



EUROOPAN
KOMISSIO

Bryssel 7.12.2022
COM(2022) 761 final

2022/0406 (COD)

Ehdotus

EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON DIREKTIIVI

**osakkeidensa ottamista kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla
hakevien yritysten moniääniosakerakenteista**

(ETA:n kannalta merkityksellinen teksti)

PERUSTELUT

1. EHDOTUKSEN TAUSTA

• Ehdotuksen perustelut ja tavoitteet

Tämä ehdotus on osa listautumissääöspakettia, joka on toimenpidekokonaisuus, jolla lisätään julkisten pääomamarkkinoiden houkuttelevuutta EU:n yrityksille ja helpotetaan pienten ja keskisuurten yritysten (pk-yritysten) mahdollisuuksia saada pääomaa. Se on pääomamarkkinaunionin keskeisen tavoitteen mukainen, ja sillä pyritään parantamaan EU:n yritysten, mukaan lukien pienet yritykset, mahdollisuuksia saada rahoitusta markkinapohjaisista rahoituslähteistä kaikissa kehitysvaiheissaan. Listatut yritykset päihittävät usein yksityisomistuksessa olevat yritykset vuotuisen tulojen kasvun ja työpaikkojen luomisen osalta. Julkisilla markkinoilla listautumalla yritykset voivat monipuolistaa sijoittajapohjaansa, vähentää riippuvuuttaan pankkirahoituksesta, saada helpommin lisää oman ja vieraan pääoman ehtoista rahoitusta (listautumisen jälkeisten liikkeeseenlaskujen avulla), parantaa julkista profiiliaan sekä lisätä tuotemerkin tunnettuutta.

Sen jälkeen, kun ensimmäinen päämarkkinaunionia koskeva toimintasuunnitelma julkaistiin vuonna 2015, on edistytty yritysten, erityisesti pk-yritysten, julkisille markkinoille pääsystä on onnistuttu tekemään helpompaa ja halvempaa. Tammikuussa 2018 rahoitusmarkkinadirektiivillä II¹ otettiin käyttöön uusi monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien luokka, pk-yritysten kasvumarkkinat², jotta voidaan tukea pk-yritysten pääsyä pääomamarkkinoille. Vuonna 2019 esitettiin uusia EU:n sääntöjä, joiden tarkoituksena on vähentää byrokratiaa ja sääntelytaakkaa pk-yritysten kasvumarkkinoilla listautuvien yritysten osalta siten, että samalla säilytetään sijoittajansuojan ja markkinoiden luotettavuuden korkea taso.³ Käyttöön otetuista muutoksista huolimatta sidosryhmät ovat edelleen sitä mieltä, että tarvitaan lisää sääntelytoimia listautumisprosessin sujuvoittamiseksi ja joustavoittamiseksi liikkeeseenlaskijoiden kannalta. Syyskuussa 2020 hyväksytyssä uudessa pääomamarkkinaunionia koskevassa toimintasuunnitelmassa todettiin, että ”[e]distääkseen ja monipuolistaakseen pienten ja innovatiivisten yritysten mahdollisuuksia saada rahoitusta komissio pyrkii yksinkertaistamaan julkisten markkinoiden listautumissääntöjä”. Tämän jatkotoimena ja asetuksen (EU) 2019/2115 pohjalta komissio perusti pk-yrityksiä käsittelevän teknisen asiantuntijaryhmän, joka vahvisti sidosryhmien huolen siitä, että yritysten, erityisesti pk-yritysten, listautumisen tukemiseksi tarvitaan lisää lainsäädäntötoimia. Toukokuussa 2021 antamassaan loppuraportissa⁴ pk-yrityksiä käsittelevä

¹ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta (uudelleenlaadittu) (EUVL L 173, 12.6.2014, s. 349).

² Jotta monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä voidaan luokitella pk-yritysten kasvumarkkinaksi, pk-yritysten osuuden liikkeeseenlaskijoista, joiden rahoitusvälineillä monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä käydään kauppaa, on oltava vähintään 50 prosenttia. Pk-yritykset määrittävät rahoitusmarkkinadirektiivissä II yrityksiksi, joiden keskimääräinen markkina-arvo on alle 200 miljoonaa euroa (ks. rahoitusmarkkinadirektiivin II johdanto-osan 132 kappale). Sijoittajansuojan asianmukaisen tason varmistamiseksi pk-yritysten kasvumarkkinoiden listautumissääntöjen on myös täytettävä tietyt laatuvaatimukset, joihin kuuluu muun muassa tarve laatia asianmukainen listalleottoa koskeva asiakirja (silloin kun esitteen laatimista ei vaadita) ja toteuttaa säännöllistä taloudellista raportointia. Pk-yritysten kasvumarkkinoita koskeva kehys luotiin, jotta ensimmäistä kertaa osake- ja joukkovelkakirjamarkkinoille tulevien pk-yritysten erityistarpeet voitaisiin ottaa paremmin huomioon.

³ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2019/2115, annettu 27 päivänä marraskuuta 2019, direktiivin 2014/65/EU sekä asetusten (EU) N:o 596/2014 ja (EU) 2017/1129 muuttamisesta pk-yritysten kasvumarkkinoiden käytön edistämisen osalta (EUVL L 320, 11.12.2019, s. 1–10).

⁴ Pk-yrityksiä käsittelevän teknisen asiantuntijaryhmän loppuraportti ”Empowering EU capital markets – Making listing cool again” (europa.eu).

tekninen asiantuntijaryhmä antoi 12 suositusta listautumiskehityksen muuttamiseksi sekä säännellyillä markkinoilla että pk-yritysten kasvumarkkinoilla.

Puheenjohtaja Ursula von der Leyen ilmoitti 15. syyskuuta 2021 parlamentille ja neuvoston puheenjohtajavaltiolle osoittamassaan aiekirjeessä⁵ pk-yritysten pääoman saatavuuden parantamista koskevasta lainsäädäntöehdotuksesta, joka on sisällytetty komission vuoden 2022 työohjelmaan⁶.

Yrityksen listautumispäätös on monimutkainen, ja siihen vaikuttavat useat tekijät. Niistä monet ovat sääntelyviranomaisten ulottumattomissa, eikä niitä näin ollen voida suoraan käsitellä lainsäädäntötoimilla. Esimerkiksi ekosysteemin ominaisuudet, jotka määrittävät listautumispalvelujen kustannukset, geopolitiittinen epävakaus, brexit, covid-19-pandemia, keskuspankkipolitiikka ja inflaatio ovat kaikki vaikuttaneet (ja vaikuttavat myös jatkossa) listautumispäätökseen, listautumisajankohtaan ja -paikkaan sekä siihen, pysyykö yritys listautuneena EU:ssa. Kuitenkin myös sääntelyvaatimukset ja niihin liittyvät kustannukset ja rasitteet ovat tärkeitä tekijöitä yrityksen listautumispäätöksessä ja listautuneena pysymisessä. Listautumissäädöspaketti on kohdennettu toimenpidekokonaisuus, jolla pyritään i) vähentämään sääntelytaakkaa siellä, missä sitä pidetään liiallisena (eli kun sääntelyllä voitaisiin varmistaa sijoittajansuoja tai markkinoiden luotettavuus sidosryhmien kannalta kustannustehokkaammalla tavalla), ja ii) lisäämään yhtiöoikeuden mukaista joustavuutta, jonka avulla yrityksen perustajat tai määräysvaltaa käyttävät osakkeenomistajat voivat valita, miten äänivalta jakautuu osakkeiden kaupankäynnin kohteeksi ottamisen jälkeen.

Listautumisprosessiin sovellettava sääntelykehys on monitahoinen. Yritysten on noudatettava sääntelyvaatimuksia ennen listautumisantia, sen aikana ja sen jälkeen. Tässä ehdotuksessa keskitytään sääntelyesteisiin, joita syntyy listautumisantia edeltävässä vaiheessa, ja se koskee eri puolilla EU:ta toimivien yritysten epätasa-arvoisia mahdollisuuksia valita asianmukaiset omistajaohjausrakenteet listautumisen yhteydessä. Ehdotettuun direktiiviin liittyy kaksi muuta lainsäädäntöehdotusta: i) ehdotus asetukseksi esiteasetuksen⁷, markkinoiden väärinkäyttöasetuksen⁸ ja rahoitusmarkkina-asetuksen⁹ muuttamisesta ja ii) ehdotus direktiiviksi listautumisdirektiivin¹⁰ kumoamisesta ja rahoitusmarkkinadirektiivin II muuttamisesta. Molemmilla ehdotuksilla pyritään yksinkertaistamaan ja selkeyttämään ensi- ja jälkimarkkinoihin sovellettavia julkistamisvaatimuksia ja samalla säilyttämään sijoittajansuoja ja markkinoiden luotettavuus asianmukaisella tasolla. Ehdotetulla listautumisdirektiivin kumoamisesta ja rahoitusmarkkinadirektiivin II muuttamisesta koskevalla

⁵ Ks. aiekirjeen s. 4, https://state-of-the-union.ec.europa.eu/system/files/2022-12/state_of_the_union_2021_letter_of_intent_fi.pdf.

⁶ Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle – *Komission työohjelma 2022 – Eurooppa vahvemaksi yhdessä* (COM(2021) 645 final, cwp2022_en.pdf (europa.eu)).

⁷ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2017, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä ja direktiivin 2003/71/EY kumoamisesta (EUVL L 168, 30.6.2017, s. 12).

⁸ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, annettu 16 päivänä huhtikuuta 2014, markkinoiden väärinkäytöstä sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta (EUVL L 173, 12.6.2014, s. 1).

⁹ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 600/2014, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta.

¹⁰ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2001/34/EY, annettu 28 päivänä toukokuuta 2001, arvopapereiden ottamisesta viralliselle pörssilistalle sekä siihen liittyvästä tiedonantovelvollisuudesta (EYVL L 184, 6.7.2001, s. 1).

direktiivillä pyritään myös lisäämään pk-yrityksiä koskevaa sijoitustutkimusta, jota tehdään vain vähän.

Yksi tärkeimmistä tekijöistä, joka pidättelee yritysten perustajia ja omistajaperheitä tekemästä listautumispäätöstä (listautumisantia edeltävässä vaiheessa), on pelko siitä, että he menettävät määräysvallan yrityksessään listautumisen jälkeen. Listautuminen merkitsee omistuksen laimentumista, mikä vähentää yritysten perustajien ja omistajaperheiden määräysvaltaa yrityksen tärkeissä investoinneissa ja toimintapäätöksissä. Yritykset, erityisesti pk-yritykset, saattavat listautua julkisille markkinoille todennäköisemmin, jos määräysvaltaa käyttävät osakkeenomistajat voivat säilyttää päätösvalan yrityksessä listautumisen jälkeen. Näin ne voivat jatkaa liiketoiminnan muokkaamista strategisen visionsa mukaisesti, nauttia samalla julkisesti noteeratun yrityksen eduista ja kerätä riittävästi varoja, jotta listautumisprosessin läpikäyminen on perusteltua. Tämä koskee erityisesti pienempiä perheyriksii, startup-yrityksiä ja yrityksiä, joilla on pitkäaikaisia hankkeita, joista syntyy huomattavia etukäteiskustannuksia. Kaikilla näillä yrityksillä voi olla riski altistua liikaa julkisten markkinoiden heilahteluille, tai niiden uhkana voi olla vihamielinen yritysosto. Nämä yritykset myös hyötyisivät eniten listautumisesta pk-yritysten kasvumarkkinalle, joka on erityisesti pk-yrityksille suunniteltu monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä, jossa niihin sovelletaan lievempiä sääntelyvaatimuksia. Pienempien yritysten tarve monipuolistaa varainhankintaansa voi olla suurempi kuin suurempien yritysten, sillä niiden profiili on tavallisesti riskialttiimpi, ne ovat mahdollisten sijoittajien kannalta vähemmän näkyviä eikä niillä ole varaa listautua ulkomaille, minkä lisäksi niillä on joissakin tapauksissa suurempi tarve laajentaa toimintaansa. Koska pääsy julkisille markkinoille on erityisen tärkeää pienemmille ja nopeasti kasvaville yrityksille, tässä ehdotuksessa keskitytään pk-yritysten kasvumarkkinoille listautuviin yrityksiin.

Moniääniosakerakenteet ovat toimiva mekanismi, jonka avulla yritysten omistajat voivat säilyttää päätösvaltansa yrityksessä ja samalla hankkia varoja julkisilta markkinoilta. Näillä osakerakenteilla osakkeenomistaja (tai osakkeenomistajaryhmä) voi pitää määräysvallan yrityksessä tekemättä niin suurta sijoitusta kuin omistussuuden koko edellyttäisi, mikäli kaikilla osakkeilla olisi sama äänivalta. Moniääniosakerakenteessa on tavallisesti vähintään kaksi toisistaan poikkeavaa erillistä osakelajia, joihin kumpaankin liittyy eri äänimäärä.

Moniääniosakerakenteet ovat vain yksi olemassa olevista määräysvaltaa lisäävistä mekanismeista eli mekanismeista, jotka aiheuttavat ristiriidan taloudellisen omistuksen ja äänivallan välille siten, että osakkeenomistaja voi lisätä määräysvaltaansa omistamatta vastaavaa suhteellista osuutta osakkeista. Vuonna 2007 julkaistu tutkimus¹¹ omistuksen ja määräysvallan suhteesta jäsenvaltioissa osoitti, että käytettävissä oleviin mekanismeihin, joilla määräysvaltaa voidaan lisätä tai lukita äänivaltaa hyödyntämällä, voivat kuulua myös muun muassa lojaalisuusosakkeet¹², äänivallattomat osakkeet¹³, äänivallattomat etuosakkeet¹⁴ ja äänivaltakatot¹⁵.

