

**Valtioneuvoston kirjelmä Eduskunnalle ehdotuksesta
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi
(yritystotarjoukset)**

Perustuslain 96 §:n 2 momentin perusteella lähetetään eduskunnalle Euroopan yhteisöjen komission 2 päivänä lokakuuta 2002 julkistama tiedonanto ehdotuksesta Euroopan

parlamentin ja neuvoston direktiiviksi yritystotarjouksista ja ehdotuksesta laadittu muistio.

Helsingissä 6 päivänä helmikuuta 2003

Ministeri *Martti Korhonen*

Lainsäädäntöneuvos Ilkka Harju

**VALTIONEUVOSTON KIRJELMÄ EDUSKUNNALLE EHDOTUKSESTA EUROOPAN
PARLAMENTIN JA NEUVOSTON DIREKTIIVIKSI JULKISISTA
OSTOTARJOUKSISTA (YRITYSOSTOTARJOUKSET)**

1. Yleistä

Ehdotuksen tausta. Komissio ilmoitti jo sisämarkkinoiden toteutumista koskevassa valkoisessa kirjassa vuonna 1985 aikovansa antaa direktiiviehdotuksen julkisista ostotarjouksista. Tammikuussa 1989 annettiin ensimmäinen direktiiviehdotus ja syyskuussa 1990 muutettu ehdotus, joiden tarkoituksena oli julkisia ostotarjouksia koskevan lainsäädännön yksityiskohtainen lähentäminen. Komissio ilmoitti kuitenkin Edinburghin Eurooppa-neuvostossa joulukuussa 1992 esittämässään toissijaisuutta koskevassa julkilausumassa, että se tarkistaisi ehdotustaan jäsenvaltioiden kanssa aloitettujen neuvottelujen pohjalta. Komissio antoikin helmikuussa 1996 uuden direktiiviehdotuksen yritysostotarjouksista. Ehdotus oli muuttunut puitedirektiiviksi, jossa säädettiin yleisistä periaatteista mutta ei pyritty lainsäädäntöjen yksityiskohtaiseen lähentämiseen. Marraskuussa 1997 annetun komission muutetun ehdotuksen pohjalta neuvosto vahvisti yhteisen kannan yksimielisesti kesäkuussa 2000. Euroopan parlamentti esitti joulukuussa 2000 toisessa käsittelyssään eräitä tarkistuksia, joita neuvosto ei kuitenkaan voinut hyväksyä. Sovittelumenettelyssä saavutettiin yhteisymmärrys sovittelukomiteassa 6. kesäkuuta 2001. Euroopan parlamentin täysistunnon äänestyksessä 4. heinäkuuta 2001 äänet jakautuivat kuitenkin tasan (273-273), ja kompromissin tuloksena laadittu teksti hylättiin. Lähes 14 vuotta vireillä ollut lainsäädäntöprosessi raukesi.

Euroopan parlamentin päätös perustui lähinnä kolmeen poliittiseen näkökohtaan: a) torjuttiin periaate, jonka mukaan kohdeyhtiön johdon on julkisen ostotarjouksen tekemisen jälkeen saatava sitä koskevien suojaustoimien

toteuttamiselle etukäteen yhtiökokouksen hyväksyntä niin kauan kuin eurooppalaisilla yrityksillä ei ole tasapuolisia toimintaedellytyksiä julkisia ostotarjouksia vastaan; b) valitettiin sitä, että direktiivissä ei suojata riittävästi julkisen ostotarjouksen osapuolina olevien yhtiöiden työntekijöitä; c) ehdotusta pidettiin riittämättömänä turvaamaan tasapuoliset toimintaedellytykset yhdysvaltalaisen yritysten kanssa.

Direktiiviä pidetään kuitenkin edelleen tarpeellisena ja se on otettu osaksi rahoituspalvelujen toimintasuunnitelmaa, joka on määrä toteuttaa vuoden 2005 loppuun mennessä. Direktiivillä voitaisiin komission mielestä edistää eurooppalaisten yritysten kehittämistä ja uudelleenorganisointia, mitkä ovat välttämättömiä edellytyksiä niiden kansainvälisen kilpailukykyyn säilyttämiseksi ja yhtenäisten pääomamarkkinoiden kehittämiseksi. Toistaiseksi yhtiöiden toimintaa säätelevät kansalliset lainsäädännöt poikkeavat toisistaan erittäin paljon, mikä aiheuttaa useassa jäsenvaltiossa toimiville yhtiöille runsaasti ongelmia mm. sen suhteen, mitä lakia olisi sovellettava tai mitkä ovat toimivaltaiset viranomaiset.

Winter-työryhmän raportti. Uudessa direktiiviehdotuksessa on pyritty ottamaan huomioon Euroopan parlamentin esiin tuomat huolenaiheet luopumatta kuitenkaan peruseriaateista, jotka on hyväksytty yksimielisesti neuvoston yhteisessä kannassa kesäkuussa 2000. Komissio on syyskuussa 2001 perustanut yhtiöoikeuden asiantuntijoiden korkean tason työryhmän, jonka puheenjohtajana toimii hollantilainen professori Jaap Winter. Komissio on ottanut suureksi osaksi huomioon Winter-työryhmän tammikuussa 2002 julkaistussa raportissa esitetyt suositukset. Direktiivin tavoitteet ovat muuttumattomat: yleisinä tavoitteina on

rahoitusmarkkinoiden yhdentäminen rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman mukaisesti ja lainsäädäntöjen lähentäminen yritysten uudelleenorganisointien edistämiseksi. Lisäksi direktiivillä pyritään vahvistamaan rajat ylittävien julkisten ostotarjousten oikeusvarmuutta ja varmistamaan vähemmistöosakkaiden suoja tällaisten toimenpiteiden yhteydessä. Direktiivi loisi jäsenvaltioiden toiminnalle puitteet, jotka perustuvat tiettyihin periaatteisiin ja eräisiin yleisiin vaatimuksiin, samalla kun jäsenvaltiot voivat antaa sen soveltamista koskevat yksityiskohtaiset säännöt omien kansallisten käytäntöjensä mukaisesti, kunhan erot eivät vaaranna direktiivin soveltamista yhteisön tasolla.

Direktiiviehdotusta on täydennetty, jotta voitaisiin ottaa huomioon Euroopan parlamentin tekemät tarkistukset. Ehdotus noudattaa Winter-työryhmän raportissa esitettyjä suosituksia käyvän hinnan yhteisestä määritelmästä (5 artikla) sekä julkisen ostotarjouksen yhteydessä muodostuvasta lunastusoikeudesta (14 artikla) ja lunastusvelvollisuudesta (15 artikla). Winter-työryhmän esittämien suositusten mukaisesti uudessa ehdotuksessa säilytetään 9 artiklassa esitetty periaate, jonka mukaan osakkeenomistajien on annettava tarjouksen julkistamisen jälkeen lausunto suojaustoimista. Tämän lisäksi esitetään, että direktiivin soveltamisalaan kuuluvissa yhtiöissä on lisättävä avoimuutta suojarakenteista ja suojarjestelyistä (10 artikla). Suojarakenteista ja suojarjestelyistä on ilmoitettava yksityiskohtaisesti ja tarkasti. Direktiivissä lisätään näihin suosituksiin velvollisuus esittää asianomaiset toimenpiteet yhtiökokoukselle kahden vuoden välein perustelujen kera.

