

## Suomen joukkovelkakirjalainamarkkinoiden kehittämistoimet ja -tarpeet

Heini Nieminen

Opinnäytetyö

Liiketalouden koulutusohjelma

2014



<p><b>Tekijä</b> Heini Nieminen</p>	<p><b>Ryhmätunnus</b> HELI11SP1</p>
<p><b>Raportin nimi</b> Suomen joukkovelkakirjalainamarkkinoiden kehittämistoimet ja -tarpeet</p>	<p><b>Sivu- ja liitesivumäärä</b> 49 + 2</p>
<p><b>Ohjaaja</b> Pekka Palomäki</p>	
<p>Suomen joukkovelkakirjamarkkinoita pidetään moniin muihin maihin verrattuna kehittämättöminä ja epälikvideinä. Aiemmin ei juuri ole koettu tarvetta kehittää joukkovelkakirjamarkkinoita, sillä pankkisektori on tarjonnut yrityksille näiden tarvitseman rahoituksen. Finanssikriisin jälkeinen kasvava pankkiregulaatio on pakottanut yritykset miettimään vaihtoehtoisia rahoitusmuotoja perinteiselle pankkirahoitukselle. Joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittämisisntressi on jo johtanut konkreettisiin toimenpiteisiin. Joukkovelkakirjamarkkinat ovat kasvaneet ja monipuolistuneet merkittävästi viime vuosina.</p> <p>Tutkimuksen tavoitteena oli selvittää, miten vireillä olevat Suomen joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittämistoimet vaikuttavat markkinoiden toimintaan, ja minkälaisia muita kehittämistarpeita markkinoiden rakenteessa on, jotta pk-yritykset voisivat paremmin hyödyntää markkinoita.</p> <p>Tutkimus toteutettiin keväällä 2014 ja viimeisteltiin syyskuussa 2014. Aihetta lähestyttiin tutkimalla kirjallisuutta, aiempia tutkimuksia, artikkeleita ja tekemällä asiantuntijoiden teemahaastatteluja. Haastattelut toteutettiin maalisi- ja huhtikuussa 2014, ja ne kattoivat olennaisimmat markkinaosapuolet mukaan lukien ajankohtaisesti joukkovelkakirjamarkkinoiden uudistumiseen liittyviä osapuolia.</p> <p>Tutkimuksen perusteella Suomen joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittämistoimenpiteitä pidetään erittäin tarpeellisina. Tutkimuksen mukaan merkityksellisimmät markkinoiden kehittämiskohteet ovat jo toteutettujen malliehtojen kehittämisen jälkeen asiamieskäytännön edistäminen ja First North -joukkovelkakirjamarkkinapaikan aktivointi. Näiden jälkeen tulisi kehittää kotimainen luottoluokittaja ja parantaa jälkimarkkinakaupankäyntiä. Tutkimuksen mukaan markkinat kehittyvät aktiivisesti osapuolien toimesta oikeaan suuntaan. Odotettavissa on, että kehitystoimien seurauksena joukkovelkakirjan kannattava emissiokokoo pienentyy, ja joukkovelkakirjamarkkinat monipuolistuvat edelleen. Koska joukkovelkakirjamarkkinat jatkavat kehittymistään, tarjoavat ne jatkuvasti jatkotutkimusmahdollisuuksia.</p>	
<p><b>Asiasanat</b> joukkovelkakirjat, pääomamarkkinat, rahoitusmarkkinat, rahoitus</p>	

<p><b>Author</b> Heini Nieminen</p>	<p><b>Group</b> HELI11SP1</p>
<p><b>The title of thesis</b> The development measures and needs of the Finnish bond market</p>	<p><b>Number of report pages and attachment pages</b> 49 + 2</p>
<p><b>Advisor</b> Pekka Palomäki</p>	
<p>The Finnish bond market is considered undeveloped and not liquid compared to markets in many other countries. Previously, there has not been any urge to develop the bond market as the banking sector has provided the companies with the capital needed. After the recent financial crisis, the increasing banking regulation has forced the companies to arrange alternative forms of financing. The interest to develop the bond market has already led into concrete actions. The bond market has grown and diversified significantly in the past few years.</p> <p>The purpose of this study was firstly to figure out how the current development acts are influencing the market, and secondly to discover other development needs in the market structure to make the market more utilisable for small and medium enterprises.</p> <p>The study was carried out in spring 2014 and refined in September 2014. The utilised material included literature, previous researches, articles and interviews. The interviews were carried out in March and April 2014 and they encompassed the most significant actors of the Finnish bond market including topical reformers of the market.</p> <p>According to the study, the development measures in the Finnish bond market are considered highly useful. The model documentation is finished, thus the next most significant subjects for improving the market are building up the trustee practice and activating the First North alternative bond market. Next, the development actions should focus on creating a domestic credit rating agency and improving the secondary market. The study suggests that the market develops actively to the right direction by the market actors. It is probable that the development actions result in cost-effective emission sizes becoming smaller, and the bond market diversifying further. As the Finnish bond market continues to develop, it will continuously offer further study possibilities.</p>	
<p><b>Key words</b> bonds, capital market, finance market, finance</p>	

