OIKEUSMINISTERIÖ
JUSTITIEMINISTERIET

LAUSUNTO

Oikeusministeriö
Yksityisoikeus- ja oikeudenhoito-osasto
LsN Juha Jokinen

13.2.2023

Eduskunnan talousvaliokunnalle

U 106/2022 vp

1 Yleistä

Valtioneuvoston U-kirjelmän liitemuistiossa kuvatulla tavalla Euroopan komissio on joulukuussa 2022 antanut samanaikaisesti kolme listautumista koskevaa lainsäädäntöehdotusta. Komission ehdotukset liittyvät pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman täytäntöönpanoon.

Komission ehdotuksista oikeusministeriön toimialaan kuuluu erityisesti ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi moniääniosakerakenteiden sallimisesta yrityksille, jotka hakevat osakkeidensa kaupankäynnin kohteeksi ottamista pk-yritysten kasvumarkkinalla (COM(2022) 761 final). Kyseistä ehdotusta käsitellään neuvoston yhtiöoikeustyöryhmässä, joka on kokoontunut kaksi kertaa tammi-helmikuussa 2023. **Oheiset oikeusministeriön täydentävät huomiot koskevat kyseistä moniääniosake-ehdotusta. Muiden ehdotusten osalta oikeusministeriö ei anna lausuntoa.**

2 Suomen kanta

Oikeusministeriö kannattaa valtioneuvoston U-kirjelmän liitemuistiossa moniääniosakkeista esitettyä valtioneuvoston kantaa.[1] Tämän nojalla Suomi voi korostaa neuvotteluissa direktiiviehdotuksen vähimmäisharmonisoinnin luonnetta sekä joustavien järjestelmien tärkeyttä. Samoin Suomi voi nostaa esiin muun ohella kansallisen osakeyhtiölainsäädännön mahdollistamat osake- ja pääomarakenteen erityispiirteet, kuten nimellisarvottoman pääomajärjestelmän mukaiset osakkeet, sekä kannattaa ne huomioon ottavia ehdotuksia.

[1] ”Valtioneuvosto kannattaa moniääniosakkeita koskevan direktiiviehdotuksen tavoitteita. Ehdotusta koskevissa neuvotteluissa pyritään edelleen selventämään, että direktiiviehdotus voidaan komission ilmaiseman tavoitteen mukaisesti sovittaa muutoksitta tai enintään vähäisin muutoksin yhteen kansallisten moniääniosakkeita ja vähemmistöosakkeenomistajien suojaamista koskevien yhtiöoikeudellisten säännösten kanssa. Valtioneuvosto kiinnittää direktiiviehdotuksen osalta lisäksi huomiota siihen, että moniääniosakkeita koskevien tietojen julkistamista koskevat vaatimukset tulisi asettaa kohtuulliselle tasolle ja että niiden avulla tulisi säilyttää kasvuyritysten listautumismarkkinoiden kansainvälinen kilpailukyky.”

3 Eräitä taustoittavia lisähuomioita

3.1 Moniääniosakkeita koskeva kysymyksenasettelu ja nykytila eri jäsenvaltioissa

Osakkeiden ensimmäisessä julkisessa liikkeeseenlaskussa (engl. initial public offering, IPO) yksityisestä yhtiöstä tulee aikaisempaa laajemmin omistettu. Usein keskeinen listautumiseen liittyvä kysymys on, voiko määräysvaltaa käyttänyt osakkeenomistaja tai -ryhmä (esim. perustaja tai perhe) niin halutessaan säilyttää kontrollin yhtiössä ensilistautumisen jälkeenkin. Tämä on tunnistettu yhdeksi keskeisistä kysymyksistä, jotka vaikuttavat haluun listautua. Tämä on yhtiössä määräysvaltaa käyttäville osakkeenomistajille monitahoinen kysymys, jossa on punnittava ainakin yhtäältä kontrollin luovuttamista kokonaan tai osittain sekä toisaalta yhtiön aikaisempaa parempaa statusta laajemman omistaja- ja sijoittajakunnan silmissä. Luonnollisesti on myös tapauskohtaisesti mahdollista, että moniääniosakkeita koskeva rakenne heikentää pitkällä aikavälillä yhtiön toiminnan edellytyksiä ja vähemmistösijoittajien kiinnostusta sijoittaa yhtiöön.

Eräs keskeinen kontrollin säilyttämisen tapa on moniääniosakerakenne, mutta monia muitakin kontrollin säilyttäviä yhtiöoikeudellisia järjestelyitä on olemassa. Moniääniosakkeiden sallimisen osalta nykytila eri jäsenvaltioissa vaihtelee merkittävästi. Suomessa ja muissa Pohjoismaissa moniääniosakkeita koskevien osakeluokkien hyväksyminen on jo vakiintuneesti sallittu kaikille yhtiöille. Komission ehdotus on siten hyvin sovitettavissa yhteen Suomen voimassa olevan kansallisen lainsäädännön kanssa. Muiden jäsenvaltioiden osalta jotkin sallivat moniääniosakkeet kaikille yhtiöille, osa vain yksityisille listaamattomille yhtiöille, osa ei salli lainkaan. Direktiivillä olisi vaikutusta erityisesti niissä jäsenvaltioissa, jotka eivät nykyisin salli kontrollin säilyttämistä ensilistautumisen jälkeen. Ehdotuksen mukaisessa tilanteessa kokonaan uusi joukko yhtiöitä voisi listautua ETA-alueen pk-yritysten kasvumarkkinalle siten, että ne säilyttäisivät moniääniosakkeita koskevan rakenteensa. Ehdotuksessa turvataan kuitenkin, että vähemmistöosakkeenomistajat saavat tiedot moniääniosakkeita koskevasta rakenteesta ja että niiden asemaa päätöksenteossa suojataan riittävästi.

