

FI

FI

FI



EUROOPAN KOMISSIO

Bryssel 5.4.2011
KOM(2011) 164 lopullinen

VIHREÄ KIRJA

EU:n yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskeva kehys

VIHREÄ KIRJA

EU:n yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskeva kehys

(ETA:n kannalta merkityksellinen teksti)

Komissio vahvisti hiljattain sitoutuneensa vahvoihin ja menestyksekkäisiin sisämarkkinoihin, joilla kansalaiset ja heidän luottamuksensa palauttaminen asetetaan jälleen keskeiseen asemaan. Komission tiedonannossa ”Sisämarkkinoiden toimenpidepaketti”¹ todetaan, että ”on ensiarvoisen tärkeää, että eurooppalaiset yritykset osoittavat suurempaa vastuullisuutta sekä suhteessa työntekijöihinsä ja osakkeenomistajiinsa, että suhteessa yhteiskuntaan yleisemmin”. Yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmä (*corporate governance*) sekä yritysten yhteiskunnallinen vastuu (*corporate social responsibility*) ovat tärkeässä asemassa, jotta ihmiset saataisiin luottamaan sisämarkkinoihin. Ne parantavat myös eurooppalaisten yritysten kilpailukykyä, sillä hyvin johdetuilla, kestävästä liiketoimintaa harjoittavilla yrityksillä on parhaat edellytykset edistää Agenda 2020 -strategian kunnianhimoisten kasvutavoitteiden saavuttamista.² Komissio on jo järjestänyt yritysten yhteiskunnalliseen vastuuseen liittyvän julkisen kuulemisen³, jonka aiheena oli yritysten velvollisuus julkaista muita kuin niiden taloudellista tilannetta koskevia tietoja, ja tekee myöhemmin tämän vuoden aikana uuden puitealoitteen, jossa käsitellään yritysten kohtaamiin yhteiskunnallisiin aiheisiin liittyviä kysymyksiä.

Syyskuun 5. päivänä 2009 annetussa G20-valtionvarainministerien ja keskuspankkien pääjohtajien julkilausumassa korostettiin, että olisi toteutettava toimia kestävän kasvun turvaamiseksi ja vahvemman kansainvälisen rahoitusjärjestelmän luomiseksi. Yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmä on yksi keino hillitä haitallista lyhytnäköisyyttä ja kohtuutonta riskinottoa.⁴ Tämän vihreän kirjan tarkoituksena on arvioida eurooppalaisten yritysten nykyisen hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevan kehysten tehokkuutta edellä esitettyjen näkökohtien kannalta.

Yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmä määrittää vanhastaan yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmäksi⁵ sekä yritysjohton, sen hallituksen, osakkeenomistajien ja sen muiden intressitahojen välisten suhteiden muodostamaksi kokonaisuudeksi⁶. Euroopan unionin julkisesti noteerattujen yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskeva kehys sisältää

¹ Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle sekä alueiden komitealle – Sisämarkkinoiden toimenpidepaketti – Kohti kilpailukykyistä sosiaalista markkinataloutta (KOM(2010) 608 lopullinen, s. 27).

² Ks. 11. ja 17. kesäkuuta 2010 pidetyn Eurooppa-neuvoston kokouksen päätelmät osoitteessa http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ec/115346.pdf.

³ Kuuleminen, jonka aiheena oli yritysten velvollisuus julkaista muita kuin taloudellisia tietoja, päättyi tammikuussa 2011, ks. http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/non-financial_reporting_en.htm.

⁴ Ks. myös esim. OECD:n laatima asiakirja *Corporate Governance and the Financial Crisis – Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, helmikuu 2010.

⁵ *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report)*, 1992, s. 15, saatavilla osoitteessa <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

⁶ OECD:n laatima asiakirja *Principles of Corporate Governance*, 2004, s.11, saatavilla osoitteessa <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

lainsäädäntöä ja ei-sitovia säädöksiä, muun muassa suosituksia⁷ sekä hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevia säännöstöjä. Yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevat säännöstit hyväksytään kansallisella tasolla. Direktiivi 2006/46/EY edistää niiden soveltamista, sillä siinä edellytetään, että julkisesti noteeratut yritykset viittaavat hallinnointi- ja ohjausjärjestelmästäan antamassaan selvityksessä säännöstöön ja raportoivat kyseisen säännöstit soveltamisesta noudata tai selitä -periaatteen (*”comply or explain”*)⁸ pohjalta.

Yksilöidäkseen EU:n yritysten hyvän hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän kannalta merkityksellisimmät kysymykset ja valmistellakseen tätä vihreää kirjaa komissio haastatteli julkisesti noteerattuja yrityksiä eri jäsenvaltioista ja talouselämän eri aloilta. Otokseen oli pyritty valitsemaan yrityksiä, joiden pääomamäärissä ja omistusrakenteissa oli eroja. Komissio piti myös kokouksia yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän alan asiantuntijoiden sekä sijoittajien ja kansalaisyhteiskunnan edustajien kanssa. Kesäkuussa 2010 annetun rahoituslaitosten hallinto- ja ohjausjärjestelmiä sekä palkka- ja palkkiokäytäntöjä koskevan vihreän kirjan⁹ yhteydessä oli jo noussut esiin joitakin merkityksellisiä kysymyksiä. Esimerkiksi osakkeenomistajien sitoutumisella on merkitystä paitsi rahoituslaitoksille, myös yrityksille yleisesti ottaen.¹⁰ Rahoituslaitokset muodostavat kuitenkin erikoistapauksen, koska ne kohtaavat erityisiä haasteita tehokkaan riskienhallinnan varmistamisessa ja saattavat aiheuttaa järjestelmäriskkejä rahoitusjärjestelmälle. Tämän vuoksi kesäkuussa 2010 annetussa vihreässä kirjassa kaavailut ratkaisut eivät välttämättä sovellu EU:n yrityksille. Tässä vihreässä kirjassa käsitellään siksi seuraavia kolmea yritysten hyvän hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän kannalta keskeistä aihetta.

- Yrityksen hallitus – yrityksen johdon päätösten kyseenalaistaminen edellyttää hyvin toimivaa tehokasta hallitusta. Tällä tarkoitetaan sitä, että hallituksessa on oltava toimivaan johtoon kuulumattomia jäseniä, joilla on erilaisia näkemyksiä ja taitoja sekä tarkoituksenmukaista ammattipätevyyttä. Hallituksen jäsenten on oltava valmiit käyttämään riittävästi aikaa hallituksen työskentelyyn. Hallituksen puheenjohtajan rooli ja hallituksen vastualueet riskienhallinnan alalla ovat erityisen tärkeitä.
- Osakkeenomistajat – yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskeva kehys perustuu olettamukseen, että osakkeenomistajat sitoutuvat yrityksiin ja saattavat yritysjohdon vastuuseen niiden tuloksista. On kuitenkin saatu näyttöä siitä, että useimmat osakkeenomistajat ovat passiivisia ja keskittyvät usein vain lyhyen aikavälin tuottojen tavoitteluun. Sen vuoksi olisi aiheellista pohtia, voidaanko suurempaa osaa osakkeenomistajista kannustaa suuntaamaan mielenkiintoaan pitkäaikaisiin tuottoihin ja yrityksen tuloksiin pitemmällä aikavälillä ja kuinka osakkeenomistajia voitaisiin kannustaa osallistumaan aktiivisemmin yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmään liittyvien kysymysten käsittelyyn. Lisäksi erilaisiin omistusrakenteisiin liittyy muita ratkaisematta olevia kysymyksiä, kuten vähemmistöosakkaiden suoja.

⁷ Liitteessä 2 on luettelo toimenpiteistä, joita EU on toteuttanut yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmien alalla.

⁸ Tällä lähestymistavalla tarkoitetaan sitä, että yrityksen, joka päättää poiketa yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevasta säännöstöstä, on ilmoitettava, mistä säännöstit osista se on poikennut, ja perusteltava valintansa.

⁹ KOM(2010) 284. Ks. myös palauteyhteenveto – Tiivistelmä rahoituslaitosten hallinto- ja ohjausjärjestelmiä koskevaan komission vihreään kirjaan annetuista vastauksista osoitteessa http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/governance/feedback_statement_en.pdf.

¹⁰ Ks. edellä mainitun vihreän kirjan 3.5 ja 5.5 jakso.

- EU:n yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevan kehyksen perustana olevan ”noudata tai selitä” -lähestymistavan soveltaminen – Äskettäin toteutettu tutkimus¹¹ osoitti, että yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevassa säännöstössä annetuista suosituksista poikkeavien yritysten julkaisemien selvitysten informatiivinen laatu on useimmissa tapauksissa riittämätön ja että monet jäsenvaltiot eivät valvo säännöstöjen soveltamista riittävästi. Sen vuoksi on aiheellista pohtia, kuinka tilannetta voitaisiin parantaa.

On syytä pohtia myös kahta muuta kysymystä.

Ensimmäinen kysymys koskee sitä, että julkisesti noteeratut yritykset (ts. yritykset, jotka laskevat liikkeeseen osakkeita, jotka on hyväksytty kaupankäynnin kohteiksi säännellyillä markkinoilla) kuuluvat EU:n yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevien sääntöjen soveltamisalaan. Säännöissä ei yleensä eroteta yrityksiä toisistaan niiden koon¹² tai tyyppin mukaan. Joillakin jäsenvaltioilla on kuitenkin julkisesti noteerattujen pienten ja keskisuurten yritysten tarpeisiin räätälöityjä hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevia erityissäännöstöjä¹³, joiden mukaan esimerkiksi määräysvaltaa käyttävä osakas voi kuulua myös yrityksen johtoon. Kyseisissä säännöksissä annetaan suosituksia, joissa otetaan huomioon yrityksen koko ja rakenne ja jotka pienten yritysten on helpompi panna täytäntöön. Toisissa jäsenvaltioissa taas kaikkia julkisesti noteerattuja yrityksiä koskevat säännöt sisältävät tiettyjä pienten yritysten tarpeisiin räätälöityjä säännöksiä.¹⁴ Kyse onkin siitä, olisiko EU:n noudatettava eriytettyä lähestymistapaa ja kuinka se voisi ottaa parhaalla mahdollisella tavalla huomioon ongelmat, joita saattaa ilmetä yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmään liittyvien käytäntöjen soveltamisessa erityyppisiin ja -kokoiisiin yrityksiin.¹⁵

Toinen kysymys liittyy siihen, että yritysten hyvällä hallinnointi- ja ohjausjärjestelmällä voi olla vaikutusta myös noteeraamattomien yritysten osakkeenomistajiin. Vaikka tietyt yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmään liittyvät kysymykset on jo sisällytetty yksityisiä yrityksiä koskeviin yhtiöoikeuden säännöksiin, sääntelyn ulkopuolelle jää vielä monia aihealueita. Olisi ehkä aiheellista edistää noteeraamattomien yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevan kehyksen antamista, sillä asianmukaisella ja tehokkaalla hallinnointi- ja ohjausjärjestelmällä on merkitystä myös noteeraamattomille yrityksille, erityisesti kun otetaan

¹¹ *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, saatavilla osoitteessa http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf.

¹² Tästä on kuitenkin poikkeuksia, esimerkiksi tilinpäätösten ja konsolidoitujen tilinpäätösten lakisääteisestä tilintarkastuksesta, direktiivien 78/660/ETY ja 83/349/ETY muuttamisesta sekä neuvoston direktiivin 84/253/ETY kumoamisesta 17 päivänä toukokuuta 2006 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2006/43/EY 41 artiklan 1 kohdan toinen alakohta (EUVL L 157, 9.6.2006, s. 87), jonka mukaisesti jäsenvaltiot voivat sallia, että julkisesti noteerattujen pk-yritysten ei tarvitse perustaa tarkastusvaliokuntaa.

¹³ Ks. esim. *Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites*, joulukuu 2009, Middelnext, saatavilla osoitteessa <http://www.middelnext.com/>.

¹⁴ Ks. esim. *UK Corporate Governance Code*, saatavilla osoitteessa <http://www.frc.org.uk/corporate/ukcgcode.cfm>.