# Sisällys

1 Johdanto .....	1
1.1 Tutkimusongelma ja sen rajaukset .....	2
1.2 Menetelmät.....	2
2 Yritysten rahoitusympäristö Suomessa.....	4
2.1 Rahoitusmarkkinat .....	4
2.2 Pk-yritysten rahoitustilanne ja markkinoiden kehitystarpeet.....	5
3 Joukkovelkakirjamarkkinat.....	9
3.1 Joukkovelkakirjalainat.....	9
3.2 Joukkovelkakirjamarkkinoiden toiminta .....	11
3.3 Yritysten joukkovelkakirjamarkkinat Suomessa .....	13
3.4 Eri maiden joukkovelkakirjamarkkinat.....	17
3.4.1 Kehittyneiden joukkovelkakirjamarkkinoiden ominaisuudet .....	18
3.4.2 Norjan markkinoiden asiamiesrakenne .....	19
3.5 Joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittämisen lähestymistavat .....	20
4 Suomen joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittämistoimet.....	22
4.1 Mallidokumentaatio.....	24
4.2 First North -joukkovelkakirjamarkkina .....	26
4.3 Asiamiesrakenne .....	28
4.4 Läpinäkyvyys, jälkimarkkinat ja vähittäismarkkinat .....	29
4.5 Luottoluokitustiedot .....	31
4.6 Ryhmäjoukkovelkakirja .....	33
5 Suomen joukkovelkakirjamarkkinoiden tulevaisuudennäkymät .....	36
6 Pohdinta .....	39
6.1 Tulosten tarkastelu .....	39
6.2 Tutkimusprosessin ja luotettavuuden arviointi .....	41
Lähteet.....	43
Liitteet.....	50
Liite 1. Haastattelurunko.....	50
Liite 2. Haastattelujen tiedot.....	51

# 1 Johdanto

Perinteisesti yritykset ovat rahoittaneet vieraan pääoman tarpeensa pankkilainoituksella, kun taas kotimaisia joukkovelkakirjamarkkinoita pidetään kehittymättöminä ja epälikvidinä. Aiemmin ei juuri ole koettu tarvetta kehittää joukkovelkakirjamarkkinoita, sillä pankkisektori on tarjonnut yrityksille näiden tarvitseman rahoituksen. Joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittäminen pienten ja keskisuurten yritysten rahoituskanavana on kuitenkin noussut tärkeäksi ja ajankohtaiseksi puheenaiheeksi, koska finanssikriisiä seurannut pankkisääntelyn lisääntyminen rajoittaa pankkien riskinottomahdollisuuksia, ja erityisesti pienet ja keskisuuret yritykset ovat kokeneet rahoituksen saannin vaikeutuneen. Rahoitusympäristön kiristyminen vähentää investointeja ja myöhemmin myös työpaikkoja, ja kansantaloudenkin kannalta paineita markkinoiden kehittämiseksi on. Myös sijoittajat ovat kiinnostuneet joukkovelkakirjoista etsiessään vaihtoehtoisia sijoituskohteita.

Joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittämistä on jo johtanut näkyviin seurauksiin ja konkreettisiin toimenpiteisiin. Suomalaisyrittäjien joukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskuja tehtiin ennätysellisen 10 miljardin euron arvosta vuonna 2012 ja 5 miljardin euron arvosta vuonna 2013. Markkinoiden kehittämiseen on alettu kiinnittää huomiota: Hallitus päätti syksyllä 2013 antamansa rakennekannanoton yhteydessä edistää pk-yritysten joukkovelkakirjamarkkinoiden syntymistä. Elinkeinoelämän keskusliitto (EK) ja listayhtiöiden neuvottelukunta perustivat joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittämiseksi työryhmän, joka julkaisi joukkolainojen malliehdot joulukuussa 2013. Pörssi on avannut tammikuussa 2014 kevyemmin vaatimuksin toimivan First North -markkinapaikan joukkovelkakirjoille. Lisäksi valtion erityisrahoituslaitos Finnvera valmistelee rooliaan lainojen merkittäjänä.

Joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittäminen on tärkeä ja ajankohtainen teema, ja siten luonteva tutkimuksen aiheeksi. Tutkimusraportti noudattelee oivalluttavaa vetoketjumallia, jossa aiemmin tutkittu ja tiedetty sekä nyt selvitettävä limittyvät toisiinsa (Vuori-Järvi & Boedeker 2007, 179–180). Aluksi luvussa 2 kuvataan yritysten rahoitusmuotoja ja rahoitusmarkkinoita erityisesti pk-yritysten näkökulmasta kiinnittäen huomiota rahoitusmarkkinoiden ongelmiin. Tämän jälkeen luvussa 3 perehdytään tarkemmin joukko-

velkakirjoihin rahoitusinstrumenttina sekä niiden markkinoihin ja markkinaosapuoliin Suomessa. Joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittämiseksi on tehty lukuisia tutkimuksia eri puolilla maailmaa, ja niiden johtopäätöksiä tarkastellaan alaluvuissa 3.4 ja 3.5. Suomen tilannetta pohditaan lähemmin luvussa 4. Huomiota kiinnitetään jo tehtyihin toimenpiteisiin, kehitteillä oleviin muutoksiin ja niiden vaikutuksiin sekä havaittuihin kehittämistarpeisiin. Luvussa 5 tarkastellaan tutkimuksessa esille nousseita joukkovelkakirjamarkkinoiden tulevaisuudennäkymiä. Viimeisessä luvussa 6 käydään läpi tutkimuksen tulokset ja pohditaan niiden luotettavuutta sekä sovellusmahdollisuuksia. Luvussa arvioidaan myös ammatillista kehittymistä ja oppimista tutkimusprosessin aikana.

## 1.1 Tutkimusongelma ja sen rajaukset

Tutkimuksen tavoitteena on tuottaa kokoava selvitys Suomen joukkovelkakirjamarkkinoiden kehityksen tilanteesta ja kehitystarpeista. Aihetta käsitellään pk-yrityksen näkökulmasta. Tavoitteena on selvittää ehdotuksia markkinoiden kehittämiseksi tarjoamaan pk-yrityksille varteenotettava rahoituskanava ja sijoittajille mielekkäästi ja käytännöllisesti toimiva sijoituskohde. Erityistä huomiota kiinnitetään vireillä oleviin kehitystoimiin ja muihin julkisuudessa esitettyihin kehitysehdotuksiin.

Tutkimuskysymykset:

- Miten tämänhetkiset Suomen jvk-markkinoiden kehittämistoimet vaikuttavat jvk-markkinoiden toimintaan?
- Minkälaisia muita kehittämistarpeita Suomen jvk-markkinoiden rakenteessa on, jotta pk-yritykset voisivat paremmin hyödyntää markkinoita?

## 1.2 Menetelmät

Tutkimus toteutettiin kartoittavana kvalitatiivisena tutkimuksena. Kyseessä on kompleksinen ilmiö, johon tarvitaan monitahoista ja joustavaa aineistoa, jonka sisällön ennakointi on hankalaa. Tutkimuksen kohderyhmä ovat Suomen joukkovelkakirjamarkkinoiden tämänhetkiset toimijat ja mahdolliset tulevat toimijat.