Nykyisin, jos yhtiö ei voi listautua tietyssä jäsenvaltiossa, listautuminen voidaan periaatteessa tehdä sellaisessa toisessa valtiossa, jossa se on sallittu. Monissa valtioissa tämä edellyttää käytännössä yhtiön kotipaikan siirtämistä toiseen valtioon. Siirtäminen toiseen valtioon johtaa kuitenkin suurehkoihin kustannuksiin, mikä käytännössä estää pk-yritysten siirtämisen ja listautuminen. Siksi moniääniosakkeita käyttävillä pk-yrityksillä ei ole käytännössä useinkaan mahdollisuutta hakeutua julkiselle kauppapaikalle, eikä niillä ole käytettävissään samoja vaihtoehtoisia rahoituksen keinoja kuin suurilla yhtiöillä.

Komission ehdotuksessa huomioon on otettu myös maailmanlaajuinen kilpailu listautumisista. Useat EU-alueen ulkopuoliset valtiot ovat perinteisesti sallineet moniääniosakkeita koskevat rakenteet listautumisten yhteydessä (Yhdysvallat, Kanada, Sveitsi, Brasilia sekä Yhdistynyt kuningaskunta standard-listan osalta), ja lisäksi viime aikoina useat ovat muuttaneet lainsäädäntöään sallivaksi (Singapore, Hongkong, Kiina, Intia

sekä Yhdistynyt kuningaskunta premium-listan osalta tietyin rajoituksin) taikka ainakin arvioivat tällaisia mahdollisuuksia (Etelä-Korea ja Meksiko).

3.2 Komission ehdotuksen tavoitteet

Maailmanlaajuisen 2010-luvun vaihteen finanssikriisin jälkeen luottolaitokset rajoittivat riskinottoaan ja vähensivät ETA-alueella ja muualla antolainaustaan myös yrityksille, joten pk-yritysten on havaittu tarvitsevan vaihtoehtoisia rahoituslähteitä. Kansantalouden tasolla yritysrahoituksen saatavuuden väheneminen on heikentänyt myös ETA-alueen talouskasvua ja työpaikkojen syntymistä. Komission yleistavoitteena on ehdotuksen myötä parantaa pk-yritysten rahoituksen saatavuutta pääomamarkkinoilla.

Komission ehdotuksessa on kyse vähimmäisharmonisoinnista. Komissio on tunnistanut kohdennetun ongelman, eli pk-yritysten ensilistautumisten hiipumisen ETA-alueella (suhteessa muihin markkina-alueisiin), ja on ehdottanut siihen ratkaisuja.

Komissiolle on ollut direktiivin soveltamisalaan kuuluvien pk-yritysten osalta tärkeää, että 1) moniääniosakkeilla on yhtiöoikeudellinen peruste kansallisessa oikeudessa ja 2) sellaisia käyttävillä yhtiöillä on pääsy pk-yritysten kasvumarkkinoille.

Komission ehdotuksen tarkoituksena on varmistaa ETA-alueella, että direktiivin soveltamisalaan kuuluvassa pk-yrityksessä määräysvaltaa käyttävällä osakkeenomistajalla on kannustin edistää ensilistautumista. Lisäksi pyritään varmistamaan, että tällaisessa pk-yrityksessä toimitaan yhtiön edun mukaisella tavalla ja että vähemmistöosakkeenomistajilla säilyvät riittävät suojakeinot, joilla minimoidaan määräysvaltaa käyttävän osakkeenomistajan mahdollisuudet oikeudettoman henkilökohtaisen edun saamineen yhtiön edun kustannuksella. Samalla luodaan tasapuoliset ensilistautumisen mahdollisuudet sellaisille pk-yrityksille, joilla ei ole varoja tai mahdollisuutta siirtää kotipaikkaansa tai ensilistautumista toiseen valtioon.

Komission ehdotuksen soveltamisalasäännöksen mukaan kyse on yhteisistä säännöistä **moniääniosakerakenteille** yrityksissä, jotka **hakevat osakkeidensa ottamista kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla** yhdessä tai useammassa jäsenvaltiossa ja joiden osakkeita **ei ole vielä otettu kaupankäynnin kohteeksi missään kauppapaikassa** (1 artikla – Kohde, tummennus tässä).

Komission julkilausuttuna tavoitteena on, ettei ehdotuksessa kuitenkaan mennä pidemmälle kuin on tarpeellista ongelman ratkaisemiseksi. Direktiivin soveltamisalasäännös on tarkoitettu tarkkarajaiseksi, ja sen ulkopuolella jäsenvaltion harkintavallassa säilyy jatkossakin esimerkiksi se, ovatko yhtiöiden moniääniosakkeet jäsenvaltiossa sallittuja vai eivät. Lisäksi direktiivin soveltamisalan ulkopuolella olevat keskeiset yhtiöoikeuden ydinalueeseen kuuluvat kysymykset, kuten yhtiön päätöksentekorakenteet ja yhtiön eri toimielinten välinen toimivallan jako, kuuluvat jatkossakin jäsenvaltiossa päätettäviin asioihin.