¹¹ https://ecgi.global/sites/default/files/study_report_en.pdf

¹² Lojaalisuusosakkeet ovat osakkeita, jotka antavat suuremman äänivallan osakkeenomistajille, jotka ovat pitäneet niitä hallussaan määrätyn ajan. Tavallisesti lojaalisuusosakkeiden omistajat saavat yhden äänen sijasta kaksi ääntä osaketta kohden, jos he ovat pitäneet osakkeita hallussaan vähintään kaksi vuotta.

¹³ Äänivallattomat osakkeet ovat osakkeita, joihin ei kuulu äänioikeutta eikä liity erityisiä kassavirtaoikeuksia (kuten etuoikeutettua osinkoa), joilla korvattaisiin äänioikeuden puuttuminen.

¹⁴ Äänivallattomat etuosakkeet ovat äänivallattomia osakkeita, jotka on laskettu liikkeeseen siten, että niissä on erityinen kassavirtaoikeus, jolla korvataan äänioikeuksien puuttuminen (esimerkiksi etuoikeutettu (korkeampi tai taattu) osinko).

¹⁵ Äänivaltakatto on rajoitus, joka estää osakkeenomistajia äänestämästä tietyn kynnsarvon ylittävällä äänimäärällä riippumatta niiden hallussa olevien äänivaltaisten osakkeiden määrästä. Äänivaltakatot voidaan ilmaista prosenttiosuutena koko äänimäärästä (esimerkiksi siten, että yksikään

Koska useimmat näistä vaihtoehtoisista osakerakenteista ovat kuitenkin jäykempiä, ne rajoittavat listautumisannissa ja jatkoanneissa hankittavien varojen määrää. Lisäksi lojaalisuusosakkeet ovat määräysvaltaa lisäävä mekanismi, joka on suunniteltu nimenomaisesti edistämään sijoittajien pitkäaikaista osakeomistusta ja johtamaan vakaampaan, pitkäjänteisempään omistajuuteen, ei niinkään tekemään rahoituksen hankkimista yleisöltä houkuttelevammaksi. Koska lojaalisuusosakkeiden lisä-äänimäärä on tavallisesti pienempi kuin määräysvaltaa käyttäville osakkeenomistajille tarkoitettujen moniääniosakkeiden ja koska ne edellyttävät yleensä tiettyä hallussapitoaikaa ennen lisä-äänimäärän aktivoitumista, yritysten perustajat ja perheyrietykset pitävät niitä vähemmän houkuttelevina. Tätä tukee empiirinen näyttö, joka on osoittanut, että lojaalisuusosakkeiden käyttöönotto tietyissä jäsenvaltioissa ei ole lisännyt julkisille markkinoille hakeutuvien yritysten määrää. Sen sijaan moniääniosakkeet antaisivat yritysten perustajille mahdollisuuden säilyttää määräysvaltansa ja myydä samalla suuremman osan yrityksestä, kun taloudellinen intressi ja äänimäärä eriytetään selvemmin.

Moniääniosakkeiden käyttöönotto yrityksessä johtaa siihen, että muilla osakkeenomistajilla (sijoittajilla) on vähemmän päätösvaltaa suhteessa taloudellisiin investointeihinsa. Äänivallan väheneminen voi johtaa ongelmiin, jos niitä ei lievennetä asianmukaisesti. Tällaisia ongelmia voivat olla esimerkiksi osakkeenomistajien sementoituneisuus¹⁶, yrityksen varojen ohjaaminen itselle ja yleisesti ottaen yksityisten etujen koituminen määräysvaltaa käyttävälle osakkeenomistajalle esimerkiksi lähipiiriliiketoimien kautta. Lisäksi moniääniosakkeiden laimentava vaikutus voi johtaa siihen, että määräysvaltaa käyttävät osakkeenomistajat estävät tiettyjen päätösten tekemisen, mukaan lukien kestävää kehitystä koskeviin tavoitteisiin tähtäävät päätökset, mikä edistää määräysvaltaa käyttävän osakkeenomistajan etuja yrityksen pitkän aikavälin kestävän kehittämisen sijasta. Näihin mahdollisiin ongelmiin voidaan kuitenkin puuttua ottamalla käyttöön vähemmistöosakkaiden ja yrityksen etujen suojaamiseen tähtääviä takeita, kuten enimmäisääniosuus, raukeamislausekkeet ja moniääniosakkeiden käytön rajoittaminen tietyissä tapauksissa, esimerkiksi kestävyyyteen liittyvissä asioissa.

EU:ssa on tällä hetkellä epäyhtenäisyyttä moniääniosakerakenteiden osalta, mikä johtaa epätasa-arvoisiin mahdollisuuksiin EU:n yritysten päättäessä listautua. Joissakin jäsenvaltioissa, kuten Ruotsissa ja Tanskassa, on sallittu moniääniosakkeet lähes pääomamarkkinoiden alusta lähtien. Ruotsissa niiden listattujen yritysten osuus, joilla on tällainen osakerakenne, on aina pysynyt yli 40 prosentissa, ja Suomessa ja Tanskassa markkina-arvoltaan suurimmalla osalla julkisesti noteeratuista yrityksistä on moniääniosakkeita. Sen sijaan muut jäsenvaltiot ovat kieltäneet moniääniosakkeet. Joissakin tapauksissa, kuten Saksassa ja Belgiassa, kiello koskee ainoastaan julkisia osakeyhtiöitä, kun taas esimerkiksi Itävallassa ja Kroatiassa se koskee kaikkia yrityksiä.

Nykyiset erot moniääniosakkeita koskevissa kansallisissa järjestelmissä johtavat eri jäsenvaltioissa toimivien yritysten epätasapuolisiin toimintaedellytyksiin. Niissä jäsenvaltioissa, jotka kieltävät moniääniosakerakenteet, yrittäjät ja yritykset ovat suhteellisesti epäedullisemmassa asemassa kuin yritykset niissä jäsenvaltioissa, jotka sallivat moniääniosakerakenteet. Yrittäjät ja yritykset, jotka tahtovat ottaa käyttöön moniääniosakerakenteet ja hyötyä joustavuudesta, joutuvat valitsemaan, pysyvätkö ne

osakkeenomistaja ei voi äänestää yli kolmen prosentin osuudella yrityksen rekisteröidystä osakepääomasta) tai prosenttiosuutena kaikista yhtiökokouksessa annettavista äänistä (yleistä jäsenvaltioissa).

¹⁶ Osakkeenomistajien sementoituneisuus on tilanne, jossa määräysvaltaa käyttävillä osakkeenomistajilla on pysyvä määräysvalta ja ne voivat näin ollen tehdä päätöksiä omaksi edukseen ottamatta huomioon yrityksen ja muiden osakkeenomistajien etuja ja jossa muut osakkeenomistajat eivät voi tosiasiallisesti kyseenalaistaa näitä päätöksiä.

yksityisinä vai siirtyvätkö ne toiseen jäsenvaltioon (tai EU:n ulkopuoliseen maahan), mikä rajoittaa niiden varainhankintavaihtoehtoja ja lisää pääomakustannuksia. Tämä vaikuttaa erityisesti pk-yrityksiin ja varhaisvaiheen startup-yrityksiin, joilla ei ole resursseja kattaa toisessa jäsenvaltiossa tai EU:n ulkopuolisessa maassa tehtävään listautumiseen liittyviä lisäkustannuksia.

Tällä ehdotuksella pyritään saavuttamaan vähimmäistason yhdenmukaistaminen pk-yritysten kasvumarkkinoille listautuvien yritysten moniääniosakerakenteita koskevien kansallisten lakien osalta siten, että samalla jätetään jäsenvaltioille riittävästi liikkumavaraa täytäntöönpanossa. Säädetyt markkinat soveltuvat yleensä paremmin suuremmille ja kypsemmille yrityksille, mutta pk-yritysten kasvumarkkinat on pitkälti suunniteltu pienempien yritysten listautumista varten. Pk-yritysten kasvumarkkinoiden sääntelyssä otetaan huomioon pk-yritysten erityispiirteet. Kaikki yritykset, joiden arvopaperit on listattu pk-yritysten kasvumarkkinoilla, eivät kuitenkaan ole pk-yrityksiä. Muiden kuin pk-yritysten arvopaperit ovat yleensä likvidimpiä, joten niiden ottaminen mukaan mahdollistaa sen, että pk-yritysten kasvumarkkinoille kertyy suuremmat kaupankäyntipalkkiot liiketoimintamallinsa kannattavuuden säilyttämiseksi. Jotta tilanne olisi sijoittajille selkeä, kaikkiin pk-yritysten kasvumarkkinoilla toimiviin liikkeeseenlaskijoihin sovelletaan tällä hetkellä samoja sääntöjä niiden koosta riippumatta. Tämän lähestymistavan mukaisesti tässä ehdotuksessa moniääniosakerakenteet sallitaan kaikille sellaisille yrityksille, jotka hakevat ensimmäistä kertaa osakkeidensa ottamista kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla.

Ehdotuksessa säädetään takeista, joilla varmistetaan vähemmistöosakkaiden ja yrityksen etujen suojaaminen. Näissä takeissa edellytetään jäsenvaltioiden varmistavan, että päätökset moniääniosakerakenteen käyttöön otosta tai sen muuttamisesta, jos sillä on vaikutusta äänimääriin, tehdään määränemistöllä yhtiökokouksessa. Tässä ehdotuksessa esitetyillä takeilla myös rajoitetaan moniääniosakkeiden äänten painotusta ottamalla käyttöön rajoituksia, jotka koskevat joko moniääniosakerakenteen muotoilua tai moniääniosakkeisiin liittyvän äänimäärän käyttämistä tiettyjen päätösten tekemisessä. Näiden takeiden tarkoituksena on suojella vähemmistöosakkaiden ja yrityksen etuja samalla, kun määräysvaltaa käyttäville osakkeenomistajille annetaan riittävästi joustovaraa, jotta moniääniosakerakenteiden käyttö ei estyisi. Lisäksi takeet vastaavat suurelta osin takeita, jotka ovat jo käytössä niiden jäsenvaltioiden oikeusjärjestyksessä, joilla on hyvin toimivat moniääniosakerakennejärjestelmät. Näin ollen nämä jäsenvaltiot joutuisivat tekemään vain vähäisiä muutoksia nykyiseen oikeusjärjestykseen.

- **Yhdenmukaisuus muiden alaa koskevien politiikkojen säännösten kanssa**

Moniääniosakerakenteita säännellään tällä hetkellä yksinomaan kansallisella tasolla.

Ehdotettu direktiivi on johdonmukainen niiden tavoitteiden kanssa, jotka sisältyvät voimassa olevaan EU:n lainsäädäntöön, jossa säädetään julkisia osakeyhtiöitä koskevista vaatimuksista ja jolla koordinoidaan yhtiöoikeuden kansallisia säännöksiä. Tähän sisältyy yhtiöoikeusdirektiivi¹⁷, jonka tavoitteena on varmistaa sekä osakkeenomistajien että velkojien yhtäläinen vähimmäissuoja. Sillä yhdenmukaistetaan kansallisia säännöksiä tietyistä yhtiöoikeuden näkökohdista, kuten osakeyhtiöiden perustamisesta, osakepääomavaatimuksista ja varojen jakamisesta osakkeenomistajille. Ehdotetun direktiivin soveltamisala ei ole päällekkäinen yhtiöoikeusdirektiivin soveltamisalan kanssa, sillä yhtiöoikeusdirektiivissä ei säännellä yritysten osakerakenteita (mukaan lukien moniääniosakerakenteet). Asiaa käsitellään sen sijaan tässä ehdotuksessa.

¹⁷ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2017/1132, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2017, tietyistä yhtiöoikeuden osa-alueista (kodifikaatio) (EUVL L 169, 30.6.2017, s. 46).

Lisäksi jäsenvaltioita vaaditaan ehdotuksessa ottamaan käyttöön säännöksiä yrityksen ja vähemmistöosakkaiden etujen turvaamiseksi, joten se on johdonmukainen direktiivissä (EU) 2017/828¹⁸ tavoitellun päämäärän kanssa, mukaan lukien yritysten pitkän aikavälin kestävä kehityksen edistäminen ja yrityksen ja sen vähemmistöosakkaiden etujen suojaaminen lähipiiriliiketoimien yhteydessä, vaikka näiden kahden säädöksen soveltamisaloissa onkin eroja (direktiivi koskee osakkeenomistajien oikeuksia yrityksissä, joiden osakkeet on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla, kun taas tämä ehdotus koskee osakkeenomistajien oikeuksia yrityksissä, joiden osakkeet on otettu kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinoilla).

Ehdotettu direktiivi ei myöskään ole päällekkäinen ostotarjousdirektiivin soveltamisalan kanssa, sillä ostotarjousdirektiivissä säädetään säännöistä, joita sovelletaan osakkeenomistajien etujen turvaamiseksi julkisiin osakeyhtiöihin silloin, kun tällaisista yrityksistä tehdään ostotarjouksia. Ostotarjousdirektiiviä¹⁹ sovelletaan ainoastaan yrityksiin, joiden osakkeet on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinalla – ei yrityksiin, joiden osakkeet on otettu kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla ja jotka kuuluvat tämän ehdotuksen soveltamisalaan. Tämän ehdotuksen läpinäkyvyyssäännöksillä pyritään kuitenkin samanlaisiin tavoitteisiin kuin ostotarjousdirektiivin säännöksillä, ja niissä keskitytään yrityksen osakepääomarakenteeseen, omistusrakenteeseen sekä yrityksen arvopapereihin liittyviin oikeuksiin ja velvollisuuksiin.