¹⁵ Pienten ja keskisuurten yritysten rasiuksen keventämiseen perustuvaa ajatusmallia noudatetaan ja meneillään olevassa tilinpäätösdirektiivien (neuvoston direktiivit 78/660/ETY ja 83/349/ETY) tarkistuksessa, vaikka tarkistus koskee pääasiassa julkisesti noteeraamattomia yrityksiä, sekä vuonna 2010 julkaistussa vihreässä kirjassa ”Tilintarkastuspolitiikka: kriisin opetukset” (KOM(2010) 561), saatavilla osoitteessa http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_fi.pdf.

huomioon tiettyjen erittäin suurten noteeraamattomien yritysten taloudellinen merkitys. Lisäksi kohtuuttoman rasiuksen kohdistaminen julkisesti noteerattuihin yrityksiin voisi vähentää listautumisen houkuttelevuutta. Julkisesti noteerattuja yrityksiä varten suunniteltuja periaatteita ei kuitenkaan voida soveltaa sellaisinaan noteeraamattomiin yrityksiin, sillä niiden kohtaamat haasteet ovat hyvin erilaisia. Eurooppalaiset¹⁶ ja kansalliset¹⁷ ammattialajärjestöt ovat jo laatineet säännöstöjä ja tehneet aloitteita vapaaehtoisuuden pohjalta. Ratkaistavana on siis kysymys siitä, tarvitaanko EU:n tasolla noteeraamattomien yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevia toimia.

Kysymykset:

- (1) Olisiko yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevissa EU:n toimenpiteissä otettava huomioon julkisesti noteerattujen yritysten koko? Millä tavalla? Olisiko otettava käyttöön julkisesti noteerattuja pieniä ja keskisuuria yrityksiä koskeva eriytetty, suhteutettu järjestelmä? Jos vastaus on kyllä, onko käytettävissä tarkoituksenmukaisia määritelmiä tai kynnyksarvoja? Jos on, ehdottakaa tapoja, joilla määritelmiä ja kynnyksarvoja voitaisiin tarvittaessa mukauttaa pk-yrityksiin vastattaessa jäljempänä oleviin kysymyksiin?
- (2) Olisiko EU:n tasolla toteutettava noteeraamattomien yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevia toimenpiteitä? Olisiko EU:n keskityttävä noteeraamattomia yrityksiä koskevien vapaaehtoisten säännöstöjen kehittämisen ja soveltamisen tukemiseen?

1. YRITYSTEN HALLITUKSET

Käsitteellä ”hallitus” viitataan tässä vihreässä kirjassa pääasiassa johdon valvontatehtävään. Kaksiportaisessa rakenteessa tätä tehtävää hoitaa yleensä hallintoneuvosto¹⁸. Käsite ”toimivaan johtoon kuulumaton johtaja” kattaa hallintoneuvoston jäsenet kaksiportaisessa järjestelmässä.

Hallitukset ovat keskeisessä asemassa vastuullisten yritysten kehittämisessä. Puheenjohtajan asemalla näyttää olevan moneltakin kannalta huomattava vaikutus yrityksen hallituksen toimintaan ja tuloksiin. Tämän vuoksi hallituksen puheenjohtajan asema ja vastuualueet kannattaisi ehkä määritellä selkeämmin.

¹⁶ *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*, European Confederation of Directors' Associations (EcoDa), saatavilla osoitteessa http://www.ecoda.org/docs/ECODA_WEB.pdf.

¹⁷ Ks. esim. Belgian *Buyse Code — Corporate governance recommendations for non-listed enterprises* (http://www.codebuysse.be/downloads/CodeBuyse_EN.pdf); Suomen keskuskauppakamarin aloite *Improving corporate governance of unlisted companies* (<http://www.keskuskauppakamari.fi/content/download/19529/421972>); Yhdistyneen kuningaskunnan *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK*, Institute of Directors (http://www.iod.com/MainWebsite/Resources/Document/corp_gov_guidance_and_principles_for_unlisted_companies_in_the_uk_final_1011.pdf).

¹⁸ Tämä vihreä kirja ei vaikuta yrityksen eri hallintoelimille annettuihin tehtäviin eikä kansallisen lain nojalla tapahtuvaan työntekijöiden osallistumiseen hallituksen työskentelyyn.

Kysymys:

(3) Olisiko EU:n pyrittävä varmistamaan, että hallituksen puheenjohtajan ja toimitusjohtajan tehtävien ja velvollisuuksien välillä on selkeä ero?

Muita aiheita, joita kannattaisi tutkia tarkemmin, jotta hallitukset voisivat kyseenalaistaa johdon päätökset tehokkaasti, tarkastellaan jäljempänä.

1.1. Hallituksen kokoonpano

Hallituksella on oltava yrityksen liiketoiminnan kannalta tarkoituksenmukainen kokoonpano. Toimivaan johtoon kuulumattomat hallituksen jäsenet olisi valittava kattavien kriteerien perusteella. Tällaisia kriteerejä ovat esimerkiksi ansiot, ammatillinen pätevyys, kokemus, hakijan henkilökohtaiset ominaisuudet, riippumattomuus ja monimuotoisuus.¹⁹

Jäsenten profiilien ja taustojen monimuotoisuus takaa sen, että hallituksessa edustettuina olevat arvot, näkemykset ja valtuudet ovat laaja-alaisia.²⁰ Tämä voi mahdollistaa laajemmat voimavarat ja asiantuntemuksen. Erilaiset kokemukset johtamisesta, kansalliset tai alueelliset taustat ja sukupuoli voivat tarjota tehokkaita keinoja ryhmäajattelun ja uusien ideoiden luomiseen. Monimuotoisuus mahdollistaa sen, että hallitus keskustelee laajemmin, harjoittaa kattavampaa valvontaa ja kohtaa enemmän haasteita. Tämä johtaa mahdollisesti parempaan päätöksentekoon, vaikka päätöksenteko saattaa viedä kauemmin. Sen vuoksi on välttämätöntä, että puheenjohtaja sitoutuu päätöksentekoon ja antaa sille tukensa.

1.1.1. Ammatillinen monimuotoisuus

Monimuotoista asiantuntemusta pidetään hallituksen tehokkaan työskentelyn kannalta keskeisenä tekijänä. Tarvitaan erilaisia ammatillisia taustoja, jotta voidaan varmistaa, että hallitus on selvillä esimerkiksi globaaleihin markkinoihin liittyvistä ongelmista, yrityksen taloudellisista tavoitteista ja liiketoiminnan vaikutuksista eri sidosryhmiin, muun muassa työntekijöihin. Komission haastattelemat yritykset olivat tietoisia siitä, että hallituksen jäsenten valinnassa on tärkeää kiinnittää huomiota siihen, että jäsenten profiilit täydentävät toisiaan. Tämä ei kuitenkaan ole vielä yleisesti noudatettu käytäntö. Esimerkiksi 48 prosentilla eurooppalaisten yritysten hallituksista ei ole myynti- tai markkinointitaustaista johtajaa ja 37 prosentilla tilintarkastuskomiteoista ei ole rahoitusjohtajaa tai entistä rahoitusjohtajaa.²¹

Taitojen ja asiantuntemuksen osuva arviointi on tärkein yksittäinen tekijä toimivaan johtoon kuulumattomien hallituksen jäsenten valinnassa. Sen vuoksi valintamenettely, jossa yksilöidään täsmällisesti hallituksen tarvitsemat taidot, voisi parantaa omalta osaltaan hallituksen valmiuksia valvoa yritystä tehokkaasti.

¹⁹ On huomattava, että eräissä jäsenvaltioissa on käytössä järjestelmiä, joilla varmistetaan työntekijöiden osallistuminen hallitusten työskentelyyn.

²⁰ *Enhancing stakeholder diversity in the Board room*, The Erfurt meetings -kokoussarja, Nro 1, maaliskuu 2008, European Citizens' Seminars e.V. -kustantamo (Erfurt, Saksa).

²¹ Heidrick ja Struggles, *Corporate Governance Report 2009 — Boards in turbulent times*, johon oli valittu 371 huippuyritystä 13 maasta viitearvopaperipörssien perusteella.

1.1.2. Kansainvälinen monimuotoisuus

Haastatteluun osallistuneiden suurten eurooppalaisten julkisesti noteerattujen yritysten hallituksen jäsenistä keskimäärin 29 prosenttia oli ulkomaalaisia.²² Euroopan maiden välillä oli kuitenkin suuria eroja. Kun Alankomaissa ulkomaalaisten osuus oli suurin – 54 prosenttia – Saksassa vain 8 prosenttia hallinto- tai valvontaelinten jäsenistä oli ulkomaalaisia. Vielä nykyäänkin neljäsosalla suurista eurooppalaisista julkisesti noteeratuista yrityksistä ei ole yhtään ulkomaista johtajaa hallituksessaan.

Eräät yritykset korostivat, että on tärkeää, että kansainvälisissä yrityksissä on ulkomaalaisia hallituksen jäseniä, kun taas toiset painottivat vaikeuksia, jotka johtuvat erilaisista kulttuuritaustoista ja kielieroista. Yrityksissä, joissa on ulkomaalaisia hallituksen jäseniä, alueellisten jäsenten ja ulkomaalaisten jäsenten lukumäärä on tasapainossa. Alueellisten markkinoiden tuntemus mainitaan usein keskeisenä ulkomaalaisten jäsen ehdokkaiden valintaan vaikuttavana tekijänä.

1.1.3. Sukupuolten tasapuolinen edustus

Komissio luo kattavan katsauksen kysymykseen sukupuolten tasapuolisesta edustuksesta taloudellisessa päätöksenteossa syyskuussa 2010 antamassaan tiedonannossa ”Naisten ja miesten tasa-arvostrategia vuosiksi 2010–2015”²³ ja strategian jatkoksi antamassaan valmisteluasiakirjassa²⁴. Komission havaintojen mukaan naisten osuus EU:n julkisesti noteerattujen yritysten hallitusten (hallintoneuvostojen) jäsenistä on nykyisin keskimäärin 12 prosenttia.²⁵ On näyttöä siitä, että korkeakoulututkinnon suorittaneiden naisten lukumäärän kasvulla ei ole merkittävää vaikutusta tähän tilanteeseen.²⁶ Sen vuoksi monet jäsenvaltiot ovat toteuttaneet tai suunnittelevat toimenpiteitä sukupuolten tasa-arvon varmistamiseksi yritysten hallituksissa.²⁷ Lisäksi osa haastatelluista yrityksistä mainitsi, että kyseisenkaltaiset vaatimukset olivat edistäneet valintamenettelyn muuttamista ammattimaisemmaksi.

Sukupuolten tasa-arvo voi edistää ryhmäajattelua. On näyttöä siitä, että naisten johtamistyylyt ovat erilaiset²⁸, he osallistuvat enemmän hallituksen kokouksiin²⁹ ja heillä on myönteinen vaikutus ryhmän kollektiiviseen älyyn³⁰. Tutkimusten mukaan naisten prosentuaalisen osuuden yritysten hallituksissa ja yritysten suorituskyvyn välillä on positiivinen korrelaatio³¹, vaikka tietyt näkemykset naisten kokonaisvaikutuksesta yrityksen suorituskykyyn ovat

²² Ks. Heidrick ja Struggles.

²³ Komission tiedonanto neuvostolle, Euroopan parlamentille, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle sekä alueiden komitealle – ”Naisten ja miesten tasa-arvostrategia vuosiksi 2010–2015” (KOM(2010) 491 lopullinen).

²⁴ Ks. komission yksiköiden valmisteluasiakirja sukupuolten tasa-arvosta yritysjohdossa, SEC(2011) 246 lopullinen.

²⁵ Euroopan komissio, Tietokanta: Päättäjien sukupuolijakauma, osoitteessa <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=764&langId=en>.

²⁶ *Women matter*, McKinsey ja Company 2007, 2010.

²⁷ Ks. edellä mainittu komission yksiköiden valmisteluasiakirja.

²⁸ *Women matter*, McKinsey ja Company, 2008.

