

Joni Niemeläinen, Aki Oksanen

Yrityksen listautuminen vaihtoehtoiselle kauppapaikalle

Vertailu listautumisvaihtoehdoista Suomen markkinoilla

Metropolia Ammattikorkeakoulu

Tradenomi

Liiketalous

Opinnäytetyö

12.5.2014

Tekijät Otsikko	Joni Niemeläinen, Aki Oksanen Yrityksen listautuminen vaihtoehtoiselle kauppapaikalle
Sivumäärä Aika	32 sivua + 1 liite 12.5.2014
Tutkinto	Tradenomi
Koulutusohjelma	Liiketalouden koulutusohjelma
Suuntautumisvaihtoehto	Markkinointi
Ohjaaja	Lehtori Elisabeth Schauman
<p>Suomen markkinoilla tunnettuja listautumisvaihtoehtoja ovat First North ja Helsingin pörssin päälista. Näiden lisäksi on vaihtoehtoisia kauppapaikkoja, jotka myös noteeraavat osakkeita. Tutkimuksessa tarkasteltiin näille vaihtoehtoisille kauppapaikoille hakeutumista, ja verrattiin niitä First Northiin tai Helsingin pörssin päälistalle listautumiseen. Työn tavoitteena oli selvittää miksi ja milloin yrityksen on kannattavaa hakeutua vaihtoehtoiselle kauppapaikalle tai listautua First Northiin tai Helsingin pörssin päälistalle.</p> <p>Tutkimus suoritettiin haastattelemalla aihealueen avainhenkilöitä, sekä perehtymällä listautumiseen liittyvään kirjoitettuun aineistoon. Avainhenkilöitä ovat markkinapaikkojen johtohahmot sekä listautuneiden yritysten toimitus- tai talousjohtajat. Kirjoitettu aineisto koostui aihealueen artikkeleista sekä yrityksiltä saamastamme markkinointi- ja luennointimateriaalista.</p> <p>Tutkimuksessa kävi ilmi, että listautumisen syitä ovat kasvurahoituksen tarve, näkyvyyden lisääminen, osakkeella käytävän kaupan keskittäminen, sijoittajakunnan laajentaminen, yrityskauppojen ja -järjestelyjen helpottaminen, liiketoimintamalliin liittyvät lainsäädännölliset syyt sekä markkina-arvon luominen. Tutkimuksessa kävi ilmi, että kaikki listavaihtoehdot tarjoavat samankaltaiset hyödyt, ja kulut olivat suhteessa niihin. Yrityksen koko, kasvurahoituksen tarve sekä uskottavuus olivat pääsyyt valintaan markkinapaikkojen välillä.</p> <p>Tutkimustulosten perusteella luotiin oman pääoman ehtoisen rahoituksen malli, joka esittää jatkumon listavaihtoehtojen välillä. Malli kuvaa haettavan kasvurahoituksen suhdetta yrityksen kokoon sekä näitä muuttujia käyttäen osoittaa yritykselle sopivimman listavaihtoehdon.</p>	
Avainsanat	Listautuminen, vaihtoehtoinen kauppapaikka, kasvurahoitus, osakkeen noteeraus,

Authors Title	Joni Niemeläinen, Aki Oksanen Title of the Thesis
Number of Pages Date	32 pages + 1 appendix 12th May 2014
Degree	Bachelor of Business Administration
Degree Programme	Business Administration
Specialisation option	Marketing
Instructor	Elisabeth Schauman
<p>In the interest of this study, two alternative stock exchange market places were used for comparison as they are both well-known for their involvement with Initial Public Offerings (IPO). The companies include First North and the Helsinki Stock Exchanges Main List in Finland. In addition to these stock exchange marketplaces there are alternative trading platforms which also quote shares. This study focuses on investing with these alternative trading platforms and compares them to First North or the Helsinki Stock Exchange. The aim of this study is to find out reasons why and when it's profitable for companies to seek an alternative trading platforms and when it is in their best interest to be listed on First North or the Helsinki Stock Exchange.</p> <p>This study was conducted by interviewing persons who have a vast knowledge base of the Initial Public Offerings as well as by using and studying publications. Interviewees included some of First North as well as Helsinki Stock Exchange marketplaces lead professionals in addition to CEO's and managers of public companies. Publications used consisted of articles on the subject matter and various companies marketing and lecture material.</p> <p>This study revealed that the causes for IPO listings are as follows; an increase in the need for financing, visibility, trade concentration, and investor based expansion, acquisitions and facilitating arrangements. Additionally legislative business model reasons and market value creations were revealed as causes for IPO listings. Furthermore this study revealed that all the lists of options offer similar benefits and with a correlation to costs. When choosing a marketplace it was found that firm size, financial need for business growth and credibility were the main reasons for choosing one marketplace over another.</p> <p>Results from this study indicate a need for the equity financing model which represents the continuum list of options. This model describes the requested increase in funding to accommodate for the relationship between sizes of the businesses as well as using these variables to show companies the most suitable IPO alternative.</p>	
Keywords	Initial public offering (IPO), alternative marketplace, stock quotes

Sisällys

1	Johdanto	1
1.1	Työn tausta, aihepiiri ja tavoitteet	1
1.2	Tutkimusongelma ja -kysymykset	1
1.3	Tutkimusmenetelmät	2
2	Rahoitusmarkkinat Suomessa	2
2.1	Arvopaperimarkkinalaki	2
2.2	Listatut ja listaamattomat osakkeet	3
2.3	Arvopapereiden verotus	4
2.4	Termistöä	5
3	Listattujen osakkeiden kaupankäyntipaikat	7
3.1	Helsingin pörssi	7
3.2	First North ja muut monenkeskiset kauppapaikat	8
3.3	Listautuminen	9
4	Vaihtoehtoiset kauppapaikat Suomessa	12
4.1	Privanet Pankkiiriliike	12
4.2	Muut toimijat	12
4.3	Vaihtoehtoiselle kauppapaikalle hakeutuminen	13
5	Tutkimuksen toteutus	13
5.1	Kvalitatiivinen tutkimus	13
5.2	Teemahaastattelu tutkimusmenetelmänä	14
5.3	Tutkimuksen reliabiliteetti ja validiteetti	15
5.4	Aineiston keräys ja käsittely	16
5.5	Tutkimuskohteiden edustajien esittely	17
6	Tutkimuksen tulokset	18
6.1	Nasdaq OMX Helsinki – Lauri Rosendahl	18
6.2	Nasdaq OMX First North Finland – Minna Korpi	19
6.3	Privanet Pankkiiriliike – Kimmo Lönnmark	21
6.4	Orava Asuntorahasto Oyj – Jouni Torasvirta	22
6.5	Siili Solutions Oyj – Samuli Siljamäki	23
6.6	Nokian Panimo Oy – Henrik Andersin	24
7	Johtopäätökset	25

7.1	Privanetin vaihtoehtoiselle kauppapaikalle hakeutuminen	25
7.2	First Northiin tai Helsingin pörssin päälistalle listautuminen	27
7.3	Rahoitusmalli	30
	Lähteet	33
	Liitteet	
	Liite 1. Haastattelukysymykset	

1 Johdanto

1.1 Työn tausta, aihepiiri ja tavoitteet

Suomessa toimiville pörssialustoille ja vaihtoehtoisille kauppapaikoille on 2000-luvun loppupuoliskolla listautunut vähemmän yrityksiä kuin vuosikymmenen alussa (Listautumiset Pohjoismaissa viime vuosina 2013). Pörssilistautuminen on hyvä lähde yrityksen kasvurahoitukselle, mutta useille yrityksille pörssilistautumisen kynnys tuntuu olevan liian suuri. Ennen pörssiä olisi hyvä olla vastaavanlainen, kevyemmin säännelty, markkinapaikka. Samaan aikaan yksityissijoittajien mielenkiinto vaihtoehtoisia sijoituskohteita, kuten listaamattomia yhtiöitä, kohtaan on kasvanut merkittävästi viime vuosina. (Listaamattomat yhtiöt tarjoavat vero- ja hajautushyötyjä 2013). Olisiko yrityksen näin ollen helpompaa hakea kasvurahoitusta vaihtoehtoiselta kauppapaikalta, ja siirtyä samalla askel lähemmäs pörssilistautumista?

Kotimaan markkinoilla tunnettuja listautumisvaihtoehtoja ovat Helsingin pörssi sekä First North Finland. Työssä tullaan tarkastelemaan niitä, ja etsimään niille vaihtoehtoja. Tarkasteltavana ovat Helsingin pörssi eli Nasdaq OMX Helsinki, Nasdaq OMX First North Finland sekä vaihtoehtoisen kauppapaikan edustajana Privanet Pankkiiriliike Oy.

Listaamattomille arvopaperimarkkinapaikoille listautumista käsittelevää objektiivista kattavaa teosta ei tämän työn tekohetkellä ole. Aihetta olennaisesti sivuavat teokset ovat Jonna Taskilan Pienen ohjelmistoyrityksen pörssilistautumisen haasteet ja mahdollisuudet - Case Sparecom Oyj sekä Kaisa Perttulin Monenkeskinen kauppapaikka vaihtoehtona pörssilistalle - Empiirinen analyysi yritysten motiiveista hakeutua First North -kauppapaikalle (Tampereen Yliopisto 2012). Syvempi selvitys töistä löytyy tämän työn kolmannesta luvusta.

1.2 Tutkimusongelma ja -kysymykset

Tutkimusongelma on: ”Miksi ja milloin yrityksen on järkevää harkita hakeutumista vaihtoehtoiselle kauppapaikalle, listautumista monenkeskiselle kauppapaikalle tai pörssin päälistalle?” Ongelmaa tarkastellaan nimenomaisesti yrityksen näkökulmasta. Tutki-

musongelmaan pyritään vastaamaan mahdollisimman kattavasti siten, että työstä olisi hyötyä kaikenkokoisille kasvurahoitusmahdollisuuksiaan harkitseville yrityksille.

Ongelmaa tarkentavia tutkimuskysymyksiä ovat:

- Miten ja miksi listautua pörssiin tai First Northiin?
- Miten ja miksi hakeutua vaihtoehtoiselle kauppapaikalle?
- Mitä hyötyjä ja kuluja on listautumisesta kauppapaikalle tai pörssiin?
- Milloin listautuminen pörssiin tai hakeutuminen vaihtoehtoiselle kauppapaikalle on kannattavaa?

1.3 Tutkimusmenetelmät

Tutkimusmenetelmänä käytämme puolistrukturoitua teemahaastattelua. Lisää tutkimuksen toteutuksesta löytyy työn viidennestä luvusta. Haastattelemme listautumisvaihtoehtojen ja vaihtoehtoisen kauppapaikan edustajia sekä jo listalla olevien yritysten johtoa. Näiden haastattelujen sekä taustateorian pohjalta muodostamme johtopäätökset, jotka tulevat vastaamaan tutkimusongelmaan ja tutkimuskysymyksiin.

Haastateltavat henkilöt ovat yritystensä omistajia tai johtohenkilöitä, ja ovat näin ollen oikeutettuja edustamaan yritystensä kantaa haastatteluissa. Haastattelijat ovat mahdollisimman objektiivisiä kysymyksissään ja pyrkivät löytämään vastauksia tutkimuskysymysten mukaisesti. Johtopäätöksiä tehdessämme otamme huomioon sen, että haastateltavat edustavat yksilöinä omaa tahoaan, ja vastaukset ovat näin subjektiivisia kyseisen tahon lausuntoja.

2 Rahoitusmarkkinat Suomessa

2.1 Arvopaperimarkkinalaki

Pörssiyhtiöiden tärkein tiedonlähde ja toimintatapojen määrittelevä yksittäinen tekijä arvopaperipörssiin hakeutuessa ja siellä toimiessa on Arvopaperimarkkinalaki. Arvopaperimarkkinalainsäädännön uudistus vahvistettiin 1.1.2013 ja tämä kokonaisuudistus sisälsi pörssiyhtiöiden kannalta tärkeitä uudistuksia juuri arvopaperimarkkinalaissa.

Kokonaisuudistuksen myötä tällä hetkellä voimassa olevan arvopaperimarkkinalain säännöksistä osa on siirretty omiin lakeihinsa ja uusi arvopaperimarkkinalaki on koostunut vuoden 2013 alusta lähtien pääasiassa tiedonantovelvollisuutta, julkisia ostotarjouksia, markkinoiden väärinkäyttöä ja sisäpiiriä koskevasta sääntelystä. (Asianajotoimisto Merilampi OY 2013.)

”Arvopaperimarkkinalaki säättää yleiseen liikkeeseen saattamisesta, tiedonantovelvollisuudesta arvopaperimarkkinoilla, julkisista ostotarjouksista, arvopaperimarkkinoiden väärinkäytön estämisestä ja valvonnasta.” (Arvopaperimarkkinalaki 1 luku 1 §.) Lain noudattamista on asetettu valvomaan Finanssivalvonta, joka toimii tässä yhteistyössä Kuluttajaviraston kanssa (Arvopaperimarkkinalaki 1 luku 6 §).

Työssä tullaan keskittymään osakeyhtiön osakemuotoisiin arvopapereihin. Arvopaperimarkkinalaissa arvopaperilla tarkoitettava arvopaperi on sellainen, joka on vaihdantakelpoinen ja joka on saatettu tai saatetaan yleiseen liikkeeseen useiden samansisältöisistä oikeuksista annettujen arvopaperien kanssa. Arvopaperimarkkinalain mukaan tällaisia arvopapereita ovat muun muassa osakeyhtiön osake ja muun yhteisön vastaava osuus, joukkovelkakirja tai muu velkasitoumus, muu arvopaperi, joka oikeuttaa hankkimaan tai myymään osake- tai joukkovelkakirjamuotoisen arvopaperin, arvopaperi jonka perusteella voi saada arvopaperin, valuutan, koron tai tuoton, hyödykkeen tai muun indeksin tai arvon perusteella määräytyvän käteissuorituksen tai sijoitusrahastolaissa tarkoitettu rahasto-osuus tai muu siihen rinnastettava yhteissijoitusyrityksen osuus. (Arvopaperimarkkinalaki 2 luku 1§.)