Direktiivissä ei noudateta kaikkia Winter-työryhmän suosituksia, jotka koskevat suoja-toimenpiteiden kumoamista julkisen ostotarjouksen hyväksymisen jälkeen (*engl. breakthrough*). Näitä suosituksia, jotka olisivat merkinneet mm. huomattavia rajoituksia erilajisten osakkeiden käytölle, nimittäin vastustivat lähes kaikki jäsenvaltiot ja myös rahoitusalan eri edustajat erityisesti niiden mahdollisesti aiheuttamien jurististen

ongelmien vuoksi (raja soveltamiselle, sen pääoman määrittely, johon riskit kohdistuvat, oikeuksien menettämisestä maksettavat korvaukset jne.). Lisäksi suuri enemmistö niistä, joilta pyydettiin lausunto direktiivin valmistelun yhteydessä, oli sitä mieltä, että direktiiviin ei pitäisi sisällyttää toimenpiteitä, joilla on huomattavia vaikutuksia yhtiöoikeuteen. Winter-työryhmän raportin mukaisesti kuitenkin ehdotetaan, että tarjouksentekijä ei voi vedota arvopapereiden siirtämistä koskeviin rajoituksiin (esim. osakkuuksien määrää tai niiden siirtämistä koskevat rajoitukset) tai äänioikeutta koskeviin rajoituksiin (esim. äänioikeuden käyttöä koskevat rajoitukset tai äänestyksen lykkääminen) tai että niiden oikeusvaikutukset lakkaavat sen jälkeen kun tarjous on julkistettu (11 artikla). Lisäksi tarjouksentekijällä tulisi olla tarjouksen toteutumisen jälkeen mahdollisuus kutsua yhtiökokous koolle lyhyellä varoitusajalla, jotta yhtiöjärjestyksestä voidaan muuttaa ja yhtiön hallinto- tai johtoelimen jäsenet vaihtaa voimassa olevien yhtiöoikeuden sääntöjen mukaisesti, mutta ilman että tarjouksentekijälle asetetaan arvopapereiden siirtoa tai äänioikeuden käyttöä koskevia rajoituksia.

Komissio katsoo, että ehdotuksen 10 artiklassa esitetty vaatimus lisätä avoimuutta ja 11 artiklassa säädetty kielto soveltaa toimenpiteitä, jotka saattavat johtaa yhtiön johdon perusteettomaan suojaamiseen, parantavat huomattavasti Euroopan parlamentin mainitsemia "tasapuolisia toimintaedellytyksiä" vaarantamatta kuitenkaan eurooppalaisten yritysten kilpailuasemaa suhteessa kolmansiin maihin ja erityisesti Yhdysvaltoihin.

2. Ehdotuksen pääasiallinen sisältö

Tarkoitus ja tavoitteet. Ehdotuksen tarkoituksena on luoda joustava kehysdirektiivi, joka sääntelisi julkisen kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden määräysvallan muuttumista koskevia tilanteita.

1 artikla. Soveltamisala. Direktiiviehdotuksen mukaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevia

arvopapereita liikkeeseen laskeneessa osakeyhtiössä (kohdeyhtiö) määräysvallan hankkineen henkilön on tehtävä julkinen ostotarjous, joka on säädettävä jäsenvaltiossa pakolliseksi (*engl. mandatory bid*). Direktiiviehdotus koskee pääasiassa kysymyksiä, joista Suomessa säädetään arvopaperimarkkinalain (495/1989) 6 luvussa. Arvopaperimarkkinalakiin on otettu säännöksiä, jotka vastaavat direktiiviehdotuksesta aikaisemmin, vuonna 1990, tehtyä ehdotusta. Koska direktiiviehdotus nykyisessä muodossaan on vähemmän yksityiskohtainen kuin vuoden 1990 ehdotus, arvopaperimarkkinalaki vastaa melko hyvin direktiiviehdotusta. Toisaalta tästä on myös seurannut, että Suomen kanta ehdotukseen etenkin siltä osin kuin siihen on pyritty sisällyttämään yhtiölainsäädäntöön kohdistuvia laajempia vaikutuksia koskevia säännöksiä on sen valmisteluvaiheissa jo useita vuosia ollut jossain määrin kriittinen.

Direktiiviehdotuksen soveltamisala on kytketty sijoituspalveluista arvopaperimarkkinoilla annetussa neuvoston direktiivissä (93/22/ETY) tarkoitettuihin säännelyihin markkinoihin. Suomessa kaikki osakemarkkinoilla harjoitettava julkinen kaupankäynti tapahtuu edelleen Helsingin Pörssissä (HEX Oyj). Tämä kaupankäynti on arvopaperimarkkinalain 1 luvun 3 §:n mukaisena julkisena kaupankäyntinä ilmoitettu komission pitämään luetteloon säännellyistä markkinoista. Direktiiviehdotus vaikuttaa siten osakkeisiin, jotka on otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi Helsingin Pörssissä. Direktiiviehdotus ei vaikuta esim. lunastus- ja suostumuslausekkeiden käyttöön muissa osakeyhtiöissä.

Direktiiviehdotuksen 1 artiklan 2 kohdassa on soveltamisalan rajaus, jonka mukaan direktiivi ei koske vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden osakkeista tehtäviä tarjouksia. Suomen kannalta tällä lisäyksellä ei ole merkitystä, koska Suomessa ei ole vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä.

2 artikla. Määritelmät. Direktiiviehdotuksessa määritellään ostotarjous, kohdeyhtiö, tarjoaja, tarjoajan kanssa yhteistoiminnassa olevat henkilöt, arvopaperit ja ostotarjouksen osapuolet. Suomen kannalta keskeistä 2 artiklassa on

ostotarjouksen määritelmä (*engl. takeover bid*), jonka mukaan ostotarjouksen tavoitteena on oltava määräysvallan (*engl. control*) saavuttaminen.

Arvopaperimarkkinalain 6 luvun 1 §:n mukainen julkinen ostotarjous ei ole sidoksissa määräysvallan saavuttamiseen. Arvopaperimarkkinalain 6 luvun 6 §:n mukainen lunastusvelvollisuus puolestaan toteutuu sen jälkeen, kun osakkeenomistaja on saavuttanut kahden kolmasosan ääniosuuden yhtiön osakkeista. Määräysvaltaa ei direktiiviehdotuksessa ole määritelty, mutta sen voidaan katsoa tarkoittavan vähintään puolta yhtiön osakkeiden tuottamasta äänimäärästä. Näin ollen siinä tapauksessa, että direktiiviehdotus hyväksytään ja se tulee kansallisesti täytäntöön pantavaksi, arvopaperimarkkinalain mukainen lunastusvelvollisuus on todennäköisesti kytkettävä määräysvallan saavuttamiseen ja 6 luvun 6 §:n mukaista lunastusrajaa on siksi alennettava 66,66 %:sta 50 %:iin. Aikaisemmissa neuvotteluissa monien jäsenvaltioiden mielestä määräysvallalla on tarkoitettu alle puolta osakkeiden tuottamasta äänimäärästä, kuten 30—35 %:n tasolla olevaa osuutta osakkeiden tuottamasta äänimäärästä. Koska määräysvallan käsitteellä ei ole direktiiviehdotuksessa yhteistä sisältöä, jäsenvaltioissa omaksutut tulkinnat tulevat direktiiviä täytäntöön pantaessa vaihtelevaan.

Lisäksi julkiselta ostotarjoukselta on mahdollisesti edellytettävä, että sillä pyritään saavuttamaan määräysvalta kohdeyhtiössä. Arvopaperimarkkinalain 6 luvun 1 §:n mukainen julkinen ostotarjous on direktiiviä lievempi velvollisuus, koska sen tarkoituksena ei ole määräysvallan saavuttaminen. Arvopaperimarkkinalain 6 luvun 6 §:ssä säädetty lunastusvelvollisuus sen sijaan perustuu määräysvallan saavuttamiseen kohdeyhtiössä. Direktiiviehdotuksen kahdeksannessa johdantolauseessa on lisäksi maininta osittaisista tarjouksista (*engl. partial bid*), joita jäsenvaltioissa on sallittu ja joita direktiiviehdotus ei nimenomaisesti kiellä. Osittaisista tarjouksista on direktiivistä tehdyn poliittisen sopimuksen yhteydessä

kesäkuussa 1999 annettu neuvoston ja komission lausuma.