²⁹ Adams ja Ferreira *Women in the boardroom and their impact on governance and performance*, Journal of Financial Economics 94 (2009).

³⁰ Woolley, Chabris, Pentland, Hashmi ja Malone, *Evidence for a Collective Intelligence Factor in the Performance of Human Groups*, Scienceexpress, 30. syyskuuta 2010.

³¹ *Women matter*, McKinsey ja Company, 2007; *Female Leadership and Firm Profitability*, Finnish Business and Policy Forum — EVA 2007; *The Bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity*, Catalyst 2004.

monisyyempiä³². Vaikka kyseiset tutkimukset eivät todista syy-yhteyttä, positiivinen korrelaatio osoittaa, että sukupuolten tasa-arvo yritysten johdossa ja päätöksenteossa on taloudellisesti perusteltua. Naisten nostamisella yritysten hallituksiin on joka tapauksessa yksi kiistaton myönteinen vaikutus: se kasvattaa yrityksen ylimpiä johto- ja valvontatehtäviä varten käytettävissä olevaa lahjakkuuspotentiaalia. Tämän vuoksi komission asiakirjassa ”Naisten ja miesten tasa-arvostrategia vuosiksi 2010–2015” korostetaan, että seuraavien viiden vuoden aikana komissio aikoo ”tarkastella kohdennettuja aloitteita sukupuolten välisen tasapainon parantamiseksi päätöksenteossa”.

Sukupuolten tasa-arvon varmistaminen hallituksissa kiintiöiden tai tavoitteiden käyttöönoton kaltaisten toimenpiteiden avulla ei kuitenkaan riitä, jos yritykset eivät ala noudattaa monimuotoisuutta tukevia toimintalinjoja, jotka edistävät naisten ja miesten työ- ja yksityiselämän välistä tasapainoa, eivätkä tue erityisesti mentorointia, verkottumista ja riittävää johtamiskoulutusta, joka on olennaista naisille, jotka haluavat luoda uran, joka mahdollistaa valintakelpoisuuden hallituksen jäseneksi. Vaikka päätösvalta tällaisten monipuolisuutta edistävien toimintalinjojen käyttöönotosta pitäisi olla yrityksillä, hallituksia olisi vähintäänkin vaadittava pohtimaan tätä kysymystä ja julkistamaan tekemänsä päätökset. Komissio tarkastelee näitä kysymyksiä asiakirjoissa, jotka se antaa syyskuussa 2010 antamansa asiakirjan ”Naisten ja miesten tasa-arvostrategia vuosiksi 2010–2015” ja tämän vihreän kirjan jatkoksi.

Kysymykset:

- | | |
|-----|--|
| (4) | Olisiko johdon ja myös hallituksen puheenjohtajan profiili määritettävä tarkemmin valintamenettelyssä, jotta voidaan varmistaa, että johtajilla on tarvittavat taidot ja hallitus on riittävän monipuolinen? Jos vastaus on kyllä, mikä olisi paras tapa päästä tähän tavoitteeseen ja millä hallinnointitasolla, ts. kansallisella, EU:n vai kansainvälisellä tasolla, tämä olisi toteutettava? |
| (5) | Olisiko julkisesti noteerattuja yrityksiä vaadittava ilmoittamaan, noudattavatko ne monimuotoisuutta tukevia toimintalinjoja, ja jos olisi, kuvailemaan sen tavoitteita ja perussisältöä sekä raportoimaan säännöllisin väliajoin tilanteen kehittymisestä? |
| (6) | Olisiko julkisesti noteerattuja yrityksiä vaadittava varmistamaan, että niiden hallituksissa on tasapuolisempi sukupuolijakauma? Jos vastaus on kyllä, kuinka tämä olisi toteutettava? |

1.2. Käytettävissäolo ja ajankäyttö

Toimivaan johtoon kuulumattomien johtajien asema on muuttunut yhä monimutkaisemmaksi ja tärkeämmäksi. Tämä on otettu huomioon monissa kansallisissa yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevissa säännöstoissa ja jopa lainsäädännössä. Jäsenvaltiot ovat pyrkineet vakiinnuttamaan periaatteen, jonka mukaan toimivaan johtoon kuulumattomien johtajien olisi käytettävä riittävästi aikaa tehtäviensä hoitoon. Eräät jäsenvaltiot ovat menneet pitemmälle ja antaneet suosituksia siitä, kuinka monta kautta johtaja voi toimia yrityksen hallituksessa, tai rajoittaneet kausien määrää.

Toimikausien määrän rajoittaminen voisi olla helppo tapa varmistaa, että toimivaan johtoon kuulumattomat johtajat käyttävät riittävästi aikaa yritysten seurantaan ja valvontaan.

³² Ks. Adams ja Ferreira.

Rajoituksissa olisi otettava huomioon tapauskohtaisesti toimivaan johtoon kuulumattomien johtajien ja kyseisen yrityksen tilanne. Niissä olisi otettava huomioon myös se, onko kyse toimikausista konserniin kuulumattomissa yrityksissä tai yrityksissä, jotka eivät ole määräysvallassa³³, onko kyseinen henkilö myös johtavassa asemassa joissakin yrityksissä, onko kyse tavanomaisesta toimikaudesta toimivan johdon ulkopuolella vai puheenjohtajuudesta, ja hoitaako kyseinen henkilö lisätehtäviä sellaisissa yritysten valvontaelimissä, joiden vaatimukset vastaavat julkisesti noteerattujen yritysten vaatimuksia.

Kysymys:

(7) Olisiko toimivaan johtoon kuulumattomien johtajien toimikausien määrälle mielestänne asetettava rajoituksia EU:n tasolla? Jos vastaus on kyllä, miten ne olisi muotoiltava?

1.3. Hallituksen arviointi

Julkisesti noteerattujen yhtiöiden toimivaan johtoon kuulumattomien tai valvovien hallinto- tai valvontaelimen jäsenten tehtävistä vuonna 2005 annetun komission suosituksen³⁴ mukaan hallituksen olisi arvioitava vuosittain toimintaansa. Tämä kattaa hallituksen kokoonpanon, organisoinnin ja toiminnan ryhmänä, kunkin hallituksen jäsenen ja komitean pätevyyden ja tehokkuuden sekä sen arvioinnin, kuinka hyvin hallitus on toiminut asetettuihin tulostavoitteisiin verrattuna.

Ulkopuolisen välittäjän säännöllinen käyttö (esim. joka kolmas vuosi) voisi parantaa hallituksen laatimia arviointeja lisäämällä niiden objektiivisuutta ja jakamalla muiden yritysten parhaita käytäntöjä³⁵. Joillakin kotimaan markkinoilla näyttää kuitenkin olevan edelleen vain rajallinen määrä palveluntarjoajia. Kysynnän kasvu parantaisi kuitenkin todennäköisesti myös tarjontaa.

Komission keräämä näyttö osoittaa, että ulkopuolisen välittäjän käyttö tuo konkreettista lisäarvoa arviointiin erityisesti kriisiaikoina tai hallituksen jäsenten välisen yhteydenpidon katkettua. Puheenjohtajan asenne arviointia kohtaan näyttää olevan sen onnistumisen kannalta keskeinen tekijä.

Komission suosituksessa mainittujen seikkojen lisäksi arvioinnissa olisi tarkasteltava myös hallituksen saamien tietojen laatua ja ajankohtaisuutta, johdon vastauksia täsmennyspyyntöihin ja puheenjohtajan tehtäviä.³⁶ Avoimuuden lisäämiseksi arvioinnissa olisi oltava edelleen tietynasteista luottamuksellisuutta. Julkistettavassa arviointilausunnossa olisi sen vuoksi pitäydyttävä arviointiprosessin esittelyssä.

³³ ”Määräysvallassa oleva yritys” määritellään säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta 15 päivänä joulukuuta 2004 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/109/EY 2 artiklan 1 kohdan f alakohdassa. Ks. myös konsolidoiduista tilinpäätöksistä annetun direktiivin 83/349/ETY 1 artiklassa määritelty emoyrityksen ja tytäryrityksen suhde.

³⁴ Julkisesti noteerattujen yhtiöiden toimivaan johtoon kuulumattomien tai valvovien hallinto- tai valvontaelimen jäsenten tehtävistä sekä hallinto- tai valvontaelimen komiteoista 15 päivänä helmikuuta 2005 annettu komission suositus 2005/162/EY.

³⁵ OECD:n laatima asiakirja *Corporate governance and the financial crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, 24. helmikuuta 2010, s. 20.

³⁶ Ks. Higgs, D. *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, tammikuu 2003.

Kysymykset:

- | |
|---|
| (8) Olisiko julkisesti noteerattuja yrityksiä kannustettava suorittamaan ulkoinen arviointi säännöllisin väliajoin (esim. kolmen vuoden välein)? Jos vastaus on kyllä, kuinka tämä olisi tehtävä? |
|---|

1.4. Johtajien palkat ja palkkiot

Yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmässä keskitytään käsitetasolla pääasiassa ongelmiin, jotka aiheutuvat omistuksen ja valvonnan erottamisesta ja etenkin osakkeenomistajien ja johdon välisestä päämies-agenttisuhteesta. Johtajien palkkoja ja palkkioita on käytetty laajasti apuna osakkeenomistajien ja toimivan johdon intressien yhtenäistämässä ja sitä kautta myös agenttikustannusten alentamisessa. Muuttuva palkkio, joka on yleensä sidoksissa tuloksiin ja vastuualueisiin, on yleistynyt viime vuosina. On kuitenkin saatu viitteitä myös tulosten ja toimivan johdon palkkojen ja palkkioiden epäsuhdasta. Puutteelliset palkka- ja palkkiokäytännöt ja/tai kannustinrakenteet saattavat johtaa siihen, että varoja siirretään perusteettomasti yrityksiltä ja niiden osakkeenomistajilta toimivalle johdolle. Lisäksi painopisteen asettaminen lyhyen aikavälin tulosperusteisiin kriteereihin saattaa vaikuttaa kielteisesti yrityksen pitkän aikavälin toimintakykyyn.

Komissio on käsitellyt johtajien palkkoihin ja palkkioihin liittyviä ongelmia kolmessa suosituksessa³⁷. Tärkeimmät suositukset koskevat palkka- ja palkkiopolitiikkaa koskevien tietojen antamista, toimivan johdon ja toimivaan johtoon kuulumattomien johtajien yksittäisiä palkkioita, palkka- ja palkkioselvityksestä järjestettävää osakkeenomistajien äänestystä, riippumatonta palkkiolautakuntaa sekä tarkoituksenmukaisia kannustimia, jotka parantavat julkisesti noteerattujen yritysten suorituskykyä ja pitkän aikavälin arvomuodostusta. Komission kertomukset³⁸ osoittavat, että monet jäsenvaltiot eivät ole yrittäneet ratkaista näitä kysymyksiä riittävässä määrin. Toisaalta näyttää siltä, että jäsenvaltiot pyrkivät antamaan yhä enemmän tietojen julkistamista ja osakkeenomistajien äänestystä koskevaa lainsäädäntöä. Yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää käsittelevä eurooppalainen foorumi suositti vuonna 2009, että palkka- ja palkkiopolitiikkaa koskevien tietojen antaminen ja yksittäiset palkkiot muutettaisiin pakollisiksi kaikkien julkisesti noteerattujen yritysten osalta.³⁹ Foorumi suositti myös sitovaa tai neuvoa-antavaa osakasäänestystä palkka- ja palkkiopolitiikasta ja palkka- ja palkkiopolitiikan määritykseen osallistuvien, toimivaan johtoon kuulumattomien johtajien suurempaa riippumattomuutta. Komissio kuuli sidosryhmiä tästä aiheesta myös vuonna 2010 antamassaan vihreässä kirjassa rahoituslaitosten hallinto- ja ohjausjärjestelmistä sekä palkka- ja palkkiokäytännöistä.⁴⁰ Tämän vihreän kirjan puitteissa järjestettävän kuulemisen tarkoituksena on saada palautetta jäljempänä mainituista yksityiskohtaisemmista kysymyksistä.