Arvopaperimarkkinalaki siis ohjaa arvopapereiden myyntiä ja ostoa, sekä niihin liittyvää selvitystä. Näin arvopaperimarkkinalaki luo toiminnan rajat ja ohjaa olennaisesti pörssiin, sekä jossain määrin myös vaihtoehtoisten kauppapaikkojen toimintaa.

2.2 Listatut ja listaamattomat osakkeet

Osake on osakeyhtiön liikkeelle laskema arvopaperi. Osakeyhtiö voi olla julkinen tai yksityinen osakeyhtiö. Julkisen osakeyhtiön nimen perässä on yhtiötunnus Oyj, kun taas yksityisen tunnus on Oy. Julkisen osakeyhtiön osakkeet voidaan ottaa kaupankäynnin kohteeksi arvopaperipörssissä sekä monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Yksityisen osakeyhtiön osakkeilla ei voida käydä kauppaa pörssissä, sen sijaan

niillä voidaan käydä kauppaa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä sekä vaihtoehtoisissa kauppapaikoissa. Arvopaperipörssissä kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita kutsutaan kansankielellä listatuiksi osakkeiksi, ja muita listaamattomiksi. Monenkeskinen ja vaihtoehtoinen kaupankäynti on kevyemmin säännelty kuin arvopaperipörssin kaupankäynti. (Finanssivalvonta 2014.)

Julkinen, monenkeskinen sekä vaihtoehtoinen kaupankäynti mahdollistavat sen, että ostajat ja myyjät kohtaavat, ja hinta määräytyy osto- ja myyntitarjousten perusteella. Suomessa julkista osakekauppaa käydään NASDAQ OMX Helsinki -pörssissä. Monenkeskisiä kauppapaikkoja Suomessa on vain yksi, First North. Lisäksi suomalaisten yhtiöiden osakkeita on kaupankäynnin kohteena monessa Euroopan Unionin alueella sijaitsevassa kansainvälisessä monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, kuten ruotsalainen Burgundy. Kotimaisia vaihtoehtoisia kauppapaikkoja ovat esimerkiksi Privanet Pankkiiriliike sekä FIM. (Finanssivalvonta 2014.)

2.3 Arvopapereiden verotus

Verohallinto on säätänyt lain osinkotulojen verotuksesta, joka määrittelee osinkojen jaon ja pääomatulojen verokannat yhteisöille ja yksityisille elinkeinonharjoittajille. Osakeyhtiölaki on määritellyt tarkemmin, kuinka ja milloin osinkojen jako suoritetaan ja mitä tässä on otettava huomioon. (Vero 2014.)

Listatuilla ja listaamattomilla osakkeilla on myös verotukseen liittyviä eroja. Tehdessä kauppaa listaamattomilla osakkeilla kaupankäynnistä tulee maksaa 1,6 % varainsiirtovero, kun taas kaupanteko listatuilla on veronäkökulmasta maksutonta. Toisaalta osakkeiden osinkojen verotus on erilainen. Yksityishenkilön tai kuolinpesän listatuista osakkeista saaduista osingoista 70 % on veronalaista pääomatuloa, ja 30 % verovapaata. Vuodesta 2014 alkaen veronalaista pääomatuloa osingosta on 85 %. Listaamattomien osakkeiden osinko on verovapaata tuloa, kun osinko on korkeintaan yhdeksän prosenttia osakkeen matemaattisesta arvosta. Verovapaiden osinkojen yhteenlaskettu vuotuinen enimmäismäärä verovelvollisella on 60 000 euroa. Tämän rajan ylittävältä osalta yhdeksän prosentin tuoton mukaan lasketusta pääomatulo-osingosta 70 % luetaan saajalleen pääomatulona verotettavaksi ja loppuosa eli 30 % on verovapaata tuloa. (Vero 2014.)

Mikäli listaamattomassa yhtiössä päätetään jakaa osinkoa enemmän kuin yhdeksän prosenttia yhtiön osakkeiden matemaattisesta arvosta, tämän rajan ylittävä osa osingosta jakautuu verotuksessa kahteen eri osaan: 70 % luetaan saajalleen ansiotulona verotettavaksi ja 30 % on puolestaan verovapaata. 1.1.2014 alkaen tämä muuttui siten, että osakkeen matemaattiselle arvolle laskettua 8 % vuotuista tuottoa vastaavasta osingon määrästä 25 % on veronalaista pääomatuloa kuitenkin enintään 150 000 euroon saakka. Euromääräisen rajan ylimenevältä osalta osinko on 85 prosenttisesti veronalaista pääomatuloa. Osakkeen matemaattiselle arvolle lasketun 8 prosentin vuotuisen tuoton ylimenevältä osalta osinko on puolestaan 75 prosenttisesti veronalaista ansiotuloa (tuloverolaki 33 b § 1 momentti). (Vero 2014.)

Yksityishenkilö tai kuolinpesä voi saada verovapaata osuuspääoman korkoa 1500 euroon asti. Osuuspääoman korkoa jakavat esimerkiksi Osuuskunnat. Verovapaiden osuuspääoman ja muiden pääomasijoitusten korkojen 1500 euron raja on henkilökohtainen ja koskee kaikkia eri yhteisöiltä saatuja tuloja yhteensä. Jos verovelvollisen saamia osuuspääoman korkoja kuuluu useampaan eri tulolähteeseen, 1500 euron verovapaan osan katsotaan kohdistuvan henkilökohtaiseen tuloon, maatalouden tuloon ja elinkeinotoiminnan tuloon tässä järjestyksessä. Osuuspääoman korko on pääomatuloa. Verovuodesta 2006 alkaen veronalaista pääomatuloa ovat olleet 1.500 euron ylittävältä osasta 70 % ja verovapaata tuloa vastaavasti 30 %. (Vero 2014.)

2.4 Termistöä

Osakemarkkinoilla **likviditeetti** tarkoittaa sitä, kuinka helposti ja luotettavasti arvopaperi on muutettavissa rahaksi. Likviditeettiin vaikuttaa siis arvopaperimarkkinoiden kyky välittää kauppvoja nopeasti ja tehokkaasti. Jos likviditeetti on pieni, arvopapereiden osto ja myynti voi olla vaikeaa, koska kaupankäyntiin johtavia toimeksiantoja ei ole paljoa. Yleensä listaamattomissa osakkeissa likviditeetti on pienempi, ja likviditeettiriski näin suurempi. (Sijoitussanasto 2014.)

Liikkeeseenlaskijan riski on riski siitä, pystyykö lainan liikkeeseenlaskija lainan eräpäivänä (tai muina maksupäivinä) suoriutumaan velvoitteistaan eli maksamaan lainan nimellispääoman ja tuoton sijoittajille. Liikkeeseenlaskijan takaisinmaksukyvyyn arvioimiseksi joukkovelkakirjalainan esitteessä tai ohjelmaesitteessä kuvataan liikkeeseenlaskijan taloudellista asemaa ja toimintaan liittyviä riskejä. (Finanssivalvonta 2011b.)

Markkina-arvo kuvaa yhtiön koko osakekannan arvoa osakemarkkinoilla. Laskenta-kaava on osakkeiden kokonaismäärä kertaa osakekurssi. Markkina-arvon laskeminen listaamattomilla yhtiöillä on haastavampaa, jos osakkeen kurssia ei ole noteerattu kolmannen osapuolen toimesta. (Balance Consulting 2014.)

REIT on kiinteistösijoitusyhtiö, jolle on määritelty omat puitteet lainsäädännössä. REIT-lainsäädännön tarkoituksena on tehdä arvopaperimuotoisesta kiinteistösijoittamisesta verotuksellisesti kilpailukykyistä suoran kiinteistöjen omistamisen kanssa. REIT-yhtiöt eivät maksa veroa saamastaan kiinteistöjen vuokratulosta, mutta ne ovat velvoitettuja jakamaan lähes koko vuokratulonsa osinkoina eteenpäin. Osingonsaajat maksavat verot osinkotulosta normaalisti, eli vuokratuloa verotetaan vain kerran. (Koistinen 2013.)

Vaihtoehtoinen kauppapaikka on kauppapaikka, jota ei voida määritellä pörssiksi eikä monenkeskiseksi kauppapaikaksi. Vaihtoehtoisissa kauppapaikoissa välittäjät voivat järjestää kaupankäyntiä asiakkailleen myös pörssien ja monenkeskisten kauppapaikkojen ulkopuolella. Tämä kaupankäynti tapahtuu arvopaperinvälitystä koskevan sääntelyn puitteissa. Vaihtoehtoisen kaupankäynnin voivat Suomessa järjestää sijoituspalveluyritykset tai luottolaitokset. Suomessa listaamattomia osakkeita välittävistä vaihtoehtoisista kauppapaikoista tunnetuin on Privanet Pankkiiriliike Oy. (Privanet Pankkiiriliike 2013.) Muita virallisia Finanssivalvonnan alaisia vaihtoehtoisia kauppapaikkoja ovat muut pankit ja pankkiiriliikkeet jotka välittävät listaamattomia osakkeita. Tämä ei kuitenkaan kuulu Privanetin lisäksi muiden alan toimijoiden ydintoimintaan, ja siksi näiden toimijoiden välitystoiminta listaamattomien osakkeiden osalta on vähäistä. FIM Sijoituspalvelutalo ylläpitää myös pientä listaamattomien yritysten listaa. Lisää kotimaisista vaihtoehtoisista kauppapaikoista työn neljännessä luvussa. (Lehtimäki 2013.)

Riskisijoittajat, kuten bisnesenkelit, toimivat riskirahoituksessa eli venture capitalissa. Se on määräaikainen rahoitusmuoto yrityksille, joilla on potentiaali nopeaan ja suureen kasvumahdollisuuteen. Kohdeyrityksiin sijoitetaan rahaa omistusosuutta vastaan tyypillisesti alle vähemmistöosuuden (alle 50 % osakkeista). (BusinessOulu 2013.)

Due diligence tarkoittaa kohdeyhtiön taloudellisen ja juridisen tilan huolellista ja perusteellista arviointia. Listautumisen yhteydessä suoritettavan due diligencen tarkoituksena on myös todentaa yhtiön johdon antamat tiedot, jotta listautumisen johdosta laadit-

tava listaeottoesite täyttää Arvopaperimarkkina-alaissa säädetyt edellytykset. Jos kyseisessä prosessia havaitaan virheitä, voi tämä pahimmassa tapauksessa johtaa koko listautumisen peruuntumiseen. (Inha & Kuittinen & Makkonen & Päällysaho & Raunio & Reinikainen 2003, 19.)

3 Listattujen osakkeiden kaupankäyntipaikat

3.1 Helsingin pörssi

Sanalla pörssi viitataan arvopaperipörssiin, jossa käydään kauppaa pörssiyhtiöiden osakkeilla. Pörssi on lainsäädännöllä säännelty ja organisoitu kauppapaikka. Kaupankäynti siellä on julkista, eli tehtyjen kauppojen määrät, hinnat ja välittäjät ovat julkisia. Pörssissä noteeratuille hyödykkeille määräytyy pörssikurssi kysynnän ja tarjonnan mukaan. (E-conomic 2014.)

Helsingin pörssi eli NASDAQ OMX Helsinki on suomalaisten arvopapereiden markkinapaikka, jossa arvopaperivälittäjät käyvät kauppaa osakkeilla, optioilla, warranteilla ja joukkovelkakirjalainoilla. Helsingin pörssi on perustettu vuonna 1912 ja se kuuluu nykyään ruotsalaiseen OMX-konserniin. Se on ainoa suomalainen pörssi, joka on virallisesti arvopaperipörssi. Kaupankäynti pörssissä perustuu välittäjien pörssiin toimittamiin asiakkaidensa osto- ja myyntitoimeksiantoihin. Arvopaperipörssi myöntää pörssivälittäjän oikeudet arvopaperinvälittäjille, joita ovat sijoituspalveluyritykset, sijoituspalveluja tarjoavat luottolaitokset ja rahastoyhtiöt. Pörssi saa lisäksi järjestää monenkeskistä kaupankäyntiä ja tarjota arvopapereiden jälkimarkkinan kannalta olennaisia tietojenkäsittely-, koulutus- ja tiedotuspalveluja sekä harjoittaa muuta näihin läheisesti liittyvää toimintaa. (NASDAQ OMX Nordic 2013.)

Arvopaperipörssi laatii julkista kaupankäyntiä varten säännöt, joissa määrätään yksityiskohtaisesti mm. kaupankäynnin toteuttamisesta, arvopaperin julkisen kaupankäynnin kohteeksi ottamisesta sekä arvopapereiden liikkeeseenlaskijoille ja pörssivälittäjille asetettavista vaatimuksista. Arvopaperipörssillä pitää olla pörssitoiminnan laajuuteen ja laatuun nähden riittävät taloudelliset toimintaedellytykset. Toiminta on järjestettävä liiketoiminnan laatu ja laajuus huomioon ottaen luotettavalla tavalla. Pörssi järjestää riittävän valvonnan julkista kaupankäyntiä koskevien säännösten noudattamiseksi. Valtio-

varainministeriö myöntää toimiluvan arvopaperipörssille, ja Finanssivalvonta valvoo pörssin toimintaa. (Finanssivalvonta 2014.)