Toinen ongelmallinen määritelmä on arvopaperit (*engl. securities*), jota direktiiviehdotuksessa käytetään ainakin kolmessa eri merkityksessä. Ensinnäkin sellaiset arvopaperit, jotka tuottavat äänioikeutta kohdeyhtiössä, otetaan huomioon määräysvaltaa laskettaessa. Toiseksi arvopapereita voidaan käyttää ostotarjouksessa maksuvälineenä ja kolmanneksi ostotarjouksessa on nimettävä ne arvopaperit, joita ostotarjous koskee. Lisäksi direktiiviehdotuksen 11 artiklan 5 kohdan mukaan artiklaa ei sovelleta äänioikeudettomiin arvopapereihin, vaikka mainitunkaltaiset arvopaperit eivät kuulu edes direktiivin soveltamisalaan. Suomi pitää tärkeänä direktiiviehdotuksen sisäisten ristiriitojen poistamista tältä osin siitä huolimatta, että osa tulkintaongelmista voidaan ratkaista kansallisella tasolla.

Suomessa julkisten ostotarjousten kohteena olevilla pörssiyrityksillä on useimmiten hallitseva omistaja tai omistajaryhmä. Omistus ei ole hajautunutta, kuten tyypillisesti Iso-Britanniassa, mutta Suomessa ei myöskään käytetä erityisiä omistusyhtiöitä tai ns. pyramidirakenteita, jotka ovat yleisiä esim. Italiassa. Suomalaisista listayhtiöistä sadan markkina-arvoltaan suurimman yhtiön ryhmästä yli puolet on sellaisia, joissa viisi suurinta omistajaa pitää hallussaan yli puolta yhtiön äänivallasta. Vastaavasti vain muutamassa näistä sadasta yhtiöstä viiden suurimman omistajan yhteenlaskettu äänimäärä on alle 10 %. Yksistään tästä omistusrakenteesta seuraa, että julkisen ostotarjouksen kautta tapahtuva määräysvallan vaihtuminen edellyttää yleensä suurimpien omistajien myötävaikutusta.

Direktiiviehdotuksen 2 artiklassa tarkoitettujen ostotarjousten ja arvopaperien määritelmät ovat arvopaperimarkkinain muutostarpeita arvioitaessa keskeisiä. Suomi on suhtautunut kriittisesti määräysvallan määrittelyyn, jos se olisi johtanut siihen, että alle 50 %:n suuruinen ääniosuus yhtiön osakkeista olisi määritelty määräysvallaksi. Eduskunnan talousvaliokunnan muotoilema Suomen kanta on ollut ”50 %:n tuntumassa”

(TaVL 36/1998 vp, 19.2.1999).

Valtiovarainministeriön marraskuussa 1998 järjestämässä keskustelutilaisuudessa elinkeinoelämän etujärjestöjen edustajat eivät vastustaneet sitä, että arvopaperimarkkinain 6 luvun 6 §:n mukaista lunastusvelvollisuusrajaa direktiiviehdotuksen johdosta mahdollisesti alennetaan 66 %:sta 50 %:iin. Suomi on pyrkinyt torjumaan nimenomaisen säännöksen ottamisen direktiiviin osakkeiden äänimäärästä, joka laukaisisi pakollisen ostotarjousvelvollisuuden.

3 artikla. Yleiset periaatteet. Artiklan mukaan keskenään samassa asemassa olevia kohdeyhtiön arvopaperien haltijoita on kohdeltava yhdenvertaisesti ja arvopaperien haltijoilla on oltava käytettävissään riittävästi aikaa ja tietoa asianmukaisesti perustellun päätöksen tekemiseksi tarjouksesta. Kohdeyhtiön hallituksen on toimittava yhtiön kokonaisedun mukaisesti. Arvopaperimarkkinoilla on oltava olennaiset ja riittävät tiedot kohdeyhtiön, tarjouksen tehneen yhtiön ja muiden mahdollisten tarjoukseen osallistuvien yhtiöiden arvopapereista. Myöskään kohdeyhtiön liiketoiminta ei saa häiriintyä tarjouksen seurauksena kohtuuttoman kauan. Tarjoajalla on oikeus julkistaa tarjouksensa vasta kun se on varmistanut, että sillä on edellytykset maksaa lupaamansa korvaus tarjouksen kohteena olevista arvopapereista. Artiklan 2 kohdan mukaan direktiiviehdotus merkitsee minimiharmonisointia ja jäsenvaltiot saavat asettaa kansallisesti ankarampia vaatimuksia.

4 artikla. Valvontaviranomainen ja sovellettava lainsäädäntö. Valvontaviranomaista koskeva artikla asettaa jäsenvaltiolle direktiiveissä sinänsä tavanomaiset velvollisuudet nimetä yritysostotarjouksia ja niiden osapuolia valvova toimivaltainen valvontaviranomainen, säätää viranomaisen palveluksessa oleville henkilöille salassapitovelvollisuus sekä velvoittaa viranomaiset keskinäiseen yhteistoimintaan.

Sovellettavan lainsäädännön kannalta direktiivissä tehdään ero sen mukaan, koskevatko ongelmat itse tarjousta vai yhtiön toimintaa. Jälkimmäisessä tapauksessa toimivaltainen viranomainen ja sovellettava

lainsäädäntö määräytyvät sen jäsenvaltion mukaan, jossa yhtiöllä on sääntömääräinen kotipaikka. Ensimmäisessä tapauksessa toimivaltainen viranomaisena ja sovellettava lainsäädäntö määräytyvät sen jäsenvaltion mukaan, missä arvopapereita vaihdetaan tai missä niitä on vaihdettu ensimmäisen kerran.

Monet jäsenvaltiot ovat aikaisemmissa neuvotteluissa kytkeneet valvontaviranomaisen toimivaltaisuuden kysymykseen sovellettavasta laista. Suomi on kannattanut direktiivissä omaksuttua ratkaisua, jossa pääsääntönä olisi kohdeyhtiön kotipaikan valtion lainsäädäntö ja siitä voitaisiin poiketa sen valtion lainsäädännön hyväksi, jossa säännellyt markkinat sijaitsevat. Näitä poikkeuksia ovat lähinnä tarjouksen tekemistä koskevaa päätöstä, tarjousasiakirjan sisältöä ja tarjouksen julkistamista koskevat tiedot.

Jotta voitaisiin varmistaa direktiivin joustava soveltaminen siinä määriteltyjen yleisten periaatteiden asettamissa rajoissa, jäsenvaltiot voivat antaa valvontaviranomaisilleen mahdollisuuden poiketa tietyistä direktiivin soveltamista varten annetuista kansallisista säännöistä direktiivissä määriteltyjen yleisten periaatteiden mukaisesti. Joustavuus saattaa olla tarpeen, jotta valvontaviranomaiset voivat toimia niissä hyvin erilaisissa tilanteissa, joita nopeasti muuttuvilla rahoitusmarkkinoilla todennäköisesti ilmenee. On suotavaa välttää turvautumista järjestelmällisesti tuomioistuimiin ostotarjousten yhteydessä, jotta vältetään ns. taktisilta oikeudenkäynneiltä. Jäsenvaltiot voivat siis päättää, missä määrin ja millä edellytyksin asiat voidaan viedä tuomioistuimen käsiteltäväksi, kunhan ne eivät estä vahingonkäräjää ryhtymästä oikeustoimiin ainakin vahingonkorvauksen saamista varten.

Lisäksi artiklassa on säädetty jäsenvaltion mahdollisuudesta poiketa direktiivin asettamista velvollisuuksista ja korostettu jäsenvaltion oikeutta säätää direktiivistä riippumatta tuomioistuinten oikeudesta jättää käsittelemättä direktiivistä johtuvia riitaisuuksia. Suomen kanta on ollut pitää markkinapaikan sijaintivaltion toimivallan hyväksi tehtävien poikkeusten määrä

mahdollisimman pienenä.