Lisäksi ehdotettu direktiivi on yhdenmukainen rahoitusmarkkinadirektiivin II pk-yritysten kasvumarkkinoita koskevien säännösten kanssa.

• **Yhdenmukaisuus unionin muiden politiikkojen kanssa**

Ehdotus on täysin EU:n yritysten, erityisesti pk-yritysten, rahoituksensaannin helpottamista koskevan pääomamarkkinaunionin keskeisen tavoitteen mukainen. Se on johdonmukainen useiden komission vuoden 2015 pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman²⁰, vuoden 2017 pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman väliarvioinnin²¹ ja vuoden 2020 pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman puitteissa toteuttamien lainsäädännöllisten ja muiden kuin lainsäädännöllisten toimien kanssa.

EU:n työpaikkoja ja kasvua tukevan yritysten, erityisesti pk-yritysten, rahoituksen saannin helpottaminen on ollut alusta alkaen pääomamarkkinaunionin keskeinen tavoite. Vuonna 2015 tehdyn pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman julkaisemisen jälkeen on toteutettu joitakin kohdennettuja toimia riittävien rahoituslähteiden kehittämiseksi pk-yrityksille niiden kaikkiin kehitysvaiheisiin. Kesäkuussa 2017 julkaistussa pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman väliarvioinnissa komissio päätti nostaa tavoitetasoaan ja keskittyä entistä enemmän pk-yritysten pääsyyn julkisille markkinoille. Toukokuussa 2018 komissio julkaisi pk-yritysten kasvumarkkinoiden käytön

¹⁸ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2017/828, annettu 17 päivänä toukokuuta 2017, direktiivin 2007/36/EY muuttamisesta osakkeenomistajien pitkäaikaiseen vaikuttamiseen kannustamisen osalta (EUVL L 132, 20.5.2017, s. 1–25).

¹⁹ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/25/EY, annettu 21 päivänä huhtikuuta 2004, julkisista ostotarjouksista (EUVL L 142, 30.4.2004, s. 12).

²⁰ Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle – *Pääomamarkkinaunionin luomista koskeva toimintasuunnitelma* (COM(2015) 468 final).

²¹ Komission tiedonanto *pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman väliarvioinnista* ({SWD(2017) 224 final} ja {SWD(2017) 225 final} – 8. kesäkuuta 2017), https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf

edistämistä koskevan ehdotuksen²², jonka tavoitteena oli keventää pk-yritysten kasvumarkkinoiden liikkeeseenlaskijoiden hallinnollista taakkaa, pienentää vaatimusten noudattamisesta aiheutuvia korkeita kustannuksia ja samalla varmistaa markkinoiden luotettavuuden ja sijoittajansuojan korkea taso, edistää julkisesti noteerattujen pk-yritysten osakkeiden likviditeettiä, jotta näistä markkinoista tulisi houkuttelevampia sijoittajille, liikkeeseenlaskijoille ja välittäjille, sekä helpottaa monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien rekisteröintiä pk-yritysten kasvumarkkinoiksi. Pk-yritysten kasvumarkkinoiden käytön edistämistä koskeva ehdotus hyväksyttiin marraskuussa 2019.

Lisäksi komissio julkaisi covid-19-kriisin jälkeen pääomamarkkinoiden elpymispaketin, joka sisälsi kohdennettuja muutoksia pääomamarkkinoita ja pankkeja koskevaan sääntelyyn ja jonka yleisenä tavoitteena oli parantaa pääomamarkkinoiden mahdollisuuksia tukea EU:n yrityksiä covid-19-kriisistä toipumisessa. Pääomamarkkinasääntöihin ehdotetuilla muutoksilla on pyritty erityisesti vähentämään sijoituspalveluyritysten ja liikkeeseenlaskijoiden sääntelytaakkaa ja sääntelyn monimutkaisuutta.

Tämä ehdotus perustuu pääomamarkkinaunionia koskevaan toimintasuunnitelmaan vuodelta 2020 ja sen tavoitteeseen parantaa EU:n yritysten mahdollisuuksia saada rahoitusta (toimi 2 ”Julkisille markkinoille pääsyn tukeminen”). Ehdotuksessa keskitytään lieventämään sääntelyvaatimuksia, jotka voivat estää yritystä päättämästä listautua tai pysyä listautuneena. Muita tekijöitä, jotka voivat estää liikkeeseenlaskijoita listautumasta, kuten suppea sijoittajapohja ja velan suotuisampi verokohtelu suhteessa omaan pääomaan, käsitellään muissa vireillä olevissa ja tulevaisuudessa pääomamarkkinaunionia koskevissa aloitteissa, jotka täydentävät tässä ehdotuksessa esitettyjä muutoksia ja joita olisi analysoitava yhdessä tämän aloitteen kanssa. Nämä aloitteet liittyvät esimerkiksi i) sellaisen EU:n laajuisen keskitetyn palvelupisteen²³ perustamiseen, jolla korjataan sijoittajien saatavilla olevan vertailukelpoisen datan puute ja parannetaan yritysten näkyvyyttä sijoittajien kannalta, ii) EU:n kaupankäyntitietojen keskittämiseen konsolidoituihin kauppätietoihin²⁴, jotta julkisilla markkinoilla käytävä kauppa ja hinnanmääritys olisi tehokkaampaa, sekä iii) vieraan ja oman pääoman ehtoisen rahoituksen verokohtelua tasavertaistavan vähennyksen²⁵ käyttöön ottamiseen, jolla oman pääoman ehtoista rahoituksesta tehdään yrityksille houkuttelevampaa (ja kustannuksiltaan edullisempaa).

Lisäksi useilla komission aloitteilla noteerattujen osakkeiden sijoittajapohjaa vahvistetaan entisestään. EU:n pk-yritysten listautumisantirahasto toimii ankkurisijoittajana, jotta voidaan houkutella lisää yksityisiä sijoituksia oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen julkisilta markkinoilta muodostamalla kumppanuuksia yhteisösijoittajien kanssa ja sijoittamalla liikkeeseenlaskijoina toimiviin pk-yrityksiin keskittyviin rahastoihin. Vakavaraisuusasetuksen ja Solvenssi II -direktiivin uudelleentarkastelut kasvattavat liikkeeseenlaskijoiden

²² Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi asetusten (EU) N:o 596/2014 ja (EU) 2017/1129 muuttamisesta pk-yritysten kasvumarkkinoiden käytön edistämisen osalta (COM(2018) 331 final).

²³ Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi rahoituspalvelujen, pääomamarkkinoiden ja kestävyiden kannalta merkityksellisiin julkisesti saatavilla oleviin tietoihin keskitetyn pääsyn tarjoavan eurooppalaisen keskitetyn yhteyspisteen perustamisesta (COM(2021) 723 final).

²⁴ Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi asetuksen (EU) N:o 600/2014 muuttamisesta markkinatietojen avoimuuden parantamisen, konsolidoitujen kauppätietojen luonnin esteiden poistamisen, kaupankäyntivelvollisuuksien optimoinnin ja asiakastoimeksiantojen välittämisestä saatavien maksujen kieltämisen osalta (COM(2021) 727 final).

²⁵ Ehdotus neuvoston direktiiviksi vieraan ja oman pääoman ehtoisen rahoituksen verokohtelua tasavertaistavaa vähennystä ja korkojen vähennyskelpoisuuden rajoittamista yhteisöverotuksessa koskevien sääntöjen vahvistamisesta (COM(2022) 216 final).

sijoittajapohjaa helpottamalla pankkien ja vakuutusyhtiöiden sijoittamista julkisilta markkinoilta hankittavaan pitkäaikaiseen oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen.

Tämä ehdotus on myös vuonna 2022 julkaistun uuden eurooppalaisen innovaatio-ohjelman²⁶ mukainen, sillä se tekisi pääomamarkkinoista yritysten perustajille houkuttelevammat, kun määräysvallasta ei tarvitse julkisille markkinoille listautumisen yhteydessä luopua.

Ehdotuksessa otetaan huomioon pk-yritysten pääoman saannin helpottamista ja erityisesti pk-yritysten arvopapereiden kaupankäynnin kohteeksi ottamista koskevien menettelyjen ja muiden listautumisvelvoitteiden yksinkertaistamista koskevan Fit For Future -foorumin lausunnon taustalla oleva näyttö.

Koska tässä ehdotuksessa annetaan useammille pk-yrityksille mahdollisuus saada enemmän ja monipuolisempaa rahoitusta listautumalla pk-yritysten kasvumarkkinoille, sopivinta omistajaohjausrakennetta käyttäen, se on myös puheenjohtaja Ursula von der Leyenin syyskuussa 2022 pitämässä unionin tilaa koskevassa puheessa julkistaman pk-yritysten apupaketin tavoitteen mukainen.

Takeita koskevat ehdotuksen säännökset koskevat myös yrityksen etujen suojaamista päätöksiltä, jotka aiheuttavat ihmisoikeuksiin, ilmastomuutokseen ja ympäristöön liittyviä riskejä tai haitallisia vaikutuksia. Ehdotus on näin ollen komission omistajaohjauspolitiikkaan kuuluvan, kestävän ja vastuullisen yrityskäyttäytymisen edistämistä koskevan tavoitteen mukainen ja siten yritysten kestävää toimintaa koskevaa huolellisuusvelvoitetta koskevan komission direktiiviehdotuksen²⁷ (jolla pyritään sisällyttämään ihmisoikeus- ja ympäristönäkökohdat yritysten omistajaohjausjärjestelmiin) mukainen.

2. OIKEUSPERUSTA, TOISSIJAISUUSPERIAATE JA SUHTEELLISUUSPERIAATE

• Oikeusperusta

Ehdotus perustuu Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen, jäljempänä 'SEUT-sopimus', 114 ja 50 artiklaan.

SEUT-sopimuksen 114 artiklassa määrätään, että EU voi toteuttaa sisämarkkinoiden toteuttamista ja toimintaa koskevia toimenpiteitä jäsenvaltioiden lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten lähentämiseksi. SEUT-sopimuksen 114 artiklan soveltaminen on mahdollista silloin, kun kansallisten sääntöjen erot ovat omiaan rajoittamaan perusvapauksia tai vääristämään kilpailua ja vaikuttavat näin suoraan sisämarkkinoiden toimintaan. Ehdotetun direktiivin tavoitteena on poistaa esteet perusvapauksien – pääoman vapaan liikkuvuuden ja sijoittautumisvapauden – käyttämiseltä. Nämä esteet johtuvat kansallisten yhtiölainsäädäntöjen välisistä eroista EU:ssa, sillä joissakin jäsenvaltioissa yrityksillä, joilla on moniääniosakerakenne, ei ole pääsyä julkisille markkinoille. Tämä rajoittaa niiden pääoman saantia ja muodostaa esteen EU:n pääoman sisämarkkinoiden toteuttamiselle.

SEUT-sopimuksen 50 artiklan 1 kohdassa ja erityisesti 50 artiklan 2 kohdan g alakohdassa määrätään, että EU:lla on toimivalta toimia sijoittautumisvapauden toteuttamiseksi tietyllä toimialalla erityisesti ”sovittamalla tarpeen mukaan yhteen ja pyrkimällä tekemään samanvertaisiksi ne takeet, joita jäsenvaltioissa edellytetään 54 artiklan toisessa kohdassa tarkoitetuilta yhtiöiltä niin yhtiön jäsenten kuin ulkopuolisten etujen turvaamiseksi”.

²⁶ Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle – *Uusi eurooppalainen innovaatio-ohjelma* (COM(2022) 332 final).

²⁷ Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi yritysten kestävää toimintaa koskevasta huolellisuusvelvoitteesta ja direktiivin (EU) 2019/1937 muuttamisesta (COM(2022) 71 final).

Ehdotetulla direktiivillä pyritään ottamaan käyttöön toimenpiteitä, joilla sovitetaan yhteen yritysten osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien etujen suojaaminen, jotta kansallisten sääntöjen välisiä eroja ja sijoittautumisvapauden esteitä voidaan vähentää.

- **Toissijaisuusperiaate (jaetun toimivallan osalta)**

Sisämarkkinoiden toteuttamiseen tähtääviä EU:n toimia on SEUT-sopimuksen 4 artiklan mukaisesti tarkasteltava ottamalla huomioon Euroopan unionista tehdyn sopimuksen, jäljempänä 'SEU-sopimus', 5 artiklan 3 kohdassa määrätty toissijaisuusperiaate. Toissijaisuusperiaatteen mukaisesti EU:n tasolla olisi toteutettava toimia ainoastaan silloin, kun jäsenvaltiot eivät voi riittävällä tavalla saavuttaa ehdotetun toimen tavoitteita yksin, minkä vuoksi EU:n tason toimet ovat tarpeen. Jos EU:n tasolla ei moniääniosakkeiden osalta ryhdytä toimiin, on epätodennäköistä, että ne jäsenvaltiot, jotka eivät tällä hetkellä salli näitä osakerakenteita, muuttaisivat lähitulevaisuudessa sääntöjään yksipuolisesti ja ilman ulkoisia kannustimia. Tämä johtuu suurelta osin historiallisista syistä, kyseisten maiden sidosryhmien vastustuksesta ja siitä, että vuosisatojen aikana kehittyneen yhtiöoikeuden muuttaminen on usein vaikeaa. Näiden rakenteiden käyttöönoton viivästyminen EU:ssa saattaisi edelleen viedä pienemmiltä yrityksiltä rahoitusmahdollisuuksia niissä jäsenvaltioissa, jotka kieltävät moniääniosakkeet. Vaikka jäsenvaltiot päättäisivät ryhtyä toimiin, lähestymistavat voisivat poiketa toisistaan merkittävästi, mikä saattaisi johtaa pirstaloitumisen lisääntymiseen.

