Seppo Villa
OTT, kauppaoikeuden professori
Helsingin yliopisto

Eduskunnan talousvaliokunnalle

Eduskunnan talousvaliokunta on pyytänyt minulta lausuntoa Oikeusministeriön E-kirjeestä (OM2020-00308) (”*E-kirje*”) Komission yritysten kestävää hallinnointia *(”sustainable corporate governance*”) ja asianmukaiseen huolellisuuteen perustuvaa yritysvastuuta (”*due diligence*”) koskevista aloitteista.

1 Mistä asiassa on kysymys?

EU-komissiossa ja Euroopan parlamentissa valmistellaan **(i) yritysten kestävää hallinnointia** koskevaa yhtiöoikeudellista sääntelyä (”*sustainable corporate governance*”) sekä **(ii)** tuotantoketjuja koskevan asianmukaisen huolellisuuden ns. **yritysvastuusääntelyä** ihmisoikeuksien ja ympäristöriskien huomioon ottamiseksi (”*human rights and enviromental due diligence*”).

Lausuntoni seuraa E-kirjeen systematiikkaa. Avaan kohdassa 4 erityisesti sitä, miksi yhtiölaissa (osakeyhtiölaissa) ei tulisi nimenomaisesti säätää yhtiön toiminnan tarkoituksen ja johdon yhtiöoikeudellisten velvollisuuksien kohdistamisesta yhtiön muihin sidosryhmiin.

Lausun kunnioittavasti seuraavaa.

2 Suomen kannat

2.1 Yritysvastuusääntely

Yritysvastuusääntely perustuu YK:n yrityksiä ja ihmisoikeuksia koskeviin ohjaaviin periaatteisiin ja OECD:n toimintaohjeisiin monikansallisille yrityksille. Suomi katsoo, että EU-tason yritysvastuusääntely tulisi toteuttaa horisontaalisena sääntelynä toimialakohtaisen vastuullisuussääntelyn sijaan.

Tämä kanta on perusteltu ja kannatettava tapa edetä asiassa.

2.2 Yritysten kestävä hallinnointi

Yritysten kestävää hallinnointia koskevan Suomen kannan mukaan yritysten kestävään hallinnointiin liittyviä tavoitteita tulee edistää tavalla, joka on sovitettavissa yhteen eri jäsenvaltioiden yhtiöoikeusjärjestelmien keskeisten, merkittävästi erilaisten, periaatteiden kanssa. Lisäksi on arvioitava huolellisesti, miltä osin yhtiön ja sen sidosryhmien (mm. henkilöstö, asiakkaat, julkinen valta) asema ja yhtiön toiminnan ulkoisvaikutukset (esim. ympäristövaikutukset) ovat paremmin otettavissa huomioon yritystoiminnan jär-

jestäytymismuodosta riippumattomassa erityislainsäädännössä, jossa erilaiset kestävyystavoitteet kyetään riittävän selkeästi määrittelemään. Suomi suhtautuu kriittisesti siihen, että johdon yhtiöoikeudellinen tehtävä määriteltäisiin EU-lainsäädännössä siten, että johdon olisi päätöksenteossaan otettava huomioon yhtiön sidosryhmien pitkän aikavälin etu.

Tämä kanta on perusteltu ja kannatettava tapa edetä asiassa.

3 Yritysvastuusääntely (”due diligence”)

E-kirjeen mukaan Suomi katsoo, että EU-tason yritysvastuusääntely tulisi toteuttaa horisontaalisena sääntelynä toimialakohtaisen vastuullisuussääntelyn sijaan.

Olen samaa mieltä E-kirjeessä esitetyn näkemyksen ja perustelujen kanssa.