3.2 First North ja muut monenkeskiset kauppapaikat

First North on NASDAQ OMX Helsingin ylläpitämä suomalainen monenkeskinen kauppapaikka. Listautumisen vaatimukset monenkeskiselle kauppapaikalle ovat kevyemmät kuin pörssilistalle. Tämä helpottaa erityisesti pienempien yhtiöiden hakeutumista kaupankäynnin kohteeksi. Samalla yhtiöiltä vaaditaan vähemmän julkistettavaa informaatiota, ja yhtiöiden riskiprofiilit voivat erota pörssiyrityksistä. Monenkeskiset kauppapaikat voidaan luokitella kolmeen ryhmään:

- Pan-eurooppalaiset monenkeskiset kauppapaikat, joissa kaupankäynnin kohteena ovat eurooppalaisissa pörsseissä listatut riittävän likvidit arvopaperit. Tällaisia kauppapaikkoja ei toimi Suomessa. Ulkomailla toimii esimerkiksi Turquoise, Chi-X sekä Bats.
- Paikalliset monenkeskiset kauppapaikat, joissa kaupankäynnin kohteena on pörsseissä listattuja arvopapereita. Tällainen on esimerkiksi pohjoismaissa toimiva ruotsalainen Burgundy, jota voidaan pitää Nasdaq OMX Nordicin kilpailijana.
- Paikalliset monenkeskiset kauppapaikat, joissa kaupankäynnin kohteena on muita kuin pörsseissä listattuja arvopapereita. Tällainen on mm. First North Finland. (Finanssivalvonta 2011a.)

First North -markkinapaikalla käytävää kauppaa valvovat kaupankäynnin järjestäjä, eli NASDAQ OMX Helsinki, sekä Finanssivalvonta. Yhtiöiden tiedonantovelvollisuuden valvonta on ensisijaisesti kaupankäynnin järjestäjällä ja First Northin sääntöjen nojalla hyväksytyillä neuvonantajilla. Finanssivalvonta valvoo listayhtiöiden jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta, niistä tehtäviä julkisia ostotarjouksia sekä hyväksyy arvopaperimarkkinan mukaiset esitteet kun arvopapereita tarjotaan yleisölle. (Finanssivalvonta 2011a.)

3.3 Listautuminen

Listautumisella tarkoitetaan yrityksen osakkeen ottamista julkisen kaupankäynnin kohteeksi pörssilistalla. Listautuminen toteutetaan tavallisesti järjestämällä osakeanti tai osakemyynti yhtiön omistuspohjan laajentamiseksi ja lisärahoituksen hankkimiseksi. Listautuvan yrityksen rahoitustarpeisiin vastaamisen lisäksi listautumisen tavoitteena on usein yrityksen osakkeiden likviditeetin parantaminen. Listayhtiöitä koskevat osakeyhtiölain lisäksi arvopaperimarkkinalain säännökset, listausta ylläpitävän arvopaperipörssin säännöt ja määräykset sekä Finanssivalvonnan sääntely. Suomessa tällaista säänneltyä markkinapaikkaa ylläpitää NASDAQ OMX Helsinki, eli tuttavallisesti Helsingin pörssi. (Fondia 2014.)

Yhtiön päättäessä listautumisesta on tästä ilman viivytystä julkistettava tieto listalleottohakemuksen jättämisestä pörssille. Julkistuksen jälkeen yhtiö rinnastetaan pörssi-yhtiöön, kunnes yhtiön osake on otettu pörssilistalle, yhtiö on julkistanut tiedon listalleottohakemuksen peruuttamisesta tai pörssi on hylännyt listalleottohakemuksen. Tämänlaisen yhtiön tulee noudattaa pörssi-yhtiötä koskevia Pörssin sääntöjä. Ennen listalleottohakemuksen jättämistä yhtiön on suoritettava pörssille rekisteröintimaksu. Rekisteröintimaksua ei palauteta. Pörssi-yhtiön, jonka osake on otettu pörssilistalle, on suoritettava pörssille vuosimaksu. (Pörssin säännöt 2013.)

Listalleottohakemus tehdään kirjallisesti ja sen tulee sisältää yhtiön hallituksen tai pankin johtokunnan selvitys kuluva ja seuraava tilikauden kehitysnäkymistä. Listalleottohakemuksen tulee sisältää luettelo, josta käy ilmi yhtiön osakepääomasta ja äänivallasta 50 eniten omistavaa osakkeenomistajaa sekä heidän osuutensa ja äänivallansa. Hakemuksessa on oltava yhtiön johtoon kuuluvien henkilöiden vakuutus siitä, että he ovat tietoisia laissa ja Pörssin säännöissä pörssi-yhtiölle asetetuista velvoitteista ja yhtiöllä on edellytykset täyttää nämä velvoitteet. Tarkat listautumista edeltävät säännökset on saneltu Pörssin säännöissä. (Pörssin säännöt 2013.)

Listautumisen jälkeen yrityksen tulee noudattaa listayhtiöitä koskevaa sääntelyä, jota ovat tiedonantovelvollisuuden sääntely, tilinpäätösvalvonta sekä sisäpiirikauppojen valvonta. Tiedonantovelvollisuuden sääntelyn tarkoituksena on varmistaa, että sijoittajat saavat käyttöönsä riittävät ja olennaiset tiedot kaupankäynnin kohteena olevista yhtiöistä ja näiden arvopapereista. Yhtiön on pystyttävä toimittamaan markkinoille luo-

tettavaa, täsmällistä ja ajantasaista informaatiota. Tilinpäätösvalvonnan tarkoituksena on varmistaa, että yhtiötä koskeva taloudellinen informaatio on vertailukelpoista ja riittävää. Listayhtiöiden tulee noudattaa kirjanpidossaan kansainvälisiä IFRS-tilinpäätösstandardeja. Sisäpiirikauppojen valvonnalla pyritään ehkäisemään sisäpiiritiedon hyväksikäyttöä arvopaperimarkkinoilla ja siten edistämään markkinoiden luotettavuutta. (Fondia 2014.)

Yhtiön listalleottohakemuksen hyväksynnän jälkeen suoritetaan osakeanti. Yhtiön osakkeita liikkeelle laskiessa niiden on oltava vapaasti luovutettavissa. Osakkeiden vapaa luovutettavuus on yleinen perusedellytys osakkeen ottamiselle kaupankäynnin kohteeksi pörssissä. (Pörssin säännöt 2013.)

Osakkeella tulee olla riittävä kysyntä ja tarjonta, jotka mahdollistavat osakkeen luotettavan hinnanmuodostuksen. Tähän voidaan vaikuttaa käyttämällä markkinatakaajaa. Yhtiöllä tulee olla riittävä määrä osakkeenomistajia, ja yleisön hallussa tulee olla riittävä määrä osakkeita. Pörssin sääntöjen mukaan yleisön hallussa katsotaan olevan riittävästi osakkeita ainakin silloin, kun yleisön hallussa on 25 prosenttia listatun osake-lajin osakkeista. Pörssi voi hyväksyä riittäväksi määräksi pienemmän osuuden kuin 25 prosenttia, mikäli se arvioi markkinoiden voivan toimia asianmukaisesti myös pienemmällä prosenttiosuudella otettaessa huomioon yleisön hallussa olevien osakkeiden suuri lukumäärä. Lisäksi listattavan osakelajin osakkeiden arvioidun markkina-arvon tulee olla vähintään miljoona euroa. (Pörssin säännöt 2013).

Yhtiön (liikkeenlaskijan) hakemuksesta voidaan arvopaperilla käytävä kaupankäynti lopettaa, kun siitä ei aiheudu merkittävää haittaa sijoittajille tai rahoitusmarkkinoiden asianmukaiselle toiminnalle. Pörssi voi myös omasta aloitteesta päättää, että kaupankäynti yhtiön arvopapereilla lopetetaan. Tämä päätös voidaan tehdä jos liikkeenlaskija tai arvopaperi ei enää täytä listalle ottamisen edellytyksiä tai muita Helsingin pörssin sääntöjen vaatimuksia. Tällöinkin otetaan huomioon sijoittajat ja rahoitusmarkkinat, ja pyritään varmistamaan, että kaupankäynnin lopettamisella ei aiheuta merkittävää haittaa. Liikkeenlaskijan tulee järjestettävä tilaisuus tulla kuuluksi ennen listalta poistamis-päätöksen tekemistä. Jos liikkeenlaskijan hakemus tai pörssin päätös poistaa arvopaperi pörssilistalta on tästä tehty päätös tuotava Finanssivalvonnan käsiteltäväksi 30 päivän kuluessa päätöksestä. (Pörssin säännöt 2013.)

Syitä ja motivaatioita listautua pörssiin tai vaihtoehtoiselle kauppapaikalle on tutkittu Kaisa Perttulin Pro gradu -tutkielmassa Monenkeskinen kauppapaikka vaihtoehtona pörssilistalle - Empiirinen analyysi yritysten motiiveista hakeutua First North -kauppapaikalle (Tampereen Yliopisto 2012). Perttulin tutkielma jakoi listautumisen motiiveiksi hakeutua monenkeskiseen kauppapaikkana toimivaan First Northiin yritys-kohtaisiin listautumismotiiveihin, omistajakohtaiseen ja omistajuuteen liittyviin listautumismotiiveihin ja yrityksen ulkopuolisiin listautumismotiiveihin, joita tutkielman otosyrityksistä ei kukaan raportoi. (Perttuli 2013.)

First Northin kauppapaikalle hakeutuneiden yritysten tärkeimmiksi tekijöiksi osoittautuivat yrityskohtaiset listautumismotiivit. Tärkeimmiksi motiiveiksi listautua First North -kauppapaikalle ovat rahoitustarve, imagohyöty ja tunnettuuden lisääminen, vaihdanta-paikan ja markkina-arvon luominen, yrityskauppojen ja muiden järjestelyjen helpottaminen sekä monipuolisemmat ja vaihtoehtoiset rahoituslähteet. First North -kauppapaikan erityispiirteiksi nousivat sen kautta siirtyminen pörssiin. Yritysten tavoitteena oli siirtyä Nasdaq OMX Nordic Stockholmin päälistalle tai muulle kansainväliselle arvopaperipörssille 1-5 vuoden aikavälillä. Toinen keskeinen piirre oli käyttöpääomatarve, joka vahvistui ja toi yhtiöihin lisää käyttöpääomaa. Kolmantena erityispiirteenä on rahoitustarve hallinto- ja henkilöstöasioissa. Yrityksen halusivat parantaa ja lisätä tarvittavaa ammattitaitoa yrityksessään, jotta liiketoimintaa voisi toimia korkealaatuisempaan. (Perttuli 2013.)

Jonna Taskila on kirjoittanut opinnäytetyön Pienen ohjelmistoyrityksen pörssilistautumisen haasteet ja mahdollisuudet - Case Sparecom Oyj Jyväskylän Ammattikorkeakoululle, jossa tutkimuskohteena oli pienyritys ja tämän yrityksen mahdollinen pörssilistautuminen, ja kuvailla tämän kannattavuutta ja tuomaa lisäarvoa. Tutkimuksessa myös vertailtiin First Northia ja NASDAQ Capital Marketia keskenään. (Taskila 2008.)

Pörssilistautuminen todettiin Taskilan työssä yrityksen kannalta hyväksi valinnaksi, koska yritys täytti molempien markkinapaikkojen yleiset listautumisvaatimukset. Hyödyiksi työssä pörssilistautumisesta luettiin First North -kauppapaikan kotimaisuus, jolloin listautuminen todettiin helpommaksi ja vähemmän aikaa ja rahaa vieväksi vaihtoehdoksi. NASDAQ Capital Marketsin viehättävyys taas on siinä, että ollessaan suurempi ja kuuluisampi markkinapaikka, se pystyy houkuttelemaan enemmän kansainvälisiä sijoittajia ja tarjoaa näin enemmän lisäarvoa sen valinneille yrityksille. (Taskila 2008.)

4 Vaihtoehtoiset kauppapaikat Suomessa

4.1 Privanet Pankkiiriliike

Privanet Pankkiiriliike Oy on sijoituspalveluritys, joka on perustettu vuonna 2000. Yhtiön toiminta keskittyy listaamattomien yhtiöiden ympärille ja erityisesti osakevälitystoiminnan osalta. Privanetin markkinapaikalla vaihdetaan useita kotimaisten pienten ja keskisuurten yritysten osakkeita, joista Privanet ylläpitää päälistan osakkeista kattavaa yhtiökatsausta ja analyysipalvelua. (Privanet 2014.) Yritys on ainoa kotimaisilla markkinoilla toimiva toimija, joka on keskittynyt listaamattomien yritysten osakkeiden välitykseen.

Privanetin tarkoituksena on yhdistää yritysten ja sijoittajien tavoitteet tarjoamalla kasvuyrityksille jatkuvan rahoituskanavan ja sijoituskohteita. Asiakkailla on mahdollisuus ostaa ja myydä useiden yritysten osakkeita ja tutustua yrityksiin Privanetin kautta. (Privanet 2014.)

Yrityksen Internet-sivuilla on Päälista, muutamia yrityksiä toimialan mukaan, sekä muut toimeksiannot lista. Päälistan yrityksistä löytyy kattavaa tietoa, puolivuositain tehtävät analyysit sekä useat tarjoustasot. Toimialan mukaan luetelluista yrityksistä löytyy yksittäiset osto- ja myyntitasot, viimeisin noteeraus sekä muutamia tunnuslukuja. Muut toimeksiannot -listalta löytyy yksittäiset osto- ja myyntitarjoukset osakkeiden kohdalta.

4.2 Muut toimijat

Muut kotimaisia listaamattomien yritysten osakkeita välittävät yritykset harjoittavat tätä toimintaa lähinnä muun toiminnan ohella. Tällaisia yrityksiä ovat esimerkiksi FIM Pankkiiriliike sekä Norjasta lähtöisin oleva Pareto. Tällaisten yritysten ydintoiminta koostuu yleensä varainhoidosta ja siihen liittyvistä palveluista. (Lehtimäki 2013.)

FIM Pankkiiriliikkeen kautta asiakas voi ostaa ja myydä myös listaamattomia osakkeita. FIM on valinnut listaamattomien osakkeiden listalle yrityksiä, joiden osakkeilla tai osuuksilla käydään aktiivisesti kauppaa. Kauppapaikka välittää myös listansa ulkopuolella olevia osakkeita. FIM:n mukaan noteeraussivun hinnat ovat vain suuntaa-antavia, ja hinnan voi tarkistaa meklarilta. FIM:n listaamattomien osakkeiden listalla on viiden

yrittäjien osakkeiden myynti- ja ostotasot sekä yritysten tunnuslukuja. Listalla ei ole noteeraustietoja. (FIM 2014.)