- **Suhteellisuusperiaate**

Ehdotetun direktiivin tavoitteena on edistää sisämarkkinoiden moitteetonta toimintaa ja poistaa esteitä perusvapauksien, kuten pääoman vapaan liikkuvuuden ja sijoittautumisvapauden, käyttämiseltä. Nämä esteet johtuvat kansallisten yhtiölainsäädäntöjen välisistä eroista osakerakenteiden osalta, erityisesti siitä, voiko yritys ottaa käyttöön moniääniosakerakenteen. Tavoitteen saavuttamiseksi ehdotuksessa asetetaan ainoastaan yhdenmukaistamisen vähimmäisvaatimukset, jotka koskevat ainoastaan moniääniosakerakenteiden sallimista koskevaa lainsäädännön pääperiaatetta, minkä lisäksi sitä täydennetään vähimmäistakeilla, jotka ovat tarpeen vähemmistöosakkaiden etujen ja yrityksen etujen suojaamiseksi. Soveltamisala on rajattu pk-yritysten kasvumarkkinoihin, erityisesti jotta se kattaisi pk-yritykset, jotka hyötyisivät eniten tällaisesta toimenpiteestä.

Ehdotetussa direktiivissä jätetään jäsenvaltioille riittävästi liikkumavaraa, kun ne sisällyttävät ehdotuksen säännökset kansalliseen oikeusjärjestykseen. Tämä toteutuu sitä kautta, että sääntöjä täydennetään lisätoimenpiteillä, mukaan lukien takeet osakkeenomistajien ja yrityksen eduille edellyttäen, että ne ovat tämän direktiivin tavoitteiden mukaisia, tai sitä kautta, että moniääniosakerakenteet sallitaan tämän ehdotuksen soveltamisalan ulkopuolisissa tilanteissa. SEU-sopimuksen 5 artiklassa vahvistetun suhteellisuusperiaatteen mukaisesti tässä ehdotetussa direktiivissä ei näin ollen ylitetä sitä, mikä on tarpeen näiden tavoitteiden saavuttamiseksi.

- **Toimintatavan valinta**

EU:n sisämarkkinoiden yhdentyminen yhtiöoikeuden ja erityisesti osakerakenteiden osaluueella voidaan saavuttaa parhaiten lähentämällä lainsäädäntöä yhdenmukaistamalla se direktiivin avulla. Antamalla direktiivi kunnioitetaan jäsenvaltioiden erilaisia oikeuskulttuureja ja yhtiöoikeusjärjestelmiä. Se tarjoaa riittävästi joustavuutta saattamisessa osaksi kansallista lainsäädäntöä, jotta yhteiset vähimmäisvaatimukset voidaan panna täytäntöön näiden erilaisten järjestelmien kanssa yhteensopivalla tavalla.

Suosituksella ei voitaisi saavuttaa toivottua lähentämistavoitetta tällä politiikan alalla, jolla on havaittu suuria eroja jäsenvaltioiden sitovassa lainsäädännössä. Asetuksella tehtävä lähentäminen ei myöskään antaisi jäsenvaltioille riittävästi joustovaraa mukautua paikallisiin

olosuhteisiin ja pitää EU:n säännöt yhdenmukaisina laajemman kansallisen yhtiöoikeuden kanssa.

3. JÄLKIARVIOINTIEN, SIDOSRYHMIEN KUULEMISTEN JA VAIKUTUSTEN ARVIOINTIEN TULOKSET

- **Jälkiarvioinnit/toimivuustarkastukset**

Ei sovelleta.

- **Sidosryhmien kuuleminen**

Viime vuosina komission jatkuvissa arvioinneissa on keskitytty yritysten, erityisesti pk-yritysten, pääsyyn julkisille markkinoille. Pääomamarkkinaunionia käsittelevän korkean tason foorumin, pk-yrityksiä käsittelevän teknisen asiantuntijaryhmän ja vuoden 2020 pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman yhteydessä on otettu esiin huolia yrityksille julkisille markkinoille pääsemisestä aiheutuvasta sääntelytaakasta. Komissio on myös ottanut huomioon Oxera tutkimuksessa²⁸ aiheesta tehdyn laajan tutkimuksen. Jotta näistä kysymyksistä saataisiin lisää näyttöä, marraskuussa 2021 käynnistettiin kannanottopyyntö sekä julkinen ja kohdennettu kuuleminen listautumissäädöstä varten. Kuulemiset olivat avoinna 14 viikkoa (19.11.2021–25.2.2022).

Lisäksi komissio järjesti huhtikuussa 2022 kaksi teknistä kokousta/työpajaa alan sidosryhmien kanssa tarkasteltavina olevien toimintavaihtoehtojen tarkentamiseksi edelleen.

Komissio esitteli ehdotuksen tavoitteet Euroopan arvopaperikomitean asiantuntijaryhmälle 15. lokakuuta 2021, 17. toukokuuta 2022 ja 30. toukokuuta 2022.

Myös Euroopan parlamentin talous- ja raha-asioiden valiokunnan (ECON) koordinaattoreiden kanssa järjestettiin 17. toukokuuta 2022 kokous, jossa esiteltiin ehdotuksen tavoitteet.

Lisäksi 12. syyskuuta 2022 järjestettiin kokous yhtiöoikeuden asiantuntijaryhmän kanssa.

Julkiset ja kohdennetut kuulemiset

Julkisissa ja kohdennetuissa kuulemisissa vastaajat korostivat, että yksi tärkeimmistä syistä siihen, että yhä useammat huipputekniikan nopeasti kasvavat liikkeeseenlaskijat päättävät listautua EU:n ulkopuolisiin maihin (kuten Yhdysvaltoihin tai Yhdistyneeseen kuningaskuntaan), on se joustavuus, jota nämä lainkäyttöalueet tarjoavat liikkeeseenlaskijoille moniääniosakkeiden osalta.²⁹ Samoin eräät vastaajat³⁰ korostivat, että useat EU:n yritykset ovat hiljattain siirtäneet sääntömääräisen kotipaikkansa maista, joissa moniääniosakkeiden liikkeeseenlaskua on rajoitettu (esimerkiksi Italia, Saksa ja Espanja), Alankomaihin, joka on ottanut käyttöön sallivan ja joustavan lähestymistavan moniääniosakerakenteisiin.³¹ Lisäksi 64 prosenttia vastaajista piti hyvänä, että unionin oikeudessa säädetään, että liikkeeseenlaskijat, joilla on moniääniosakerakenne, voivat kaikkialla EU:ssa listautua EU:n kauppapaikkaan.

²⁸ Oxera Consulting LPP, Primary and secondary equity markets in EU, Final report, marraskuu 2020, saatavilla osoitteessa <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>

²⁹ Tätä näkemystä tukevia sidosryhmiä ovat muun muassa investointipankit, arvopaperimarkkinayhdistykset, valtiovarainministeriöiden edustajat ja pääomasijoitusyhdistykset.

³⁰ Tämän mainitsi kaksi alankomaalaista sidosryhmää.

³¹ Tähän mennessä muutamat yritykset ovat siirtyneet Alankomaihin listautuakseen siellä moniääniosakejärjestelmän houkuttelevuuden vuoksi. Käytettävissä ei kuitenkaan ole tietoja, jotka vahvistaisivat tämän.

Enemmistö (83 %³²) kuulemiseen vastanneista katsoi, että moniääniosakkeiden käyttö siellä, missä se on sallittua, on tosiasiallisesti kannustanut useampia yrityksiä hakemaan listautumista julkisille markkinoille. Niistä vastaajista, jotka vastasivat kysymykseen moniääniosakkeiden vaikutuksesta yritysten houkuttelevuuteen sijoittajien kannalta, useimmat (pääasiassa liikkeeseenlaskijat ja pörssit) katsoivat, että vaikutus on joko myönteinen tai neutraali.³³ Nämä vastaajat totesivat, että moniääniosakkeet eivät vähennä sijoittajien halukkuutta edellyttäen, että tietyt takeet ovat käytössä, ja korostivat, että läpinäkyvyys on keskeisessä asemassa sen varmistamisessa, että sijoittajat voivat tehdä täysin perusteltuja sijoituspäätöksiä.

Ne vastaajat, jotka katsoivat houkuttelevuuteen kohdistuvan vaikutuksen olevan kielteinen (mm. kaksi kansallista toimivaltaista viranomasta ja eräät sijoittajajärjestöt), ilmaisivat huolensa yksi ääni per osake -periaatteen katoamisesta. Eräs vastaaja totesi erityisesti, että moniääniosakerakenteet voivat heikentää omistajaohjauslainsäädännön nykyisiä vastuuvastuuvelvollisuusmekanismeja, kuten osakkeenomistajien mahdollisuutta valita johtajia, ja johtaa johdon sementoitumiseen. Jopa niiden vastaajien joukossa, jotka pitivät vaikutuksia lievästi kielteisinä tai kielteisinä, jotkut totesivat kuitenkin, että moniääniosakkeet ovat hyödyllisiä tietyissä tilanteissa (erityisesti listautumaan pyrkiville, nopeasti kasvaville ja innovatiivisille perustajajohtoisille yrityksille). Ne katsoivat, että ehdotettuihin muutoksiin olisi löydettävä asianmukainen tasapaino. Tasapainossa olisi huolehdittava asianmukaisesta omistajaohjauksen suojasta, kuten lisääänivallallatehtävien päätösten rajoittamisesta, mahdollistettava perustajajohtoisten yritysten varojen hankinta julkisilla markkinoilla ja säilytettävä perustajan pitkän aikavälin yritysvision.

Vastaajat siis korostivat, että moniääniosakerakenteiden joustavuutta olisi lähestyttävä tavalla, joka turvaa omistajaohjausnormit (mahdollisesti muun muassa raukeamislausekkeilla, siirtokieltoa koskevilla säännöksillä ja automaattisella peruuttamisella tai muuntamisella irtautumisen yhteydessä).

Asiantuntijaryhmien suositukset

Pääomamarkkinaunionia käsittelevä korkean tason foorumi suositteli, että yritysten olisi voitava halutessaan käyttää moniääniosakerakennetta listautuessaan. Asiantuntijaryhmä totesi, että tällaiset rakenteet auttaisivat yrityksiä välttämään suurempien yritysten tekemät yritysostot, kannustaisivat omistajia ylläpitämään kasvua ja auttaisivat edistämään yrityksen pitkän aikavälin näkymiä siten, että listautuminen säilyisi samalla houkuttelevana rahoitusvaihtoehtona. Se kuitenkin korosti, että tämä on tasapainotettava sen kanssa, että moniääniosakerakenne estää muita osakkeenomistajia hoitamasta omistajaohjausvelvollisuuksiaan.

Pk-yrityksiä käsittelevä tekninen asiantuntijaryhmä tuki tätä suositusta täysin ja katsoi, että liikkeeseenlaskijoiden olisi voitava päättää, sisällytetäänkö rakenteeseen raukeamislauseke tai painotetun ääniosuuden yläraja.

Sidosryhmätapaamiset

Komission järjestämissä kahdessa teknisessä sidosryhmätyöpajassa ei saatu merkittävää palautetta moniääniosakkeista. Jotkin sidosryhmät (pörssit) kannattivat selvästi EU:n tason yhdenmukaistamista, sillä se tekisi listautumisesta houkuttelevampaa. Toiset sidosryhmät

³² Eli 41 vastaajasta 34.

³³ Vastaajista 22 prosenttia (eli 9 vastaajaa) valitsi myönteisen tai lievästi myönteisen vaihtoehdon, 29 prosenttia (eli 12 vastaajaa) valitsi neutraalin vaihtoehdon, kun taas 36 prosenttia vastaajista (eli 15 vastaajaa, lähinnä sijoittajia ja kansallisia toimivaltaisia viranomaisia) valitsi kielteisen tai lievästi kielteisen vaihtoehdon.

(sijoittajat) sen sijaan katsoivat, että tällaista yhdenmukaistamista ei tarvita, mutta ne totesivat, että jos tällaista lähestymistapaa harkitaan, asianmukaiset takeet olisivat tärkeitä.

Tapaamiset Euroopan arvopaperikomitean asiantuntijaryhmän kanssa Komissio selosti, miten pääomamarkkinaunionihankkeeseen kuuluvan listautumissäädöksen osalta voitaisiin edetä. Keskusteluun osallistuneet valtuuskunnat tukivat laajasti komission tavoitetta parantaa EU:n julkisten markkinoiden houkuttelevuutta siten, että samalla varmistetaan sijoittajansuoja ja markkinoiden luotettavuus. Tarkemmin sanottuna 13 puheenvuoron käyttänyttä jäsenvaltiota ilmaisi valmiutensa harkita moniääniosakesäännösten vähimmäistason yhdenmukaistamista EU:n lainsäädännössä.

Tapaaminen Euroopan parlamentin ECON-valiokunnan koordinaattoreiden kanssa

Keskusteluun osallistuneet koordinaattoreina toimivat Euroopan parlamentin jäsenet suhtautuivat myönteisesti komission ehdotukseen listautumissäädöstä koskevasta etenemisestä ja tunnustivat EU:n julkisiin markkinoihin liittyvän ongelman. He korostivat, että komission on löydettävä oikea tasapaino sen varmistamiseksi, että kaikki yritykset, erityisesti pk-yritykset, voivat saada rahoitusta julkisilta markkinoilta siten, että samalla varmistetaan riittävä sijoittajansuoja.

Tapaaminen yhtiöoikeuden asiantuntijaryhmän kanssa

Yhtiöoikeuden asiantuntijaryhmän kanssa järjestetyssä tapaamisessa vaihdettiin näkemyksiä joissakin jäsenvaltioissa käytössä olevista kansallisista moniääniosakerakenteista. Useat jäsenvaltiot käyttivät puheenvuoron perustellakseen komission kyselyyn antamia vastauksia (heinä- ja elokuu 2022).