4 Yritysten kestävä hallinnointi

4.1 Lähtökohdat

Kuten E-kirjelmässä todetaan, kuulemisen kohteena olevat vaihtoehdot yhtiöoikeudelliseksi sääntelyksi perustuvat olennaisilta osin komission teettämään selvitykseen[1], jossa tarkastelun pohjaksi on esitetty vertailutietoja eräiden EU-jäsenvaltioiden osakemarkkinoilla toimivien yhtiöiden vuosittaisesta varojenjaosta sekä tuotekehitys- ja muista investoinneista. Näiden taustatietojen perusteella on esitetty, että EU:ssa toimivat pörssiyhtiöt keskittyvät liiaksi osakkeenomistajien lyhyen aikavälin taloudellisen edun edistämiseen yhtiön pitkän aikavälin edun kustannuksella. Komission mukaan selvityksen tilastot osoittavat sijoittajien taholta yhtiöille tulevien lyhyen aikavälin paineiden kasvua sekä yhtiöiden toimintaan liittyvien pitkän aikavälin kestävyysriskien ja -vaikutusten puutteellista huomioon ottamista. Edelleen, komission arvion mukaan nykyiset johdon palkitsemisjärjestelmät ja hallitusten puutteellinen osaaminen vaikeuttavat kestävyystavoitteiden saavuttamista. Yhtiön sidosryhmien osallistuminen yhtiön päätöksentekoon on komission mukaan puutteellista ja johdon velvollisuutta toimia yhtiön pitkän aikavälin tavoitteiden mukaisesti ei panna täytäntöön riittävän tehokkaasti.

Selvitystä on kritisoitu laajasti.[2] Kritiikin kärki kohdistuu siihen, että komission teettämän selvityksen taustatiedot ovat puutteellisia, koska ne kattavat kaikkien kestävyystavoitteiden kannalta merkittävien EU-jäsenvaltioiden yhtiöiden sijaan vain osan EU-jäsenvaltioiden pörssiyhtiöistä ja perustuvat huomattavilta osin EU:n ulkopuolisten UK-yritysten tietoihin. Lisäksi kritiikissä kiinnitettään huomiota siihen, että selvityksessä on

[1] Study on directors’ duties and sustainable corporate governance / July 2020. Raportin on tehnyt EY (Ernest & Young) EU:n komission DG Justice and Consumers yksikölle.

[2] Muun muassa pohjoismaiset yhtiöoikeusproferssorit ja -asiantuntijat (Paul Krüger ANDERSSEN, Andri Fannar BERGÞÓRSSON, Tore Søren Friis HANSEN, Jesper Lau HANSEN, Svante JOHANSSON, Morten KINANDER, Mårten KNUTS, Erik LIDMAN, Troels Michael LILJA, Niels Skovmand RASMUSSEN, Caspar ROSE, Per SAMUELSSON, Matti J. SILLANPÄÄ, Gustaf SJÖBERG, Rolf SKOG, Daniel STATTIN, Therese STRAND, Veikko VAHTERA, Seppo VILLA ja Erik WERLAUFF) ovat esittäneet kritiikkinsä vastauksessaan komission raporttiin. ”Response to the Study on Directors’ Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars” sekä Harvardin professorit (Mark J. ROE, Holger SPAMMAN, Jesse M. FRIED, J. Mark RAMSEYER, Allen FERRELL, Reinier KRAAKMAN, Lucian A. BEBCHUK, ja Robert C. CLARK.) paperissaan Law and Business Professors’ Submission to the EU on EY’s “Study on directors’ duties and sustainable corporate governance” Response to the European Commission’s call for feedback on its Sustainable Corporate Governance initiative.

vertailtu varojenjaon ja investointien osalta toiminnan tunnuslukuja, jotka perustuvat varojenjaon bruttomääriin eikä nettomääriin, mikä johtaa kokonaisuutena arvioiden huomattavasti erilaiseen lopputulokseen.

Kritiikin peruste liittyy kuitenkin keskeisesti siihen, miten yrityksen – ja käytännössä – osakeyhtiön toiminnan tarkoituksen sisältö, teoria (maksunsaantijärjestys, rahoitusteoria ja oppi valistuneesta arvon maksimoinnista) ja käytäntö hahmotetaan suhteessa yhtiön pitkän tai lyhyen ajan tavoitteiden välillä, mitä tarkoittaa toimiminen osakeyhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien edun mukaisesti, mitä yrityksen yhteiskuntavastuu tarkoittaa ja miten osakeyhtiön johdon huolellisuus ja fidusiaariset velvoitteet käytännössä tarkoittavat suhteessa yhtiön etuun ja sen eri intressitahoihin. Tiivistettynä kysymys on siitä, miten osakeyhtiö ja sen toiminnan tarkoitus ymmärretään.