Tutkimusta varten tutustuttiin aihetta aiemmin käsitelleisiin tutkimuksiin sekä ajankohdaksiin lehti- ja internet-kirjoituksiin. Aineistoa kerättiin näytteenomaisesti haastattele-

malla eri markkinaosapuolien edustajia. Haastatteluja käytettiin myös työn lähteinä erikseen viitatuissa kohdissa. Haastateltavat valittiin siten, että he omaisivat mahdollisimman paljon tietoa ja kokemusta aiheesta sekä edustaisivat aidosti kohdejoukon näkökulmia. Haastateltaviksi valittiin paljon kokemusta ja näkemystä omaavia eri markkinaosapuolien edustajia. Kaikki viisi haastateltavaa olivat erittäin perehtyneitä yritysten joukkovelkajamarkkinoiden toimintaan ja ovat seuranneet niiden toimintaa jo pitkään aikaa. Yhdessä haastattelussa oli mukana kaksi haastateltavaa samasta yrityksestä, ja haastatteluja tehtiin neljä. Haastattelut toteutettiin maaliskuu- ja huhtikuussa 2014 teema- haastatteluina henkilökohtaisina tapaamisina rauhallisissa neuvottelutiloissa. Haastattelurunko on liitteenä 1. Runkoa muokattiin haastateltavan asiantuntija-alueen mukaan. Haastattelujen kohde- ja ajankohtatiedot ovat liitteenä 2. Haastattelut nauhoitettiin ja nauhoitukset purettiin tekstimuotoon aineiston työstämistä varten. Analysointia varten aineisto teemoiteltiin ja analysoitiin teemoittain nostamalla ydinajatuksia tiivistäen esille, minkä jälkeen näin saadut tulokset työstettiin raporttiin.

## 2 Yritysten rahoitusympäristö Suomessa

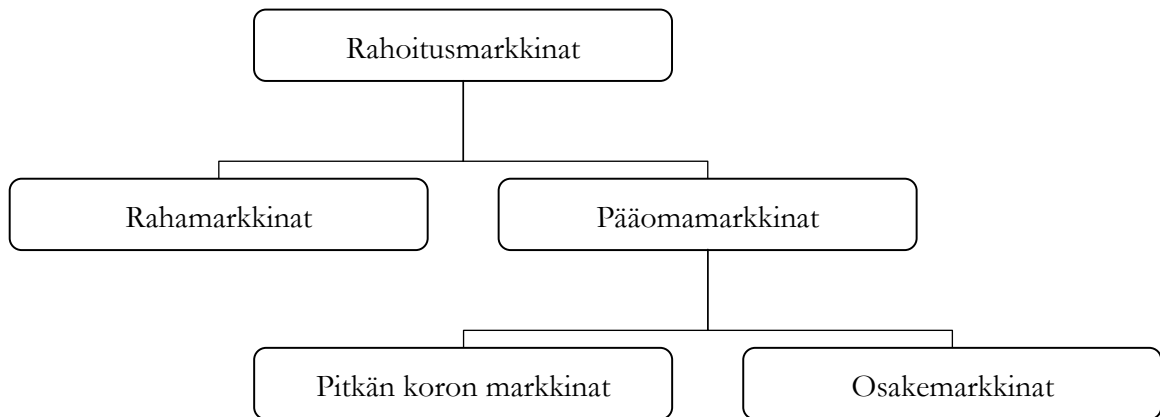
Tässä luvussa kuvataan rahoitusmarkkinoiden toiminta, tehtävät ja rakenne. Luvussa käsitellään rahoitusmarkkinoiden osat lukuun ottamatta joukkovelkakirjamarkkinoita, joihin syvennytään seuraavassa luvussa 3. Rahoitusmarkkinoiden toiminnan käsittelyn jälkeen alaluvussa 2.3 pohditaan tämänhetkistä pk-yritysten rahoitustilannetta Suomessa ja markkinoiden kehitystarpeita.

### 2.1 Rahoitusmarkkinat

Rahoitusmarkkinoiden tehtävänä on allokoida tehokkaasti rahoitusta ylijäämäisiltä talouksilta alijäämäisille talouksille. Toimiva rahoitusjärjestelmä on yksi talouskasvun keskeisimmistä edellytyksistä. Päätehtävänsä ohella rahoitusmarkkinat tehostavat talouden toimintaa tarjoamalla likviditeetti- ja maksuliikennepalveluja sekä mahdollisuuden jakaa riskiä. Markkinat välittävät informaatiota eri sijoituskohteiden ominaisuuksista, tuotoista ja riskeistä. (Kontkanen 2011, 46; Knüpfer & Puttonen 2012, 50.) Rahoitusmarkkinat jaetaan rahoituksen ajallisen keston mukaan raha- ja pääomamarkkinoihin: rahamarkkinat käsittävät alle vuoden pituisen vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen; pääomamarkkinat tarjoavat pitkäaikaisempaa rahoitusta sekä oman että vieraan pääoman ehtoisesti (Kuvio 1). Rahoitusmarkkinat jaetaan myös ensisijais- ja toissijais- eli jälkimarkkinoihin: ensisijaismarkkinoilla yritys hankkii uutta pääomaa, jälkimarkkinoilla puolestaan sijoittajat käyvät keskenään kauppaa muun muassa osakkeilla ja velkakirjoilla. (Niskanen & Niskanen 2013, 22.)