³⁷ Komission suositukset 2004/913/EY, 2005/162/EY ja 2009/385/EY.

³⁸ Komission kertomukset SEC(2007) 1022 ja SEC(2010) 285.

³⁹ Yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää käsittelevän eurooppalaisen foorumin lausunto, 23. maaliskuuta 2009.

⁴⁰ Ks. kysymys 7.1. Vastajaat ilmoittivat yleisesti ottaen katsovansa, että johtajien kannustinten rakenteen on oltava sellainen, että se edistää yritysten pitkän aikavälin kestävästä tulostasoa. Valtaosa vastaajista vastusti kuitenkin pörssiyritysten palkka- ja palkkiorakennetta koskevia lainsäädäntötoimenpiteitä. Osa vastaajista ilmoitti silti kannattavansa pörssiyritysten johtajien palkka- ja palkkiopolitiikan muuttamista avoimemmaksi ja osakkaiden äänestyksiä.

Kysymykset:

- | | |
|------|--|
| (9) | Olisiko palkka- ja palkkiopolitiikkaa koskevien tietojen antaminen, vuotuinen palkka- ja palkkioselvitys (selvitys palkka- ja palkkiopolitiikan toteuttamista edellisen vuoden aikana) sekä yksilöllisen palkka- ja palkkiopolitiikan soveltaminen toimivaan johtoon ja toimivaan johtoon kuulumattomiin johtajiin muutettava pakolliseksi käytännöiksi? |
| (10) | Olisiko osakasäänestyksen järjestäminen palkka- ja palkkiopolitiikasta sekä palkka- palkkioselvityksestä muutettava pakolliseksi? |

1.5. Riskienhallinta

Kaikkiin yrityksiin niiden toiminta-alasta riippumatta kohdistuu hyvin monenlaisia ulkoisia tai sisäisiä riskejä. Niiden olisi kehitettävä erityisominaisuuksiensa (toiminta-ala, koko, kansainvälisyys ja monimutkaisuus) perusteella tarkoituksenmukainen riskikulttuuri ja järjestelyt tehokkaan riskienhallinnan takaamiseksi. Joihinkin yrityksiin saattaa kohdistua riskejä, jotka vaikuttavat tuntuvasti koko yhteiskuntaan. Tällaisia ovat ilmastonmuutokseen liittyvät riskit⁴¹, ympäristöriskit (esim. viime vuosikymmenten aikana tapahtuneet lukuisat dramaattiset öljyvuodot) sekä terveys-, turvallisuus- ja ihmisoikeusriskit. Toiset yritykset hoitavat kriittistä infrastruktuuria, jossa ilmenevillä häiriöillä tai jonka tuhoutumisella voisi olla merkittäviä rajojen yli ulottuvia vaikutuksia.⁴² Tällaisia riskejä mahdollisesti aiheuttavia toimintoja säännellään kuitenkin alakohtaisella erityislainsäädännöllä, ja toimivaltaiset viranomaiset valvovat niitä. Tilannekohtaisten erojen vuoksi vaikuttaa mahdottomalta soveltaa yhtä ainoaa riskienhallintamallia kaikentyypisiin yrityksiin. On kuitenkin olennaista, että hallitus varmistaa, että riskienhallintaprosesseihin kohdistetaan asianmukaista valvontaa.

Jotta riskienhallinta olisi tehokasta ja johdonmukaista, yrityksen ylimmän johdon, eli hallituksen, on määritettävä selkeästi koko organisaatioon sovellettava politiikka. Yleisen käsityksen mukaan⁴³ hallituksella on päävastuu tietyn organisaation riskiprofiilin määrittelystä organisaation noudattaman strategian perusteella ja organisaation asianmukaisesta seurannasta sen tehokkaan toiminnan varmistamiseksi.

Joillakin osa-alueilla voi olla vaihtelua, joka johtuu sovellettavien oikeudellisten kehysten välisistä eroista (esim. hallituksen kaksi- tai yksiportainen rakenne). On joka tapauksessa välttämätöntä määritellä selkeästi kaikkien riskienhallintaprosessiin osallistuvien osapuolten (hallitus, toimiva johto ja riskienhallinnan alalla toimiva henkilöstö) kaikki tehtävät ja vastuualueet. Työnkuvauksista on tiedotettava yrityksen sisällä ja sen ulkopuolella.

Kysymykset:

- | | |
|------|---|
| (11) | Oletteko sitä mieltä, että hallituksen olisi hyväksyttävä yrityksen riskinotto-kyky, otettava vastuu siitä ja raportoitava siitä asianmukaisesti osakkeenomistajille? Olisiko |
|------|---|

⁴¹ Esim. yrityksen investointien joustavuus ilmaston muuttuessa, kasvihuonekaasupäästöjä koskevasta asetuksesta johtuvat taloudelliset ja muut seuraukset jne.

⁴² Ks. EU:n kriittisen infrastruktuurin turvaamista koskeva verkkosivusto, jonka osoite on http://europa.eu/legislation_summaries/justice_freedom_security/fight_against_terrorism/jl0013_en.htm.

⁴³ Lähde: komission haastattelut.

tällaisten tietojen julkistamisjärjestelyjen katettava myös asian kannalta merkitykselliset keskeiset yhteiskunnalliset riskit?

- (12) Oletteko sitä mieltä, että hallituksen olisi varmistettava, että yrityksen riskienhallintajärjestelyt ovat tehokkaita ja oikeassa suhteessa sen riskiprofiiliin?

2. OSAKKEENOMISTAJAT

Osakkeenomistajien asemaa yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmässä käsiteltiin kesäkuussa 2010 julkaistussa vihreässä kirjassa rahoituslaitosten hallinto- ja ohjausjärjestelmistä sekä palkka- ja palkkiokäytännöistä.

Kesäkuussa 2010 annetun vihreän kirjan mukaan se, että osakkeenomistajilla ei ole riittävää intressiä varmistaa rahoituslaitosten johdon vastuullisuutta, on edistänyt johdon heikkoa vastuullisuutta ja on saattanut helpottaa liiallista riskinottoa rahoituslaitoksissa. Vihreässä kirjassa todetaan, että osakkeenomistajat olivat monissa tapauksissa sitä mieltä, että riskinotto kannatti kyseisten riskien ottamisesta odotettavissa olevien voittojen vuoksi, ja tukivat sen vuoksi välillisesti liiallista riskinottoa, erityisesti suurta velanottoa. Syynä tähän on se, että osakkeenomistajat hyötyisivät täysimääräisesti tällaisen strategian myönteisistä vaikutuksista mutta osallistuisivat tappioihin vain siihen saakka, kunnes oman pääoman arvo on laskenut nolnaan. Loput tappiot jäisivät velkojien vastuulle (tätä kutsutaan osakkeenomistajien rajoitetun vastuun periaatteeksi).

Rahoituslaitosten osakkeenomistajien suhtautuminen liialliseen riskinottoon saattaa muodostaa erityistapauksen, koska rahoituslaitosten toiminta on monimutkaista ja sitä on vaikea ymmärtää. Tämän vihreän kirjan valmistelemisen aikana kerätyn näytön perusteella näyttää kuitenkin siltä, että vuoden 2010 vihreässä kirjassa esitellyt havainnot osakkeenomistajien sitoutuneisuuden puuttumisesta ja sen syistä ovat paljolti merkityksellisiä myös sellaisten julkisesti noteerattujen yritysten, joissa omistajuus on hajautunut, osakkeenomistajien käyttäytymisen kannalta. Näyttää siltä, että yrityksissä, joissa on määräävässä asemassa oleva tai määräysvaltaa käyttävä osakkeenomistaja, suurimpana haasteena on sen varmistaminen, että vähemmistöosakkaiden (taloudellisilla) eduilla on riittävä suoja. Lisäksi vähemmistöosakkaat, jotka ovat halukkaita sitoutumaan yrityksiin, saattavat kohdata myös jäljempänä kuvailtuja ongelmia.

2.1. Osakkeenomistajien riittämätön sitoutuneisuus

Osakkeenomistajien sitoutuneisuus ymmärretään yleensä yritysten aktiiviseksi seuraamiseksi, vuoropuheluksi yrityksen hallituksen kanssa sekä osakkeenomistajan oikeuksien (muun muassa äänioikeus ja yhteistyö muiden osakkeenomistajien kanssa) käytöksi, jos se on tarpeen kohdeyrityksen hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän parantamiseksi siten, että se edistää pitkän aikavälin arvonmuodostusta. Vaikka lyhytaikaisten sijoittajien sitoutumisella voi olla myönteisiä vaikutuksia⁴⁴, osakkeenomistajien sitoutuneisuus ymmärretään yleensä

⁴⁴ Esimerkiksi tavanomaisten lyhytaikaisten institutionaalisten sijoittajien, kuten aktiivisten hedge-rahastojen, sitoutumisesta voi olla hyötyä, koska ne voivat nopeuttaa yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän muuttamista ja parantaa muiden osakkaiden tietämystä.

toimintana, joka parantaa osakkeenomistajien pitkäaikaisia tuottoja⁴⁵. Komissio arveleekin, että sitoutuminen on pääasiassa pitkäaikaisten sijoittajien⁴⁶ intressien mukaista.

Joitakin osakkeenomistajien puutteelliseen sitoutuneisuuteen johtaneista syistä käsiteltiin vuonna 2010 annetussa vihreässä kirjassa, eikä niihin palata tässä vihreässä kirjassa. Osa kyseisistä syistä, kuten sitoutumisesta aiheutuvat kustannukset, sitoutumisesta saatavan tuoton arvioimiseen liittyvät ongelmat ja epävarmuus sitoutumisen tuloksista, mukaan lukien vapaamatkustajuusongelma, näyttää vaikuttavan useimpiin institutionaalisiin sijoittajiin⁴⁷. Komissio pohti vuonna 2010 antamassaan vihreässä kirjassa myös sitä, olisiko institutionaalisia sijoittajia sekä omaisuuden haltijoita ja omaisuudenhoitajia vaadittava julkistamaan äänestyskäytäntönsä ja -tietonsa. Selvä enemmistö vastaajista kannatti kyseistä vaatimusta. Kyseisten vastaajien mukaan tietojen julkistaminen parantaisi sijoittajien tietämystä, mahdollistaisi sen, että lopulliset sijoittajat voivat tehdä optimaalisia sijoituspäätöksiä, helpottaisi liikkeeseenlaskijoiden ja sijoittajien välistä vuoropuhelua ja kannustaisi sijoittajia sitoutumaan yritykseen. Yksi komission parhaillaan harkitsemista vaihtoehdoista olisikin kehys, jolla varmistetaan äänestyspolitiikan avoimuus ja sen täytäntöönpanoa koskevien yleisten tietojen julkistaminen noudattaen osakkeenomistajien yhtäläisen kohtelun periaatetta.

2.2. Pääomamarkkinoiden lyhytnäköisyys

Pääomamarkkinoilla viime vuosikymmenten aikana tapahtunut kehitys, muun muassa innovatiiviset tuotteet ja tekniset muutokset, liittyy pääasiassa pääomamarkkinoilla harjoitettavaan kaupankäyntiin, ja sen tarkoituksena on kaupankäynnin nopeuttaminen ja tehostaminen. Nopean kaupankäynnin (*high-frequency trading*, HFT) ja automatisoidun kaupankäynnin kaltaiset innovaatiot näyttävät parantaneen likviditeettiä ja edistäneen myös osakkeenomistusjaksojen lyhentämistä. Sijoitusjaksot ovat lyhentyneet huomattavasti kahden viime vuosikymmenen aikana. Suurimpien osakepörssien vuotuinen kiertonopeus on nykyään 150 prosenttia suhteessa yhteenlaskettuun pörssiarvoon, mikä merkitsee, että keskimääräinen pitoaika on kahdeksan kuukautta.