5 artikla. Vähemmistöosakkaiden suoja; pakollinen tarjous; käypä hinta. Artiklan tarkoituksena on varmistaa vähemmistöosakkaiden suoja aina kun luonnollinen henkilö tai oikeushenkilö yhdessä hänen kanssaan yhteistoiminnassa olevien henkilöiden kanssa saavuttaa määräysvallan pörssiyhtiössä hankkimiansa arvopapereiden perusteella. Tätä varten artiklassa määrätään, että kansallisella tasolla hyväksytyissä säännöksissä on annettava vähemmistöosakkaille asianmukaiset takeet, jotka velvoittavat asianomaisen luonnollisen henkilön tai oikeushenkilön esittämään kaikille osakkeenomistajille tarjouksen ostaa heidän omistamansa arvopaperit käypään hintaan. Artiklassa ei pyritä määrittelemään määräysvallan antavaa ääniosuutta eikä sitä, miten tällainen osuus olisi laskettava. Näistä kysymyksistä säädetään jäsenvaltiossa, jossa toimivaltainen valvontaviranomainen toimii. Artiklan 4 kohdassa säädetään kuitenkin lunastusvelvollisuuden yhteydessä maksettavan hinnan määrittämisestä. Sen varmistamiseksi, että vähemmistöosakkaat saavat kaikissa tapauksissa parhaan mahdollisen hinnan ja tarjouksentekijä puolestaan mahdollisimman suuren oikeusvarmuuden, käypänä hintana pidetään korkeinta hintaa, jonka tarjouksentekijä tai yhdessä hänen kanssaan toimivat henkilöt ovat maksaneet samoista arvopapereista tarjouta edeltävien 6 - 12 kuukauden aikana. Nykyisen talous- ja rahoitussuhdanteen vallitessa tämän periaatteen soveltamisessa on kuitenkin tarpeen noudattaa tiettyä joustavuutta. Tätä varten jäsenvaltiot voivat antaa valvontaviranomaisille luvan muuttaa tätä hintaa selkeästi määriteltyjen olosuhteiden ja perusteiden vallitessa päätöksellä, joka on julkaistava perusteluineen. Toteutuessaan säännös lisäisi Rahoitustarkastuksen harkintavaltaa. Komiteamenettelyssä (17 artikla) näitä olosuhteita ja perusteita voidaan edelleen täsmentää. Epäselvää saattaa esim. olla, miten käypä hinta määräytyy, jos tarjoaja ei ole hankkinut kohdeyhtiön osakkeita ennen julkisen ostotarjouksen tekemistä.

Eräät jäsenvaltiot, kuten Suomi, ovat pitäneet tärkeänä ja toiset taas

ongelmallisena, että pakolliseen tarjousvelvollisuuteen liittyisi aina maksuvälineenä käteistarjous. Direktiivissä olisi säännöksiä myös vaihtotarjouksesta toisin kuin Suomen nykyisessä arvopaperimarkkinalaissa.

6 artikla. Tarjousta koskevat tiedot. Artiklassa säädetään velvollisuudesta välittömästi informoida valvontaviranomaista ja kohdeyhtiön työntekijöitä sekä hallinto- tai johtoelimiä tarjouksesta, velvollisuudesta laatia ja julkistaa tarjousasiakirja hyvissä ajoin sekä tarjousasiakirjan vähimmäissisällöstä. Komiteamenettelyssä (17 artikla) tarjousasiakirjan sisältöä koskevia vaatimuksia voidaan edelleen täsmentää. Euroopan yhteisöjen tuomioistuimen oikeuskäytännön mukaan komissio voidaan valtuuttaa direktiivin vähemmän keskeisten säännösten muuttamiseen, ja niitä voidaan mukauttaa tai ajantasaistaa. Tällaisia muutoksia voidaan pitää täytäntöönpanona yleensä silloin, kun tekninen kehitys edellyttää muutoksia tai kun muutosten tekemiseen ei juuri liity komission omaa harkintavaltaa, vaan muutokset ovat jollain lailla automaattisia ja johtuvat esim. muusta sääntelystä tai kansainvälisiin sopimuksiin tehtävistä muutoksista. Itse direktiivissä tulisi tällöin tarkoin ilmaista ne kriteerit ja edellytykset, joiden toteutuessa komissio voi muutoksia tehdä. Kaikki tarjouksen osapuolet on velvoitettu ilmoittamaan valvontaviranomaiselle tämän pyynnöstä kaikki tiedot, jotka tämä katsoo tarpeellisiksi tehtäviensä hoitamista varten Artiklan täytäntöönpano edellyttää arvopaperimarkkinalain 6 luvun 3 §:ssä ja 6 luvun 8 §:ssä tarkoitetun valtiovaraministeriön asetuksen antamista.

7 artikla. Tarjousaika. Artiklassa säädetään, että julkisen ostotarjouksen on periaatteessa oltava voimassa vähintään kaksi viikkoa ja enintään kymmenen viikkoa, jotta yhtiöiden toimintaa ei häiritä enempää kuin on välttämätöntä. Määräajat ovat järkeviä eikä niiden toimivuudesta ole varmuutta.

8 artikla. Tarjouksen julkisuus. Artiklan mukaan jäsenvaltioiden on varmistettava, että asianomaisten arvopapereiden markkinoihin vaikuttavat tiedot julkistetaan siten, että voidaan vähentää niiden

markkinoiden vääristymisen ja sisäpiirikauppojen mahdollisuutta. Artiklassa ei luetella eri julkistamiskeinoja, vaan jätetään jäsenvaltioille varsin laaja harkintavalta edellyttäen, että tarjouksen vastaanottajat saavat kaikki tarvittavat tiedot selkeästi ja nopeasti.

9 artikla. Kohdeyhtiön hallinto- tai johtoelimen velvollisuudet. Artiklassa velvoitetaan jäsenvaltiot varmistamaan, että kohdeyhtiön hallinto- tai johtoelein pidättyy toteuttamasta suojoitoimenpiteitä, jotka voivat vaarantaa julkisen ostotarjouksen toteutumisen, paitsi jos yhtiökokous on antanut sille tähän ennakolta valtuutuksen. Valtuutus voidaan antaa vasta sen jälkeen kun yhtiön johto on saanut tarjouksesta tiedon. Kun kyseessä on määräysvallan hankkiminen kohdeyhtiössä, yhtiön kohtalosta päättävät sen omistajat. Siksi tarjoukseen vastaamiseen on saatava yhtiökokouksen nimenomainen valtuutus.

Kohdeyhtiön johdon on pidättäydyttävä tarjouksen toteutumista estävistä toimenpiteistä. Arvopaperimarkkinalaissa ei ole säännöksiä kohdeyhtiön johdon velvollisuudesta olla ryhtymättä ostotarjousta vastustaviin toimiin. Osakeyhtiölain 4 luvun 2 a §:ssä on suunnattuja osakeanteja koskeva säännös, jonka mukaan hallitus voidaan vuosittain valtuuttaa toteuttamaan suunnattu osakeanti, jos painava taloudellinen syy sitä edellyttää. Yhtiökokous voi kuitenkin asettaa rajoituksia valtuutuksen käytölle ja periaatteessa esim. kieltää valtuutuksen käytön tilanteessa, jossa on jo tehty julkinen ostotarjous yhtiön osakkeista. Lain perusteluissa on nimenomaisesti todettu, että pelkkä omistajapohjan vakauttaminen ei ole riittävä taloudellinen syy suunnatulle annille. Osakeyhtiölain voidaan siis katsoa kieltävän toimenpiteet, jotka estävät ostotarjouksen toteutumisen. Eräät jäsenvaltiot ovat vastustaneet mahdollisuutta tällaiseen ennakkovaltuutukseen ja toiset taas ovat pitäneet sitä tarpeellisena. Direktiiviehdotuksen ei enää voida katsoa kieltävän suunnatun osakeannin toteuttamista sellaisen ostotarjouksesta riippumattoman yrityskaupan maksuksi, joka on päätetty toteuttaa ennen ostotarjousta. Direktiivin sanamuoto minimoi tilanteet, jossa

ostotarjouksen tekeminen hankaloittaa kohdeyhtiön tavanomaista toimintaa.

Direktiivissä ei määritellä toimenpiteitä, jotka voivat estää tarjouksen toteutumisen. Tällaisia voivat olla erilaiset toimenpiteet, joita ei toteuteta yhtiön normaalin toiminnan yhteydessä tai jotka eivät ole tavanomaisten markkinakäytäntöjen mukaisia.