Rahoitusmarkkinoiden välitystehtävä toteutuu välillisenä ja suorana rahoituksena. Välillisessä rahoituksessa rahoitusmarkkinoilla toimivat yritykset kuten pankit keräävät talletus-, raha- ja pääomamarkkinoilta varoja eli rahan tarjoajien säästöjä, ja välittävät ne rahan tarvisijoille investointihankkeiden rahoitukseen. Suorassa rahoituksessa raha- ja pääomamarkkinat välittävät rahoitusta suoraan velkakirjoina ja osakkeina. (Kontkanen 2011, 46.)





Kuvio 1. Rahoitusmarkkinoiden rakenne (Knüpfer & Puttonen 2012, 52)

Suomessa rahamarkkinat syntyivät vuonna 1982 pankkien liikkeeseenlaskemilla alle vuoden pituisilla sijoitustodistuksilla. Myös yritykset, kunnat ja valtio ryhtyivät pian laskemaan liikkeelle omia rahamarkkinavelkakirjojaan. Vuonna 1987 markkinat alkoivat kehittyä kohti nykymuotoaan, ja syntyivät myös Euribor-korkoja edeltäneet Helibor-korot. Suurimman osan rahamarkkinoista muodostavat pankkien sijoitustodistukset. Valtion velkasitoumusten osuus markkinoista on euromaissa tyypillisesti merkittävä. (Kontkanen 2011, 47–51; Knüpfer & Puttonen 2012, 52–53; Niskanen & Niskanen 2013, 118–119.)

Pääomamarkkinat muodostuvat osakemarkkinoista ja pitkän koron markkinoista eli joukkovelkakirjamarkkinoista. Osakemarkkinoiden tehtävänä on välittää oman pääoman ehtoista rahoitusta. Osakemarkkinoilla käydään jälkimarkkinakauppaa pörssissä ja sen ulkopuolella. (Knüpfer & Puttonen 2012, 56; Kontkanen 2011, 54–55.) Vierasta pääomaa tarjoavat jvk-markkinat esitellään tarkemmin luvussa 3.

## 2.2 Pk-yritysten rahoitustilanne ja markkinoiden kehitystarpeet

EU-määritelmän mukaan pk-yrityksen työntekijöiden lukumäärä on alle 250 ja liikevaihto alle 50 miljoonaa euroa tai taseen loppusumma alle 43 miljoonaa euroa (Euroopan komissio 2014). Yritysten joukkovelkakirjamarkkinoiden kehityspuheissa käytetään vilkkaasti sanaa pk-yritys, mutta aina sillä ei tarkoiteta virallisen määritelmän mukaisesti pk-kokoisia yrityksiä. Esimerkiksi Garantian ryhmäjoukkovelkakirjaemissiossa yksikään yritys ei ollut puhtaasti tarpeeksi pieni ollakseen keskisuuri yritys, vaikka niitä näin nimi-

tettiin. Käsitteen käytöllä haluttaneenkin korostaa, että yritykset ovat kuitenkin huomattavasti pienempiä kuin perinteisesti jvk-markkinoilla toimivat yritykset. Joukkovelkakirjoja ei perinteisesti ole pidetty sopivina pk-yrityksille niiden luonteesta ja kulurakenteesta johtuen.