• Asiantuntijatiedon keruu ja käyttö

Komissio on kerännyt huomattavan määrän dataa suoraan arvopaperipörsseiltä, liikkeeseenlaskijoilta ja pk-yritysten järjestöiltä. Myös pk-yrityksiä käsittelevä tekninen asiantuntijaryhmä (joka oli toiminnassa lokakuun 2020 ja toukokuun 2021 välisenä aikana) esitti jonkin verran näyttöä ja markkinaosapuolten näkemyksiä. Lisäksi komissio tilasi marraskuussa 2020 Oxeralta EU:n osakkeiden ensi- ja jälkimarkkinoita koskevan tutkimuksen, joka tarjosi hyvin yksityiskohtaisen yleiskatsauksen markkinoista³⁴, myöskin dataan tukeutuen.

Komissio on aiemmin teettänyt tutkimuksen omistuksen ja määräysvallan suhteesta EU:ssa listatuissa yrityksissä. Tutkimuksen päätteeksi laadittiin raportti suhteellisuusperiaatteesta EU:ssa (*Report on the Proportionality Principle in the EU*, julkaistu vuonna 2007).³⁵ Kyseisen raportin päätelmät vahvistettiin hiljattain toisessa komission tilaamassa vähemmistöosakkaiden suojaa koskevassa tutkimuksessa, joka julkaistiin vuonna 2018.

Vaikutustenarviointi on tehty perustuen laajaan laadulliseen ja määrälliseen näyttöön, jota on saatu julkisista ja kohdennetuista kuulemisista, joiden otsikkona oli ”Yritysten listautumista

³⁴ EU:n osakkeiden ensi- ja jälkimarkkinoita koskevassa tutkimuksessa suositeltiin, että sääntelyviranomaiset lieventäisivät määräysvaltaa lisääviä mekanismeja (kuten moniääniosakkeita) koskevia rajoituksia, jotta yrityksiä kannustettaisiin listautumaan ilman, että omistajien tarvitsee luopua määräysvallasta yrityksissään.

³⁵ Tutkimuksessa omistuksen ja määräysvallan suhteesta jäsenvaltioissa päädyttiin siihen, että analysoidussa otoksessa olleista EU:n lainkäyttöalueista yhdessä ei noudatettu pelkästään yksi ääni per osake -periaatetta. Jopa ne jäsenvaltiot, jotka olivat jossakin määrin ottaneet virallisesti käyttöön yksi ääni per osake -periaatteen, sallivat erilaisia määräysvaltaa lisääviä mekanismeja, kuten äänivaltakatot tai äänivallattomat etuosakkeet. Nämä päätelmät vahvistettiin vähemmistöosakkaiden suojaa koskevassa tutkimuksessa vuodelta 2018. Kyseisessä tutkimuksessa on yksi ääni per osake -periaatteen soveltamista jäsenvaltioissa koskeva osio, jossa todetaan, että tätä periaatetta ei pidetä jäsenvaltioiden kansallisissa oikeudellisissa kehysissä perustavanlaatuisena.

koskeva säädös – houkuttelevammat julkiset pääomamarkkinat EU:n yrityksille ja pk-yritysten helpompi pääoman saanti”.

Muina lähteinä on käytetty laajaa akateemista kirjallisuutta ja tutkimusta, ja on tarkasteltu erityisesti sellaisia lainkäyttöalueita, joilla moniääniosakkeet ovat jo käytössä tai jotka ovat hiljattain hyväksyneet ne sallivaa lainsäädäntöä. Myös eri toimialajärjestöiltä on saatu runsaasti lisätietoa.

• **Vaikutustenarviointi**

Tähän ehdotukseen liittyy vaikutustenarviointi, joka toimitettiin sääntelyntarkastelulautakunnalle 10. kesäkuuta 2022. Sääntelyntarkastelulautakunta hyväksyi sen varauksin 8. heinäkuuta 2022.

Sääntelyntarkastelulautakunta pyysi muuttamaan vaikutustenarvioinnin luonnosta seuraavien seikkojen selventämiseksi: i) listautumissäädösaloitteen kytkeytyneisyys ja johdonmukaisuus muiden aiheeseen liittyvien pääomamarkkinoita koskevien aloitteiden kanssa, ii) analyysin riskit, rajoitukset ja tahattomat seuraukset sekä iii) eri sidosryhmäluokkien ilmaisemat erilaiset näkemykset ongelman määrittelystä, vaihtoehtoista ja vaihtoehtojen vaikutuksista. Lautakunnan esittämät kommentit on käsitelty ja otettu huomioon vaikutustenarvioinnin lopullisessa versiossa.

Vaikutustenarvioinnissa analysoidaan useita toimintavaihtoehtoja, joiden avulla listautumisesta EU:n pääomamarkkinoille voitaisiin tehdä houkuttelevampaa yksinkertaistamalla, selkeyttämällä ja joustavoittamalla sääntelystä johtuvia velvoitteita, jotta kustannuksia, joita pääoman hankkiminen julkisilta markkinoilta aiheuttaa kaikenkokoisille yrityksille, voitaisiin vähentää.

Vaikutustenarvioinnissa kuvataan kolme tekijää, jotka selittävät listautumissyklin kolmeen vaiheeseen eli listautumisantia edeltävään vaiheeseen, itse listautumisantiprosessiin ja listautumisannin jälkeiseen vaiheeseen liittyviä ongelmia. Tämän direktiiviehdotuksen kannalta merkitykselliseksi todettu tekijä liittyy listautumisen yhteydessä ilmeneviin EU:n yritysten omistajaohjausrakennetta koskeviin epätasa-arvoisiin mahdollisuuksiin, jotka johtuvat erilaisista moniääniosakkeista koskevista kansallisista säännöistä.

Vaihtoehtoissa esitetyillä sääntelymuutoksilla ei voida yksin ratkaista kaikkia EU:n julkisten markkinoiden haasteita. Näillä muutoksilla pyritään kuitenkin kääntämään EU:n julkisten markkinoiden nykyinen kielteinen kehityssuuntaus yhdessä muiden sellaisten toimenpiteiden kanssa, joita harkitaan osana laajempaa suunnitelmaa, jolla yritysten pääsyä julkisille pääomamarkkinoille parannetaan. Ilman näitä sääntelyn parannuksia EU:n julkiset markkinat perustuisivat myös jatkossa listautumisen kannalta epäoptimaaliseen sääntelykehykseen, mikä puolestaan vähentäisi julkisten markkinoiden houkuttelevuutta. Tämä aiheuttaisi taloudellisia kustannuksia EU:n liikkeeseenlaskijoille ja sijoittajille sekä koko EU:n taloudelle. Näin ollen perusskenaariossa ei muuteta listautuvia ja jo listautuneita yrityksiä koskevien sääntöjen lainsäädäntökehystä.

Listautumisantia edeltävän vaiheen parhaaksi arvioidussa toimintavaihtoehdossa tavoitellaan moniääniosakerakenteita koskevien kansallisten lakien vähimmäistason yhdenmukaistamista, mutta jäsenvaltioille jätetään harkintavalta sen määrittämiseen. Tässä vaihtoehdossa sellaisten jäsenvaltioiden, jotka tällä hetkellä kieltävät moniääniosakerakenteet, olisi muutettava lainsäädäntöään siten, että tällaiset omistajaohjausrakenteet sallitaan. Vaihtoehto ei asettaisi uusia kauaskantoisia rajoituksia niille jäsenvaltioille, joilla on tällä hetkellä käytössä joustava ja hyvin toimiva järjestelmä.

Tämä vaihtoehto kannustaisi yrityksiä (jotka ovat sijoittautuneet sellaisiin jäsenvaltioihin, jotka tällä hetkellä kieltävät moniääniosakerakenteet) listautumaan. Parhaaksi arvioidussa

vaihtoehdossa annettaisiin yritysten perustajille ja omistajille mahdollisuus lieventää listautumiseen yleensä liittyvää määräysvallan menettämistä varmistamalla, että yritysten osakkeet voidaan ottaa kaupankäynnin kohteeksi kaikissa jäsenvaltioissa käyttäen moniääniosakerakenteita. Tämä puolestaan avaisi uusia rahoitusmahdollisuuksia niille yrityksille, jotka eivät muuten harkitsisi listautumista. Se johtaisi myös huomattaviin kustannussäästöihin niissä yrityksissä, joiden on tällä hetkellä listauduttava ulkomailla voidakseen hyötyä joustavuudesta. Lisäksi moniääniosakkeet auttaisivat yritysten perustajia (listautumisen jälkeen) välttämään lyhyen aikavälin markkinapaineita ja keskittymään yrityksen pitkän aikavälin visioon.

Parhaaksi arvioidussa vaihtoehdossa jäsenvaltiot voisivat asettaa moniääniosakkeita koskevia takeita ja ehtoja joustavasti. Niiden olisi kuitenkin varmistettava, että ne noudattavat joitakin EU:n tasolla vahvistettuja korkean tason periaatteita ja vähimmäistakeita. Näihin kuuluu riittävän tasapainon varmistaminen perustajien etujen, vähemmistösjoiittajien suojelun ja yrityksen etujen suojelun välillä. Koska jäsenvaltioiden olisi otettava huomioon sijoittajien ja yrityksen edut ottaessaan tällaiset osakerakenteet käyttöön kansallisissa järjestelmissään, tämä vaihtoehto varmistaisi sijoittajansuojan. Lisäksi takeet ja ehdot mukautettaisiin paikallisten markkinoiden erityispiirteiden mukaan, ja ne markkinat, joilla moniääniosakerakenteet ovat jo käytössä, säilyttäisivät joustavuutensa.

Toisessa vaihtoehdossa (ei parhaaksi arvioitu vaihtoehto) moniääniosakkeiden yhdenmukaistaminen pyrittäisiin viemään mahdollisimman pitkälle ottamalla käyttöön yksityiskohtaiset säännöt, jotka koskevat muun muassa vähemmistösjoiittajia ja yrityksiä koskevia takeita, kuten äänivallan rajoituslausekkeitä, raukeamislausekkeitä ja lausekkeitä, joissa rajoitetaan yksittäiseen osakkeeseen liittyvien äänen lukumäärää. Näillä kaikilla säännöillä pyrittäisiin suojelemaan vähemmistösjoiittajia ja yrityksiä tällaisten osakerakenteiden kohtuuttomilta vaikutuksilta. Lisäksi tässä vaihtoehdossa EU:n lainsäädännössä voitaisiin myös säätää, kuka voi pitää hallussaan moniääniosakkeita, missä päätöksissä lisääänivalta otetaan huomioon ja millä edellytyksillä sitä e voidaan siirtää kolmannelle osapuolelle (tai voidaanko siirtää lainkaan). Tämä vaihtoehto olisi varsin tiukasti sääntelevä, sillä kaikki jäsenvaltiot olisivat velvollisia panemaan täytäntöön saman jäykän kehyksen, mukaan lukien samat takeet, mikä ei mahdollistaisi joustavuutta sellaisille jäsenvaltioille, joilla on jo hyvin toimiva järjestelmä.

Näin ollen parhaaksi arvioitu vaihtoehto olisi paitsi vaikuttava myös kustannustehokkaampi sidosryhmien ja erityisesti liikkeeseenlaskijoiden kannalta, sillä niiden jäsenvaltioiden, joissa on jo käytössä moniääniosakejärjestelmät, ei tarvitsisi muuttaa sääntöjään eikä kyseisten jäsenvaltioiden yritysten tarvitsisi sopeutua uuteen järjestelmään, mistä aiheutuisi niille lisäkustannuksia. Paljon tiukemmin sääntelevä vaihtoehto (ei parhaaksi arvioitu vaihtoehto) johtaisi todennäköisesti paljon korkeampiin kustannuksiin (mukautumiskustannuksiin) sekä jäsenvaltioille että liikkeeseenlaskijoille kaikkialla EU:ssa. Vaikka yleisesti ottaen sijoittajien ja yrityksen edut voidaan turvata paremmin EU:n tasolla toisessa vaihtoehdossa, se voi olla sopimaton joillekin jäsenvaltioille, joissa sijoittajiin ei vaikuta kohdistuvan kielteisiä vaikutuksia nykyisissä (joustavissa) moniääniosakejärjestelyissä.

Ehdotuksella odotetaan olevan suoria taloudellisia vaikutuksia EU:n yritysten vaihtoehtoisten varainhankintalähteiden saatavuuden parantamiseen. Se todennäköisesti lisää liikkeeseenlaskijoiden kannustimia listautua julkisille markkinoille niissä jäsenvaltioissa, joissa nämä rakenteet eivät ole sallittuja. Yhdessä muiden tilannetta parantavien toimenpiteiden kanssa se voi näin ollen johtaa siihen, että julkiset liikkeeseenlaskut EU:ssa lisääntyvät, mikä yleisesti ottaen edistää EU:n pääomamarkkinoiden kasvua.

Ympäristövaikutusten osalta, mukaan lukien ”ei merkittävää haittaa” -periaatteen noudattamisen ja ilmastotoimien johdonmukaisuuden tarkistaminen, tällä ehdotuksella odotetaan olevan välillinen myönteinen vaikutus, sillä julkisilta markkinoilta rahoitusta saavat yritykset voivat osallistua uusien ympäristöystävällisten teknologioiden kehittämiseen ja innovointiin. Lisäksi erityisten takeiden käyttöönottolla on määrä minimoida yritykseen kohdistuvat vaikutukset, jotka johtuvat sellaisista päätöksistä, joilla voi olla ihmisoikeuksiin, ilmastoon ja ympäristöön liittyviä haitallisia vaikutuksia. Tämä ehdotus myös edistäisi avoimempien ja kilpailukykyisempien pääomamarkkinoiden kehittymistä, mikä hyödyttäisi erityisesti innovatiivisten ja tutkimusintensiivisten alojen nopeammin kasvavia yrityksiä, joilla pääoman tarve on yleensä suurempi. Rahoituksen saatavuuden parantaminen antaa näille yrityksille mahdollisuuden kasvaa nopeammin ja kohdentaa enemmän rahoitusvaroja tutkimus- ja kehittämisohjelmiin, jotka voivat edistää Euroopan vihreän kehityksen ohjelman tavoitteiden saavuttamista.