Kotimaisilla markkinoilla toimii myös jonkun verran yksittäisiä yrittäjiä, jotka ovat keskittyneet listaamattomien osakkeiden ostamiseen ja myymiseen. Näiden toimijoiden ja yllä mainittujen pankkiiriliikkeiden ero on se, että pankkiiriliikkeet välittävät osakkeita, kun nämä toimijat ostavat osakkeita itselleen ja myyvät niitä itseltään. Näin heitä ei voida pitää varsinaisesti osakevälittäjänä, vaan ostajina ja myyjinä. (Lehtimäki 2013.)

4.3 Vaihtoehtoiselle kauppapaikalle hakeutuminen

Listaaamattomille arvopaperimarkkinoille hakeutumista käsittelevää objektiivisille pohjalte tehtyä ja yleisesti kattavaa teosta ei ole tehty ennen tätä tutkimusta. Tutkimuksessa pyrimme selvittämään miten vaihtoehtoiselle kauppapaikalle, tässä tapauksessa Privatnet Pankkiiriliikkeen listalle, hakeutuminen onnistuu, ja mitä se vaatii yritykseltä.

Laki ei määritä puitteita vaihtoehtoisen kauppapaikan listalle hakeutumiselle. Vaihtoehtoiset kauppapaikat ovat itsenäisiä sijoituspalveluyrityksiä, joiden asemaa tai palveluita yhteiskunnassa ei ole määritelty samalla tavalla kuin pörssin. Periaatteessa vaihtoehtoiset kauppapaikat voivat halutessaan ottaa minkä tahansa yrityksen osakkeen listalensa vaihdettavaksi. Käytännössä kuitenkin yrityksen johdon kanssa keskustellaan listalle lisäämisestä, ja listalle pääseviä yrityksiä rajoittavat kauppapaikkojen säännöt. (Lehtimäki 2013.)

5 Tutkimuksen toteutus

5.1 Kvalitatiivinen tutkimus

Tehtäessä kvalitatiivista tutkimusta analyysi pääpaino on mielipiteiden sekä niiden syiden ja seurausten syväluotauksessa. Kvalitatiivisessa tutkimuksessa keskitytään johtopäätösten tekemiseen haastatteluihin ja ryhmäkeskusteluihin pohjautuvasta aineistosta. Kvalitatiivinen markkinatutkimus vastaa kysymyksiin mitä, miksi ja kuinka. Tutkimuksen luonne on tällöin kuvailevaa, diagnosoivaa, arvioivaa ja luovaa. (Taloustutkimus 2013.)

Kvalitatiivisen tutkimukseen on valittu haastatteluihin henkilöitä, jotka työskentelevät Helsingin Pörssin yhteydessä tai ovat edustajia yhtiöistä, jotka ovat harkinneet listautumista Pörssin päälistalle tai vaihtoehtoiselle markkinapaikalle. Kvalitatiivinen markkinatutkimus sopii parhaiten, koska se vastaa kysymyksiin: mitä (listautuminen), miksi (hyödy ja haitat eli haastattelujen teemat) ja kuinka (Helsingin päälistalle vai vaihtoehtoiselle markkinapaikalle).

Hirsjärvi, Remes ja Sajarvaara (1997) luokittelevat kvalitatiivisen tutkimuksen seitsemään tyyppilliseen piirteeseen ja näiden mukaan työn haastattelut tehdään;

- Tutkimus on luonteeltaan kokonaisvaltaista tiedon hankintaa, ja aineisto koostuu luonnollisissa, todellisissa tilanteissa.
- Suositetaan ihmistä tiedon keruun instrumenttina.
- Käytetään induktiivista analyysia.
- Laadullisten metodien käyttö aineiston hankinnassa.
- Valitaan kohdejoukko tarkoituksenmukaisesti, ei satunnaisotoksen menetelmää käyttäen.
- Tutkimussuunnitelma muotoutuu tutkimuksen edetessä
- Käsitellään tapauksia ainutlaatuisina ja tulkitaan aineistoa sen mukaisesti.

(Hirsjärvi & Remes & Sajavaara 1997, 164.)

5.2 Teemahaastattelu tutkimusmenetelmänä

Hirsjärvi, Remes ja Sajavaara (1997) esittelevät erilaista tutkimustyyppiä, joita yhdistää samat aineistonkeruu menetelmät. Menetelmiä kutsutaan aineistonkeruun perusmenetelmiksi: ”koska ne ovat niin tunnettuja, käytettyjä ja yhteisiä monissa lähestymistavoissa ja tutkimusotteissa. Nämä perusmenetelmät ovat kysely, haastattelu, havainnointi ja dokumenttien käyttö.” (Hirsjärvi ym. 1997, 191 - 192.)

Aineistonkeruu menetelmänä työssä käytetään haastattelua, jonka tekemisen suurimpana etuna pidetään yleensä joustavuutta aineistoa kerätessä ja tilanteissa jolloin kysymyksessä on vähän kartoitettu, tuntematon alue. Tutkijan on vaikea tietää etukäteen vastauksen suuntia. (Hirsjärvi ym. 1997, 204-205.)

Opinnäytetyössä tullaan käyttämään tutkimushaastattelun tyyppinä teemahaastattelua. Tilanteessa, jossa tehtävän haastattelun aihepiirit eli teema-alueet ovat tiedossa, mutta kysymysten tarkka muoto ja järjestys puuttuvat (Hirsjärvi ym.1997, 208.), kutsutaan teemahaastatteluksi, joka on lomake- ja avoimen haastattelun välimuoto.

Teemahaastattelun etuna on se, että se ei sido haastattelua tiettyyn leiriin, kvalitatiiviseen tai kvantitatiiviseen, eikä se ota kantaa haastattelukertojen määrään tai siihen, miten ”syvälle” aiheen käsittelyssä mennään (Hirsjärvi & Hurme 2008, 48.) Teemahaastattelun nimi kertoo siitä, mikä tässä haastattelussa on kaikkein oleellisinta eli tehdä kattava selitys käytettäväksi yrityksille, jotka harkitsevat listautumista. (Hirsjärvi & Hurme 2008, 48.)

Hirsjärven ja Hurmen mukaan strukturoidun haastattelun suurimpana vaikeutena on haastattelulomakkeen tekemisessä ja kysymysten muotoilussa. (Hirsjärvi & Hurme 2008, 45.) Teemahaastattelu eli puolistrukturoitu menetelmä mahdollistaa haastattelun tekovaiheessa vapaammin käytävän keskustelun ja tuo uusia ja haastateltavista riippuvia vastauksia, siitä huolimatta, että kysymykset ja kysymysten muoto ovat kaikille haastateltaville samat. Haastateltavista riippuva vastaus antaa tutkimuksen tekijöille laajemman/kattavamman otoksen aiheesta, kun haastateltavat kertovat oman subjektiivisen kokemuksen listautumisesta.

5.3 Tutkimuksen reliabiliteetti ja validiteetti

Tutkimuksen tarkoituksena on välttää virheiden syntymistä ja pyritään luotettavaan raportointiin teemahaastattelujen pohjalta. Valitsemalla tutkimuskohteiksi Helsingin Pörssissä toimivia henkilöitä, Privanetin toimitusjohtaja ja yhtiöitä, joille listautuminen on ajankohtaista, toivottavasti saadaan lukijalle annettua riittävästi tietoa. Tutkimuksen laatua ja luotettavuutta voidaan arvioida tarkemmin käsitteillä reliabiliteetti ja validius.

Tutkimuksen reliabelius tarkoittaa mittaustulosten toistettavuutta. Mittauksen tai tutkimuksen reliabelius tarkoittaa siis sen kykyä antaa ei-sattumanvaraisia tuloksia. Tutkimuksen toinen arviointiin liittyvä käsite on validius eli pätevyys tarkoittaa mittarin tai tutkimusmenetelmän kykyä mitata juuri sitä, mitä on tarkoituskin mitata. (Hirsjärvi ym. 1997, 231.)

Haastattelujen pohjalta listautumisen päämotiivit yrityksille toivottavasti tulevat esiin ja ovat yhdenmukaisia, siitä huolimatta että tutkimuksen otoskoko on pieni. Mahdollisuus tehdä enemmän haastatteluja tutkimusta varten olisi lisännyt tiedon määrään ja näin tehdystä tutkimuksesta olisi tullut vakuuttavampi.

5.4 Aineiston keräys ja käsittely

Teemahaastatteluihin halutuille henkilöille lähetettiin sähköpostitse haastattelupyyntö. Haastattelupyynnössä emme lähettäneet kysymyksiä mukaan vaan kerroimme vertailevamme erikokoisia osakkeiden kauppapaikkojen palveluja, sekä pohdimme pörssiin tai vaihtoehtoiselle kauppapaikalle listautumisvaihtoehtoja yrityksen näkökulmasta. Kukaan haastateltavista ei myöskään pyytänyt etukäteen kysymyksiä nähtäväksi. Pyynnöstä ilmeni myös keitä haastattelun tekijät ovat ja kuinka kauan haastattelu tulisi arviolta kestämään.

Jokainen haastattelu toteutettiin haastateltavien yritysten tiloissa, neuvotteluhuoneissa. Pörssin ja First Northin edustajat haastateltiin Pörssitalossa, Privanetin edustajaa haastateltiin Privanetin toimistolla Bulevardilla, ja Nokian Panimon edustajan haastattelu tehtiin Evli Bankin tiloissa Aleksanterinkadulla. Orava Asuntorahastot Oyj:n Jouni Torasvirran haastattelu käytiin yrityksen tiloissa Helsingin Katajanokalla. Siili Solutions talousjohtaja Samuli Siljamäki ehti antamaan haastattelun Kampin toimitiloissa.

Toteutimme haastattelut keväällä 2014 ja jokainen haastattelu suoritettiin parihaastatteluina, jossa toinen haastattelija toimi haastattelun johtajana ja keskustelun viejänä kun toinen teki muistiinpanoja. Lisäksi nauhoitimme kaikki haastattelut. Haastatteluissa käytettiin kahta eri nauhuria varmuuden vuoksi, ja turvataksemme haastattelujen tallentumisen. Nauhurien käyttöön kysyimme haastateltavien lupaa. Haastattelun muistiinpanojen tekijä havainnoi haastattelun kulkua ja yleistä ilmapiiriä, mutta samalla antoi tukea päähaastattelijalle. Haastattelun alussa esiteltiin tutkimuksen aihe uudestaan ja annettiin pääaiheet kysymyksistä; minkälaisia asioita tulisimme haastateltavalta kysymään.

Haastattelukysymykset on jaettu kahteen kysymyssarjaan. Toinen sarja on tarkoitettu kauppapaikkoina toimiville yhtiöille, toinen kullakin listalla olevan yrityksen edustajalle. Kysymysten erilaisuus johtuu haastateltavien edustamien tahon roolieroista työmme aihealueella. Kyselomake muodostui ”haitat ja hyödyt” -teemoihin.

Haastattelutilanteet kestivät 15 minuutista puoleen tuntiin. Pyrimme pitämään haastattelut ja ilmapiirin kevyinä, jotta saisimme haastateltavat rentoutumaan ja puhumaan avoimesti. ”Päähaastattelija” vei keskustelua haastattelutilanteissa. Emme halunneet rajata keskustelua teema-alueita suuremmin, ja tästä johtuen haastatteluissa puhuttiin myös ennalta mietittyjen aihealueiden vierestä. Kaikki haastateltavat antoivat kattavia vastauksia. Yhdessä tapauksessa saimme lisämateriaalia yhtiöesitteen muodossa, ja sen kautta saimme myös yhden haastateltavan lisää tutkimukseemme. Lisäksi lisämateriaalia saimme sähköpostitse First Northin ja päämarkkinan tilastoista.

Haastattelujen läpikäynti aloitettiin jo heti niiden suorittamisen jälkeen ja keskustelimme haastattelun kulusta ja ilmapiiristä. Miten vastaukset auttaisivat meitä tutkimuksesamme ja miten haastateltava oli käyttänyt ja reagoinut kysymyksiin. Nauhoitukset käytiin läpi lähipäivinä ja kirjoitettiin auki. Tämän tarkoituksena oli auttaa tutkimuksen tulkintaa ja johtopäätöksen tekoa. Myös puhtaaksi kirjoitettua versiota vertailtiin haastattelujen aikana tehtyihin muistiinpanoihin.

Kaikki haastattelutilanteet sujuivat hyvin ja mitään ongelmia ei syntynyt niin nauhoitusten tai haastateltavien kanssa. Kaikki haastateltavat olivat erittäin halukkaita kertomaan yritystensä historiasta ja alkutaipaleesta ennen listautumista. Muutaman haastattelun yhteydessä saimme myös tutustua yritysten toimitiloihin ja nähdä miten jokapäiväinen työskentely heillä sujui. Saimme kyselyä työmme valmistumisajankohdasta ja lupasimme lähettää halukkaille valmiin työmme. Lähetimme myös haastattelujen jälkeen vielä kiitosviestin sähköpostitse, jossa kiitimme ja arvostimme kovasti mahdollisuutta päästä haastattelemaan tutkimuksessa käytettäviä yrityksiä.

5.5 Tutkimuskohteiden edustajien esittely

Lauri Rosendahl on Nasdaq OMX Helsingin, eli Helsingin Pörssin, toimitusjohtaja. Lisäksi hän vastaa Nasdaq OMX:n pohjoismaisten pörssien osake- ja johdannaiskaupasta nimikkeellä Senior Vice President, Head of Equities & Derivatives, Transaction Services Nordic. Helsingin pörssin johtajana Rosendahl on ehdottomasti yksi maamme pätevimmistä ihmisistä kertomaan pörssin toiminnasta, ja puhumaan Helsingin pörssin edustajana.

Minna Korpi on ollut mukana perustamassa Nasdaq OMX First North Finlandia, eli lyhyesti Suomen First North markkinapaikkaa. Korpi toimii Helsingin Pörssissä listayhtiöiden asiakasvastaavana ja tukee uusia yhtiöitä listausprosessissa. Korven asiantuntemus First Northin palveluista sekä toiminnasta perustuu varsinkin mukanaoloon alusta asti, ja näin ollen hän on ehdottoman pätevä First North Finlandin edustaja tutkimuksessamme.