Nämä teemat koskettavat erityisesti EU:n komission kuulemisen seuraavia kysymyksiä:

1) Yhtiön johdon tehtävän osalta komissio kerää palautetta ehdotukseen, jonka mukaan johdon yhtiöoikeudellinen tehtävä tulisi EU-lainsäädännössä määritellä siten, että johdon olisi päätöksenteossaan otettava huomioon yhtiön sidosryhmien pitkän aikavälin etu.

2) Johdon velvollisuuksien täytäntöönpanon osalta kuulemisella selvitetään erityisesti, pitäisikö yhtiön ulkoisilla sidosryhmillä olla käytössä nykyistä laajemmat oikeussuojakeinot esimerkiksi yhtiöoikeudellisen vahingonkovauksen vaatimiseksi.

3) Yhtiön kestävyysstrategioiden osalta komissio kerää palautetta siihen, tulisiko EU-tasolla säätää kestävyysriskien, -vaikutusten ja mahdollisuuksien huomioon ottamisesta yhtiöiden strategioissa (ml. yhtiötason päätöksenteko ja valvonta).

4) Kuulemisella selvitetään, tulisiko ja miten yhtiön ulkoisia sidosryhmiä osallistaa yhtiön päätöksenteon valmisteluun ja päätöksentekoon; kuulemisasiakirjoissa ei ole henkilöstön osallistumista koskevien menettelyjen ohella esitetty vaihtoehtoisia malleja sidosryhmien osallistamiseksi.

2.2 Osakeyhtiön toiminnan tarkoitus (Yhtiön johdon tehtävä, johdon velvollisuuksien täytäntöönpano ja sidosryhmien osallistaminen yhtiön päätöksentekoon)

Osakeyhtiön perustamiseen on syynsä, eikä se synny tyhjästä. Yleensä yritystoimintaa aletaan harjoittaa siinä tarkoituksessa, että toiminta tuottaisi harjoittajalleen tuloa (voittoa). Osakeyhtiömuoto on kehittynyt tarpeesta rahoittaa ja organisoida yritystoimintaa. Sen kehityksen keskeisenä, rahoitustekijään liittyvänä vaikuttimena on toiminut tarve jakaa ja rajoittaa yritystoimintaan liittyvää riskiä sekä kohdistaa kontrollia maksunsaantijärjestyksessä viimesijaiselle taholle, koska heillä on suurin intressi valvoa, että johto toimii yhtiön edun mukaisesti. Muiden intressitahojen asema sekä oikeudet ja velvollisuudet perustuvat sopimukseen ja muuhun (erillis)sääntelyyn.

Osakeyhtiöön ja sen harjoittamaan liiketoimintaan varojaan sijoittavat pyrkivät yleensä siihen, että sijoitus tuottaisi hyvin suhteessa siihen liittyvään riskiin. Erityisesti tämä koskee niitä sijoittajia, jotka kantavat yritystoiminnan residuaaliriskin ja jotka siten saavat hyväkseen toiminnan residuaalituoton. Osakeyhtiön systematiikan mukaan residuaa-

lisijoittajiksi kohdentuvat osakkeenomistajat. Tämä on lähtö kohtana myös osakeyhtiölaissa. OYL 1 luvun 5 §:n mukaan yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin.

Yrityksen rahoitusteorian mukaan yrityksen (ja yritysjohdon) tavoitteena on yrityksen omistajien varallisuuden kasvattaminen ajan suhteessa. Määrittämällä osakeyhtiön toiminnan tarkoitus voiton tuottamiseksi osakkeenomistajille vastataan kysymykseen, mihin osakeyhtiön toiminnassa on pyrittävä, mikä on osakeyhtiön toiminnan tarkoitus ja tavoite. Agentin (yhtiön johdon) fidusiaarisista velvollisuuksista seuraa, että agentilla on velvollisuus toimia päämiehen edun mukaisesti. Yhtiön johdolla on velvollisuus edistää yhtiön etua osakeyhtiölain ja yhtiöjärjestyksen osoittamalla ja edellyttämällä tavalla. Johdon velvollisuus perustuu OYL 1 luvun 8 §:n säännökseen, jonka mukaan yhtiön johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua. Yhtiön etu hahmottuu niin, että yhtiön edun mukainen toimi on lähtökohtaisesti yhtiön kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun mukainen. Näin arvioinnin keskiössä on yhtiön edun hahmottaminen kulloinkin käsillä olevissa liiketoimintatilanteissa. Osakeyhtiölain vallitseva tulkinta on, että yhtiön etu kytkeytyy tiiviisti liiketoimintapäätösten tekemiseen yhtiön toiminnan tarkoituksen saavuttamiseksi. Kun yhtiön toiminnan tarkoitus on voiton tuottaminen osakkeenomistajille, yhtiön edun mukaisena toimena on pidettävä toimea (liiketoimea), joka tehdään tässä yhtiön toiminnan tarkoituksen intressissä. Tällöin yhtiön edun mukainen toimi on myös kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun mukainen – ja toteuttaa osakkeenomistajien johdolle määräämää tehtävää, elleivät he ole sitä yhtiöjärjestyksellä muuksi määränneet.