Kansallisessa lainsäädännössä on myös velvoitettava kohdeyhtiön hallinto- tai johtoelin antamaan tarjouksesta perusteltu lausunto, jossa täsmennetään syyt, joiden vuoksi tarjous olisi hyväksyttävä tai hylättävä. Perustellun lausunnon laatimiselle ei ole asetettu varsinaista määräaika. Kohdeyhtiön johdon on julkistettava perusteltu käsityksensä tarjouksesta. On tärkeää, että myös kohdeyhtiön työntekijät voivat osallistua tämän lausunnon antamiseen. Jolleivät työntekijät ole siitä samaa mieltä, he voivat antaa oman lausuntonsa samaan aikaan kuin yhtiön johto. Lausunnot on tarkoitettu osakkaille, joiden on tehtävä päätös tarjouksesta. Artiklan soveltamiselle voidaan 19 artiklan mukaan säätää kolmen vuoden siirtymäaika.

10 artikla. Tiedot kohdeyhtiöistä. Artikla on uusi ja sen tarkoituksena on varmistaa avoimuus niiden yhtiöiden kannalta, jotka saattavat joutua julkisen ostotarjouksen kohteeksi. Artiklassa esitetään luettelo tiedoista, jotka kaikkien yhtiöiden tulisi julkistaa ainakin toimintakertomuksessaan. Näitä ovat etenkin tiedot yhtiön rakenteesta ja säännöksistä, jotka saattaisivat estää tarjouksen tekijää hankkimasta ja käyttämästä määräysvaltaa yhtiössä. Nämä tiedot on tarvittaessa saatettava ajan tasalle myös kesken vuotta. Pörssi-yhtiöiden avoimesta tiedonvälityksestä on säädetty Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivissä 2001/34/EY, joka koskee arvopaperien ottamista viralliselle pörssilistalle sekä siihen liittyvää tiedonantovelvollisuutta. Komissio perustelee pörssi-yhtiöiden avoimen tiedonvälityksen merkitystä myös viimeaikaisilla tapahtumilla, kuten Enron-tapauksella. Artiklan 3 kohdan mukaan kaikki osakkeenomistajat antaisivat kahden vuoden välein lausunnon rakenteellisista toimenpiteistä ja suojajärjestelyistä, kun

yhtiön hallinto- tai johtoelin on esittänyt niille perusteet. Koska direktiivin mukaisia arvopapereita olisivat vain äänioikeudelliset osakkeet, artiklaa ei sovellettaisi esim. etuosakkeisiin.

11 artikla. Kielto soveltaa arvopapereiden siirtoa ja äänioikeutta koskevia rajoituksia. Tämäkin artikla on uusi. Komission perustelujen mukaan artiklan avulla pyritään luomaan julkisille ostotarjouksille tasapuoliset toimintaedellytykset EU:ssa puuttamalla erilaisiin oikeudellisiin rajoituksiin, joita voidaan pitää esteenä tarjousten tekemiselle. Artiklan mukaan on estettävä vetoamasta tarjouksentekijää vastaan osakkeiden siirrettävyyttä ja äänivallan käyttöä koskeviin rajoituksiin, jotka voivat estää tarjouksentekijää hankkimasta kohdeyhtiön arvopapereita.

Toiseksi artiklan mukaan olisi poistettava äänioikeutta koskevien rajoitusten vaikutukset, jotka estävät kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoita käyttämästä oikeuttaan silloin kun yhtiökokous päättää suojatoimenpiteistä julkisesta ostotarjouksesta ilmoittamisen jälkeen. Tällaisia rajoituksia ovat äänioikeutta koskevat rajoitukset, äänioikeuden käytölle asetetut määräajat tai arvopapereiden haltijoiden kesken tehdyt sopimukset. Sopimusvapauden kannalta on ongelmallista, että toisensa tietävien osakkeenomistajien kesken tehtyjen osakassopimusten vaikutukset eliminoituisivat ostotarjouksen tultua julkistetuksi. Toisaalta sellaisten rajoitusten kieltäminen, jotka liittyvät asianomaisen omistajan persoonaan tai omistusaikaan, ei vaikuta ongelmalliselta.

Komission perustelujen mukaan 9 artiklassa säädetyn periaatteen mukaisesti on tärkeää, että arvopapereiden haltijat voivat vapaasti esittää tarjouksesta perustellun mielipiteensä sekä tarvittaessa poistaa ensimmäisessä tarjouksen hyväksymisen jälkeen pidettävässä yhtiökokouksessa kaikki rajoitukset, jotka koskevat arvopapereiden luovuttamista ja äänioikeutta sekä osakkeenomistajien erityisoikeuksia nimittää tai erottaa hallinto- tai johtoelimen jäsenet ja rajoitukset, jotka voivat estää tarjouksentekijää, jolla on riittävä määrä kohdeyhtiön arvopapereita, käyttämästä

niihin liittyviä äänioikeuksia yhtiöjärjestyksen muuttamiseksi. Ilmaisulla "riittävä määrä arvopapereita" tarkoitetaan osuutta, joka kansallisessa lainsäädännössä on yleensä määritelty tällaisten päätösten tekemisen edellytykseksi.

Komission perustelujen mukaan silloin kun arvopaperit ovat äänivallattomia, niihin ei sovelleta rajoituksia, jos niihin liittyy etuoikeus tuottoon tai osuuteen ylijäämästä yhtiön purkautuessa. Ehdotetut säännökset koskevat toimenpiteitä, jotka saattavat johtaa yhtiön johdon perusteettomaan suojeluun (*engl. management entrenchment*); ne eivät komission perustelujen mukaan koske arvopapereita, joihin liittyy kaksin- tai moninkertainen äänimäärä. Arvopaperit, joihin liittyy oikeus käyttää useita ääniä, ovat osa yhtiöiden rahoitusjärjestelmää eikä niiden olemassaolon ole todistettu estävän julkisia ostotarjouksia. Sama koskee arvopapereita, joihin liittyy kaksinkertainen äänimäärä, sillä ne voivat osaltaan edistää arvopaperien omistuksen pysyvyyttä. Sitä paitsi näiden oikeuksien poistaminen, etenkin ilman korvausta, herättäisi eräiden oikeusjärjestysten piirissä perustavanlaatuisia kysymyksiä, jotka saattaisivat vaarantaa direktiivin hyväksymisen tai ainakin viivyttää sitä kauan. Komission perusteluissa todetaan suorasukaisesti, että jos kuitenkin käy myöhemmin ilmi, että tällaisia arvopapereita käytetään ensisijaisesti suojakeinoina julkisia ostotarjouksia vastaan, komissio voi käsitellä asiaa uudelleen 18 artiklassa säädetyn tarkistuslausekkeen perusteella. Lausumaa on pidettävä ennakkoesimerkinä tarkistuslausekkeelle komissiossa kaavaillusta sisällöstä.

12 artikla. Muut tarjouksia koskevat säännöt. Aikaisemman direktiiviehdotuksen tavoin ja toissijaisuusperiaatteen mukaisesti artiklassa luetellaan yksityiskohtiin menemättä eräitä muita seikkoja, joista on annettava kansalliset säännökset. Nämä säännökset voivat koskea tarjouksen raukeamista, tarjousten tarkistamista, kilpailevia tarjouksia, tarjousten tulosten julkistamista ja tarjouksen peruuttamattomuutta sekä sallittuja ehtoja. Näin jäsenvaltioille jää harkintavalta päättää säännösten sisällöstä. Jäsenvaltioiden on

kuitenkin varmistettava, että artiklan perusteella annetut kansalliset säännökset eivät vaikuta direktiivin yleisten periaatteiden soveltamiseen. Artiklan yleisluonteisuus on kehysdirektiiville ominaista.