Kimmo Lönmark on Privanet Pankkiiriliikkeen toimitusjohtaja. Pankkiiriliikkeen toimitusjohtajan roolissa hän on ehdottomasti pätevin henkilö vastaamaan ja edustamaan Privanetiä tutkimuksessamme.

Tutkimukseen liittyen haastateltiin myös pörssin sekä vaihtoehtoisten kauppapaikkojen listoilla olevien yritysten johtohenkilöitä. Helsingin Pörssiin vuonna 2013 listautuneen Orava Rahastot Oyj:n toimitusjohtaja Jouni Torasvirta edustaa pörssiyhtiön johtoa. Torasvirta on myös aikanaan toiminut Helsingin Pörssin johtajana. Talousjohtaja Samuli Siljamäki edustaa vuonna 2013 First North Finland:iin listautunutta Siili Solutions Oyj:tä. Lisäksi haastateltiin Privanetin listalla olevan Nokian Panimon pääomistajaa Henrik Andersinia.

6 Tutkimuksen tulokset

6.1 Nasdaq OMX Helsinki – Lauri Rosendahl

Listautumisen perinteinen lähtökohta on, että ollaan hakemassa jotain uutta strategista suuntaa yhtiölle, kuten kansainvälistymistä tai laajentamista uudelle alueelle. Uusiin strategioihin liittyvät investoinnit vaativat useimmiten rahoitusta. Tämän orgaaniseen kehitykseen perustuvan perinteisen mallin vuoksi tapahtuu noin 2/3 maailman listautumisista. Muita syitä ovat muun muassa yhtiön- sekä brändin näkyvyys. Julkiseksi yhtiöksi kehittyminen on luonnollinen kehityskaari yhtiölle kuin yhtiölle, kun se kasvaa tietyn kokoiseksi.

Arviot listautumisen kokonaiskustannuksista vaihtelevat. Listautumiseen liittyy ensin kertakustannus, joka voi vaihdella sadantuhannen ja miljoonan euron välillä. Kertakustannus on yleensä sisällytetty listautumisen yhteydessä kerättävään pääomaan. Jatku-

vat kustannukset vaihtelevat myös hieman näkökannasta riippuen. Pörssiyhtiöiltä kysyttäessä useat sanovat, että listautumisessa ei ole jatkuvaa kulua, koska ne asiat mitkä listautumiseen liittyvät, pitäisi tehdä joka tapauksessa. Jotkut voivat sanoa, että pelkästään sääntelyn velvollisuuksiin vastaavan hallinnollisen koneiston ylläpitämiseen voi mennä jopa miljoona euroa vuodessa.

Yhtiön listautumisen harkitseminen yhtiön elinkaareen nähden vaihtelee yhtiöittäin ja jopa toimialoittain. Perinteisesti on niin, että pääomaintensiiviset toimialat, kuten kaivostoiminta, listautuvat pörssiin aika nuorena. Toisessa ääripäässä ovat esimerkiksi modernin talouden pelialan yritykset. Yritykset toimivat jo pienillä investoinneilla, ja siksi ne voivat listautua paljon myöhemmin. Tällaisia ovat olleet esimerkiksi Facebook ja Google, jotka listautuivat kohtuullisen myöhään elinkaareensa nähden, vaikka olivat suuria globaaleita yhtiöitä.

Helsingin Pörssin säännöt sääntelevät tarkasti mitä yrityksiltä vaaditaan listautumiseen. Pörssillä on olemassa hyvin selvä sapluuna siitä mitkä kriteerit pitää täyttää, ja kaikki yhtiöt jotka täyttävät listautumisen kriteerit, saavat listautua. Pörssi ottaa toki kaikki halukkaat listautujat vastaan, ja auttaa heitä täyttämään kriteerit kun he haluavat listautua. Tämä on luonnollista, sillä Helsingin pörssin tehtävä on myydä listautumista. Samalla pörssin yhteiskunnallinen tehtävä on auttaa ja huolehtia siitä, että yritykset ymmärtävät, että kasvurahoitusta voi saada ja niille on olemassa markkinat kasvun rahoittamiseksi.

Rosendahl mainitsee vielä, kuinka yritysjohtot usein unohtavat sen kasvurahoitukseen liittyvän seikan, että pörssiyhtiöllä on listautumisen jälkeen laaja omistajakunta jonka puoleen kääntyä uusienkin pääomatarpeiden kohdalla. Tämä toimii myös kriisitilanteissa, ja tätä mahdollisuutta yksityisyrittäjillä ei aina ole.

6.2 Nasdaq OMX First North Finland – Minna Korpi

First North tarjoaa samoja mahdollisuuksia kuin Pörssin päälista. First Northissa käydään kauppaa samalla alustalla, ja näin kaikki sijoittajat pääsevät käsiksi First North osakkeisiin ja kaikki välittäjät pääsevät käymään kauppaa. First Northissa on kevyemmät velvoitteet kuin Pörssin päälistalla. Yhtiöiden ei tarvitse tehdä IFRS -tilinpäätöstä vaan he voivat tehdä tilinpäätöksen suomalaisen tilinpäätöskäytännön mukaisesti. Yh-

tiöllä ei tarvitse olla toimintahistoriaa, eikä tarvitse raportoida kuin kaksi kertaa vuodessa. Yrityksellä tulee olla vähintään sata osakkeenomistajaa ja osakkeista 10 % pitää olla ulkona yleisön hallussa. Osakemäärällisesti ei ole rajoitteita. Pörssin päälisalla on minimivaatimus, että yrityksen markkina-arvon pitää olla vähintään miljoona euroa, First Northissa ei ole alarajaa.

Rekisteröinti First Northin päälisalle yhtiön sinne hakiessa maksaa 5400 euroa ja vuosimaksu on minimissään 5600 euroa ja maksimissaan noin 39 000 euroa. Muita kustannuksia saattaa tulla arvo-osuusjärjestelmään rekisteröitymisestä, ja mahdollisista uusista työntekijöistä esimerkiksi sijoittajasuhteiden hoitoa varten. Monet yhtiöt ovat arvioineet, että jatkuvat kustannukset olisivat yhteensä noin 50 000 euroa vuodessa, eli kuitenkin merkittävästi pienemmät kuin pörssin päälisalla.

Eräs First Northin tarkoitus on kasvattaa yrityksiä Pörssin päälisalle. Velvollisuuksien ollessa pienemmät, siellä voi ikään kuin harjoitella listalla oloa ja jatkaa myöhemmin päälisalle. First Northissa nähdään vaihtoehtoiset kauppapaikat ja joukkorahoituskanavat aiempina askeleina rahoituspolulla. Yritys voi esimerkiksi hakea aluksi omaa joukkorahoituksen kautta, siirtyä sitten Privanetiin kaupankäynnin kohteeksi, kunnes kasvaessaan listautuu First Northiin ja edelleen päälisalle.

First North toimii pohjoismaissa, ja siellä on tällä hetkellä 137 yhtiötä. Näistä yhtiöistä vain neljä on Suomessa ja suurin osa Ruotsissa. Vuoden 2013 aikana 16 yhtiötä listautui Ruotsissa, yksi Suomessa ja yksi Tanskassa. Lisäksi jo 30 Ruotsin aiemmin First Northin yhtiötä on sittemmin listautunut päälisalle. Ruotsi on listautumisissa merkittäväsi edellä, vaikka markkinapaikka, säännöt ja vaatimukset ovat samat. Ero tulee pääosin siitä, että Ruotsissa on enemmän kasvuhaluukkaita yhtiöitä. Suomen First Northissa uskotaan, että meilläkin riittää tällaisen tahtotilan omaavia yrityksiä, mutta ne pitää vain saada listautumaan.

Riippuu paljon yhtiöstä milloin kannattaa harkita listautumista First Northiin. Jos idea on hyvä ja haluaa kerätä siihen rahaa, voi periaatteessa listautua pelkällä liiketoimintasuunnitelmalla. Suomessa ei ole nähty tällaisia alkuvaiheen listautumisia. Yleensä First Northiin listaudutaan siinä vaiheessa, kun liiketoiminta on vakiintunutta ja yhtiö tarvitsee lisää rahoitusta ja on valmis hajauttamaan omistusta. First Northiin haluttaisiin kasvavia yhtiöitä, joilla on halu kasvaa ja kansainvälistyä ja kerätä siihen varoja listauksen kautta. Suomen First Northiin kaivataan vahvoja brändejä, sillä nämä on helpompi

myydä ja markkinapaikalle saataisiin näkyvyyttä. Muita toivottuja kriteereitä on, että yritys tekisi voittoa.

Suomalaiset yhtiöt pelkäävät listautumisen jälkeisiä velvoitteita turhankin paljon, koska ne eivät ole kummoisia First Northissa. Yrityksillä saattaa olla mielikuva että se on vaikeaa ja kallista. Suomessa yhtiön listautuessa saa helposti negatiivista julkisuutta, ja median vastaanotto voisi olla positiivisempaa ja kannustavampaa näille pienille kasvaville yhtiöille

6.3 Privanet Pankkiiriliike – Kimmo Lönnmark

Privanetissa yritys saa näkyvyyttä ja mahdollisesti uusia sijoittajia. Privanetin kautta pystyy kertomaan sijoittajakunnallensa yrityksen tulevaisuuden näkymistä. Sijoittajat, eli yrityksen omistajat, useimmiten haluavat että osakkeelle olisi jälkimarkkinapaikka. Tämä antaa sijoittajille mahdollisuuden päästä tarvittaessa eroon osakkeista, ja samoin avaa ovia uusille sijoittajille. Privanet tuottaa analyysit päälisansa yrityksistä puolivuositain, järjestää sijoittajatilaisuuksia, joissa yritysjohto pääsee kertomaan näkymistään omistajille ja sijoittajille, sekä toimii informaatiokanavana yritysten ja sijoittajien välillä. Privanet voi myös toimia hyväksyttynä neuvonantajana First Northiin listautumisessa.

Privanetin listalle hakeutumisesta ei lähtökohtaisesti veloiteta, jos yrityksen osakkeilla käydään sovitun koejakson aikana tarpeeksi kauppaa. Jos kaupankäynti on olematonta, listalla olosta voidaan veloittaa muutamia tuhansia euroja vuodessa. Yrityksen osakkeiden tulee olla vapaasti vaihdettavissa, eli ainakin yrityksen omistajien on oltava valmiita luopumaan edes jostain määrästä osakkeitaan. Tämä luo osaltaan haasteita, jos yritys kannattaa turhan hyvin: miksi omistaja luopuisi kultamunia munivasta kassastaan.

Lähtökohtaisesti Privanetin ajatuksena on ollut se, että listalle hakeutuvat yritykset ovat elinkelpoisia ja tulosta tekeviä ja pystyvät maksamaan osinkoa. Tällöin Privanetin sijoittajakunta pystyy luottamaan siihen, että ne ovat hyvälaatuisia yrityksiä. On myös toivottavaa, että yrityksellä olisi jonkinlaista historiaa takanaan, jos se hakeutuu Privanetin päälisalle. Lisäksi päälisalle hakeutuvalle yritykselle olisi eduksi, jos se olisi jo mahdollisimman tunnettu ennestään. Sijoittajat tekevät usein tunnepohjaisia päätöksiä, jolloin tunnetut yritykset ovat suoraan houkuttelevia sijoituskohteita, kun sijoittaja tietää niistä

jo jotain ilman erillistä tutustumista. Yritysten toimiala ei rajoita listalle hakeutumista. Privanet nimenomaan toivoo, että listalle hakeutuisi yrityksiä mahdollisimman paljon eri toimialoilta. Tällä hetkellä päälistan toimialatarjonta on vielä hieman suppeaa.

Privanet on myös lisäämässä listoilleen startup-yrityksiä. Kevään 2014 aikana Privanet ja joukkorahoituspalvelu Invesdor solmivat yhteistyösopimuksen, jossa Privanet järjestää jälkimarkkinapaikan Invesdorin kautta rahoitusta saaneille startup-yrityksille. Lönnmark mainitsee myös, että Privanetiin listautuessa mahdollinen osakeanti voisi olla väliltä 2 – 10 miljoonaa euroa.

6.4 Orava Asuntorahasto Oyj – Jouni Torasvirta

Orava Asuntorahasto Oyj listautui Helsingin pörssiin lokakuussa 2013. Yrityksen listautumisen pääsyitä oli kolme: pörssi jakelutienä, kansainvälisten sijoittajien mukaan saanti, sekä verotehokkuus.

Pörssi on ylivoimainen jakelutie yksityiseen sijoittajakuntaan. Orava Asuntorahasto Oyj on REIT-muotoinen asuntosijoitusrahasto, joka haluaa tarjota asuntosijoittamista yksityiselle sijoittajakunnalle jo pienemmällä sijoituksella. Perinteisesti asuntosijoittamiseen tarvitaan korkea alkupääoma, jotta voi ostaa asunnon. REIT-asuntosijoitusrahaston kautta yksityiset sijoittajat pääsevät asuntosijoittamaan ostamalla Oravan osakkeita, ja tähän Helsingin pörssi on ylivoimainen jakelukanava Suomessa. Kansainvälisiä sijoittajia on Suomen yksityisasuntomarkkinoilla vain vähän. Toimitilapuolella markkinoillamme on jonkin verran kansainvälisiä sijoittajia, mutta yksityisasuntopuolella aiemmat kommandiittiyhtiömuotoiset sijoituskohteet eivät ole olleet houkuttelevia. Tarkoitus on tulevaisuudessa saada Orava Asuntorahasto kansainvälisiin kiinteistöindekseihin, ja sitä kautta saada suuretkin kansainväliset sijoittajat mukaan. Verohallituslain mukaan REIT-asuntosijoitusrahaston on listauduttava tietyllä aikavälillä sen perustamisesta. Lain tarkoituksena on, että tällaisen verovapaan instrumentin tulisi olla aidosti kenen tahansa ulottuvilla. Orava Asuntorahaston toiminta perustuu nimenomaan REIT-muotoon, ja tämän vuoksi listautuminen oli välttämätöntä.