Yhtiön johdon fidusiaarisia velvollisuuksia määrittelevän OYL 1 luvun 8 §:n säännöksen teoreettisena taustana on päämies-agenttiteoria, jossa osakkeenomistajan ja yhtiön johdon välinen suhde ymmärretään sopimuksenomaisena suhteena yhtiön hoitamisesta osakkeenomistajien edun mukaisesti. Yhtiöoikeudellisesta päämies-agenttidoktriinista voidaan tiivistäen todeta, että johdon velvollisuus edistää yhtiön etua tarkoittaa velvollisuutta toimia lojaalisti kaikkia osakkeenomistajia kohtaan toimimalla yhtiön ja yhtiön kaikkien osakkeenomistajien, niin sanotun osakkeenomistajakollektiivin, edun mukaisesti. Osakkeenomistajien edulla tarkoitetaan tällöin yhtiön kaikkien osakkeenomistajien yhteistä etua, joka on siis lähtökohtaisesti yrityksen pitkän aikavälin voiton, toisin sanoen osakkeenomistajien omistamiin yhtiön osakkeisiin kohdistuvan varallisuusarvon, posititiivinen kehittyminen. Näin osakeyhtiön toiminnan tarkoitus rajoittaa osakeyhtiön johdon toimivaltaa ja ohjeistaa johtoa siitä, miten sen tulisi tehtävässään toimia. Päätökset, jotka eivät edistä yhtiön toiminnan tarkoitusta ja siis yhtiön ja osakkeenomistajien yhteistä etua, ovat kiellettyjä.

Osakeyhtiölaissa ei kuitenkaan tarkemmin määritetä, mitä voiton tuottamisella osakkeenomistajalle tarkoitetaan. Käsitteen sisältö on osakeyhtiölaissa abstrakti mutta käytännössä moninainen. Sitä voidaan yhtäältä hahmottaa tilinpäätöksen tuloslaskelmasta ilmenevän tilikauden voiton, taseen osoittaman oman pääoman tai jakokelpoisten varojen määrän ja yhtiön varallisuusaseman (omaisuuden) relaationa tai toisaalta yhtiön antamien osakkeiden markkinahinnan perusteella taikka näiden yhdistelmänä.

Tarkasteltaessa osakeyhtiön intressitahojen asemaa suhteessa riskiin osakkeenomistajan residuaaliasemasta seuraa, että voiton tuottaminen osakkeenomistajille on tarkastelun luonnollinen lopputulos. Osakeyhtiön generoimat mahdolliset voitot ja tappiot kertyvät viime kädessä osakkeenomistajan hyödyksi tai haitaksi. Voitontuottamistarkoitusta kos-

keva säännös ei tarkoita velvollisuutta tuottaa mahdollisimman suurta määrää voitonjakokelpoisia varoja (voittoa) lyhyellä aikavälillä, vaan voiton tuottamista on tarkasteltava arvioimalla yhtiön toimintaa pidemmältä ajalta. Näin muun muassa investoinnit, tuotekehitys, yhtiön tuotteiden ja palveluiden markkinointi sekä henkilöstön kouluttaminen ja taitojen kehittäminen liittyvät voiton tuottamiseen, jos ne ovat yhtiön ja sen osakkeenomistajien etujen mukaisia toimenpiteitä. Toisaalta on huomattava, että voitontuottamistarkoituksen vastaista voi olla lyhyen aikavälin voiton maksimointi, jos se tapahtuu yhtiön pitkän aikavälin toimintaedellytyksiä heikentämällä. Voitontuottamisen perustelujen logiikassa lähdetään myös siitä, että voitontuottamiskyvyn parantaminen lisää yhtiön arvoa, mikä ilmenee riskimarkkinoilla yhtiön liikkeessä olevien arvopapereiden arvon vahvistumisena.