Samaan aikaan sijoitusten välittäminen on yleistynyt, mikä kasvattaa pitkäaikaisten sijoittajien ja niiden omaisuudenhoitajien välisen agenttisuhteen merkitystä. On väitetty, että agenttisuhte lisää käytännössä markkinoiden lyhytnäköisyyttä, mikä voi aiheuttaa myös väärää hinnoittelua, laumakäyttäytymistä, volatilitietin kasvua ja julkisesti noteerattujen yritysten heikkoa sitoutumista. Tätä kysymystä käsitellään 2.3 jaksossa.

Eräät sijoittajat ovat valittaneet myös sääntelystä aiheutuvasta vääristymisestä, joka aiheuttaa lyhytnäköisyyttä, mikä muun muassa estää pitkäaikaisia sijoittajia ottamasta käyttöön pitemmän aikavälin sijoitusstrategioita. Kun komissio kuuli alustavasti sidosryhmiä, sidosryhmät totesivat, että vakavaraisuussäännöillä ja eläkerahastojen tilinpitösäännöillä, joiden tarkoituksena oli lisätä avoimuutta ja tehostaa käyvän arvon määrittystä, on ollut tahattomia seurauksia.

Kysymys:

⁴⁵ Ks. *UK Stewardship Code*.

⁴⁶ Sijoittajat, joilla on pitkäaikaisia velvoitteita suhteessa sijoituskohteisiinsa, kuten eläkerahastoihin, henkivakuutusyhtiöihin, valtion eläkerahastoihin ja valtion omistamiin sijoitusrahastoihin.

⁴⁷ Tässä vihreässä kirjassa käsite ”institutionaalinen sijoittaja” ymmärretään sen laajassa merkityksessä, ts. miksi tahansa yhteisöksi, joka sijoittaa ammattimaisesti (myös) asiakkaiden ja sijoituskohteiden lukuun.

- (13) Onko EU:n voimassa olevassa lainsäädännössä sääntöjä, jotka mielestänne edistävät aiheutonta lyhytnäköisyyttä sijoittajien keskuudessa? Jos vastaus on kyllä, kuinka kyseisiä sääntöjä voitaisiin muuttaa lyhytnäköisen käyttäytymisen estämiseksi?

2.3. Institutionaalisten sijoittajien ja omaisuudenhoitajien välinen agenttisuhte

Komissio myöntää, että kaikkien sijoittajien ei suinkaan tarvitse sitoutua kohdeyrityksiin. Sijoittajat voivat vapaasti valita lyhytaikaisen sijoitusmallin, joka ei edellytä sitoutumista.

Institutionaalisten sijoittajien (omaisuuden haltijoiden) ja niiden omaisuudenhoitajien välinen agenttisuhte lisää kuitenkin pääomamarkkinoiden lyhytnäköisyyttä ja vääristää hinnoittelua.⁴⁸ Tämä kysymys on erityisen merkityksellinen pitkäaikaisten osakkeenomistajien passiivisuuden kannalta.

2.3.1. Lyhytnäköisyys ja omaisuudenhoitosopimukset

Näyttää siltä, että tapa, jolla omaisuudenhoitajien suorituskykyä arvioidaan, sekä korvausten ja palkkioiden kannustinrakenne kannustavat omaisuudenhoitajia tavoittelemaan lyhytaikaisia voittoja. On saatu näyttöä (jolle on saatu vahvistus komission ja institutionaalisten sijoittajien välisessä vuoropuhelussa) siitä, että monet omaisuudenhoitajat valitaan, heitä arvioidaan ja heille maksetaan korvauksia lyhyen aikavälin suhteellisen suoritusason perusteella. Suorituskyvyn suhteellinen arviointi, ts. sen arviointi, missä määrin omaisuudenhoitajien suoritukset ylittävät tai alittavat markkinaindeksin tuoton, voivat lisätä laumakäyttäytymistä ja lyhytnäköisyyttä erityisesti silloin, kun suorituskykyä arvioidaan lyhyellä aikavälillä. Komissio on sitä mieltä, että omaisuudenhoitosopimuksiin sisältyvät lyhytaikaiset kannustimet saattavat edistää merkittävästi omaisuudenhoitajien lyhytnäköisyyttä, mikä vaikuttaa todennäköisesti osakkeenomistajien passiivisuuteen.

Monet kesäkuun 2010 vihreän kirjan puitteissa järjestettyyn kuulemiseen osallistuneista⁴⁹ kannattivat omaisuudenhoitajien kannustinrakenteita koskevien tietojen laajempaa julkistamista. Onkin pohdittava, ovatko lisätoimenpiteet, joiden tarkoituksena on yhdenmukaistaa pitkäaikaisten institutionaalisten sijoittajien ja omaisuudenhoitajien intressit (esimerkiksi sijoitusperiaatteiden kehittäminen), tarkoituksenmukaisia.

Kysymys:

- (14) Onko pitkäaikaisten institutionaalisten sijoittajien sijoitussalkkuja hoitavien omaisuudenhoitajien kannustinrakenteisiin ja suorituskyvyn arviointiin aiheellista kohdistaa toimenpiteitä? Jos vastaus on kyllä, mitä toimenpiteitä?

2.3.2. Omaisuudenhoitotehtävien tulosten riittämätön julkistaminen

Laajempien tietojen julkaiseminen omaisuudenhoitajien suorituskyvystä, kuten sijoitusstrategioista, sijoitussalkun kiertonopeudesta aiheutuvista kustannuksista, siitä, onko sijoitussalkun kiertonopeus sovitun strategian mukainen, sitoutumisesta aiheutuvista kustannuksista ja tuotoista jne., voisi antaa selkeämmän käsityksen siitä, kannattaako

⁴⁸ Paul Woolley, *Why are financial markets so inefficient and exploitative — and a suggested remedy*, The Future of Finance: The LSE Report, 2010.

⁴⁹ Laajempaa julkistamista kannattaneista suurin osa oli sijoittajia, omaisuudenhoitajia, rahoituspalvelualan edustajia ja liike-elämän erityisasiantuntijoita.

pitkäaikaisten institutionaalisten sijoittajien käyttää pitkän aikavälin arvonmuodostukseen liittyvien palvelujen kaltaisia omaisuudenhoitajien palveluja.

Myös omaisuuden haltijan omaisuudenhoitajalta kohdeyrityksessä odottaman sitoumuksen tasoa ja laajuutta koskevasta tiedotuksesta sekä omaisuudenhoitajan sitoumusten raportoinnista voisi olla hyötyä.⁵⁰

Laajempi tiedotus näistä kysymyksistä auttaisi institutionaalisia sijoittajia kohdistamaan agentteihinsa tehokkaampaa valvontaa ja vaikuttamaan voimakkaammin sijoitusprosessiin. Valvonnan tehostumisen myötä pitkäaikaiset institutionaaliset sijoittajat voivat päättää neuvotella omaisuudenhoitosopimukset uudelleen asettaakseen rajoituksia sijoitussalkkujen kiertonopeudelle ja vaatia omaisuudenhoitajiaan toimimaan vastuullisemmin suhteessa kohdeyrityksiin.⁵¹

Kysymys:

(15) Olisiko EU:n oikeudessa säädettävä institutionaalisten sijoittajien omaisuudenhoitajiin kohdistaman valvonnan tehostamisesta (mm. strategiat, kustannukset, kaupankäynti ja se, kuinka laajasti omaisuudenhoitajat sitoutuvat kohdeyrityksiin)? Jos vastaus on kyllä, kuinka tämä olisi tehtävä?

2.4. Muita institutionaalisten sijoittajien sitoutuneisuutta mahdollisesti heikentäviä esteitä

2.4.1. Eturistiriidat

Rahoitusosalalla ilmenevät eturistiriidat näyttävät olevan yksi osakkeenomistajien sitoutuneisuutta heikentävistä tekijöistä. Eturistiriitoja syntyy usein silloin, kun institutionaalisella sijoittajalla tai omaisuudenhoitajalla – tai sen emoyrityksellä – on kaupallisia etuja kohdeyrityksessä. Esimerkkinä tästä voidaan mainita rahoituskonsernit, joissa omaisuudenhoitoa harjoittavan sivuliikkeen ei välttämättä haluta käyttävän aktiivisesti osakkeenomistajan oikeuksia yrityksessä, jolle sen emoyritys tarjoaa palveluita tai jonka osakkeenomistaja se on.

Kysymys:

(16) Olisiko EU:n säännöissä edellytettävä tietynasteista riippumattomuutta omaisuudenhoitajien johto- ja hallintoelimeltä, esimerkiksi sen emoyritykseltä, tai tarvitaanko muita tietojen julkistamista ja eturistiriitojen hallintaa edistäviä (lainsäädäntö-)toimenpiteitä?

⁵⁰ Ks. myös rahoitusvälineiden markkinoita koskevan direktiivin (rahoitusmarkkinadirektiivi) tarkistamista koskevan julkisen kuulemisen 7.3.4 kohta, saatavilla osoitteessa http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf.

⁵¹ International Corporate Governance Network -elimen (ICGN) osakkeenomistajien vastuuta käsittelevä komitea julkaisi 31. tammikuuta 2010 kannanottopyyntön, joka koski mallisopimusehtojen laatimista omaisuuden haltijoiden ja niiden omaisuudenhoitajien sopimuksille. Ks. http://www.icgn.org/policy_committees/shareholder-responsibilities-committee/-/page/307/.

2.4.2. Osakkeenomistajien yhteistyötä haittaavat esteet

Yksittäisten sijoittajien ja erityisesti niiden sijoittajien, joiden sijoitussalkku on hajautettu, sitoutuminen ei välttämättä aina tuota tulosta. Osakkeenomistajien välinen yhteistyö voisi auttaa niitä tehostamaan toimintaansa.

Monet vuonna 2010 annetun vihreän kirjan puitteissa järjestettyyn kuulemiseen osallistuneet tahot ehdottivat, että yhteistoimintaa koskevaa voimassa olevaa EU:n lainsäädäntöä olisi muutettava, sillä se saattaa estää osakkeenomistajien välistä tehokasta yhteistyötä. Komissio on samaa mieltä siitä, että yhteistoimintaa koskevia sääntöjä olisi täsmennettävä ja yhtenäistettävä. On esitetty myös muita ideoita osakkeenomistajien välisen yhteistyön helpottamiseksi, kuten osakkeenomistajien yhteistyöfoorumien perustamista ja valtakirjan pyytämistä koskevan järjestelmän perustamista EU:hun. Viimeksi mainittu järjestelmä tarkoittaisi sitä, että julkisesti noteerattuja yrityksiä vaadittaisiin lisäämään verkkosivustolleen erillinen toiminto, jonka avulla osakkeenomistajat voivat julkistaa tietoja tietyistä yhtiökokouksen esityslistalle kuuluvista aiheista ja pyytää valtakirjoja muilta osakkeenomistajilta.

Eräiden sijoittajien mukaan äänioikeuksien käyttö maiden rajojen yli on edelleen ongelmallista ja sitä olisi helpotettava EU:n lainsäädännöllä. Osakkeenomistajien oikeuksia koskeva direktiivi (2007/36/EY) paransi tilannetta huomattavasti. Direktiivin saattaminen osaksi kansallista lainsäädäntöä on kuitenkin viivästynyt monissa jäsenvaltioissa, mikä on aiheuttanut sen, että direktiivin konkreettiset vaikutukset yksittäisiin loppusijoittajiin alkavat näkyä vasta nyt. Lisäksi merkityksellisten tietojen välittäminen liikkeeseenlaskijan ja osakkeenomistajan välillä näyttää ongelmalliselta kautta linjan, erityisesti silloin, kun tietoja välitetään maiden rajojen yli. Komissio on tietoinen näistä ongelmista ja aikoo ottaa ne esille arvopaperilainsäädännön yhdenmukaistamisen yhteydessä.