Listautumisen jälkeen Orava Asuntorahaston sijoittajien määrä on kasvanut huomattavasti. Uusia sijoittajia on tullut noin 500 kuukaudessa, ja tämä on yritykselle todella tärkeää. Osakkeen likviditeetti on myös parantunut merkittävästi, ja tästä on osittain

kiittäminen markkinatakaajaa. Lisäksi yritys on saanut paljon näkyvyyttä. Oravan listautuminen oli ensimmäinen päälistan listautuminen seitsemään vuoteen, ja herätti jo siksi paljon kiinnostusta.

Torasvirran mukaan listautuminen ei ole edullista, listalla oleminen ei sen sijaan itsessään ole erityisen kallista. Suurimmat kustannuserät ovat annin järjestäminen, sen myynti, juridiset kustannukset, markkinointimateriaali sekä mainonta. Pörssissä oleminen operatiiviset kustannukset, eli säännösten noudattaminen, jatkuva tiedonantovelvollisuus, sisäpiirinsäännökset, hallinnon järjestäminen, hallitustyöskentely sekä suuret yhtiökokoukset ovat kuluja kerryttäviä vaatimuksia. Luonnollisesti yrityksessä osattiin odottaa näitä, mutta kun kokoa tulee lisää, vaatimuksetkin vievät enemmän resursseja.

Miksi Orava ei sitten listautunut pienempien vaatimusten First North -listalle? REIT-muodon verohuojennukseen First North -listautuminen olisi riittänyt, mutta Torasvirran mukaan oli kolme syytä, miksi valittiin suoraan päälista. Jo aiemmin mainittu jakelutien ylivoimaisuus, sillä vaikka välittäjät ovat samat, loppusijoittajille asia ei ole sama. Jotkut yksityissijoittajat eivät tunne First Northia, ja pitävät sitä vieraana. Jotkut kansainväliset sijoittajat eivät voi sääntöjensä puitteissa sijoittaa monenkeskisten kauppapaikkojen osakkeisiin. Lisäksi näkyvyys ja prestiisi päälistalla ovat eri luokkaa, muut yhtiöt ja sijoittajat pitävät arvokkaampana seikkana päälistalla oloa.

Torasvirta mainitsee vielä kuinka listautumisen ajoittaminen on harkittava tarkkaan. Sen valmistelut kestävät useita kuukausia, joten pörssisijoittajien kollektiivista mielentilaa on arvioitava jo kauas etukäteen. Syksyllä 2013 pörssissä oli hyvää kaupankäyntiä ja osakemarkkinat olivat vahvat, mikä auttoi Oravan listautumisessa. Jos jokin kansainvälinen, markkinoita painava, kriisi olisi puhjennut juuri listautumisen kynnyksellä, olisi se todennäköisesti sujunut huonommin.

6.5 Siili Solutions Oyj – Samuli Siljamäki

Siili Solutions Oyj listautui Suomen First Northiin lokakuussa 2012. Monelle yritykselle listautumisen pääsyy on uuden pääoman hankkiminen kasvua varten, mutta Siili listautui lähtökohtaisesti muista syistä. Vahvan kassan vuoksi listautumisanti oli verrattain pieni. Yrityksen talous on ollut vakavarainen koko olemassaolon ajan, ja se toimii asiantuntijabisneksessä kohderyhmänään Suomen top-500-yhtiöt. Liiketoiminnan luon-

teen vuoksi asiakkaan luottamus ja mielikuva yrityksestä ovat erittäin tärkeitä. Listattu yhtiö on luotettavampi, sen talous on varmemmin kunnossa ja sen jatkuvuus on todennäköisesti parempi. Listautumalla Siili asemoitui isompien kilpailijoidensa luokkaan.

Toinen painava syy listautumiseen oli näkyvyys. Näkyvyys on ilmaista mainosta yritykselle, mutta se on myös tärkeää rekrytoinnin kannalta. Siili toimii pääkaupunkiseudulla, ja siellä IT-alan tekijöistä on todella kova kysyntä. Pörssiyritys herättää työntekijämarkkinassa mielenkiintoa, ja lisää potentiaalisten tekijöiden tietoisuutta yrityksestä. Siili käyttää osakkeitaan myös työntekijöidensä sitouttamiseen, varsinkin yritysostojen yhteydessä.

Yritys valitsi First Northin siksi, että se on Siilin kokoiselle yritykselle heidän mielestään paras vaihtoehto. Pörssin päälistalle yritys on liian pieni, ja velvoitteet ovat tämän kokoluokan yritykselle vielä liian raskaat. Päälista ei vielä tässä kokoluokassa tuo tarpeeksi lisäarvoa kuluihin nähden. First North nähdään kuitenkin hyvänä askelmana kohti päälistaa, jonne Siilin on tavoite listautua vuoden 2016 loppuun mennessä, kun yritys on kasvanut tarpeeksi.

Siljamäen mukaan jos on olemassa hyvin toimiva yhtiö, jossa on kaikki kunnossa, niin listautuminen on vain projekti muiden joukossa. Yritysten mielikuva listautumisesta on turhankin iso ja haastava. Monia rahoitus- ja lakipuolen asiantuntijoita käyttäen projektin läpivienti oli verrattain nopeaa. Tätä auttoi myös se, että Siili oli jo pidempään valmistautunut listautumiseen, nyt piti vain tehdä tietyt asiat ja saattaa projekti maaliin.

Listautumisen kulupuoli oli vahvasti hahmoteltu Siilissä ennen listautumista. Listalla oleminen vaatii huomattavasti enemmän dokumentaatiota ja tiedottamista kuin yksityisissä yrityksissä, mutta kun pohjatyö on kunnossa, tämä tarkoittaa vain hieman lisää työtä. Yritysostot ja osingon maksu ovat vaatineet enemmän osapuolia kuin yksityisessä yrityksessä. Siljamäki näkee kuitenkin, että listautuminen on tuonut selvästi enemmän positiivista kuin negatiivista yritykselle.

6.6 Nokian Panimo Oy – Henrik Andersin

Nokian Panimon osakkeiden kaupankäynti Privanetissä aloitettiin syksyllä 2009. Osake on Privanetin muiden osakkeiden listalla. Yritys ei edes varsinaisesti hakeutunut listal-

le, vaan se lisättiin sinne osakkeiden fyysisen keräilyetsinnän aikoina. Suuri osa Panimon osakkeiden omistajista oli silloin, ja on vieläkin, ympäri maata asuvia pienomistajia. Lisäksi osa osakkeista oli jo vaihtanut omistajaa tai hävinnyt vuosien saatossa, ja siksi osakkeita ruvettiin etsimään. Joku omistajista oli pyytännyt Privanetiä säilyttämään osakkeitaan, ja silloin osakkeen noteeraus oli ilmestynyt listalle.

Osakkeella käydään kauppaa melko harvoin. Syy tähän Nokian Panimon näkemyksen mukaan on se, että pienellä ryhmällä on 80 % omistus osakkeista, ja pienomistajien omistuksen arvo on vain muutamien eurojen arvoinen, eikä sillä siksi kannata tehdä kauppaa. Listalla olon hyödyiksi Panimo näkee osakkeen hinnan jatkuvan päivittämisen, vaikkakin kaupankäynnin vähäisen määrän vuoksi hintatieto saattaa nopeasti vanheta. Toinen hyöty tulisi esille siinä vaiheessa, jos yritys hakee lisärahoitusta esimerkiksi osakeannin muodossa. Kuluja listalla olemisessa ei ole. Ainoa aihetta sivuava kuluerä oli vuonna 2013 alkanut osakkeiden arvo-osuustaminen, jonka kustannusarvio oli 100 000 euroa. Panimo julkistaa tuloksensa muutenkin kaksi kertaa vuodessa, joten siitä ei synny yritykselle lisäkuluja.

Andersinin mukaan Panimo ei halua listautua First Northiin, sillä listalla olon kulut olisivat liian suuret. Mahdollinen markkinatakaaja, hyväksytty neuvonantaja ja 50 000 euron vuosihinta ovat liikaa pienelle yhtiölle, jonka tuottavuus on muutenkin pientä. Jos Privanetin kaupankäynti osakkeella vilkastuisi, ja yritys saisi listan osakkeidensa tunnettuutta lisättyä nykyistä tehokkaammin, se voisi Andersinin mukaan jopa tehdä First Northin tarpeettomaksi.

7 Johtopäätökset

7.1 Privanetin vaihtoehtoiselle kauppapaikalle hakeutuminen

Privanet Pankkiiriliikkeen listoille voi hakeutua mikä tahansa yritys, joka on elinkelpoinen. Pienemmät, esimerkiksi joukkorahoituksen kautta juuri alkupääomansa saaneet, yritykset voivat hakeutua Startup-listalle, kun taas jo hieman historiaa omaavan suuremman yrityksen kannattaa pyrkiä Privanetin päällistalle. Listat kattavat siis juuri alkupääomansa saaneista yrityksistä jopa 200 miljoonan euron liikevaihdon omaaviin suuriin yrityksiin.

Jos yritys haluaa hakeutua Privanetin vaihtoehtoiselle kauppapaikalle, sen tulee varmistaa että tarvittava määrä osakkeita saadaan vaihtoon, ja että osakkeet ovat vaihdettavissa. Nämä osakkeet tulevat joko vanhoilta omistajilta, uudesta osakeannista tai omistus pohjaa on juuri laajennettu joukkorahoituksen avulla. Kasvurahoitusta hakiessa kyse on käytännössä aina osakeannista. Yrityksellä saattaa myös olla mahdollisesti jo erittäin levinnyt omistajapohja, jota halutaan hieman keskittää, tai pienomistajille halutaan antaa mahdollisuus realisoida osakkeensa. Kaikissa tapauksissa olennaista on kuitenkin se, että osaketta on tarpeeksi kierrossa. Muita vaatimuksia Privanetin kevyemmille listoille ei suoranaisesti ole. Jos yritys on hieman pidemmällä elinkaarensa, se voi hakeutua suoraan Privanetin päälistalle. Päälistalle vaaditaan osakkeiden vaihdettavuuden lisäksi hieman historiaa, positiivinen tulostilanne sekä vähintään puoli-vuosittaista viestintää yrityksen tilanteesta.

Privanetin tarjonnasta voidaan päätellä että se sopii aikaisimmillaan laajan omistus pohjan omaaville yrityksille, jotka ovat jo ohittaneet startup-vaiheen, eli saaneet alkurahoitusta joukkorahoituksen kautta. Tällöin Privanet toimii aluksi osakkeen jälkimarkkinapaikkana, ja myöhemmin auttaa kasvurahoituksen järjestämisessä esimerkiksi osakeannilla. Suuremmille yrityksille Privanet tarjoaa päälistansa palveluita, jotka ovat jo esiaste First Northiin ja Helsingin pörssiin. Privanetin päälistalla nyt olevista yrityksistä voidaan päätellä, että listalla olevalla yhtiöllä tulee olla joko vähintään 20 miljoonan euron liikevaihto, tai yhtiön substanssiarvon on oltava yli 100 miljoonan euron luokassa. Substanssiarvolla tarkoitetaan omistusten yhteenlaskettua arvoa. Päälistalle hakeutuessa ei myöskään ole pakko järjestää osakeantia, mutta se on usein järkevää, sillä näin saadaan yritykselle kasvurahoitusta samalla kun omistus pohjaa laajennetaan.

Listalle menosta ei synny suoria kuluja. Kuluja tulee osakeannin yhteydessä, tai jos yrityksen osakkeella ei käydä kauppaa tietyn ajanjakson aikana tarpeeksi. Jos yritys hakeutuu Privanetin päälistalle, lisäkuluja voi aiheutua tiedottamiseen liittyvistä velvollisuuksista. Useimmiten päälistalle hakeutuvat suuremmat yritykset tiedottavat jo vaatimusten mukaisesti ennen kuin edes harkitsevat listalle hakeutumista. Välillisiä kuluja saattaa syntyä osakeantien myötä, kun omistus pohja laajenee. Tällaisia kuluja ovat esimerkiksi kasvaneet yhtiökokous- ja osakasrekisterikulut.

Privanetin listalle kannattaa hakeutua, kun yritys tarvitsee uutta kasvupääomaa, haluaa näkyvyyttä, valmistautuu pidemmällä aikavälillä First North- tai pörssilistautumiseen, haluaa osakkeelleen noteerauksen markkinoilta, tai haluaa kerätä tai hajauttaa omis-

tuspohjaansa. Lisäksi yrityksen kannattaa tarkastaa että se täyttää listalle hakeutumisen kriteerit, jotta se saa listalle menosta kaiken mahdollisen hyödyn irti.

Privanet on yritykselle hyvä kasvurahoitusvaihtoehto sekä alkeellisempi pörssimuoto, josta saa pörssin hyödyt pienemmässä mittakaavassa. Tämä listamuoto onärkevin yrityksille, jotka ovat kooltaan startup-luokan jo ohittaneita, mutta eivät ole kuitenkaan vielä valmiita First Northin kuluihin ja vaatimuksiin. Mahdollisen osakeannin koon tulee olla 2 – 10 miljoonan euron välillä. On suositeltavaa että yrityksen tulosnäkymät ovat hyvät, ja että osakkeella tullaan käymään tarpeeksi kauppaa. Lisäksi Privanetin listalle kannattaa hakeutua jos yritys haluaa muokata omistuspohjaansa tiettyyn suuntaan.

7.2 First Northiin tai Helsingin pörssin päälistalle listautuminen

Helsingin pörssin päälistalle voivat hakea kaikki halukkaat listautujat. Pörssi auttaa listautujia täyttämään sen säännöissä vaadittavat kriteerit. Yritykset, jotka haluavat kansainvälistyä tai ovat laajentamassa toimintaansa uudelle alueelle, ovat halukkaampia listautumaan. Jos kuitenkin yritys on pienempi, eikä vielä mieti kansainvälisiä markkinoita tai haluaa toimia suomalaisella markkinapaikalla, on First North mahdollisestiärkevämpi vaihtoehto pörssin päälistalle.