Voitontuottamistarkoitus ja pyrkimys kestävään arvonluontiin osakkeenomistajien yhteisessä intressissä eivät ole ristiriidassa keskenään. Voiton tuottamisessa on toimittava noudattamalla yhteiskunnallisesti hyväksyttyjä menettelytapoja. Osakeyhtiöt ovat aina velvollisia noudattamaan kaikkea niiden toimintaan liittyviä lakeja. Lain vähimmäisedellytysten täyttäminen ei välttämättä johda yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien edun täyttymiseen. Näin yhtiön edun sisällön arvioinnissa voidaan pitää hyväksyttävinä toimina yrityksen julkiseen kuvaan vaikuttavia toimia, kuten toimimista kestävän kehityksen mukaisesti tai muita sellaisia toimia, jotka vaikuttavat pitkällä aikavälillä yhtiön edun mukaisina ja sitä vahvistaen. Voiton tavoittelun on myös tapahduttava aina oikeusjärjestyksen (lakien yms.) mukaisesti. Oikeusjärjestyksen vastainen voiton tavoittelu ei ole hyväksyttävää eikä sallittua. Näin osakeyhtiön toimintaa koskevassa erillissääntelyssä otetaankin huomioon myös osakeyhtiön kaikkien intressiryhmien oikeudet ja perustellut odotukset. Tätä kutsutaan yritysten yhteiskuntavastuuksi.

Yhtiön voitontuottamistarkoitus korostaa yhtiön pitkän aikavälin voiton kerryttämistä siten, että yhtiön toiminnassa otetaan huomioon yhtiön toimintaympäristö ja toimitaan yhteiskunnallisesti hyväksyttävien menettelytapojen mukaisesti. Lisäksi yhtiön toiminnan on täytettävä yhtiön johdon kaikkiin yhtiön osakkeenomistajiin kohdistuvat fidusiaariset velvollisuudet. Valistuneen arvonmaksimoinnin oppien avulla sovitetaan yhteen osakkeenomistajakeskeisyys sekä yhtiöiden toimintaympäristön monimutkaistumisen ja yhteiskuntavastuun sekä kestävän arvonluonnon asettamat vaatimukset. Tällöin yhtiön etua koskevan doktriinin näkökulmasta asia palautuu siihen, miten johto täyttää velvollisuutensa. Jos johto katsoo, että muuntamalla liiketoimintamekanismejaan markkinoiden, asiakkaiden ja rahoittajien odotusten mukaisesti sillä on mahdollisuus toteuttaa toimintansa tarkoitus aikaisempaa paremmin ja kestävämmin tai pysäyttää vallitseva laskeva kehitys. Kyse on hallituksen normaalista yhtiön strategiaan liittyvästä tehtävästä, eli siitä, millä tavalla toimien yhtiön johto toteuttaa parhaalla mahdollisella tavalla yhtiön toiminnan tarkoitusta. Karrikoiden sanottuna siitä, ”miten maali tehdään”, eli miten liiketoimintaa harjoitetaan.

Yritysrahoituksessa toimii yleinen taloustieteellinen sääntö, jonka mukaan sijoituksen tuotto on suhteessa siihen liittyvään riskiin eli tuotto korreloi riskiä. Riskin lisääminen kasvattaa sijoituksen tuotto-odotusta. Sijoituksen suhde riskiin liittyy olennaisena osana niin oman kuin vieraankin pääoman ehdoin tehtyihin sijoituksiin. Sijoituksen suhde riskiin on viime kädessä se ratkaiseva piirre, joka erottaa oman pääoman vieraasta pääomasta, ei niinkään riskin rajoittuminen yhtiöön sijoitettuun pääomaan. Sijoituksen suhde riskiin näyttäytyy sijoituksen asemana sijoitusten välisessä maksunsaantijärjestyksessä. Mitä riskillisempi sijoitus, sitä huonomman aseman se saa sijoitusten välisessä mak-