13 artikla. Työntekijöiden edustajille tarkoitettu tiedotus ja heidän kuulemisensa. Artiklassa vastataan Euroopan parlamentin huolenaiheisiin, jotka liittyvät julkisen ostotarjouksen vaikutuspiirissä olevien yhtiöiden (sekä tarjouksen tekevän yhtiön että kohdeyhtiön) työntekijöiden suojeluun. Artiklan mukaan näiden yhtiöiden työntekijät on otettava edustajiensa välityksellä tiiviisti ja käytännössä mukaan julkisen ostotarjouksen toteuttamiseen. Artiklan mukaan mahdollisesti sovellettavien kansallisten säännösten lisäksi saatetaan joutua soveltamaan eräitä yhteisön oikeuden säännöksiä. Tämä täydentää 6 artiklan 3 kohdan h alakohdassa ja 9 artiklan 5 kohdassa säädettyä julkiseen ostotarjoukseen liittyvää erityismenettelyä.

14 artikla. Lunastusoikeus. Uusi artikla vastaa Euroopan parlamentin edelliseen ehdotukseen tekemää tarkistusta. Artiklan mukaisen lunastusmenettelyn (*engl. squeeze-out right*) perusteella 90 % yhtiön arvopapereita omistavalla osakkeenomistajalla on oikeus lunastaa muilta vähemmistöosakkailta näiden arvopaperit korvausta vastaan. Artiklan mukaisen lunastusmenettelyn perusteena on osuus pääomasta, kun osakeyhtiölain 14 luvun 19 §:n mukaan edellytetään enemmistöä sekä osakkeista että äänistä. Toisaalta direktiivin 2 artiklan mukaisina arvopapereina pidetään äänioikeudellisia osakkeita, jotka muodostavat vain osan pääomasta, joten edes kaikki äänioikeudelliset osakkeet eivät välttämättä tuota lunastusoikeutta, jos äänivallattomia arvopapereita on yli 10 % pääomasta. Artiklan mukaan lunastusmenettely toteutetaan osakelajikohtaisesti, mikä vaikuttaa epäjohdonmukaiselta, sillä jos lunastusraja on 90 % pääomasta, se ei voi olla erilainen osakelajikohtaisesti.

15 artikla. Lunastusvelvollisuus. Uudessa artiklassa säädetään vähemmistöosakkaiden oikeudesta vastapainona 14 artiklassa

käyttöön otetulle enemmistöosakkeenomistajan oikeudelle. Artiklan mukaan vähemmistöosakkeenomistaja voi vastaavissa olosuhteissa ja aina julkisen ostotarjouksen jälkeen vaatia enemmistöosakasta lunastamaan hänen arvopaperinsa.

16 artikla. Seuraamukset. Direktiiviehdotuksen mukaan jäsenvaltion on määrättävä tarpeellisista seuraamuksista direktiivin noudattamisen edistämiseksi. Seuraamusten on oltava tehokkaita, suhteellisia ja varoittavia.

17 artikla. Komiteamenettely. Artiklan mukaan komissio valtuutetaan Euroopan arvopaperikomitean (ESC) avustamana hyväksymään täytäntöönpanotoimia komiteamenettelyssä. Artiklan 2 kohdasta puuttuu muissa viimeaikaisissa direktiiveissä oleva maininta siitä, että komiteamenettelyssä hyväksytyillä täytäntöönpanotoimilla ei muuteta direktiivin olennaisia säännöksiä. Direktiiviehdotuksessa on kaksi kohtaa, jossa komiteamenettelyä käytettäisiin. Nämä kohdat koskevat käyvän hinnan määrittelyä (5 artiklan 6 kohta) ja tarjousasiakirjan sisältöä (6 artiklan 4 kohta). Molemmat säännökset edellyttävät muutosta Suomessa voimassa olevaan lainsäädäntöön.

Komissio on päätöksellään 6 päivänä kesäkuuta 2001 (2001/528/EY) perustanut jäsenvaltioiden korkean tason edustajista muodostuvan Euroopan arvopaperikomitean avustamaan komissiota. Komiteaan sovelletaan menettelystä komissiolle siirrettyä täytäntöönpanovaltaa käytettäessä annetussa neuvoston päätöksessä (1999/468/EY) säädettyä sääntelymenettelyä. Komiteamenettely on tarpeen, jotta direktiivin soveltamisessa otettaisiin huomioon rahoitusmarkkinoiden tekninen kehitys, kehitettäisiin täytäntöönpanoa, varmistettaisiin yhtäläiset toimintaedellytykset talouden toimijoille ja vahvistettaisiin toimivaltaisten viranomaisten välistä yhteistyötä. Euroopan arvopaperikomitean täytäntöönpanotehtävää vastaava menettely on käytössä pankki- ja vakuutusosalalla, jossa sitä on käytetty vain harvoin ja tällöinkin tekniluonteisissa muutoksissa. Komiteavalmistelussa

hyväksyttävät EU-sääntelyyn tehtävät muutokset ovat rahoitusmarkkinoilla perusteltuja siksi, että sääntely on joskus hyvin yksityiskohtaista.

18 – 22 artiklat. Voimaantulosäännökset. Direktiiviehdotuksen edellyttämät muutokset jäsenvaltioiden kansalliseen lainsäädäntöön on tehtävä 1.1.2005 mennessä. Näin direktiiviä sovellettaisiin komission perustelujen mukaan silloin, kun rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman voimassaolo päättyy. Rahoituspalvelujen toimintasuunnitelma päättyy kuitenkin vasta vuoden 2005 lopussa, joten voimaantulopäivän tulisi komission mainitsemalla perusteella olla vasta 1.1.2006. Kohdeyhtiön johdon suojaustoimia koskeva säännös (9 artikla) voidaan kuitenkin panna täytäntöön kolmen vuoden siirtymäajalla. Tarkistuslausekkeen mukaan komissio tutkii 4 artiklan 2 kohdan sekä 10 ja 11 artiklat viiden vuoden kuluttua direktiivin voimaantulosta ja ehdottaa tarvittaessa artiklojen muuttamista niiden soveltamisesta saatujen kokemusten perusteella. Tarkistuksen tarkoituksena on lisätä tarvittaessa julkisia ostotarjouksia koskevien toimintaedellytysten tasapuolisuutta. Direktiivi tulee voimaan 20 päivän kuluttua sen julkistamisesta Euroopan unionin virallisessa lehdessä.

Oikeusperusta. Direktiivi on tärkeä sisämarkkinoiden toiminnan kannalta. Sen oikeusperusta on Euroopan yhteisön perustamissopimuksen 44 artiklan 1 kohta, jolloin noudatetaan 251 artiklan mukaista yhteispäätösmenettelyä ja määräenemmistöpäätöstä neuvostossa.

Suhde voimassa oleviin direktiiveihin. Direktiivillä ei olisi vaikutusta muihin direktiiveihin.

3. Vaikutukset Suomen lainsäädäntöön ja talouteen

Vaikutukset Suomen lainsäädäntöön. Direktiivi aiheuttaa muutoksia arvopaperimarkkinalain 6 lukuun. Direktiivillä on vaikutusta myös osakeyhtiölaissa säädettyihin seikkoihin, kuten 14 luvun 19–21 §:iin, 9 luvun 5 §:ään sekä mahdollisesti 4 luvun säännöksiin

Tämän lisäksi on annettava lakia alemmanasteista viranomaisnormistoa.

Vaikutukset talouteen. Direktiivi lisää jossain määrin Rahoitustarkastuksen tehtäviä ja toiminnan kustannuksia. Kustannusten lisääminen ei kuitenkaan arvioida olevan merkittävä. Rahoitustarkastuksen toiminnasta johtuvat kustannukset katetaan sen valvottavien ja julkisen kaupankäynnin kohteena olevien arvopapereiden liikkeeseenlaskijoiden suorittamalla valvontamaksuilla.