First Northissa yritykset voivat kasvaa, harjoitella listalla oloa ja tulevaisuudessa myös siirtyä pörssin päälistalle. First Northiin halutaan kasvavia yrityksiä, ja kuten pörssin päälistalla, yrityksiä joilla on halua kansainvälistyä. First North toimii samalla markkinaalustalla kuin pörssin päälista, mutta sillä on kevyemmät vaatimukset esimerkiksi informaation julkistamisessa, ja juuri kevyempien vaatimuksien myötä First North nähdään houkuttelevampana markkinapaikkana pienemmille yrityksille.

Yrityksen tehtyä päätös listautumisesta Helsingin pörssin päälistalle, tehdään kirjallinen listalleottohakemus. Sen tulee sisältää selvitys kuluvan ja seuraavan tilikauden kehitysnäkymistä ja siitä on käytävä ilmi osakepääomasta ja äänivallasta 50 eniten omistavaa osakkeenomistajaa. Pörssin rekisteröintimaksu tulee maksaa ennen hakemusta. Tästä eteenpäin yritys rinnastetaan pörssiyhtiöön, jo ennen kuin päätös listalleottohakemuksen hyväksymisestä on tehty. Samalla yrityksen tulee noudattaa pörssin sääntöjä. Pörssin hyväksyessä listalleottohakemuksen, suoritetaan osakeanti. First Northin velvollisuuksien ollessa pienemmät verrattaessa pörssin päälistaan ei myös-

kään esivalmisteluja tarvitse tehdä yhtä paljon. Yrityksiltä ei vaadita IFRS tilipäätöstä eikä yrityksellä tarvitse olla toimintahistoriaa. First Northiin listautuvassa yrityksessä tulee olla vähintään sata osakkeenomistajaa, ja osakkeista 10 prosenttia pitää olla yleisön hallussa.

Listautumisprosessista tulee yrityksille kuluja. Varsinkin pörssin päälistalle hakeminen vaatii työtunteja ja varoja. Hinta-arviot pörssin päälistalle hakemisesta vaihtelevat hyvin paljon: sadasta tuhannesta eurosta miljoonaan euroon, ja nämä ovat vain arvioita. Pörssin päälistalla olemisesta syntyy jatkuvia kustannuksia. Näitä tulee pörssin säännöissä vaadittavista asioista, kuten tiedonantovelvollisuudesta ja standardien mukaisesta tilinpäätöksestä. Yrityksen hallinnollinen koneisto mahdollisesti kasvaa, ja siitä syntyvät kulut vaihtelevat yrityskohtaisesti.

First Northin jatkuvien kulujen arviot vaihtelevat yritysten mukaan. Arvioiden mukaan kulut ovat minimissään 5600 euroa ja maksimissaan noin 39 000 euroa. Rekisteröinti First Northiin maksaa 5400 euroa. Yrityksen hakiessa First Northiin sillä tulee olla First Northin kouluttama neuvonantaja jonka palkkaaminen tulee maksamaan yritykselle. Jos yrityksen osake ei ole arvo-osuusjärjestelmässä, sinne rekisteröitymisestä tulee maksu. First Northiin listautuessa yritys joutuu myös miettimään lisätyöntekijöiden palkkaamisesta hoitamaan sijoittajasuhteita. Molemmat listautumisvaihtoehdot tuovat yrityksille lisää kuluja, mutta First North on edullisuutensa vuoksi houkuttelevampi markkinapaikka pienemmille yrityksille.

Tärkein listautumisen motiivi First Northiin ja pörssin päälistalle on yrityksen kasvaneet rahoitustarpeet. Yritykset haluavat kasvaa ja kehittyä, jolloin listautuminen nähdään luonnollisena kehityksenä. Yrityksen koosta ja toimintavalmiudesta riippuu, kumpi vaihtoehtoista on parempi. Pienempi yritys voi harjoitella First Northissa listalla oloa kun taas suurempi, taloudellisesti vakaampi ja suurempi yritys, voi listautua suoraan pörssin päälistalle. First Northiin listautumisen hyvänä puolena on se, että kauppaa käydään samalla alustalla kuin pörssin päälistalla eli kaikki sijoittajat pääsevät käsiksi First Northissa oleviin osakkeisiin ja välittäjät pääsevät tekemään kauppaa.

First Northin kotimaisuus voidaan nähdä sen etuna, ja Suomen arvopaperimarkkinalain asettamat vaatimukset osakemarkkinoilla lisäävät luotettavuutta sitä kohtaan. Mahdollisuus siirtyä pörssin päälistalle First Northin kautta on tekijä jota yritykset varmasti miettivät, koska pörssin päälistan mahdollisuudet kansainväliseen rahoitukseen tuovat yri-

tyksille uusia mahdollisuuksia yrityksen toimintaan, ja lisäävät yrityksen käyttöpääomaa. Tällä käyttöpääomalla pystytään palkkaamaan vielä ammattitaitoisempia työntekijöitä ja kehittää yrityksen liiketoimintaa.

Jos yritys etsii kansainvälistä rahoitusta, pörssiin listautuminen on käytännössä pakollista. Helsingin pörssi on kansainvälisesti tunnettu arvopaperipörssi. Näin päälistalle listautuneen yrityksen tiedetään täyttävän markkinapaikan listautumisvaatimukset, ja kansainväliset sijoittajat voivat luotettavasti tehdä osakkeilla kauppaa. Listautuminen Helsingin pörssiin nostaa samalla yrityksen imagoa kun se toimii tunnetulla markkinapaikalla.

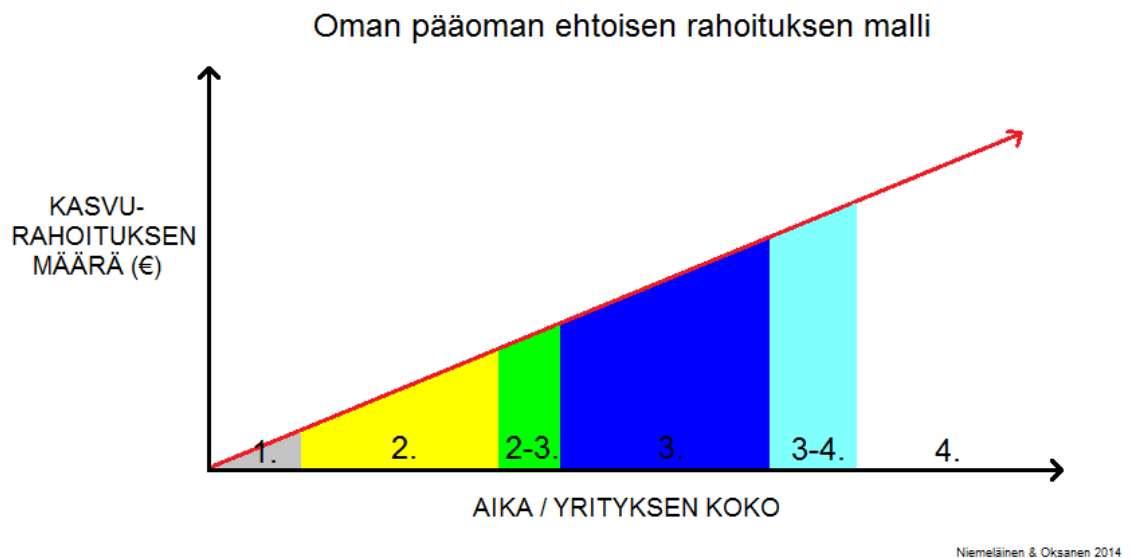
First Northiin ja pörssin päälistalle listautuminen tuo yrityksille lisää näkyvyyttä. Listautumiset kiinnostavat mediaa, ja ovat näin hyvää mainosta yritykselle. Imagohyöty yrityksille voi olla suurikin, ja tämä erottaa yrityksen oman alansa kilpailijoista. Yrityksen ollessa listautunut First Northiin, tai pörssin päälistalle, sen on helpompi saavuttaa uskottavuutta ja kilpailuetua muihin yrityksiin. Yrityksostojen tekeminen helpottuu ja myös omien työntekijöiden sitouttaminen osakkeilla on mahdollista.

Kumpi rahoituskanava sitten on yrityksen elinkaaren kannalta sille parempi vaihtoehto? Yrityksen rahoituksen tarve on listautumisen syy miltei kaikissa tapauksissa, mutta yritysten koko vaihtelee yhtiöittäin ja toimialoittain. On esimerkkejä globaaleista yhtiöistä jotka ovat toimineet pitkään, mutta ovat listautuneet elinkaareensa nähden paljon myöhemmin.

Listautuminen on hyvin yksityiskohtaista ja tapauskohtaista. First North on elinkaareen nähden hyvä yritykselle joka ei vielä mieti kansainvälisiä markkinoita, mutta pitkällä aikataulilla se on mahdollista. First North tarjoaa hyvän harjoittelupaikan ja luo yritykselle markkinapaikan, jossa yrityksen toiminta ja vaatimustaso kehittyy ja nousee. Helsingin pörssin päälista on yrityksille, joiden suunnitelmissa on kansainväliset markkinat ja sijoittajat. Yrityksen koko ja elinkaaren pituus eivät määrittele milloin yritysten on suosiollista listautua pörssin päälistalle. Rahoituskanavana se on paras vaihtoehto ja mahdollistaa suuremman näkyvyyden ja kaupankäynnin kuin First North.

7.3 Rahoitusmalli

Listautumisanti on hyvä keino oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimiseen. Oman pääoman kerääminen vahvistaa yhtiön tasetta ja rahoitusasemaa. Listautuminen tai listalle hakeutuminen mille tahansa mainituista listoista parantaa yrityksen mahdollisuuksia saada kerättyä oman pääoman ehtoista rahoitusta. Kuten tässä luvussa on tullut ilmi, yrityksen on erittäin todennäköistä päästä edes jollekin mainituista listoista, riippumatta kasvurahan tarpeesta tai yrityksen koosta. Rahoitustarpeen euromäärän kasvaessa listalle pääsyyn tulee kuitenkin enemmän kriteereitä ja velvollisuuksia. Myös listalla ollessa toimintaa valvotaan tarkemmin. Näihin tietoihin pohjaten muodostimme ”Oman pääoman ehtoisen rahoituksen kasvupolku” -mallin, jota kuvainnollista Kuvio 1.

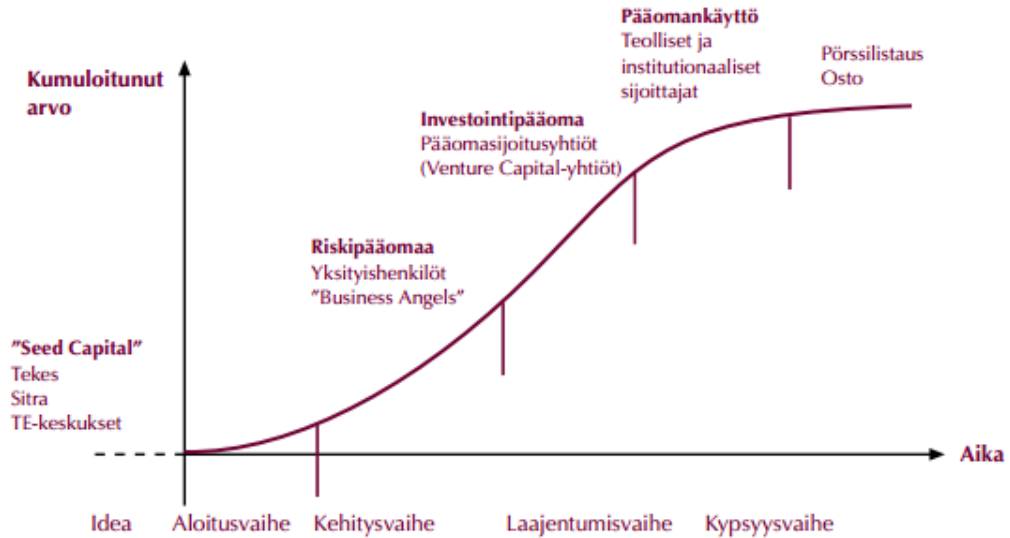


Kuvio 1. Oman pääoman ehtoisen rahoituksen kasvupolku-malli.

Malli kuvaa sitä, kuinka listautumispaikka vaihtuu kasvurahan euromäärän kasvaessa. Pystyakseli kuvaa tarvittavan kasvurahoituksen määrää, ja vaaka-akseli ideaalista yrityksen kehityskaarta. Mallissa 1. tarkoittaa joukkorahoituskanavia, kuten Invesdoria. Yrityksen alkuvaiheessa järkevin rahoituskanava on joukkorahoitus, ja esimerkin Invesdor-joukkorahoituspalvelun kautta pääsee suoraan myös Privanetin startup-listalle. Mallissa 2. on Privanet. Kun yritys kasvaa tarpeeksi, se ei enää saa joukkorahoituksella tarpeeksi kasvurahoitusta. Näin ollen se voi järjestää osakeannin joko Privanetin päälistalle listautumisen yhteydessä tai muuten vain. Privanet toimii tässä ainakin avustavassa roolissa, sillä sen markkinapaikalla toimii osakkeiden jälkimarkkina, ja näin sijoittajien mielenkiinto antaa kohtaan paraneen kun osakkeiden likviditeetti on parempi.