sunsaantijärjestyksessä. Sijoituksen suhde yritysriskiin jakaa myös yritykseen liittyvien hallinnollisten oikeuksien kohdentumisen. Osakesijoituksen viimesijaisella ja residuaalisella luonteella on perusteltavissa, miksi juuri osakesijoitukseen on yhtiön tehokkaan hallinnoimisen kannalta tarkoituksenmukaista liittää yhtiötä koskevat kontrollioikeudet, eikä jakaa niitä muiden intressitahojen kesken. Jos yhtiön toimialan ja toiminnan tarkoituksen – yhtiöintressin – toteuttamisesta syntyvä voitto tulisi jakaa yhtiön kaikkien intressitahojen kesken riskisuhteesta poikkeavalla tavalla, riskiteorian mukaan voiton mahdollisuutta vastaavan tappion mahdollisuuden tulisi jakautua vastaavasti. Samalla perusteella on arvioitava yhtiökontrollin jakautumista.

Johtopäätös

Edellä sanottuun perustuva johtopäätökseni on, että yhtiön johdon päätöksentekoon on suomalaisessa mallissa sisäänrakennettu olettama, että johto pyrkii toteuttamaan velvollisuuksiaan niin, että se ottaa yhtiön toiminnassa huomioon kaikki yrityksen toimintaan vaikuttavat seikat ja intressitahojen edut osana liiketoiminnan harjoittamista, jotka ohjaavat yhtiön toiminnan tarkoituksen toteutumista. Siten yhtiön toiminnan tarkoitus tai tehtävää ei tule määrittää niin, että johdon olisi päätöksenteossaan otettava huomioon yhtiön sidosryhmien pitkän aikavälin etu, koska tämä on jo nyt sisäänrakennettu nykyiseen toiminnan tarkoitusta koskevaan säännökseen. Jos näin kuitenkin tehtäisiin, niin osakeyhtiölaki olisi kirjoitettava suuressa määrin uusiksi, koska mahdollinen muutos vaikuttaisi muun muassa lain systematiikkaan, säännösten keskinäisiin suhteisiin, toimielinten välisiin vastuurakenteisiin sekä residuaaliriskin ja kontrollin välisen jännitteen rikkoutumiseen.

Siten E-kirjeessä sanottu ”*Yhtiön toiminnan tarkoituksen ja johdon yhtiöoikeudellisten velvollisuuksien kohdistaminen yhtiön muihin sidosryhmiin johtaisi haastaviin kysymyksiin mm. siitä, minkä sidosryhmän etua ja miten johdon on edistettävä, kun sidosryhmien väliset tai saman sidosryhmän sisäiset (esim. eri maissa olevan henkilöstön) intressit ovat ristiriidassa eikä kaikkia intressejä voida toteuttaa yhtä aikaa. Johdon tehtävän muuttaminen olisi lisäksi omiaan aiheuttamaan yhtiöoikeudellisen vahingonkorvaussäännöstön soveltamisen kannalta merkittäviä uusia kysymyksiä*” vastaa käsitystäni osakeyhtiön toiminnan tarkoituksesta ja sen taustalla vaikuttavista teorioista ja opeista. Ja jälleen karrikoiden sanottuna: ”pyörä ei ole rikki, vaan se palvelee tarkoitustaan erinomaisesti”. Yhtiön toiminnan tarkoituksen ja johdon yhtiöoikeudellisten velvollisuuksien kohdistaminen yhtiön muihin sidosryhmiin rikkoisi lain keskeisen sisällön ja systematiikan.

Sanotuista syistä kestävyys- ja eri intressitahojen etujen huomioon ottaminen on hoidettava erillissääntelyllä ja niin, että sääntely koskee samalla tavalla kaikkia toimijoita.

2.3 Yhtiön kestävyysstrategian valmistelu ja vahvistaminen

E-kirjeen mukaan Suomi pitää yleisellä tasolla kannatettavana, että yhtiöitä kannustetaan tuomaan kestävyyskysymysten arviointi osaksi niiden hallinnointia (corporate governancea).