Ehdotuksella voi olla välillisiä myönteisiä, yhteiskuntaan liittyviä vaikutuksia edellyttäen, että parhaaksi arvioidulla vaihtoehdolla saavutetaan tavoite helpottaa yritysten pääsyä julkisille markkinoille. Tällöin yritykset voisivat hyötyä monipuolisemmista ja laajemmista varainhankintalähteistä, mikä mahdollistaisi sosiaalisen innovoinnin edistämisen ja useampien työntekijöiden työllistämisen. Koska aloite on kohdistettu erityisesti pk-yrityksiin (jotkin toimenpiteet kohdistuvat suoraan niihin), (välilliset) työllisyysvaikutukset ovat todennäköisesti erityisen merkityksellisiä. Nykyisin pk-yritykset työllistävät EU:ssa noin 100 miljoonaa ihmistä, niiden osuus EU:n BKT:stä on yli puolet ja ne ovat keskeisessä asemassa lisäarvon tuottamisessa kaikilla talouden aloilla.³⁶ Huomattavaa on, että niiden osuus EU:n yrityksistä on 99,8 prosenttia.³⁷ Kun yritysten mahdollisuudet saada rahoitusta muuttuvat paremmin räätälöidyiksi ja laajemmiksi, yritykset voivat kasvaa nopeammin, mikä vaikuttaa myönteisesti työllisyyteen kaikkialla EU:ssa. Toimenpiteiden odotetaan näin ollen vaikuttavan myönteisesti EU:n työmarkkinoihin ja lisäävän taloudellista yhteenkuuluvuutta osana laajempaa pakettia, jolla helpotetaan pk-yritysten mahdollisuuksia saada pääomamarkkinarahoitusta.

Tällä ehdotuksella on todennäköisesti välillinen myönteinen vaikutus digitalisaatioon, sillä se tarjoaa laajempia ja monipuolisempia varainhankintalähteitä pääomavaltaisille hankkeille ja yrityksille, mukaan lukien digitalisaatioon ja innovointiin keskittyvät hankkeet ja yritykset.

Vaikutustenarvioinnissa todetaan, että ehdotettu toimenpidepaketti edistää pääomamarkkinaunionin yleistä tavoitetta helpottaa yritysten pääsyä pääomamarkkinoille. Toimenpidepaketilla tuetaan EU:n kauppapaikoilla listautuneita yrityksiä vähentämällä niiden hallinnollista taakkaa ja mahdollistamalla likviditeetin parantaminen. Vaikutustenarvioinnissa korostetaan kuitenkin myös, että tähän aloitteeseen sisältyvät sääntelytoimenpiteet eivät itsessään välttämättä johtaisi julkisten listautumisten määrän kasvuun EU:ssa, sillä listautumisten määrä riippuu monista eri tekijöistä.

- **Sääntelyn toimivuus ja yksinkertaistaminen**

”Yksi sisään, yksi ulos” -lähestymistapaan liittyviä hallinnollisia kustannusvaikutuksia ei ole yksilöity, vaikka tästä aloitteesta odotetaan aiheutuvan joitakin mukautumiskustannuksia. Yrityksille voi aiheutua mukautuksista vähäisiä suoria kustannuksia sen varmistamisesta, että listautuminen on jäsennelty uusien sääntöjen ja erityisesti voimassa olevien sijoittajansuojaa koskevien takeiden mukaisesti.

³⁶ Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle – *Pk-yritysstrategia kestävää ja digitaalista Eurooppaa varten*, s. 1 (COM(2020) 103 final).

³⁷ Eurostat, 2018 Key Figures (europa.eu).

- **Perusoikeudet**

Tässä ehdotuksessa kunnioitetaan Euroopan unionin perusoikeuskirjassa vahvistettuja perusoikeuksia ja -vapauksia. Henkilöiden ja palvelujen vapaa liikkuvuus sekä ja sijoittautumisvapaus, joka on yksi Euroopan unionista tehdyssä sopimuksessa ja Euroopan unionin toiminnasta tehdyssä sopimuksessa suojatuista perusoikeuksista ja -vapauksista, on tämän aloitteen kannalta merkityksellinen.

Ehdotus vaikuttaa tiettyjen osakkeenomistajien ja äänivaltaa yrityksessä käyttävien henkilöiden sekä sellaisten arvopapereiden haltijoiden, joihin liittyy oikeus käyttää erityistä määräysvaltaa, yksityisyyden ja henkilötietojen suojaan. Säännöksellä, jonka mukaisesti kyseisten osakkeenomistajien ja henkilöiden henkilöllisyys on julkistettava, pyritään vahvistamaan sijoittajien luottamusta, helpottamaan tietoon perustuvaa sijoituspäätöksentekoa ja siten parantamaan sekä sijoittajansuojaa että markkinoiden tehokkuutta. Koska sijoittaja voi olla kuka tahansa suuren yleisön edustaja, näiden tietojen olisi oltava julkisesti saatavilla. Säännöksessä ei ylitetä sitä, mikä on tarpeen sijoittajien etujen suojaamiseksi siten, että he voivat tehdä tietoon perustuvia päätöksiä, ja sijoittajien luottamuksen takaamiseksi. Lisäksi ehdotuksessa edellytetään henkilötietojen julkistamista ainoastaan niiden osakkeenomistajien ja henkilöiden osalta, joilla on merkittävä päätösvalta tai jotka voivat muutoin käyttää määräysvaltaa yrityksessä. Ilman tällaisten tietojen julkistamista sijoittajat eivät voisi tehdä täysin tietoon perustuvia sijoituspäätöksiä.

4. TALOUSARVIOVAIKUTUKSET

Tällä aloitteella ei odoteta olevan merkittävää vaikutusta EU:n talousarvioon.

5. LISÄTIEDOT

- **Toteuttamissuunnitelmat, seuranta, arviointi ja raportointijärjestelyt**

Toimenpidettä on tarkoitus arvioida viiden vuoden kuluttua sen toteuttamisesta komission paremman sääntelyn suuntaviivojen mukaisesti. Pyrkimyksenä on arvioida muun muassa sitä, miten vaikuttava ja tehokas direktiivi on ollut tavoitteiden saavuttamisen kannalta ja tarvitaanko uusia toimenpiteitä tai muutoksia. Jäsenvaltioiden on toimitettava kyseisen arvioinnin laatimiseen tarvittavat tiedot komissiolle.

- **Ehdotukseen sisältyvien säännösten yksityiskohtaiset selitykset**

Ehdotuksen 1 artiklassa vahvistetaan asetuksen kohde. Erityisesti 1 artiklassa säädetään, että tämä direktiivi koskee ainoastaan moniääniosakerakenteiden käyttöönottoa sellaisissa yrityksissä, jotka hakevat listautumista pk-yritysten kasvumarkkinalle yhdessä tai useammassa jäsenvaltiossa ensimmäistä kertaa.

Ehdotuksen 2 artiklassa vahvistetaan tässä direktiivissä käytettävät määritelmät, kuten 'yritys', 'moniääniosakerakenteet', 'moniääniosakkeet' ja 'pk-yritysten kasvumarkkina'.

Ehdotuksen 3 artiklassa selvennetään, että tämä direktiivi on vähimmäistason yhdenmukaistamisdirektiivi ja että jäsenvaltiot voivat antaa tai pitää voimassa kansallisia säännöksiä, joiden nojalla yritykset voivat ottaa käyttöön moniääniosakerakenteita tilanteissa, jotka eivät kuulu tämän direktiivin soveltamisalaan.

Ehdotuksen 4 artiklassa vahvistetaan periaate, jonka mukaan jäsenvaltioiden on varmistettava, että yritykset voivat ottaa käyttöön moniääniosakerakenteita, kun ne hakevat osakkeidensa ottamista kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla ensimmäistä kertaa. Lisäksi 4 artiklassa varmistetaan, että jäsenvaltiot jättävät yrityksille liikkumavaraa ottaa käyttöön moniääniosakerakenteita ennen kuin ne hakevat osakkeidensa ottamista

kaupankäynnin kohteeksi. Näissä tapauksissa jäsenvaltioilla on mahdollisuus säätää, että moniääniosakkeisiin liittyviä suurempaa äänivaltaa voidaan käyttää vasta sen jälkeen, kun osakkeet on otettu kaupankäynnin kohteeksi.

Ehdotuksen 5 artiklassa säädetään jäsenvaltioiden velvollisuudesta varmistaa osakkeenomistajien oikeudenmukainen ja tasapuolinen kohtelu sekä huolehtia yrityksen ja niiden osakkeenomistajien, joilla ei ole hallussaan moniääniosakkeita, etujen riittävästä suojaamisesta ottamalla käyttöön asianmukaiset takeet. Tätä varten 5 artiklassa säädetään takeiden yhdenmukaistamisen vähimmäistasosta edellyttämällä, että jäsenvaltioiden on otettava käyttöön tietyt artiklassa luetellut takeet. Lisäksi 5 artiklassa luetellaan lisätakeet, joita jäsenvaltiot voivat harkita tähän tarkoitukseen.

Ehdotuksen 6 artiklassa asetetaan moniääniosakerakenteet käyttöön ottaneille yrityksille julkistamisvaatimukset, joita sovelletaan sekä yrityksen osakkeiden kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä että sen jälkeen toistuvasti vuosittain. Ne kattavat tiedot, jotka liittyvät yrityksen osakepääoman rakenteeseen, moniääniosakkeiden ominaisuuksiin ja muiden määräysvaltaa lisäävien mekanismien olemassaoloon yrityksessä.

Ehdotuksen 7 artiklassa säädetään tämän direktiivin uudelleentarkastelusta.

Ehdotuksen 8 artikla koskee direktiivin saattamista osaksi kansallista lainsäädäntöä.

Ehdotuksen 9 artiklassa vahvistetaan tämän direktiivin voimaantulopäivä.

Ehdotuksen 10 artiklassa ilmoitetaan, kenelle tämä direktiivi on osoitettu.

Ehdotus

EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON DIREKTIIVI**osakkeidensa ottamista kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla
hakevien yritysten moniääniosakerakenteista**

(ETA:n kannalta merkityksellinen teksti)

EUROOPAN PARLAMENTTI JA EUROOPAN UNIONIN NEUVOSTO, jotka

ottavat huomioon Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen ja erityisesti sen 50 artiklan 1 kohdan, 50 artiklan 2 kohdan g alakohdan ja 114 artiklan,

ottavat huomioon Euroopan komission ehdotuksen,

sen jälkeen, kun esitys lainsäätämisyjärjestyksessä hyväksyttäväksi säädökseksi on toimitettu kansallisille parlamenteille,

ottavat huomioon Euroopan talous- ja sosiaalikomitean lausunnon³⁸,

noudattavat tavallista lainsäätämisyjärjestystä,

sekä katsovat seuraavaa:

- (1) Jotta pk-yritysten kasvumarkkinoiden houkuttelevuutta voidaan lisätä ja vähentää niiden yritysten eriarvoisuutta, jotka hakevat sisämarkkinoilla osakkeidensa ottamista kaupankäynnin kohteeksi, on tarpeen puuttua sääntelystä johtuviin esteisiin, jotka vaikuttavat pääsyyn näille markkinoille. Yritysten olisi voitava valita sellaiset omistajaohjausrakenteet, jotka sopivat parhaiten niiden kehitysvaiheeseen, mikä voidaan toteuttaa muun muassa antamalla yrityksissä määräysvaltaa käyttäville osakkeenomistajille mahdollisuus säilyttää määräysvalta myös yritysten hakeuduttua pk-yritysten kasvumarkkinoille ja hyödyntää näillä markkinoilla käytävään kaupankäyntiin liittyviä etuja, kunhan vähemmistöosakkaiden oikeudet edelleen turvataan.
- (2) Pelko määräysvallan menettämisestä yrityksessä on yksi tärkeimmistä tekijöistä, jotka estävät määräysvaltaa käyttäviä osakkeenomistajia hakeutumasta pk-yritysten kasvumarkkinoille. Osakkeiden ottaminen kaupankäynnin kohteeksi merkitsee yleensä määräysvaltaa käyttävien osakkeenomistajien omistuksen laimentumista, mikä vähentää heidän vaikutusvaltaansa yrityksen investointeja ja toimintaa koskevissa tärkeissä päätöksissä. Yritystä koskevan määräysvallan säilyttäminen voi olla tärkeää erityisesti startup-yrityksille ja sellaisille yrityksille, joilla on pitkäaikaisia hankkeita, jotka edellyttävät huomattavia etukäteiskustannuksia, sillä ne saattavat haluta toteuttaa visiotaan joutumatta liian alttiiksi markkinoiden heilahteluille.
- (3) Moniääniosakerakenteet ovat toimiva mekanismi, jonka avulla määräysvaltaa käyttävät osakkeenomistajat voivat säilyttää päätösvaltansa yrityksessä ja samalla hankkia varoja yleisöltä. Ne ovat eräänlainen määräysvallan lisäämismekanismi, johon

³⁸ EUVL C [...], [...], s. [...].

kuuluu vähintään kaksi erillistä osakelajia, joilla on eri äänimäärä. Tällaisissa rakenteissa ainakin yhdellä osakelajilla on pienempi äänimäärä kuin toisella (tai useammalla) äänivallallisella osakelajilla. Osake, johon liittyy suurempi äänimäärä, on moniääniosake.