4. Valtioneuvoston kanta

Suomi kannattaa direktiivin säätämistä. Suomi kannattaa erityisesti säännöksiä osakkeenomistajien yhdenvertaisuudesta (3 artikla) ja tiedonantovelvollisuudesta (6 artikla). Suomi on tyytyväinen siihen, että direktiivissä ei säännellä tarkasti määräysvaltakäsitettä eikä lunastushinnan määräytymisperusteita. Eduskunnan aikaisempaa kantaa noudattaen Suomi ei vastusta pakollisen ostotarjousvelvollisuuden asettamista sille, jonka äänimäärä nousee yli puoleen yhtiön kaikkien osakkeiden äänimäärästä (5 artikla). Suomi pyrkii torjumaan nimenomaisen säännöksen ottamisen direktiiviin osakkeiden äänimäärästä, joka laukaisisi pakollisen ostotarjousvelvollisuuden ja varsinkin, jos määräysvaltana pidettäisiin alle puolta osakkeiden äänimäärästä ("50 %:n tuntumassa"). Suomi kiinnittää huomiota myös siihen, että direktiivin sääntely yleensäkin jättää jäsenvaltiolle riittävästi harkinnanvaraa.

Suomi pitää direktiiviehdotusta selvästi parempana kuin tammikuussa 2002 ilmestynyttä yhtiöoikeuden korkean tason asiantuntijaryhmän (Winter-työryhmä) raporttia, jossa mm. ehdotettiin säännöksiä, jotka tosiasiaassa olisivat merkittävästi vaikeuttaneet erilaisten osakesarjojen käyttöä. Suomi vastusti kyseistä ehdotusta yhdessä muiden pohjoismaiden kanssa. Suomi pitää hyvänä, että direktiiviehdotus pääosin perustuu vuoden 2000 kesäkuussa hyväksytyyn neuvoston yhteiseen kantaan. Direktiiviehdotus sisältää kuitenkin myös sellaisia artikloja, jotka eivät olleet osa

yhteistä kantaa. Kysymyksessä on siltä osin uusi ehdotus. Uudet artiklat ovat osittain yksityiskohtaisempia kuin kehysdirektiivissä kuuluisi olla ja ne ovat myös sisäisesti epä johdonmukaisia siten, että mm. viranomaisharkintaa säännellään vaihtelevalla yksityiskohtaisuudella. Myös käyvän hinnan laskutavat poikkeavat toisistaan (5 ja 14 artiklat). Toisaalta, jos ryhdytään neuvoston yhteiseen kantaan perustuvien säännösten muuttamiseen nykyistä yksityiskohtaisemmiksi, voidaan luoda paineita myös määräysvaltakäsitteen tarkemmalle määrittelylle. Suomi on jättänyt ehdotukseen kielivarauman, koska suomennos eräiltä osin poikkeaa englanninkielisestä ehdotuksesta.

Suomella on huomautuksia lähinnä artikloihin 10, 11 ja 14, joissa mm. ehdotetaan, että listayhtiöt joutuisivat tuomaan joka toinen vuosi yhtiökokoukseensa päätettäväksi sen, että erilaiset osakkeet aiotaan säilyttää (10 artiklan 1 ja 3 kohta). Suomi pitää 10 artiklan 3 kohtaa epäkäytännöllisenä ja ylimääräistä byrokratiaa aiheuttavana ehdotuksena. Ylimääräisiä seikkoja ei tulisi viedä äänestettäväksi yhtiökokouksiin. Suomi katsoo, että 10 artiklan periaate julkistamisvelvollisuuden lisäämisestä on sinänsä kannatettava, mutta saattaa olla tulkinnanvaraista, ovatko eräät julkistettavaksi ehdotetut seikat liikesalaisuuksia vai onko ne julkistettava arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:n nojalla (erityisesti 10 artiklan 1 kohdan alakohda j) ja osa seuraa puolestaan suoraan laista (1 kohdan alakohdat h ja i).

Ilmeisen merkittävä ongelma direktiiviehdotuksessa on myös viittaus erilaisten sopimusjärjestelyiden tehostumukseen (11 artiklan 2 ja 3 kohta). Sopimusvapauden kannalta on ongelmallista, että toisensa tietävien osakkeenomistajien kesken tehtyjen osakassopimusten vaikutukset eliminoituisivat ostotarjouksen tultua julkistetuksi. Toisaalta sellaisten rajoitusten kieltäminen, jotka liittyvät asianomaisen omistajan persoonaan tai omistusaikaan, ei vaikuta ongelmalliselta. Suomi katsoo, että jos eräät jäsenvaltiot haluavat puuttua vähä-äänisiin osakkeisiin,

tulisi johdonmukaisuuden nimissä puuttua myös etuosakkeisiin, 10 artiklan 1 kohdassa lueteltuihin seikkoihin ja muihinkin yritysvaltausta estäviin menettelyihin.

Suomen kannalta varsinkin 10 ja 11 artiklaan saattaa liittyä perustuslakiongelmia, jos osakkeenomistajien välisen sopimuksen keskeiseen ehtoon puututaan jälkikäteisesti. Tällaisia kysymyksiä ovat erityisesti osakassopimusten tms. määräysten tehostomuus yritysvaltaustilanteissa, mihin eräät jäsenvaltiot ovat vaatineet taannehtivaa vaikutusta. Perustuslain 15 § takaa omaisuuden suojan ja koskee siten myös osakkeiden ja muiden arvopaperien omistusta. Winter-työryhmän raportissa ehdotetut säännökset olisivat merkittävästi vaikeuttaneet erilajisten osakesarjojen käyttöä. Tämä olisi merkinnyt puuttumista osakkeenomistajien omistusoikeuteen. Perustuslain tulkinnan lähtökohtana on kieltä taannehtivasta puuttumisesta perusoikeuksiin. Kieltä ei ole ehdoton, vaan sitä on arvioitava perusoikeuksien rajoittamisen yleisten edellytysten kannalta. Kiellosta voidaan poiketa, jos siihen on hyväksyttävä syy tai pakottava yhteiskunnallinen tarve. On kyseenalaista, täyttävätkö direktiiviehdotuksessa ja sen perusteluissa mainitut syyt, kuten yritysostotarjousten edistäminen, nämä edellytykset.

Perustuslain kannalta on otettava huomioon myös suhteellisuusperiaate ja arvioitava, voidaanko direktiiviehdotuksen tavoitteet saavuttaa vähemmän vakavilla keinoilla kuin direktiivin tarkoittamalla lainsäädännöllä. Tavoitteiden ja keinojen on oltava keskenään sopuhausuhteissa tasapainossa. On kyseenalaista, täyttääkö direktiiviehdotus tämän edellytyksen. Perustuslain tulkintakäytännössä on korostettu sitä, että omistusoikeuden pysyvyys suojaa yksityisten ja taloudellisten toimijoiden legitimejä odotuksia. Tämän periaatteen piiriin kuuluu myös taloudellisia suhteita koskevan olennaisen lainsäädännön suhteellinen pysyvyys. Osakeyhtiölain mukaista osaketta voitaneen pitää sellaisena laissa tarkoitettuna taloudellisena instituutiona, jota koskee erityinen vaatimus legitimeistä odotuksista. Tältäkin kannalta kysymys erilajisten

osakkeiden käytön rajoittamisesta on perustuslain kannalta ongelmallinen.

Vaikka artiklat 10 ja 11 eivät sisälläkään rajoituksia erilajisten osakkeiden käytölle, ne sisältävät kuitenkin siis piirteitä ”yksi ääni, yksi osake” -periaatteesta, jota Suomi vastusti edellä mainitussa asiantuntijaryhmän raportissa. Kumpikaan artikla ei kaikessa yksityiskohtaisuudessaan ole sopuhausuhteissa kehysdirektiivijattelun kanssa ja rajoittaa Suomen kannalta perusteettomasti sopimusvapautta. Toteutuessaan ne merkitsisivät pakottavaa lainsäädäntöä ja loisivat tarpeetonta byrokratiaa päätöksentekojärjestelmään suomalaisissa listayhtiöissä, joissa on erilajisia osakesarjoja, yhtiöjärjestykseen perustuvia äänestysrajoituksia tai osakkaiden välisiä osakassopimuksia. Säännösten sisällön selvittäminen ja tekstin selventäminen onkin Suomen näkökulmasta ensiarvoisen tärkeää hyvissä ajoin ennen direktiivin hyväksymistä. Suomi ei pidä tarkoituksenmukaisena, että näin epäselviä säännöksiä otetaan direktiiviin, vaikka ne olisikin tarkoitettu kompromissiksi ja keinoksi saada ”yksi ääni, yksi osake” -periaatteen puolesta esiintyneet tahot hyväksymään direktiivi.

