryhmän ehdotukseen siitä, että olennaisuutta tulee arvioida yhtiön osakkeenomistajien ja yhdenvertaisuuden näkökulmasta, jolloin olennaisuuden rajaa arvioitaessa huomioitavaa voi olla myös toimialaa tai muuta toimintaympäristöä koskevat seikat sekä lähipiiritoimea koskevat poikkeavat erityispiirteet, jos sellaisia on.

Arvopaperimarkkinayhdistys katsoo, että työryhmän ehdotus on pääpiirteiltään kannatettava myös päätöksenteon osalta. Lähipiiritoimien osalta ensisijainen päätöksentekoeelin on hallitus, mikäli OYL:stä tai yhtiöjärjestyksestä ei muuta johdu. Tämä on tärkeää, jotta yhtiön päätöksenteon ja vastuiden määrittely pysyy selkeänä.

Työryhmä ehdottaa myös nykyisten esteellisyyssäännösten korvaamista uusilla, erityisillä päätösvaatimuksilla, joiden mukaan päätöksenteko olennaisissa lähipiiriä koskevissa asioissa edellyttäisi jatkossa kvalifioitua enemmistöä. Arvopaperimarkkinayhdistys katsoo, että ehdotus on kannatettava siltä osin kuin käsitellään hallituksen päätöksentekoa. Yhtiökokouksen päätöksenteon osalta ehdotettua kvalifioitua enemmistövaatimusta voi kuitenkin olla käytännön kannalta vaikea soveltaa ja se on omiaan lisäämään päätöksenteon ennakoimattomuutta eräissä tilanteissa.

Arvopaperimarkkinayhdistys katsoo, että lähipiiritoimia koskevaa ehdotusta tulisi arvioida tarkemmin yhtiökokouksen päätöksenteon osalta. Erityisesti palkitsemista ja eräitä muita toimia, kuten sulautumisia ja jakautumisia, koskevaan päätöksentekoon ei tulisi soveltaa ehdotuksen mukaista kvalifioitua enemmistövaatimusta. Arvopaperimarkkinayhdistys katsoo, että direktiivi sallii em. toimien jättämisen lähipiiritoimia koskevan sääntelyn ulkopuolelle.

### ***Lähipiiritoimien julkistaminen***

Direktiivin velvoitteista seuraa, että merkittävät lähipiiritoimet tulee julkistaa viimeistään kyseisten toimien toteutusajankohtana. Tämän velvoitteen implementoimiseksi ehdotetaan vastaavan lisäyksen tekemistä arvopaperimarkkinalakiin. Työryhmä ehdottaa myös, ettei direktiivissä todettua fairness opinion –lausuntoa säädettäisi pakolliseksi. Arvopaperimarkkinayhdistys kannattaa näitä työryhmän ehdotuksia.

**Hallinnolliset seuraamukset**

Arvopaperimarkkinayhdistys ei kannata työryhmän Finanssivalvonnalle ehdottamaa toimivaltaa seuraamusten määräämiselle, kun kyseessä on palkitsemispolitiikkaa, palkitsemisraporttia tai lähipiiriliiketoimien julkistamista koskevista velvoitteista. Arvopaperimarkkinayhdistys katsoo, että pörssin kurinpitolautakunta olisi riittävä ja toimivaltainen taho valvomaan ja asettamaan mahdollisia seuraamusmaksuja ko. asioissa. Finanssivalvonnalle ehdotettu rinnakkaistoimivalta luo lähinnä tulkintaepävarmuutta, kuluttaa Finanssivalvonnan resursseja ja lisää epäsuorasti yhtiöiden kustannuksia.

Mikäli Finanssivalvonnan seuraamuksia koskevasta toimivallasta ei voida luopua, tulisi kiinnittää huomiota tarkemmin siihen, miten viranomaisvalvonnan ja markkinoiden oman valvonnan välinen yhteistyö varmistetaan ja miten valvontatoimet järjestetään mahdollisimman tehokkaasti myös kustannusten osalta.

Kunnioitavasti,

Timo Ritakallio  
hallituksen puheenjohtaja  
Arvopaperimarkkinayhdistys ry