Kysymys:

| |
|---|
| (17) Miten EU voisi helpottaa parhaalla mahdollisella tavalla osakkeenomistajien välistä yhteistyötä? |
|---|

2.5. Valtakirjoja koskevat neuvontapalvelut

Institutionaaliset sijoittajat, joiden sijoitussalkut on hajautettu pitkälle, kohtaavat käytännön ongelmia arvioidessaan yksityiskohtaisesti, kuinka niiden olisi äänestettävä kohdeyritysten yhtiökokousten asialistalle kuuluvista kysymyksistä. Sen vuoksi ne turvautuvat usein valtakirjoja koskeviin neuvontapalveluihin, joiden kautta ne saavat neuvoja esimerkiksi äänestämisestä, valtakirjalla äänestämisestä ja yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän luokittelusta. Valtakirjoja koskevilla neuvontapalveluilla on sen vuoksi tuntuva vaikutus äänestämiseen. Lisäksi on väitetty, että institutionaaliset sijoittajat turvautuvat äänestysneuvontapalveluihin voimakkaammin ulkomaisiin yrityksiin kuin kotimaisiin yrityksiin tekemiensä sijoitusten tapauksessa. Tämän vuoksi valtakirjoja koskevien neuvontapalvelujen vaikutus olisi laajempi markkinoilla, joilla kansainvälisten sijoittajien osuus sijoittajista on suuri.

Valtakirjoja koskevien neuvontapalvelujen tarjoajien vaikutusvallasta ollaan jossain määrin huolissaan. Tämän vihreän kirjan valmisteluvaiheessa sijoittajat ja kohdeyritykset ilmoittivat olevansa huolissaan siitä, että valtakirjoja koskevien neuvontapalvelujen tarjoajat eivät anna riittävästi tietoja neuvojen laatimisessa käyttämistään menetelmistä. Huolta aiheuttaa

tarkemmin ottaen se, että analyttisissä menetelmissä ei oteta huomioon erityiskohtaisia erityispiirteitä ja/tai kansallisen lainsäädännön sekä yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevien parhaiden käytäntöjen erityispiirteitä. Myös valtakirjoja koskevien neuvontapalvelujen tarjoajien eturistiriitoja pidetään ongelmallisina. Kun valtakirjoja koskevat neuvontapalvelujen tarjoajat antavat kohdeyrityksille myös yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevaa konsultointia, niille voi muodostua eturistiriitoja. Eturistiriitoja ilmenee myös silloin, kun valtakirjoja koskevien neuvontapalvelujen tarjoajat antavat myös asiakkaisiinsa kuuluvien osakkeenomistajien päätöksiä koskevaa neuvontaa. Lisäksi se, että alalla ei ole kilpailua, aiheuttaa huolta yhtäältä siitä, kuinka laadukkaita neuvontapalvelut ovat, ja toisaalta siitä, täyttävätkö ne sijoittajien tarpeet.

Kysymykset:

- | |
|---|
| <p>(18) Olisiko EU:n lainsäädännössä edellytettävä valtakirjoja koskevien neuvontapalvelujen tarjoajilta kattavampaa tiedotusta, esimerkiksi laajempien tietojen antamista käytetyistä analyttisistä menetelmistä, eturistiriidoista ja niiden säätelystä ja/tai käytännesääntöjen soveltamisesta? Jos vastaus on kyllä, miten tämä voitaisiin tehdä parhaalla mahdollisella tavalla?</p> <p>(19) Pidätkö muita (lainsäädäntö-)toimenpiteitä tarpeellisena, esimerkiksi rajoitusten asettamista sille, onko valtakirjoja koskevien neuvontapalvelujen tarjoajilla oikeus tarjota konsulttipalveluja kohdeyrityksille?</p> |
|---|

2.6. Osakkeenomistajien tunnistaminen

EU:ta on pyydetty viime aikoina toteuttamaan toimia sijoittajia koskevan avoimuuden lisäämiseksi⁵² suhteessa osakkeiden liikkeeseenlaskijoihin⁵³. Avoimuuden lisäämisen kannattajat väittävät, että jos käytettävissä on keino, joka mahdollistaa osakkeenomistajien tunnistamisen, liikkeeseenlaskijat voivat käydä osakkeenomistajien kanssa vuoropuhelua muun muassa yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmään liittyvistä kysymyksistä. Tämä voi myös lisätä yleisesti osakkeenomistajien osallistumista sijoituskohteinaan olevien yritysten toimintaan.⁵⁴ Noin kaksi kolmasosaa jäsenvaltioista on jo antanut liikkeeseenlaskijoille oikeuden saada tietoonsa kotimaiset osakkeenomistajansa.⁵⁵ Lisäksi avoimuusdirektiivissä⁵⁶

⁵² Lisätietoja on komission yksiköiden valmisteluasiakirjassa *The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues*, joka on oheisasiakirja komission kertomukseen neuvostolle, Euroopan parlamentille, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle sekä alueiden komitealle ”Säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta annetun direktiivin 2004/109/EY toiminta”, SEC(2010) 611, s. 88–94.

⁵³ Aihetta käsiteltiin myös vihreässä kirjassa ”Rahoituslaitosten hallinto- ja ohjausjärjestelmät sekä palkka- ja palkkiokäytännöt” (KOM(2010) 285), jossa päättyttiin kuitenkin vain rahoituslaitoksia koskevissa näkökohdissa.

⁵⁴ Komissio tarkasteli äänestämiseen ilman varsinaista omistusta (nk. empty voting) liittyvää väärinkäytöksen riskiä jo avoimuusdirektiivistä järjestämässään kuulemisessa. Kyseisen kuulemisen tulosten perusteella näyttää siltä, että kyse oli määräjän pituuteen (record date capture) liittyvästä ongelmasta.

⁵⁵ Ks. *Market analysis of shareholder transparency regimes in Europe*, EKP:n T2S:n Taskforce on Shareholder Transparency, 9. joulukuuta 2010: <http://www.ecb.int/paym/t2s/progress/pdf/subtrans/mtg7/2010-t2s-tst-questionnaire-response-analysis.pdf?d6cc9adf38f63d24897c94e379213b81>.

⁵⁶ Direktiivi 2004/109/EY.

ja siihen liittyvissä kansallisissa täytäntöönpanotoimenpiteissä säädetään omistusyhteyksien julkistamisesta tietyn kynnsarvon ylittyessä⁵⁷.

Eurooppalaisen välineen luominen osakkeenomistajien tunnistamista varten on saanut osakseen myös vastustusta. Vastustajat katsovat, että nykyaikaiset viestintävälineet ovat helpottaneet suuresti yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmään liittyviä kysymyksiä koskevien tietojen antamista osakkeenomistajille ja potentiaalisille sijoittajille sekä niiden näkemysten selvittämistä. Osakkeenomistajien parempi tuntemus voisi myös johtaa yhtiön johdon perusteettomaan suojeluun ("management entrenchment"), ts. auttaa johtoa puolustautumaan paremmin liiketoimintatapansa kyseenalaistavia osakkeenomistajien vastaan. Tietyissä jäsenvaltioissa tähän saattaa liittyä myös yksityisyyden suojaan liittyviä näkökohtia, sillä tietosuojasäännöissä saatetaan kieltää välittäjiä luovuttamasta osakkeenomistajia koskevia tietoja liikkeeseenlaskijoille.

Kysymys:

(20) Tarvitaanko Eurooppaan tekninen ja/tai oikeudellinen järjestelmä, joka auttaisi liikkeeseenlaskijoita tunnistamaan osakkeenomistajansa ja helpottaisi siten vuoropuhelua yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmään liittyvistä kysymyksistä? Jos vastaus on kyllä, uskotteko, että tällainen järjestelmä edistäisi myös sijoittajien välistä yhteistyötä? Olkaa hyvä ja tarkentakaa (esim. tavoitteet, tarkoituksenmukainen väline, tiheys, yksityiskohtaisuus ja kustannusten kohdentaminen).

2.7. Vähemmistöosakkaiden suoja

Vähemmistöosakkaiden suoja vaikuttaa osakkeenomistajien asemaan yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmässä monistakin syistä.

Vähemmistöosakkaiden sitoutuminen aiheuttaa ongelmia yrityksissä, joissa on määräysvaltaa käyttäviä osakkeenomistajia. Tämä on kuitenkin edelleen eurooppalaisten yritysten yleisin hallinnointi- ja ohjausjärjestelmämalli. Onkin pohdittava, onko "noudata tai selitä"-periaatteeseen perustuva järjestelmä käyttökelpoinen kyseisenkaltaisissa yrityksissä varsinkaan silloin, kun vähemmistöosakkaille ei taata riittävää suojaa.

Tähän liittyy myös kysymys siitä, onko EU:n voimassa olevien sääntöjen mukainen suoja riittävä vähemmistöosakkaiden etujen suojaamiseksi määräysvaltaa käyttävän osakkeenomistajan (ja/tai johdon) mahdollisilta väärinkäytöksiltä.

2.7.1. Sitoutuneisuuden aste ja "noudata tai selitä"-lähestymistavan toimivuus, kun yrityksessä on määräävässä asemassa oleva tai määräysvaltaa käyttävä osakas

Vähemmistöosakkaiden sitoutuneisuuteen voi liittyä erityisen suuria haasteita yrityksissä, joissa on määräävässä asemassa oleva tai määräysvaltaa käyttävä osakas, joka on yleensä edustettuna myös hallituksessa. Ongelmat, joita vähemmistöosakkaat kohtaavat pyrkiessään puolustamaan tehokkaasti etujaan, tai vähemmistöosakkaiden kyvyttömyys puolustaa tehokkaasti etujaan yrityksissä, joissa on määräysvaltaa käyttäviä osakkeenomistajia, saattavat heikentää huomattavasti "noudata tai selitä"-järjestelmän tehokkuutta. Osakkeenomistajien

⁵⁷ Komissio aikoo sisällyttää direktiiviin vuodeksi 2011 suunnitellun avoimuusdirektiivin tarkistuksen puitteissa myös osakeomistuksia vaikutuksiltaan vastaavien pitkien positioiden julkistamisvaatimuksen.

oikeuksien puolustamiseksi tietyt jäsenvaltiot (esim. Italia) ovat varanneet vähemmistöosakkaille oikeuden nimittää osan hallituksen jäsenistä.

Kysymys:

(21) Tarvitsevatko vähemmistöosakkaat mielestänne laajempia oikeuksia puolustaakseen tehokkaasti etujaan yrityksissä, joissa on määrävissä asemassa olevia tai määräysvaltaa käyttäviä osakkeenomistajia?

2.7.2. *Suoja mahdollisia väärinkäytöksiä vastaan*

Määräysvaltaa käyttävät osakkeenomistajat ja/tai hallitukset voivat hyödyntää yritystä monella tavalla ja vahingoittaa siten vähemmistöosakkaiden etuja. Tämä tapahtuu pääasiassa lähipiirin liiketoimien kautta.

EU:n nykyiset säännöt kattavat jo joitakin lähipiirin liiketoimien osa-alueita, muun muassa tilinpidon ja tietojen julkistamisen. Yritysten edellytetään liittävän tilinpäätökseensä tiedot yrityksen ja sen lähipiirin välisistä liiketoimista, mukaan lukien liiketoimen arvo ja lähipiirisuhteen luonne sekä muut välttämättömät tiedot.⁵⁸

Eräät sijoittajat, joiden kanssa käytiin keskusteluja aiheesta tämän vihreän kirjan valmisteluvaiheessa, pitävät kuitenkin nykyisiä sääntöjä riittämättöminä. Kyseisten sijoittajien mukaan on tilanteita, joissa lähipiirin liiketoimia koskevien tietojen julkistaminen ei riitä, eikä tietoja aina julkisteta riittävän ajoissa.

On ehdotettu⁵⁹, että tietyn kynnsarvon ylittyessä hallituksen olisi nimitettävä riippumaton asiantuntija, joka antaisi vähemmistöosakkaille puolueettoman lausunnon lähipiirin liiketoimien ehdoista. Merkittäviin lähipiirin liiketoimiin tarvittaisiin yhtiökokouksen hyväksyntä. Yhtiökokouksiin liittyvä julkisuus voisi saada määräysvaltaa käyttävät osakkeenomistajat luopumaan joistakin liiketoimista ja antaisi vähemmistöosakkaille mahdollisuuden vastustaa liiketoimen hyväksyvää päätöstä. On myös ehdotettu, että määräysvaltaa käyttävät osakkeenomistajat eivät saisi äänestää.