Direktiiviehdotuksen perusteluissa ja edellä on lueteltu ne syyt, joiden vuoksi Winter-työryhmän suosituksia on vastustettu. Suomi on vastustanut yksi ääni – yksi osake -periaatteen sisällyttämistä direktiiviin. Komissio toimikin Suomen toivomalla tavalla, mutta Suomen kannalta huolta aiheuttaa muutamien jäsenvaltioiden voimakas halu saada erilajisista osakkeista säännöksiä direktiiviin. Samanlaisia mielipiteitä on esitetty Euroopan parlamentin piirissä. Jos tällaisia säännöksiä otettaisiin direktiiviin ja niitä sovellettaisiin direktiivin kansallisen täytäntöönpanon jälkeen tapahtuviin yritysostotarjouksiin, säännökset koskisivat esim. Suomessa voimassa olevia sopimusjärjestelyjä. Tällaisessa tapauksessa säännöksillä olisi taannehtiva vaikutus, koska voimassaolevat sopimusjärjestelyt tulisivat yritysostotarjoustilanteissa mitättömiksi.

Suomi pitää 14 artiklan mukaista lunastusmenettelyä ongelmallisena, koska sen perusteena on osuus pääomasta, kun

osakeyhtiölain mukaan edellytetään enemmistöä sekä osakkeista että äänistä. Toisaalta direktiivin 2 artiklan mukaisina arvopapereina pidetään äänioikeudellisia osakkeita, jotka muodostavat vain osan pääomasta, joten edes kaikki äänioikeudelliset osakkeet eivät välttämättä tuota lunastusoikeutta, jos äänivallattomia arvopapereita on yli 10 % pääomasta. Artiklan mukaan lunastusmenettely toteutetaan osakelajikohtaisesti, mikä on epäjohdonmukaista, sillä jos lunastusraja on 90 % pääomasta, se ei voi olla erilainen osakelajikohtaisesti. Artiklan teksti vaikuttaa keskeneräiseltä ja epäjohdonmukaiselta.

Asian kannalta olennaisia määräyksiä ei voi Euroopan yhteisöjen tuomioistuimen mukaan pitää täytäntöönpanona, joten komissiota ei voida valtuuttaa antamaan sellaisia määräyksiä, joita voidaan pitää asian kannalta olennaisina. Tästä huolimatta ja koska komiteamenettelyä koskevat valtuutussäännökset on epäselvästi muotoiltu, komiteamenettelyä koskevassa artiklassa (17 artiklan 2 kohta) saattaa myös olla tarkoituksenmukaista muiden viimeaikaisten direktiivien tavoin korostaa tätä rajoitusta ja lisätä maininta siitä, että komiteamenettelyssä hyväksytyillä täytäntöönpanotoimilla ei muuteta direktiivin olennaisia säännöksiä. Tällainen säännös on otettu sekä tarjousesitettä että markkinoiden väärinkäyttöä koskeviin direktiiviehdotuksiin. Ehdotuksessa on kaksi kohtaa, jossa komissio Euroopan arvopaperikomitean avustamana valtuutetaan hyväksymään täytäntöönpanotoimia komiteamenettelyssä. Nämä kohdat koskevat käyvän hinnan määrittelyä (5 artiklan 6 kohta) ja tarjousasiakirjan sisältöä (6 artiklan 4 kohta). Molemmat säännökset edellyttävät Suomessa muutosta voimassa olevaan lainsäädäntöön.

Direktiiviehdotuksen yleisluontoiset valtuutussäännökset 5 ja 6 artiklassa jättävät osin epäselväksi, mitä asioita komiteamenettelyssä tulaisiin antamaan. Jos komissiolle annetaan artiklojen sanamuodon mukaisesti toimivalta antaa soveltamista koskevia yksityiskohtaisia sääntöjä, pitäisi tarkoituksena olla sellaisen sääntelyn antaminen, jolla ei muuteta itse direktiivin

määräyksiä vaan delegoinnin mukaisesti annetaan soveltamista koskevia sääntöjä. Komissio ei voi ottaa itselleen toimivaltaa muuttaa itse direktiivissä olevia kriteerejä tai vaatimuksia, ellei neuvosto ole antanut sille sellaista valtuutta. Vastaavasti komissio ei voi päättää komiteamenettelyssä, että se kaventaa jäsenvaltioiden toimivaltaa siltä osin, kuin neuvosto on nimenomaisesti todennut toimivallan kuuluvan jäsenvaltioille. Jäsenvaltioiden toimivalta saattaa kuitenkin tosiasiallisesti kaventua joiltain osin täytäntöönpanosäännösten seurauksena, koska jäsenvaltioiden toimivalta kaventuu sitä mukaa kuin yhteisön tasolla annetaan yhteistä sääntelyä. Näin tapahtuu myös silloin, kun annetaan säännöksiä täytäntöönpanomenettelyssä.

Jos komissiolle on tarkoitus antaa toimivalta asettaa muita kriteerejä ja vaatimuksia direktiivissä mainittujen lisäksi, on ilmaisu ”komissio antaa soveltamista koskevat yksityiskohtaiset säännöt” jossakin määrin harhaanjohtava. Esim. 6 artiklan 3 kohdassa on lueteltu ne vähimmäistiedot, jotka tarjousasiakirjan tulee sisältää. Tältä osin on epäselvää, millaisia soveltamista koskevia tarkempia sääntöjä 6 artiklan 4 kohdassa tarkoitetaan. Jos komissiolle on tarkoitettu antaa toimivalta päättää myös muiden tietojen sisällyttämisestä tarjousasiakirjaan, olisi selvempää ilmaista komission toimivalta tarkemmin toteamalla itse artiklassa, että komissio voi antaa komiteamenettelyssä sääntöjä, joissa edellytetään myös muiden tietojen sisällyttämistä tarjousasiakirjaan.

On jäsenvaltioiden edun mukaista, että toimivallan siirtoa koskevat määräykset ovat selkeitä. Tällöin voidaan myös ennakolta varmistaa, että komissio käyttää saamaansa toimivaltaa niissä asioissa, joissa jäsenvaltiot pitävät tarkempaa sääntelyä tai muita täytäntöönpanomääräyksiä tarpeellisena. Toimivallan delegoinnin tarkemmalla määrittelyllä saattaisi olla vaikutusta myös toimivallan siirtoa komissiolle eräiltä osin vastustaneen Euroopan parlamentin suhtautumiseen asiaan. Parlamentin saattaisi olla helpompi hyväksyä tarkemmin määritelty toimivallan siirto kuin komission ehdottama yleisellä tasolla oleva

delegaatiosäännös, joka on epäselvä ja herättää paljon kysymyksiä.

Direktiiviehdotus jättää epäselväksi, millaista toimivaltaa komissiolle tarkoitetaan antaa. Direktiiviä valmisteltaessa olisi aiheellista pohtia, mitkä olisivat mahdollisesti sellaisia kysymyksiä, joista voitaisiin myöhemmin päättää komiteamenettelyssä ja onko olemassa todellinen tarve komiteamenettelyn käyttöön. Mikäli komiteamenettelyn käyttöä päädytään

pitämään tarpeellisena, olisi aiheellista määrittellä komissiolle siirrettävä toimivalta direktiiviehdotuksessa määriteltyä tarkemmin.

Direktiiviehdotukseen liittyvien valtiosääntöoikeudellisten näkökohtien, kuten erilajisten osakkeiden käytön rajoittamisen, vuoksi hallitus pitää suotavana, että esityksestä pyydetäisiin perustuslakivaliokunnan lausunto.