- (4) Moniääniosakerakenteiden lisäksi on olemassa muita määräysvaltaa lisääviä mekanismeja, jotka mahdollistavat äänivallan hyödyntämisen. Tällaisia mekanismeja voivat olla muun muassa äänivallattomat osakkeet, äänivallattomat etuosakkeet ja äänivaltakatot. Koska nämä vaihtoehtoiset määräysvaltaa lisäävät mekanismit ovat kuitenkin rakenteeltaan jäykempiä, ne saattavat rajoittaa pääomamäärää, jonka yritys voi kerätä, kun sen osakkeet otetaan kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinoilla, sillä taloudellisten oikeuksien ja äänivallan välinen ero on pienempi.
- (5) Lojaalisuusosakkeet antavat moniääniosakkeiden tavoin osakkeenomistajalle suuremman äänivallan. Osakkeenomistaja voi saada lojaalisuusosakkeisiin liittyvää lisä-äänivaltaa pitämällä osaketta hallussaan määrätyn ajan ja täyttämällä tietyt ehdot. Lojaalisuusosakkeet ovat määräysvaltaa lisääviä mekanismeja, joiden tarkoituksena on pikemminkin edistää vakaampaa ja pitkäjänteisempää omistajuutta osakkeenomistajien keskuudessa kuin lisätä yleisöltä saatavien varojen hankkimisen houkuttelevuutta. Näin ollen lojaalisuusosakkeita ei ole tarpeen sisällyttää tämän direktiivin soveltamisalaan.
- (6) Moniääniosakkeita koskevissa kansallisissa säännöksissä on huomattavia eroja eri jäsenvaltioiden välillä. Joissakin jäsenvaltioissa moniääniosakerakenteet on sallittu, kun taas toisissa ne on kielletty. Joissakin jäsenvaltioissa moniääniosakkeiden kieltö koskee ainoastaan julkisia osakeyhtiöitä, kun taas toisissa sitä sovelletaan kaikkiin yrityksiin. Kansallisten järjestelmien erot aiheuttavat esteitä pääoman vapaalle liikkuvuudelle sisämarkkinoilla. Lisäksi sääntelyn hajanaisuus luo eri jäsenvaltioissa toimiville yrityksille epätasapuoliset toimintaedellytykset. Moniääniosakerakenteet kieltävässä jäsenvaltiossa toimivien yritysten on siirryttävä toiseen jäsenvaltioon tai jopa unionin ulkopuolelle, jos ne hakevat moniääniosakkeiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi, mikä lisää niiden kustannuksia. Joissakin tapauksissa yritykset saattavat näiden korkeampien kustannusten vuoksi päättää olla hankkimatta varoja yleisöltä, mikä voi rajoittaa niiden varainhankintamahdollisuuksia. Tällaiset näkökohdat ovat erityisen tärkeitä pk-yrityksille ja startup-yrityksille, joilla ei ole taloudellisia resursseja näiden kustannusten kattamiseen.
- (7) Jäsenvaltioiden olisi annettava yrityksille mahdollisuus ottaa käyttöön moniääniosakerakenteita, jotta ne voivat hakea osakkeiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla ilman, että yrityksissä määräysvaltaa käyttävien osakkeenomistajien on luovuttava määräysvallasta. Osakkeiden ottaminen kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla soveltuu paremmin suuremmille ja kypsemmille yrityksille, kun taas pk-yritysten kasvumarkkinat soveltuvat yleensä paremmin pk-yrityksille. Pk-yritysten kasvumarkkinat suunniteltiin alun perin pk-yrityksille tarkoitetuiksi kauppapaikoiksi, joiden sääntelyssä otetaan huomioon pk-yritysten erityispiirteet. Kaikki yritykset, joiden arvopaperit on listattu pk-yritysten kasvumarkkinoilla, eivät kuitenkaan ole pk-yrityksiä. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivissä 2014/65/EU³⁹ edellytetään, että pk-yritykset muodostavat

³⁹ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta (EUVL L 173, 12.6.2014, s. 349).

vähintään 50 prosenttia liikkeeseenlaskijoista, joiden rahoitusvälineet otetaan kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinoilla. Muiden kuin pk-yritysten arvopaperit ovat yleensä likvidimpiä, joten niiden ottaminen p-yritysten kasvumarkkinoille mahdollistaa sen, että markkinoille kertyy suuremmat kaupankäyntipalkkiot liiketoimintamallinsa kannattavuuden säilyttämiseksi. Jotta tilanne olisi sijoittajille selkeä, kaikkiin pk-yritysten kasvumarkkinoilla toimiviin liikkeeseenlaskijoihin sovelletaan tällä hetkellä samoja sääntöjä niiden koosta riippumatta. Sen vuoksi on asianmukaista, että oikeutta ottaa käyttöön moniääniosakerakenteita sovelletaan kaikkiin yrityksiin, jotka hakevat ensimmäistä kertaa osakkeidensa ottamista kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla.

- (8) Jäsenvaltioiden olisi voitava ottaa käyttöön tai pitää voimassa kansallisia säännöksiä, joiden nojalla yritykset voivat ottaa käyttöön tällaisia rakenteita muuhun tarkoitukseen kuin osakkeiden ottamiseen ensimmäistä kertaa kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla. Tähän sisältyy sen salliminen, että yritykset voivat ottaa käyttöön moniääniosakkeita, kun niiden osakkeet on jo otettu kaupankäynnin kohteeksi tai kun ne hakevat kaupankäynnin kohteeksi ottamista sellaisessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, jota ei ole rekisteröity pk-yritysten kasvumarkkinaksi, tai säännellyllä markkinalla, tai sen varmistaminen, että yksityiset osakeyhtiöt voivat ottaa käyttöön moniääniosakkeita riippumatta siitä, aikovatko ne hakea osakkeidensa ottamista kaupankäynnin kohteeksi. Tämä voi koskea myös tapauksia, joissa yritykset siirtyvät pk-yritysten kasvumarkkinalta säännellylle markkinalle ja säilyttävät samalla moniääniosakkeensa.
- (9) Yritykset voivat ottaa käyttöön moniääniosakerakenteita uusilla osakeanneilla tai muunlaisilla yhtiötapauksilla, kuten jo liikkeeseen laskettujen osakkeiden muuntamisella. Yrityksillä olisi oltava mahdollisuus valita joustavasti sopivin yhtiötapauksityyppi, kun ne ottavat käyttöön moniääniosakerakenteita kansallista lainsäädäntöä noudattaen. Lisäksi yrityksillä olisi oltava joustavuutta myös moniääniosakerakenteen käyttöönoton ajoituksen suhteen, jos ne ottavat sellaisen käyttöön hakeakseen osakkeiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla ensimmäistä kertaa. Jäsenvaltiot eivät saisi estää yrityksiä ottamasta moniääniosakerakenteita käyttöön ennen osakkeiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi. Jäsenvaltioille olisi kuitenkin annettava mahdollisuus säätää, että käytettäessä suurempaa äänivaltaa, jossa on kyse moniääniosakkeisiin liittyvästä muita osakelajeja suuremmasta äänivallasta, edellytyksenä on, että osakkeet on otettu kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla yhdessä tai useammassa jäsenvaltiossa. Tällöin moniääniosakkeilla olisi kaupankäynnin kohteeksi ottamiseen saakka oltava sama äänivalta kuin yrityksen muilla osakelajeilla. Näin varmistettaisiin, että moniääniosakkeet edistävät nimenomaisesti ensimmäistä kertaa tapahtuvaa kaupankäynnin kohteeksi ottamista pk-yritysten kasvumarkkinoilla.
- (10) Koska määräysvallattomien osakkeenomistajien äänivalta suhteessa sijoituksiin on pienempi, moniääniosakerakenteet voivat antaa yrityksessä määräysvaltaa käyttäville osakkeenomistajille pysyvän määräysvallan ja siten johtaa määräysvaltaa käyttävien osakkeenomistajien sementoitumiseen. Tämä voi lisätä riskiä siitä, että määräysvaltaa käyttävät osakkeenomistajat hankkivat määräysvallallaan yksityisiä etuja. Näiden riskien torjumiseksi moniääniosakerakenteiden käyttöönotolle olisi asetettava takeita vähemmistöosakkaiden suojelemiseksi.
- (11) Jäsenvaltioissa, joissa moniääniosakkeet ovat sallittuja, säädetään takeista vähemmistöosakkaiden ja yrityksen etujen suojaamiseksi. Takeet vaihtelevat kuitenkin

jäsenvaltioittain kansallisten erityispiirteiden ja erilaisten yhtiöoikeusjärjestelmien vuoksi. Ottaen huomioon erityisesti Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen 50 artiklan 2 kohdan g alakohdassa vahvistetut sisämarkkinoiden tavoitteet jäsenvaltioiden olisi varmistettava, että niiden moniääniosakerakenteita koskevassa kansallisessa lainsäädännössä noudatetaan koordinoitua lähestymistapaa, jossa suojataan vähemmistöosakkaiden ja yrityksen etuja. Tähän sisältyy suoja päätöksiltä, jotka aiheuttavat ihmisoikeuksiin, ilmastonmuutokseen ja ympäristöön liittyviä riskejä tai haitallisia vaikutuksia. Tämän koordinoitua lähestymistavan mukaisesti kaikkien jäsenvaltioiden olisi varmistettava, että päätökset moniääniosakerakenteen käyttöön otosta tai sen muuttamisesta niin, että sillä on vaikutusta äänivaltaan, tehdään määräenemmistöllä yhtiökokouksessa. Lisäksi jäsenvaltioiden olisi rajoitettava moniääniosakkeiden äänen painotusta ottamalla käyttöön rajoituksia, jotka koskevat joko moniääniosakerakenteen muotoilua tai moniääniosakkeisiin liittyvän äänivallan käyttöä tiettyjen päätösten tekemisessä. Äänivallan käyttöä koskeva rajoitus voidaan toteuttaa edellyttämällä, että päätöksen hyväksyminen määräenemmistöllä edellyttää sekä määräenemmistöä yhtiökokouksessa annetuista äänistä että yhtiökokouksessa edustettuna olevasta osakepääomasta.

- (12) Jäsenvaltioille olisi annettava harkintavalta ottaa tarvittaessa käyttöön lisätakeita vähemmistöosakkaiden etujen ja yrityksen etujen riittävän suojan varmistamiseksi. Jäsenvaltioiden olisi arvioitava lisätakeiden asianmukaisuutta ottaen huomioon niiden vaikuttavuus vähemmistöosakkaiden ja yrityksen etujen suojaamisessa ja varmistettava samalla, että tällaiset takeet eivät heikennä moniääniosakerakenteiden tarkoitusta eli yrityksen määräysvaltaa käyttävien osakkeenomistajien mahdollisuutta vaikuttaa tärkeisiin päätöksiin, mukaan lukien johtajien nimittäminen.
- (13) Täsmällisten ja kattavien tietojen oikea-aikainen julkistaminen liikkeeseenlaskijoista vahvistaa sijoittajien luottamusta ja mahdollistaa tietoon perustuvan sijoituspäätösten tekemisen. Tällainen tietoon perustuva sijoituspäätösten tekeminen parantaa sekä sijoittajansuojaa että markkinoiden tehokkuutta. Jäsenvaltioiden olisi sen vuoksi edellytettävä, että yritykset, joilla on moniääniosakerakenne, julkaisevat yksityiskohtaiset tiedot osakerakenteestaan ja omistajaohjausjärjestelmästäan kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä ja määräajoin vuotuisessa tilinpäätöskertomuksessa. Näissä tiedoissa olisi mainittava, onko arvopapereiden hallussapidolle asetettu rajoituksia, mukaan lukien se, edellyttääkö arvopapereiden siirto joko yrityksen tai muiden arvopapereiden haltijoiden hyväksyntää. Olisi myös mainittava, onko olemassa äänivaltaa koskevia rajoituksia, mukaan lukien tiettyä prosenttiosuutta tai äänimäärää halussaan pitävien äänivallan rajoittaminen, äänivallan käytölle asetetut määräajat tai järjestelmät, joilla arvopapereihin liittyvät taloudelliset oikeudet ja arvopapereiden hallussapito on erotettu toisistaan. Jotta yrityksen perimmäinen omistus ja tosiasiallisen vaikutusvallan käyttö yrityksessä olisi sijoittajille suuren yleisön edustajina läpinäkyvää, näiden yritysten olisi lisäksi julkistettava moniääniosakkeiden haltijoiden henkilöllisyys, niiden luonnollisten henkilöiden henkilöllisyys, joilla on oikeus käyttää äänivaltaa moniääniosakkeiden haltijoiden puolesta, ja niiden henkilöiden henkilöllisyys, joilla on oikeus käyttää erityistä määräysvaltaa. Tämä antaisi sijoittajille mahdollisuuden tehdä tietoon perustuvia päätöksiä ja vahvistaisi siten niiden luottamusta hyvin toimiviin pääomamarkkinoihin.
- (14) Jäsenvaltiot eivät voi riittävällä tavalla ja nopeasti saavuttaa tämän direktiivin tavoitteita eli lisätä yritysten varainhankintavaihtoehtoja ja lisätä pk-yritysten kasvumarkkinoiden houkuttelevuutta, vaan ne voidaan toimenpiteiden laajuuden ja

vaikutusten vuoksi saavuttaa tuloksellisemmin ja nopeammin unionin tasolla, joten unioni voi toteuttaa toimenpiteitä Euroopan unionista tehdyn sopimuksen 5 artiklassa vahvistetun toissijaisuusperiaatteen mukaisesti. Mainitussa artiklassa vahvistetun suhteellisuusperiaatteen mukaisesti tässä direktiivissä ei ylitetä sitä, mikä on tarpeen kyseisten tavoitteiden saavuttamiseksi.