Kysymys:

(22) Tarvitsevatko vähemmistöosakkaat mielestänne kattavamman suojan lähipiirin liiketoimia vastaan? Jos vastaus on kyllä, millaisia toimenpiteitä voitaisiin toteuttaa?

2.8. **Työntekijöiden osakkeenomistus**

Työntekijöiden mielenkiinto työnantajayrityksen pitkän aikavälin toimintakykyä kohtaan on seikka, joka olisi otettava huomioon yrityksen hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevissa puitteissa. Työntekijät voivat osallistua yrityksen asioiden hoitoon tiedotuksen ja kuulemisten muodossa sekä osallistumalla hallituksen työskentelyyn. Työntekijät voivat kuitenkin

⁵⁸ Ks. perustamissopimuksen 54 artiklan 3 kohdan g alakohdan nojalla yhtiömuodoltaan tietynlaisten yhtiöiden tilinpäätöksistä 25 päivänä kesäkuuta 1978 annetun neljännen neuvoston direktiivin 78/660/ETY 43 artiklan 1 kohdan 7b alakohta ja perustamissopimuksen 54 artiklan 3 kohdan g alakohdan nojalla konsolidoiduista tilinpäätöksistä 13 päivänä kesäkuuta 1983 annetun seitsemännen neuvoston direktiivin 83/349/ETY 34 artiklan 7 b kohta.

⁵⁹ Ks. yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää käsittelevän eurooppalaisen foorumin lausunto vähemmistöosakkaiden oikeuksista.

osallistua myös yrityksen rahoitukseen muun muassa ostamalla sen osakkeita. Työntekijöiden osakkeenomistuksella on pitkät perinteet joissakin Euroopan maissa.⁶⁰ Tällaisilla järjestelyillä pyritään ensisijaisesti lisäämään työntekijöiden sitoutuneisuutta ja motivaatiota, parantamaan tuottavuutta sekä heikentämään sosiaalisia jännitteitä. Työntekijöiden osakkeenomistukseen liittyy kuitenkin myös monipuolisuuden puuttumisesta riskejä, sillä jos yritys joutuu selvitystilaan, osakkeita omistavat työntekijät saattavat menettää työpaikkansa lisäksi myös säästönsä. Sijoituksia tekevät työntekijät voisivat kuitenkin osallistua tärkeällä panoksella pitkän aikavälin sijoitusmallia noudattavien osakkeenomistajien osuuden kasvattamiseen.

Kysymys:

(23) Onko työntekijöiden osakkeenomistuksen edistämiseksi syytä toteuttaa toimenpiteitä EU:n tasolla? Jos vastaus on kyllä, mitä toimenpiteitä?

3. ”NOUDATA TAI SELITÄ” -PERIAATTEESEEN PERUSTUVAT PUITTEET – YRITYSTEN HALLINNOINTI- JA OHJAUSJÄRJESTELMÄÄ KOSKEVIEN SÄÄNNÖSTÖJEN VALVONTA- JA TÄYTÄNTÖÖNPANO

Yritysten ja sijoittajien kyselytutkimukset osoittavat, että useimmat niistä pitävät ”noudata tai selitä” -periaatteeseen perustuvaa lähestymistapaa yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän kannalta tarkoituksenmukaisena välineenä. ”Noudata tai selitä” -periaatteeseen perustuvan lähestymistavan mukaan yrityksen, joka päättää poiketa hallinto- ja ohjausjärjestelmää koskevaan säännöstöön sisältyvästä suosituksesta, on ilmoitettava yksityiskohtaisesti erityiset käytännön syyt, joihin sen päätös perustuu. Kyseisen lähestymistavan suurin vahvuus on joustavuus. Yritykset voivat mukauttaa sen avulla hallinnointi- ja ohjausjärjestelmään liittyvät käytäntönsä omaan erityistilanteeseensa (kokonsa, omistusrakenteensa ja alakohtaisten erityispiirteidensä mukaan). ”Noudata tai selitä” -periaatteeseen perustuvan lähestymistavan katsotaan lisäävän myös yritysten vastuullisuutta, sillä se kannustaa yrityksiä arvioimaan hallinnointi- ja ohjausjärjestelmään liittyvien käytäntöjensä tarkoituksenmukaisuutta ja asettaa niille tavoitteen, johon niiden olisi päästävä. Sen vuoksi suuri osa sääntelyviranomaisista, yrityksistä ja sijoittajista tukee ”noudata tai selitä” -periaatteeseen perustuvaa lähestymistapaa, kuten syksyllä 2009 julkaistu tutkimus⁶¹ jäsenvaltioiden yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmiä koskevien säännöstöjen valvonta- ja täytäntöönpanojärjestelmistä osoittaa.

”Noudata tai selitä” -periaatteeseen perustuvan lähestymistavan ottamisessa yleiseen käyttöön eri puolilla EU:ta on kuitenkin ollut ongelmia. ”Noudata tai selitä” -periaatteeseen perustuvan lähestymistavan soveltamisessa havaittiin edellä mainitussa tutkimuksessa merkittäviä puutteita, jotka heikentävät EU:n yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevien puitteiden tehokkuutta ja rajoittavat järjestelmästä saatavaa hyötyä. Näyttääkin siltä, että yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmiä koskevien säännöstöjen soveltamista on tarpeen mukauttaa. Olisi pyrittävä löytämään ratkaisuja, jotka eivät muuta ”noudata tai selitä”

⁶⁰ Työntekijöiden taloudellisen osallistumisen edistämistä koskeva tiedonanto (KOM(2002) 364), PEPPER IV -kertomus – *Benchmarking of Employee Participation in Profits and Enterprise Results in the Member and Candidate Countries of the European Union*, 2008.

⁶¹ Jäsenvaltioissa noudatettavia hallinto- ja ohjausjärjestelmän valvonta- ja täytäntöönpanokäytäntöjä koskeva tutkimus (*Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*), joka on saatavilla osoitteessa http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm.

-periaatteeseen perustuvan lähestymistavan perusominaisuuksia vaan tehostavat sen toimintaa parantamalla yritysten julkaisemien raporttien informatiivista laatua. Kyseiset ratkaisut eivät kuitenkaan sulje pois mahdollisuutta, että tietyistä vaatimuksista on tarpeen antaa EU:n tason lainsäädäntöä suositusten sijaan.

3.1. Yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä annettaviin selvityksiin sisältyvien perusteluiden laadun parantaminen

Edellä mainitun tutkimuksen mukaan yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevien selvitysten laatuun silloin, kun yritys päättää poiketa hallinto- ja ohjausjärjestelmää koskevaan säännöstyön sisältyvästä suosituksesta, ei yleisesti ottaen voida olla tyytyväisiä. Sijoittajat käyttävät yritysten esittämiä perusteluja tehdessään valintoja ja arvioidessaan yrityksen arvoa. Tutkimus osoitti kuitenkin, että yli 60 prosentissa tapauksista, joissa yritykset päättivät olla noudattamatta suosituksia, yritykset eivät esittäneet riittäviä perusteluja. Yritykset joko ilmoittivat pelkästään poikenneensa suosituksesta perustelematta päätöstään tai esittivät vain yleisluontoisia ja suppeita perusteluja.

Monissa jäsenvaltioissa on kuitenkin jo havaittavissa hidasta mutta vääjäämätöntä edistymistä. Yritykset oppivat ja perustelevat päätöksensä paremmin julkisten tai yksityisten tahojen (rahoitusmarkkinaviranomaiset, arvopaperipörssit, kauppakamarit jne.) antaman valistuksen ansiosta. Tilannetta voitaisiin kuitenkin parantaa edelleen asettamalla yksityiskohtaisempia vaatimuksia yrityksille, jotka poikkeavat suosituksista. Vaatimusten olisi oltava selkeitä ja täsmällisiä, sillä monet nykyisistä ongelmista johtuvat siitä, että vaadittujen perustelujen luonne on ymmärretty väärin.

Hyvä esimerkki yrityksille asetetusta täsmällisestä vaatimuksesta on Ruotsissa laadittu yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskeva säännöstö, jossa säädetään, että yrityksen on ilmoitettava hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevassa selvityksessä selkeästi, mitä säännöstyön sisältyviä sääntöjä se ei ole noudattanut, ilmoitettava kunkin säännön osalta syyt noudattamatta jättämiseen ja kuvailtava ratkaisua, johon se on päätenyt.⁶² Näyttäisi siltä, että yrityksiltä olisi vaadittava paitsi tietoja syistä, joiden vuoksi ne ovat poikenneet tietystä säännöstä, myös yksityiskohtainen kuvaus ratkaisusta, johon ne ovat päätenneet.

3.2. Yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän parempi valvonta

Vaikuttaa siltä, että yritysten julkaisemiin hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskeviin selvityksiin ei kohdisteta riittävää valvontaa. Useimmissa jäsenvaltioissa vastuu julkaisemisveloitteen noudattamisen valvonnasta kuuluu sijoittajille, jotka eivät kotijäsenvaltionsa kulttuurista ja perinteistä riippuen usein juurikaan puutu tilanteeseen. Rahoitusmarkkinaviranomaiset tai arvopaperipörssit ja muut valvontaelimet toimivat erilaisten lainsäädäntöpuitteiden rajoissa ja ovat kehittäneet erilaisia käytäntöjä. Niillä on useimmiten vain muodollinen vastuu sen tarkistamisesta, ovatko yritykset julkaisseet hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevan selvityksen. Vain harvoilla jäsenvaltioilla on julkisia tai erityisiä viranomaisia, joiden tehtävänä on tarkistaa, ovatko yritykset antaneet kaikki vaaditut tiedot (erityisesti perustelut).

⁶² Ks. <http://www.corporategovernanceboard.se/the-code/current-code>, 10.2 kohta.

”Noudata tai selitä” -periaate voisi toimia paljon paremmin, jos valvontaelimillä, kuten arvopaperimarkkinavalvojilla, arvopaperipörsseillä tai muilla viranomaisilla⁶³, olisi mahdollisuus tarkastaa, että saatavilla olevat tiedot (erityisesti perustelut) ovat riittävän informatiivisia ja ymmärrettäviä. Viranomaisten ei kuitenkaan pitäisi puuttua julkaistujen tietojen sisältöön eikä arvostella ratkaisua, johon yritys on päätenyt. Viranomaiset voisivat myös asettaa valvonnan tulokset yleisesti saataville korostaakseen parhaita käytäntöjä ja kannustaakseen yrityksiä lisäämään avoimuutta. Vakavimmissa laiminlyöntitapauksissa voitaisiin harkita virallisten seuraamusten käyttöä.⁶⁴

Yksi tapa parantaa valvontaa voisi olla yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmästä annettavien selvitysten määrittelemine direktiivin 2004/109/EY 2 artiklan 1 kohdan k alakohdassa tarkoitetuiksi säännellyiksi tiedoiksi, jolloin ne kuuluisivat kyseisen direktiivin 24 artiklan 4 kohdassa säädettyjen toimivaltaisten kansallisten viranomaisten valtuuksien piiriin.

Valvontaelinten kehittämien erilaisten parhaiden käytäntöjen vaihtoa on mahdollista parantaa ja laajentaa huomattavasti.

Kysymykset:

- | |
|--|
| <p>(24) Oletteko sitä mieltä, että yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevien säännösten suosituksista poikkeavia yrityksiä olisi vaadittava perustelevaan yksityiskohtaisesti, miksi ne ovat poikenneet suosituksista, ja kuvailemaan vaihtoehtoisia ratkaisuja, joihin kyseiset yritykset ovat päätenneet?</p> <p>(25) Oletteko sitä mieltä, että valvontaelimellä pitäisi olla oikeus tarkastaa yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmästä annettavien selvitysten informatiivinen laatu ja vaatia yrityksiltä tarvittaessa lisäperusteluja? Jos vastaus on kyllä, millaisia tehtäviä valvontaelimille olisi tarkkaan ottaen annettava?</p> |
|--|

4. JATKOTOIMET

Jäsenvaltioita, Euroopan parlamenttia, Euroopan talous- ja sosiaalikomiteaa sekä muita intressitahoja kehotetaan ottamaan kantaa tässä vihreässä kirjassa esitettyihin ehdotuksiin. Kannanotot olisi lähetettävä viimeistään 22. heinäkuuta 2011 sähköpostiosoitteeseen markt-complaw@ec.europa.eu. Komissio päättää tämän vihreän kirjan jälkeen jatkotoimista saamiensa kannanottojen perusteella. Mahdollisista tulevista lainsäädäntö- ja muista ehdotuksista laaditaan kattava vaikutusten arviointi, jossa otetaan huomioon tarve välttää kohtuuttoman hallinnollisen rasitteen aiheuttamista yrityksille.