Mallissa 3. kuvaa OMXH First Northia. Kun yritys ylittää tietyn virstanpylvään, sen on järkevää harkita pörssilistautumista. Listautumalla First Northiin vaatimukset ovat vielä pörssin päällistä pienemmät, mutta kasvurahoituksen määrä ja yrityksen saama näkyvyys kuitenkin Privanetiä suuremmat. Näin ollen First North on seuraava askel oman pääoman ehtoisen rahoituksen kasvupolulla. Tässä askelmassa on tärkeää huomioida, että listautumisen jälkeen yrityksen osingot siirtyvät tiukemman verotuksen piiriin. Mallissa 4. kuvaa Helsingin pörssin päällistä. Päälliställe pääsyyn on tiukimmat kriteerit, kulut sekä velvollisuudet, mutta myös hyödyt ovat vaihtoehtoja suuremmat. Paras näkyvyys, suurempi listautumisantimahdollisuus sekä pörssiyrityksen mainehyödyt ovat saatavilla käytännössä vain tällä listalla. Helsingin pörssin päällistä on myös se lista, jota seuraavat kansainväliset suuret sijoitusyhtiöt. Näin ollen se on myös olennainen askel rahoituskanavien kansainvälistämiseksi. Mallin seuraava askel voisi olla esimerkiksi suurempaan, ulkomailla sijaitsevaan, pörssiin listautuminen.

Oman pääoman ehtoisen rahoituksen mallia voi käyttää apuna yrityksen rahoituksen suunnittelussa. Mallin rahoitusvaihtoehtojen euromääräiset rajat eivät ole tarkat, sillä niiden selkeys voi vaihdella tapauskohtaisesti. Mallin 1. ja 2. alueen välinen raja on noin kahden miljoonan euron tasolla. Tästä pienemmät osakeannit on järkevä toteuttaa joukkorahoituksen kautta, kun taas siitä alkaen ne voidaan toteuttaa Privanetissä. Privanetin ja First Northin, mallissa alueet 2. ja 3., välinen raja on hieman päällekkäisempi. Privanetistä voi osakeannilla hakea rahoitusta aina 20 miljoonaan euroon asti, kun First Northissa listautumisasi on mielekästä viidestä miljoonasta eurosta ylöspäin, aina pörssin päällistän rahoitusannin rajoille asti.



Aloituvaiheessa olevan yhtiön voi olla vaikeaa hankkia ulkopuolista rahoitusta. Korkeariskisten sijoitusten tuottovaatimus on korkea, joten yrittäjien on usein pakko sijoittaa toimintaan huomattavasti omaa pääomaa.

PricewaterhouseCoopers 2013

Kuvio 2. PricewaterhouseCoopers - Yhtiön erilaiset pääomanlähteet (PricewaterhouseCoopers 2003).

Tämän työn oman pääoman ehtoisen rahoituksen mallin on tarkoitus haastaa perinteiset ajatusmallit yrityksen rahoituksesta. Tällainen perinteinen malli on esimerkiksi Kuvio 2, jossa kuvataan kuinka yrityksen voi olla haastavaa saada rahoitusta toiminnan alkuvaiheessa. Kuvion 1. mukaisessa, omaan pääomaan pohjautuvassa, mallissa yrityksen rahoituksen saaminen kasvuvaiheessa on toteutettu markkinapaikoilla. Myös yksityishenkilöt ja bisnesenkelit pääsevät sijoittamaan yritykseen markkinapaikan kautta, mutta sen kautta sijoittaminen tapahtuu enemmän yrityksen ehdoilla, kun sijoittajavaihtoehtoja on enemmän. Markkinapaikalla yritys saa myös muita hyötyjä, kuten noteerauksen osakkeelleen. Näin rahoituksen hankkiminen myös jatkossa helpottuu.

Lähteet

Arvopaperi. 2014. Sijoitussanasto – Arvopaperi. [Http://www.arvopaperi.fi/oppaat/-sijoitussanasto/a78619](http://www.arvopaperi.fi/oppaat/-sijoitussanasto/a78619). Luettu 21.4.2014.

Asianajotoimisto Merilampi OY. 2012. Uusi arvopaperimarkkinalaki. [Http://www.merilampi.com/files/merilampicom/news-arkisto/Uusi%20arvopaperimarkkinalaki%201.1.2013.pdf](http://www.merilampi.com/files/merilampicom/news-arkisto/Uusi%20arvopaperimarkkinalaki%201.1.2013.pdf). Luettu 21.4.2014.

Balance Consulting. 2014. Markkina arvo. [Http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut/-markkina_arvo](http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut/-markkina_arvo). Luettu 21.4.2014.

Bloomberg.2014. Company Profile for NASDAQ OMX. [Http://www.bloomberg.com/-quote/NDAQ:US/profile](http://www.bloomberg.com/-quote/NDAQ:US/profile). Luettu 21.4.2014.

BusinessOulu.2013. Riskirahoitus – Venture Capital. [Http://www.businessoulu.com/fi/yrityksille-/kasvupalvelut/riskirahoitus-venture-capital-2.html](http://www.businessoulu.com/fi/yrityksille-/kasvupalvelut/riskirahoitus-venture-capital-2.html). Luettu 12.9.2013

E-conomic. 2014. Mitä tarkoittaa Pörssi? [Http://www.e-conomic.fi/kirjanpito-ohjelma/sanakirja/porssi](http://www.e-conomic.fi/kirjanpito-ohjelma/sanakirja/porssi). Luettu 21.4.2014.

E-conomic. 2013. Mitä tarkoittaa Markkina-arvo? [Http://www.e-conomic.fi/kirjanpito-ohjelma/sanakirja/markkina-arvo](http://www.e-conomic.fi/kirjanpito-ohjelma/sanakirja/markkina-arvo). Luettu 12.9.2013

Euroopan komissio. 2013 Käytännön ohjeet pörssiin listautumista varten. Päivitetty 25.06.2013. [Http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/risk-capital/going-public/index_fi.htm](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/risk-capital/going-public/index_fi.htm). Luettu 09.01.2014.

FIM 2014. Listaamattomat osakkeet. [Https://www.fim.com/tuotteet/muut/-listaamattomat-osakkeet](https://www.fim.com/tuotteet/muut/-listaamattomat-osakkeet). Luettu 29.4.2014.

Finanssivalvonta 2014. Sijoittaminen. [Http://www.finanssivalvonta.fi/FI-/FINANSSIASIAKAS/TUOTTEITA/SIJOITTAMINEN/Pages/Default.aspx#.U1Vwfl_uul](http://www.finanssivalvonta.fi/FI-/FINANSSIASIAKAS/TUOTTEITA/SIJOITTAMINEN/Pages/Default.aspx#.U1Vwfl_uul). Luettu 21.4.2014.

Finanssivalvonta 2011a. Markkinat 2/2011. [Http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/-Markkinat/Documents/Markkinat_2_2011.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/-Markkinat/Documents/Markkinat_2_2011.pdf). Luettu 21.4.2014.

Finanssivalvonta 2011b. Joukkovelkakirjalainan riskit. [Http://www.finanssivalvonta.fi/fi-/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Jvk/Riskit/Pages/Default.aspx#.U1WLr_l_uul](http://www.finanssivalvonta.fi/fi-/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Jvk/Riskit/Pages/Default.aspx#.U1WLr_l_uul). Luettu 21.4.2014.

Fondia - Viruaalilakimies. 2014. Listautuminen. [Https://virtuallawyer.fondiatools.com/-Sivut/Listautuminen.aspx](https://virtuallawyer.fondiatools.com/-Sivut/Listautuminen.aspx). Luettu 21.4.2014.

Helsingin pörssin vaihto hupenee kovaa tahtia. 2013. [Http://www.taloussanomat.-fi/porssi/2013/04/02/helsingin-porssin-vaihto-hupenee-kovaa-tahtia/20134793/170-](http://www.taloussanomat.-fi/porssi/2013/04/02/helsingin-porssin-vaihto-hupenee-kovaa-tahtia/20134793/170-) Luettu 21.4.2014.

Hirsjärvi, Sirkka & Hurme, Helena 2008. Tutkimushaastattelu – Teemahaastattelun teoria ja käytäntö. Yliopistonpaino, Helsinki.

Hirsjärvi, S., Remes, S. & Sajavaara, P. 1997. Tutki ja kirjoita. Kariston Kirjapaino, Hämeenlinna.

Inha, A.M, Kuittinen, E., Makkonen, S., Päälylysaho, P., Raunio, M., Reinikainen, M. 2003. Yhtiön listautuminen Suomessa. PricewaterhouseCoopers.

Koistinen, Jouni. 2013. Kiinteistösijoittajaksi osuus kerrallaan. Päivitetty 20.5.2013. [Http://www.investori.com/j/artikkelit/indeksiosuudet-etf/87-kiinteistoesijoittajaksi-osuus-kerrallaan](http://www.investori.com/j/artikkelit/indeksiosuudet-etf/87-kiinteistoesijoittajaksi-osuus-kerrallaan). Luettu 21.4.2014

Lehtimäki, Ville 2013. Privanet Pankkiiriliike ja listaamattomat osakkeet. Luento. Lounais-Suomen Osakesäästäjien keskusliiton kevätristeily 2013. Turku.

NASDAQ OMX Nordic. 2013. Tietoa pörssistä. [Http://www.nasdaqomxnordic.com/tietoaporssista/](http://www.nasdaqomxnordic.com/tietoaporssista/). Luettu 12.9.2013

NASDAQ OMX Helsinki OY. 2013. Pörssin säännöt. Päivitetty 1.7.2013. [Http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/86/86490_prssinsnt172013.pdf](http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/86/86490_prssinsnt172013.pdf). Luettu 20.2.2014

Perttuli, Kaisa 2012. Monenkeskinen kauppapaikka vaihtoehtona pörssilistalle - Empiirinen analyysi yritysten motiiveista hakeutua First Northiin. Tampereen Yliopisto. Luettu 21.4.2014.

PricewaterhouseCoopers 2003. Yhtiön listautuminen Suomessa. Luettu 7.5.2014.

Privanet. 2014. Yrityksemme. [Http://www.privanet.fi/fi/yrityksemme](http://www.privanet.fi/fi/yrityksemme). Luettu 21.4.2014

Pörssisäätiö. 2014. Listautumiset Pohjoismaissa viime vuosina. [Http://www.porssisaatio.fi/blog/statistics/listautumiset-pohjoismaissa-viimevuosina](http://www.porssisaatio.fi/blog/statistics/listautumiset-pohjoismaissa-viimevuosina). Luettu 12.3.2014.

Salkunrakentaja. 2013. Listaamattomat yhtiöt tarjoavat vero- ja hajautus hyötyjä. Päivitetty 2.2.2013. [Http://www.salkunrakentaja.com/2013/02/listaamattomat-yhtiöt-tarjoavat-vero-ja-hajautushyötyjä/](http://www.salkunrakentaja.com/2013/02/listaamattomat-yhtiöt-tarjoavat-vero-ja-hajautushyötyjä/). Luettu 21.4.2014

Suomen Pankki. 2014. Helsingin pörssin osakkeiden markkina-arvo ja vaihto. Päivitetty 15.4.2014. [Http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/arvopaperitilastot/pages/-tilastot_arvopaperimarkkinat_osakkeet_kanta_ja_vaihto_chrt_fi.aspx](http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/arvopaperitilastot/pages/-tilastot_arvopaperimarkkinat_osakkeet_kanta_ja_vaihto_chrt_fi.aspx). Luettu 21.4.2014

SEB. 2014. Sijoituslainan riskit. [Http://seb.fi/Tietoa-SEBsta/Sijoituslainat/Sijoituslainat/Sijoituslainan-riskit/](http://seb.fi/Tietoa-SEBsta/Sijoituslainat/Sijoituslainat/Sijoituslainan-riskit/). Luettu 21.4.2014.

Taloustutkimus Oy. 2014. Kvalitatiivinen tutkimus. [Http://www.taloustutkimus.fi/tuotteet_ja_palvelut/tiedonkeruuratkaisut_ja_monitila/kvalitatiivinen_tutkimus/](http://www.taloustutkimus.fi/tuotteet_ja_palvelut/tiedonkeruuratkaisut_ja_monitila/kvalitatiivinen_tutkimus/). Luettu 21.4.2014.

Taloussanommat. 2013. Taloussanakirja: likviditeetti. [Http://www.taloussanommat.fi/porssi/-sanakirja/termi/likviditeetti/](http://www.taloussanommat.fi/porssi/-sanakirja/termi/likviditeetti/). Luettu 12.9.2013

Taskila, Jonna 2008. The Challenges and opportunities of taking a small software business public - Case of Sparecom PLC. Jyväskylän Ammattikorkeakoulu. Luettu 21.4.2014.

Vero. Osinkotulojen verotus 2013.

[Http://vero.fi/fiFI/Syventavat_veroohjeet/Elinkeinoverotus/Osakkeet_osingot_ja_peitelty_osingonjako/Osinkotulojen_verotus\(27842\)](http://vero.fi/fiFI/Syventavat_veroohjeet/Elinkeinoverotus/Osakkeet_osingot_ja_peitelty_osingonjako/Osinkotulojen_verotus(27842)). Luettu 12.9.2013.

Vero. 2014. Ennakonpidätys osingosta ja Verohallinnolle annettavat ilmoitukset. Päivitetty 12.2.2013- [Http://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Verohallinnon_ohjeet/Ennakonpidatys_osingosta_ja_Verohallinno\(31720\)](http://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Verohallinnon_ohjeet/Ennakonpidatys_osingosta_ja_Verohallinno(31720)). Luettu 20.2.2014.

Veronmaksajat. 2013. Osinkojen verotus. Päivitetty 30.12.2013.

[Http://www.veronmaksajat.fi/fi-FI/omatveroasiat/osinkotulojenverotus/](http://www.veronmaksajat.fi/fi-FI/omatveroasiat/osinkotulojenverotus/). Luettu 21.4.2014.

Haastattelukysymykset

Lauri Rosendahl, Minna Korpi, Kimmo Lönnmark:

1. Miksi yrityksen kannattaa listautua teille?
2. Milloin yrityksen kannattaa elinkaarensa nähden harkita teille listautumista?
3. Millaisia yrityksiä haluaisitte listallenne? (ominaisuuksia, tavoitteita, tahtotila)

Jouni Torasvirta, Samuli Siljamäki, Henrik Andersin

1. Miksi listauduitte? Miksi juuri tälle listalle?
2. Mitä hyötyä koette saaneenne listautumisesta? Mitä haittoja tai yllättäviä kuluja koette listautumisen tuoneen teille?
3. Miten haastavana/raskaana koette listautumisprosessin?