Käsitykseni mukaan suomalaiset pörssiyhtiöt toimivat sanotulla tavalla jo nyt. Kestävällä tavalla toimiminen on osoittautunut arvioitaessa yritysten menestystä markkinoillaan johtavaksi liikestrategiaksi. Yhtiöiden johto on havainnut, että markkinat odottavat yh-

tiöiden toimivan kestävällä tavalla ja siis karrikoidusti sanottuna, että yhtiön johto ymmärtää, ”miten maali on tehtävä”.

Olen samaa mieltä E-kirjeessä esitetyn näkemyksen kanssa. Kestävyysstrategiaa koskeva sääntelyn tulisi kuitenkin jättää riittävä liikkumavara yhtiön johdolle, koska kaikkia yhtiön päätöksenteossa tapauskohtaisesti huomioon otettavia muuttuvia tekijöitä ei voida riittävän tarkasti tunnistaa ja kuvata etukäteen laadittavissa strategioissa.

2.4 Yhtiön johdon palkitseminen

E-kirjeen mukaan Suomi pitää yleisellä tasolla kannatettavana, että yhtiöitä kannustetaan tuomaan kestävyyskysymysten arviointi osaksi yhtiöiden johdon palkitsemisjärjestelmiä.

Käsitykseni mukaan tällä tavalla toimitaan nykyisinkin useissa suomalaisissa pörssiyhtiöissä. Kestävyysargumentit ovat mukana johdon palkitsemisen elementteinä. Yhtiön ovat siis tunnistaneet kestävällä tavalla toimimisen merkityksen ”maalin tekemisessä” yhtiön liiketoiminnassa.

Olen samaa mieltä E-kirjeessä esitetyn näkemyksen kanssa. Ottamalla kestävyyttä koskevia elementtejä palkitsemisjärjestelmiin (kannustinjärjestelmiin) johto sitoutuu kehittämään oman ansaintalogiikkansa ohjaamana yhtiön liiketoimintaa sanottuun suuntaan.

2.5 Riittävän kestävyysosaamisen huomioon ottaminen hallituksen kokoonpanossa

E-kirjeen mukaan Suomi pitää yleisellä tasolla kannatettavana, että yhtiöitä kannustetaan huomioimaan johdon kestävyysosaamisen monimuotoisuus.

Käsitykseni mukaan tällä tavalla toimitaan nykyisinkin useissa suomalaisissa pörssiyhtiöissä. Yhtiön ovat tunnistaneet kestävällä tavalla toimimisen merkityksen yhtiön liiketoiminnassa, ottaneet huomioon kestävyysosaamistarpeet ja muokanneet hallituksen monimuotoisuutta hallituksen kokoonpanoissaan.

Olen samaa mieltä E-kirjeessä esitetyn näkemyksen kanssa.

2.6 Yhtiön omien osakkeiden hankkiminen

E-kirjeen mukaan Suomi suhtautuu erittäin kriittisesti yhtiön omien osakkeiden hankkimisen (ns. ”share buybacks”) rajoittamiseen EU-tason sääntelyllä, koska tällaisella sääntelykeinolla ei käytännössä arvioida olevan merkitystä yhtiön kestävään hallintoon liittyvien tavoitteiden edistämisen kannalta. Kestävästä hallinnoinnista käydyssä keskustelussa yhtiön varojenjaon on arvioitu heikentävän yhtiön pitkän aikavälin tavoitteiden saavuttamista, mutta keskustelussa ei ole perusteltu, miksi yhtiöstä ulospäin suuntautuvista kassavirroista juuri osakkeenomistajien sijoitukselle maksettavaa tuottoa olisi pidettävä haitallisempana kuin esimerkiksi vieraan pääoman ehtoisen sijoittajan antamalle velkarahoitukselle maksettavaa korkoa. Rahoituksella on aina hintansa siitä riippumatta, onko sen sisältö oman tai vieraan pääoman ehtoinen. Lisäksi oman pääoman ehdoin yhtiöön tehty sijoitus on aina takasijainen suhteessa vieraan pääoman ehtoiselle sijoitukselle. Myös oman pääoman ehtoiselle sijoituksella tulee olla vieraan pääoman

ehtoisen rahoitukseen nähden rinnastuva mahdollisuus saada pääoman palautusta yhtiöstä.

Olen samaa mieltä E-kirjeessä esitetyn näkemyksen kanssa.

Helsingissä, 10. päivänä joulukuuta 2020



Seppo Villa
Kauppaoikeuden professori
Helsingin yliopisto