Vastaukset julkaistaan internetissä. On tärkeää lukea tämän vihreän kirjan liitteenä oleva tietosuojaseloste, joka sisältää henkilötietojen ja vastausten käsittelyyn liittyviä tietoja.

⁶³ Tässä vihreässä kirjassa ei käsitellä tilintarkastajien roolia, sillä lakisääteisen tilintarkastuksen asemaa koskeva kuuleminen on järjestetty erillisen vihreän kirjan yhteydessä (ks. http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_fi.pdf).

⁶⁴ Kuten esimerkiksi Espanja on jo tehnyt, ks. *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, s. 63.

LIITE 1: Kysymykset

Yleiset kysymykset

- (1) Olisiko yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevissa EU:n toimenpiteissä otettava huomioon julkisesti noteerattujen yritysten koko? Millä tavalla? Olisiko otettava käyttöön julkisesti noteerattuja pieniä ja keskisuuria yrityksiä koskeva eriytetty, suhteutettu järjestelmä? Jos vastaus on kyllä, onko käytettävissä tarkoituksenmukaisia määritelmiä tai kynnyksarvoja? Jos on, ehdottakaa tapoja, joilla määritelmiä ja kynnyksarvoja voitaisiin tarvittaessa mukauttaa pk-yrityksiin vastattaessa jäljempänä oleviin kysymyksiin.
- (2) Olisiko EU:n tasolla toteutettava noteeraamattomien yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevia toimenpiteitä? Olisiko EU:n keskityttävä noteeraamattomia yrityksiä koskevien vapaaehtoisten säännösten kehittämisen ja soveltamisen tukemiseen?

Yritysten hallitukset

- (3) Olisiko EU:n pyrittävä varmistamaan, että hallituksen puheenjohtajan ja toimitusjohtajan tehtävien ja velvollisuuksien välillä on selkeä ero?
- (4) Olisiko johdon ja myös hallituksen puheenjohtajan profiili määritettävä tarkemmin valintamenettelyssä, jotta voidaan varmistaa, että johtajilla on tarvittavat taidot ja hallitus on riittävän monipuolinen? Jos vastaus on kyllä, mikä olisi paras tapa päästä tähän tavoitteeseen ja millä hallinnointitasolla, ts. kansallisella, EU:n vai kansainvälisellä tasolla, tämä olisi toteutettava?
- (5) Olisiko julkisesti noteerattuja yrityksiä vaadittava ilmoittamaan, noudattavatko ne monimuotoisuutta tukevia toimintalinjoja, ja jos olisi, kuvailemaan sen tavoitteita ja perussisältöä sekä raportoimaan säännöllisin väliajoin tilanteen kehittymisestä?
- (6) Olisiko julkisesti noteerattuja yrityksiä vaadittava varmistamaan, että niiden hallituksissa on tasapainoisempi sukupuolijakauma? Jos vastaus on kyllä, kuinka tämä olisi toteutettava?
- (7) Olisiko toimivaan johtoon kuulumattomien johtajien toimikausien määrälle mielestänne asetettava rajoituksia EU:n tasolla? Jos vastaus on kyllä, miten ne olisi muotoiltava?
- (8) Olisiko julkisesti noteerattuja yrityksiä kannustettava suorittamaan ulkoinen arviointi säännöllisin väliajoin (esim. kolmen vuoden välein)? Jos vastaus on kyllä, kuinka tämä olisi tehtävä?
- (9) Olisiko palkka- ja palkkiopolitiikkaa koskevien tietojen antaminen, vuotuinen palkka- ja palkkioselvitys (selvitys palkka- ja palkkiopolitiikan toteuttamista edellisen vuoden aikana) sekä yksilöllisen palkka- ja palkkiopolitiikan soveltaminen toimivaan johtoon ja toimivaan johtoon kuulumattomiin johtajiin muutettava pakolliseksi käytännöiksi?
- (10) Olisiko osakasäänestyksen järjestäminen palkka- ja palkkiopolitiikasta sekä palkka-palkkioselvityksestä muutettava pakolliseksi?

- (11) Oletteko sitä mieltä, että hallituksen olisi hyväksyttävä yrityksen riskinotto-kyky, otettava vastuu siitä ja raportoitava siitä asianmukaisesti osakkeenomistajille? Olisiko tällaisten tietojen julkistamisjärjestelyjen katettava myös asian kannalta merkitykselliset keskeiset yhteiskunnalliset riskit?
- (12) Oletteko sitä mieltä, että hallituksen olisi varmistettava, että yrityksen riskienhallintajärjestelyt ovat tehokkaita ja oikeassa suhteessa sen riskiprofiiliin?

Osakkeenomistajat

- (13) Onko EU:n voimassa olevassa lainsäädännössä sääntöjä, jotka mielestänne edistävät aiheutonta lyhytnäköisyyttä sijoittajien keskuudessa? Jos vastaus on kyllä, kuinka kyseisiä sääntöjä voitaisiin muuttaa lyhytnäköisen käyttäytymisen estämiseksi?
- (14) Onko pitkäaikaisten institutionaalisten sijoittajien sijoitussalkkuja hoitavien omaisuudenhoitajien kannustinrakenteisiin ja suorituskyvyn arviointiin aiheellista kohdistaa toimenpiteitä? Jos vastaus on kyllä, mitä toimenpiteitä?
- (15) Olisiko EU:n oikeudessa säädettävä institutionaalisten sijoittajien omaisuudenhoitajiin kohdistaman valvonnan tehostamisesta (mm. strategiat, kustannukset, kaupankäynti ja se, kuinka laajasti omaisuudenhoitajat sitoutuvat kohdeyrityksiin)? Jos vastaus on kyllä, kuinka tämä olisi tehtävä?
- (16) Olisiko EU:n säännöissä edellytettävä tietynasteista riippumattomuutta omaisuudenhoitajien johto- ja hallintoelimeltä, esimerkiksi sen emoyritykseltä, tai tarvitaanko muita tietojen julkistamista ja eturistiriitojen hallintaa edistäviä (lainsäädäntö-)toimenpiteitä?
- (17) Miten EU voisi helpottaa parhaalla mahdollisella tavalla osakkeenomistajien välistä yhteistyötä?
- (18) Olisiko EU:n lainsäädännössä edellytettävä valtakirjoja koskevien neuvontapalvelujen tarjoajilta kattavampaa tiedotusta, esimerkiksi laajempien tietojen antamista käytetyistä analyttisistä menetelmistä, eturistiriidoista ja niiden säätelystä ja/tai käytännesääntöjen soveltamisesta? Jos vastaus on kyllä, miten tämä voitaisiin tehdä parhaalla mahdollisella tavalla?
- (19) Pidätkö muita (lainsäädäntö-)toimenpiteitä tarpeellisena, esimerkiksi rajoitusten asettamista sille, onko valtakirjoja koskevien neuvontapalvelujen tarjoajilla oikeus tarjota konsulttipalveluja kohdeyrityksille?
- (20) Tarvitaanko Eurooppaan tekninen ja/tai oikeudellinen järjestelmä, joka auttaisi liikkeeseenlaskijoita tunnistamaan osakkeenomistajansa ja helpottaisi siten vuoropuhelua yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmään liittyvistä kysymyksistä? Jos vastaus on kyllä, uskotteko, että tällainen järjestelmä edistäisi myös sijoittajien välistä yhteistyötä? Olkaa hyvä ja tarkentakaa (esim. tavoitteet, tarkoituksenmukainen väline, tiheys, yksityiskohtaisuus ja kustannusten kohdentaminen).
- (21) Tarvitsevatko vähemmistöosakkaat mielestänne laajempia oikeuksia puolustukseen tehokkaasti etujaan yrityksissä, joissa on määrävissä asemassa olevia tai määräysvaltaa käyttäviä osakkeenomistajia?

- (22) Tarvitsevatko vähemmistöosakkaat mielestänne kattavamman suojan lähimpiin liiketoimia vastaan? Jos vastaus on kyllä, millaisia toimenpiteitä voitaisiin toteuttaa?
- (23) Onko työntekijöiden osakkeenomistuksen edistämiseksi syytä toteuttaa toimenpiteitä EU:n tasolla? Jos vastaus on kyllä, mitä toimenpiteitä?

Yritysten hallinto- ja ohjausjärjestelmiä koskevien säännösten valvonta ja täytäntöönpano

- (24) Oletteko sitä mieltä, että yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevien säännösten suosituksista poikkeavia yrityksiä olisi vaadittava perustelevaan yksityiskohtaisesti, miksi ne ovat poikenneet suosituksista, ja kuvailemaan vaihtoehtoisia ratkaisuja, joihin kyseiset yritykset ovat päätyneet?
- (25) Oletteko sitä mieltä, että valvontaelimellä pitäisi olla oikeus tarkastaa yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmästä annettavien selvitysten informatiivinen laatu ja vaatia yrityksiltä tarvittaessa lisäperusteluja? Jos vastaus on kyllä, millaisia tehtäviä valvontaelimille olisi tarkkaan ottaen annettava?

LIITE 2: Luettelo EU :n toimenpiteistä yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän alalla

- Yhtiömuodoltaan tietynlaisten yhtiöiden tilinpäätöksistä annetun neuvoston direktiivin 78/660/ETY, konsolidoiduista tilinpäätöksistä annetun neuvoston direktiivin 83/349/ETY, pankkien ja muiden rahoituslaitosten tilinpäätöksestä ja konsolidoidusta tilinpäätöksestä annetun neuvoston direktiivin 86/635/ETY sekä vakuutusyritysten tilinpäätöksistä ja konsolidoiduista tilinpäätöksistä annetun neuvoston direktiivin 91/674/ETY muuttamisesta 14 päivänä kesäkuuta 2006 annettu Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2006/46/EY (EUVL L 224, 16.8.2006, s. 1–7)
- Säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta 15 päivänä joulukuuta 2004 annettu Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/109/EY (EUVL L 390, 31.12.2004, s. 38–57)
- Osakkeenomistajien eräiden oikeuksien käyttämisestä julkisesti noteeratuissa yhtiöissä 11 päivänä heinäkuuta 2007 annettu Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2007/36/EY (EUVL L 184, 14.7.2007, s. 17–24)
- Julkisista ostotarjouksista 21 päivänä huhtikuuta 2004 annettu Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/25/EY (EUVL L 142, 30.4.2004, s. 12–23)
- Julkisesti noteerattujen yhtiöiden toimivaan johtoon kuulumattomien tai valvovien hallinto- tai valvontaelimen jäsenten tehtävistä sekä hallinto- tai valvontaelimen komiteoista 15 päivänä helmikuuta 2005 annettu komission suositus 2005/162/EY (EUVL L 52, 25.2.2005, s. 51–63)
- Julkisesti noteerattujen yhtiöiden hallinto- tai valvontaelinten jäsenten palkkoja ja palkkioita koskevan asianmukaisen järjestelmän edistämistä 14 päivänä joulukuuta 2004 annettu komission suositus 2004/913/EY (EUVL L 385, 29.12.2004, s. 55–59)
- Suositusten 2004/913/EY ja 2005/162/EY täydentämisestä julkisesti noteerattujen yhtiöiden hallinto- tai valvontaelinten jäsenten palkkoja ja palkkioita koskevan järjestelmän osalta 30 päivänä huhtikuuta 2009 annettu komission suositus 2009/385/EY (EUVL L 120, 15.5.2009, s. 28–31)

–