- (15) Jotta voidaan ottaa huomioon markkinoiden kehitys, unionin oikeuden muilla aloilla tapahtuva kehitys tai jäsenvaltioiden kokemukset tämän direktiivin täytäntöönpanosta, komission olisi tarkasteltava tätä direktiiviä uudelleen viiden vuoden kuluttua päivästä, jona direktiivi on saatettu osaksi kansallista lainsäädäntöä.
- (16) Jäsenvaltiot ovat selittävistä asiakirjoista 28 päivänä syyskuuta 2011 annetun jäsenvaltioiden ja komission yhteisen poliittisen lausuman⁴⁰ mukaisesti sitoutuneet perustelluissa tapauksissa liittämään ilmoitukseen toimenpiteistä, jotka koskevat direktiivin saattamista osaksi kansallista lainsäädäntöä, yhden tai useamman asiakirjan, joista käy ilmi direktiivin osien ja kansallisen lainsäädännön osaksi saattamiseen tarkoitettujen välineiden vastaavien osien suhde. Lainsäätäjä pitää tällaisten asiakirjojen toimittamista tämän direktiivin osalta perusteltuna.
- (17) Euroopan tietosuojavaltautettua on kuultu Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) 2018/1725⁴¹ 42 artiklan 1 kohdan mukaisesti, ja hän on antanut lausuntonsa [XX päivänä XXkuuta 2022/2023]⁴²,

OVAT ANTANEET TÄMÄN DIREKTIIVIN:

1 artikla

Kohde

Tässä direktiivissä säädetään yhteisistä säännöistä moniääniosakerakenteille yrityksissä, jotka hakevat osakkeidensa ottamista kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla yhdessä tai useammassa jäsenvaltiossa ja joiden osakkeita ei ole vielä otettu kaupankäynnin kohteeksi missään kauppapaikassa.

2 artikla

Määritelmät

Tässä direktiivissä tarkoitetaan:

- a) ”yrityksellä” oikeushenkilöä, jonka yhtiömuoto on jokin direktiivin (EU) 2017/1132 liitteessä I luetelluista yhtiömuodoista;
- b) ”moniääniosakkeilla” erilliseen osakelajiin kuuluvia osakkeita, joilla on suurempi äänimäärä kuin jollakin toisella osakelajilla, johon liittyy äänivalta yhtiökokouksessa päätettävissä asioissa;
- c) ”moniääniosakerakenteella” yrityksen osakerakennetta, joka sisältää vähintään yhden moniääniosakelajin;

⁴⁰ EUVL C 369, 17.12.2011, s. 14.

⁴¹ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2018/1725, annettu 23 päivänä lokakuuta 2018, luonnollisten henkilöiden suojelusta unionin toimielinten, elinten ja laitosten suorittamassa henkilötietojen käsittelyssä ja näiden tietojen vapaasta liikkuvuudesta sekä asetuksen (EY) N:o 45/2001 ja päätöksen N:o 1247/2002/EY kumoamisesta (ETA:n kannalta merkityksellinen teksti) (EUVL L 295, 21.11.2018, s. 39–98).

⁴² [Julkaisutoimisto: lisätään alaviite, kun se on saatavilla].

- d) ”kauppapaikalla” direktiivin 2014/65/EU 4 artiklan 1 kohdan 24 alakohdassa määriteltyä kauppapaikkaa;
- e) ”pk-yritysten kasvumarkkinalla” direktiivin 2014/65/EU 4 artiklan 1 kohdan 12 alakohdassa määriteltyä pk-yritysten kasvumarkkinaa;
- f) ”painotetulla ääniosuudella” moniääniosakkeisiin liittyvän äänimäärän suhdetta äänimäärään, joka liittyy pienimmän äänimäärän osakkeisiin.

3 artikla

Moniääniosakkeita koskevien kansallisten säännösten käyttöönotto tai säilyttäminen

Jäsenvaltiot voivat ottaa käyttöön tai pitää voimassa kansallisia säännöksiä, joiden nojalla yritykset voivat ottaa käyttöön moniääniosakerakenteita myös tilanteissa, jotka eivät kuulu tämän direktiivin soveltamisalaan.

4 artikla

Moniääniosakerakenteiden käyttöönotto

1. Jäsenvaltioiden on varmistettava, että yrityksillä, joiden osakkeita ei ole otettu kaupankäynnin kohteeksi kauppapaikassa, on oikeus ottaa käyttöön moniääniosakerakenteita siinä tarkoituksessa, että osakkeita otetaan kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla yhdessä tai useammassa jäsenvaltiossa. Jäsenvaltiot eivät saa estää yrityksen osakkeiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla sillä perusteella, että yritys on ottanut käyttöön moniääniosakerakenteen.
2. Edellä 1 kohdassa tarkoitettu oikeus kattaa oikeuden ottaa käyttöön moniääniosakerakenteita ennen kuin osakkeiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla haetaan.
3. Jäsenvaltiot voivat asettaa moniääniosakkeisiin liittyvän suuremman äänivallan käyttämisen ehdoksi sen, että osakkeet on otettu kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla yhdessä tai useammassa jäsenvaltiossa.

5 artikla

Yrityksen osakkeenomistajien tasapuolista ja syrjimätöntä kohtelua koskevat takeet

1. Jäsenvaltioiden on asianmukaisten takeiden avulla varmistettava, että osakkeenomistajia kohdellaan oikeudenmukaisesti ja syrjimättä ja että osakkeenomistajilla, joilla ei ole hallussaan moniääniosakkeita, ja yrityksen eduilla on riittävä suoja. Tätä varten jäsenvaltioiden on toteutettava kaikki seuraavat toimet:
 - a) Sen varmistaminen, että yrityksen päätös moniääniosakerakenteen käyttöönotosta ja kaikki myöhemmät moniääniosakerakenteen muuttamista koskevat päätökset, jotka vaikuttavat äänivaltaan, tehdään kyseisen yrityksen yhtiökokouksessa ja hyväksytään määräenemmistöllä kansallisen lainsäädännön mukaisesti.

Jos osakelajeja on useita, tällaisista päätöksistä on tätä kohtaa sovellettaessa toimitettava erillinen äänestys kaikkien eri lajia olevien osakkeiden omistajien keskuudessa, joiden oikeuksiin päätös vaikuttaa;

- b) Sen vaikutuksen rajoittaminen, joka moniääniosakkeiden äänten painotuksella on muiden osakkeenomistajien oikeuksien käyttöön, erityisesti yhtiökokouksissa, ottamalla käyttöön jompikumpi seuraavista vaihtoehdoista:
 - i) painotetun ääniosuuden yläraja ja moniääniosakkeiden kokonaismäärän enimmäisprosenttiosuus liikkeessä olevasta osakepääomasta;
 - ii) rajoitus, joka koskee moniääniosakkeisiin liittyvän suuremman äänivallan käyttämistä äänestettäessä asioista, joista päätetään yhtiökokouksessa ja jotka edellyttävät hyväksyntää määräenemmistöllä.
2. Jäsenvaltiot voivat säätää muista takeista osakkeenomistajien ja yrityksen etujen riittävän suojan varmistamiseksi. Näihin takeisiin voivat kuulua erityisesti:
- a) säännös, jolla vältetään se, että moniääniosakkeisiin liittyvä suurempi äänivalta siirtyy kolmansille osapuolille tai että se säilyy moniääniosakkeiden alkuperäisen haltijan kuoleman, oikeustoimikelvottomuuden tai eläkkeelle siirtymisen jälkeen (siirtoperusteinen raukeamislauseke);
 - b) säännös, jolla vältetään se, että moniääniosakkeisiin liittyvä suurempi äänivalta säilyy tietyn ajanjakson jälkeen (aikaperusteinen raukeamislauseke);
 - c) säännös, jolla vältetään se, että moniääniosakkeisiin liittyvä suurempi äänivalta säilyy määrätyn tapahtuman toteutuessa (tapahtumaperusteinen raukeamislauseke);
 - d) säännös, jolla varmistetaan, että suurempaa äänivaltaa ei voida käyttää estämään sellaisten päätösten tekemistä yhtiökokouksessa, joilla pyritään ehkäisemään, vähentämään tai poistamaan yrityksen toimintaan liittyviä, ihmisoikeuksia ja ympäristöä koskevia haitallisia vaikutuksia.

6 artikla

Läpinäkyvyys

1. Jäsenvaltioiden on varmistettava, että yritykset, joilla on moniääniosakerakenne ja joiden osakkeilla käydään tai joilla on tarkoitus käydä kauppaa pk-yritysten kasvumarkkinalla, julkistavat Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) 2017/1129⁴³ [15 a artiklassa tarkoitettua EU:n kasvuantiaksiakirjassa] tai direktiivin (EU) 2014/65/EU 33 artiklan 3 kohdassa c alakohdassa tarkoitettua listalleottoa koskevassa asiakirjassa ja komission delegoidun asetuksen (EU) 2017/565⁴⁴ 78 artiklan 2 kohdan g alakohdassa tarkoitettua yrityksen vuotuisessa tilinpäätöskertomuksessa yksityiskohtaiset tiedot kaikista seuraavista seikoista:
- a) niiden pääomarakenne, mukaan lukien ne arvopaperit, joita ei ole otettu kaupankäynnin kohteeksi minkään jäsenvaltion pk-yritysten kasvumarkkinalla, ja tieto niiden jakautumisesta eri osakelajiin sekä kuhunkin osakelajiin

⁴³ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2017, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä ja direktiivin 2003/71/EY kumoamisesta (EUVL L 168, 30.6.2017, s. 12).

⁴⁴ Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565, annettu 25 päivänä huhtikuuta 2016, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2014/65/EU täydentämisestä sijoituspalveluyritysten toiminnan järjestämistä koskevien vaatimusten, toiminnan harjoittamisen edellytysten ja kyseisessä direktiivissä määriteltyjen käsitteiden osalta (EUVL L 87, 31.3.2017, s. 1).

liittyvät oikeudet ja velvoitteet sekä kyseisen osakelajin muodostama prosenttiosuus yrityksen kokonaisosakepääomasta ja kokonaisuäänimäärästä;

- b) mahdolliset arvopapereiden siirtoa koskevat rajoitukset, mukaan lukien yrityksen tiedossa olevat osakkeenomistajien väliset sopimukset, jotka voivat johtaa arvopapereiden siirtoa koskeviin rajoituksiin;
 - c) arvopapereiden haltijoiden henkilöllisyys sellaisten arvopapereiden osalta, joihin liittyy oikeus käyttää erityistä määräysvaltaa, ja kyseisen oikeuden kuvaus;
 - d) äänivaltaa koskevat rajoitukset, mukaan lukien yrityksen tiedossa olevat osakkeenomistajien väliset sopimukset, jotka voivat johtaa äänivaltaa koskeviin rajoituksiin;
 - e) niiden osakkeenomistajien henkilöllisyys, joilla on hallussaan moniääniosakkeita, ja sen luonnollisen henkilön tai oikeushenkilön henkilöllisyys, jolla on oikeus käyttää äänivaltaa näiden osakkeenomistajien puolesta.
2. Jos moniääniosakkeiden haltijat tai henkilöt, joilla on oikeus käyttää äänivaltaa heidän puolestaan, taikka sellaisten arvopapereiden haltijat, joihin liittyy oikeus käyttää erityistä määräysvaltaa, ovat luonnollisia henkilöitä, heidän henkilöllisyytensä julkistaminen edellyttää ainoastaan heidän nimensä julkistamista.

7 artikla

Uudelleentarkastelu

Komissio antaa viimeistään [viiden vuoden kuluttua voimaantulosta] Euroopan parlamentille ja neuvostolle kertomuksen tämän direktiivin täytäntöönpanosta ja vaikutuksista. Tätä varten jäsenvaltioiden on toimitettava komissiolle viimeistään [neljän vuoden kuluttua voimaantulosta] tiedot, jotka koskevat erityisesti seuraavia seikkoja:

- a) niiden yritysten lukumäärä, joiden osakkeet on otettu kaupankäynnin kohteeksi ja joilla on moniääniosakerakenne;
- b) ala, jolla a alakohdassa tarkoitetut yritykset toimivat, ja niiden markkina-arvo liikkeeseenlaskuhetkellä;
- c) sijoittajansuojaa koskeva tae, jota a alakohdassa tarkoitetut yritykset soveltavat moniääniosakerakenteiden osalta.

8 artikla

Saattaminen osaksi kansallista lainsäädäntöä

- 1. Jäsenvaltioiden on saatettava tämän direktiivin noudattamisen edellyttämät lait, asetukset ja hallinnolliset määräykset voimaan viimeistään kaksi vuotta tämän direktiivin voimaantulopäivästä. Niiden on viipymättä ilmoitettava tästä komissiolle. Näissä jäsenvaltioiden antamissa säädöksissä on viitattava tähän direktiiviin tai niihin on liitettävä tällainen viittaus, kun ne julkaistaan virallisesti. Jäsenvaltioiden on säädettävä siitä, miten viittaukset tehdään.
- 2. Jäsenvaltioiden on toimitettava tässä direktiivissä säännellyistä kysymyksistä antamansa keskeiset kansalliset säännökset kirjallisina komissiolle.

9 artikla

Voimaantulo

Tämä direktiivi tulee voimaan kahdentenakymmenentenä päivänä sen jälkeen, kun se on julkaistu *Euroopan unionin virallisessa lehdessä*.

10 artikla

Osoitus

Tämä direktiivi on osoitettu kaikille jäsenvaltioille.

Tehty Brysselissä

Euroopan parlamentin puolesta
Puhemies
[...]

Neuvoston puolesta
Puheenjohtaja
[...]