Pankit tarjoavat pk-yrityksille rahoitusta yleisemmin käyttöpääoman kuin investointirahoituksen muodossa. Käyttöpääomarahoitus on yleensä lainalimiittimuodossa, jolloin se on joustavampaa ja halvempaa kuin joukkovelkakirjarahoitus. Myös neuvottelut niin myöntövaiheessa kuin muutostilanteissa sujuvat tällöin yksinkertaisesti. Joukkovelkakirjalaina taas on yleensä bullet-tyyppinen luotto, jonka takaisinosto on iso prosessi. (Salonen 4.3.2014; Nystedt & Smedsten 2.4.2014.) Pk-yritysten rahoituksen saanti on tiukassa muun muassa vuoden 2014 alussa ilmestyneen Pk-yritysbarometrin mukaan (Suomen Yrittäjät ry, Finnvera Oyj & Työ- ja elinkeinoministeriö 2014). Elinkeinoelämän Keskusliiton, Finanssialan Keskusliiton, Finnvera Oyj:n, Suomen Pankin, Suomen Yrittäjien sekä työ- ja elinkeinoministeriön syksyllä 2013 toteuttaman yritysrahoituskyselyn mukaan pankkirahoitus on selkeästi suurin ja tärkein ulkoisen rahoituksen lähde kaikenkokoisille yrityksille. Selvityksessä todetaan erityisesti pk-yritysten rahoituksen saannin olevan keskimääräistä vaikeampaa. Rahoituksen ehdot puolestaan ovat kiristyneet erityisesti suurten ja keskisuurten yritysten kohdalla: lainamarginaalit ovat leventyneet, sivukulut kasvaneet ja kaupallisten takausten hinnat nousseet. Pk-yritysten rahoituksen saanti on vaikeutunut koko EU-alueella johtuen kiristyvistä pankkien pääoma- ja likviditeettivaatimuksista, jotka tiukentavat pankkien lainanantoa. Suomessa pk-yritykset kokevat rahoituksen saantimahdollisuuksien huonontuneen vähemmän kuin muissa EU-maissa keskimäärin. (Euroopan komissio 2013, 11–12.)

Rahoitusmarkkinoiden toimintaa haittaava markkinahäiriö voi aiheutua epäselvästä omistusoikeuksien määrittelystä, heikosta sopimusosapuolien suojauksesta tai kilpailun estymisestä. Markkinoiden toimintaa heikentävät myös erilaiset ulkoisvaikutukset, kuten toimijoiden koordinaatio-ongelmat, mittakaava- tai oppimisedut, julkishyödykkeiden ominaisuudet ja informaatio-ongelmat, totesivat Hyytinen ja Pajarinen (2005, 9) Elinkeinoelämän Tutkimuslaitoksen tytäryhtiön Etlatieto Oy:n koordinoimassa luotomarkkinoiden epätäydellisyyksiä ja pk-yritysten rahoitusympäristöä Suomessa selvittävässä tutkimushankkeessa. Käytännössä markkinoiden toimintaa Suomessa tällä het-

kellä haittaavat muun muassa huono likviditeetti, pääomamarkkinoiden pienuus ja informaatio-ongelmat. Rahoitusmarkkinoiden sääntelyilmapiiri näyttäisi heikentävän markkinoiden toimintaa, sillä esimerkiksi luotonantajien laillisissa oikeuksissa ja luottotietojen tasossa tilanne on yleisesti sekalainen. (Euroopan komissio 2013, 11–12.) Hyytisen ja Pajarisen (2005) mukaan informaatio-ongelmat todennäköisesti vaikuttavat suomalaisten pk-yritysten rahoitusmarkkinoilla ja heijastuvat erityisesti yritysten alkuvaiheen toimintaan.

Markkinapuute määräytyy rahoitusmarkkinoiden kehityksen mukaan, ja sen mittaaminen on haastavaa yksityiskohtaisen määritelmän puuttuessa. Hyytinen ja Pajarinen (2005) pohtivat tutkimuksensa yhteenvedossa markkinapuutteen mittarin ominaisuuksia: Mittarin tulisi olla saatavilla tai laskettavissa suurimmalle osalle pk-yrityksiä varsin helposti ja kohtuullisin kustannuksin, eikä mittari saisi olla yritysten tai julkisten organisaatioiden manipuloitavissa. Lisäksi mittarin tulisi indikoida markkinoilla esiintyviä informaatio-ongelmia. Tällaista ideaalista mittaria ei tutkimuksen mukaan luultavasti voida kehittää, mutta hyvänä vaihtoehtona esitetään jo olemassa oleva luottoluokitusjärjestelmä. Luottokelpoisuusarvion informatiivisuus ei kuitenkaan ole täydellinen: huono luottokelpoisuus korreloi luonnollisesti positiivisesti maksuvaikeuksien, konkurssien ja pk-yritysten korkeiden rahoituskustannusten kanssa, ja sen on myös osoitettu korreloivan intuitiivisella tavalla koetun rahoituksen huonon saatavuuden kanssa ja koettujen informaatio-ongelmien kanssa.

Joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittämispotentiaali on huomattu monilla tahoilla viime aikoina, ja tilanteeseen on tartuttu aktiivisesti sekä julkisella keskustelulla että konkreettisilla toimenpiteillä. Innostus joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittämiseen on haastateltavien mukaan monesta syystä finanssikriisin seurauksena. Kasvava pankkisääntely on tehnyt pankkien suoran lainanannon hankalammaksi. Likviditeettipuskuri- ja vaka-varaisuusvaateet ovat vähentäneet pankkien halukkuutta myöntää pitkäaikaista rahoitusta, joka on kallistunut. Basel III:n ja CRD IV:n säännösten käyttöönotto johtaa pankkien taseiden sopeuttamisen jatkumiseen. Finanssikriisi on pakottanut yhtiöitä miettimään vaihtoehtoisia rahoitusmuotoja perinteiselle pankkirahoitukselle. Pankit tarjoavat yrityksille mieluiten lyhyttä rahoitusta, mikä on johtanut joukkovelkakirjalainamarkkinoiden kehittämistarpeeseen myös totuttua pienemmille yrityksille. Pankki-

rahoitus on todettu myös riskialttiiksi, kun taas joukkovelkakirjamarkkinoiden tappiot eivät aiheuta systemaattista riskiä samalla tasolla kuin pankkimarkkinoiden luottotappiot. Joukkovelkakirjan emittoineen yrityksen kaatuessa sijoittajat tekevät tappiota, mutta pankkien kaatuessa yhteiskunta on joutunut maksajaksi. (Salonen 4.3.2014; Miettinen 4.3.2014.) Pohjoismaiset joukkovelkakirjamarkkinat ovat kehittymässä: Tanskassa ja Ruotsissa ollaan kehittämässä jo Suomea pidemmällä, ja Norjassa joukkovelkakirjamarkkinat toimivat aktiivisesti. Joukkovelkakirjat tarjoavat pk-yrityksille todellisen mahdollisuuden, mutta kaikkiin tilanteisiin ne eivät sovellu. (Rosendahl 23.1.2014.) Yritykset pyrkivät myös monipuolistamaan rahoituksen lähteitään. Toisaalta myös sijoittajien kiinnostus joukkovelkakirjamarkkinoita kohtaan on kasvanut johtuen tarpeesta löytää tuottavia sijoituskohteita. Jvk-markkinoiden laajentamistarve on kääntänyt katseet pk-yritysten suuntaan. Muutokset pk-yritysten rahoitusrakenteessa ovat myös hitaita, vaikka tarve monipuolistua on selvä (Suomen Yrittäjät ry, Finnvera Oyj & Työ- ja elinkeinoministeriö 2014, 5).

### 3 Joukkovelkakirjamarkkinat

Tässä luvussa esitellään joukkovelkakirjalaina rahoitusinstrumenttina ominaisuuksineen ja eri muotoineen sekä kuvataan joukkovelkakirjamarkkinoiden toiminta Suomessa. Luvussa tarkastellaan myös muita, kehittyneempiä joukkovelkakirjamarkkinoita ja markkinoiden kehittämistä tehtyjä tutkimuksia.

#### 3.1 Joukkovelkakirjalainat

Joukkovelkakirjalainat eli bondit ovat pankkien, yritysten, valtioiden, kuntien ja muiden yhteisöjen liikkeeseen laskemia suuria tai suurehkoja lainoja, jotka on jaettu useaan samansisältöiseen ja -ehtoiseen joukkovelkakirjaan (Finanssivalvonta 2014a; Knüpfer & Puttonen 2012, 54). Sijoittajia on tyypillisesti 10–100 (Miettinen 2013, 18). Joukkovelkakirjoilla käydään kauppaa pörssissä tai sen ulkopuolella, ja ne ovat jälkimarkkinakelpoisia. Hyvät jälkimarkkinat yleensä lisäävät sijoittajien mielenkiintoa ja alentavat lainakustannuksia. (Knüpfer & Puttonen 2012, 54.) Jvk-markkinoilla vaaditaan tavallisesti pankkirahaa suurempaa korkomarginaalia (Salonen 4.3.2014).

Kuponki- eli nimelliskorko tarkoittaa lainan ehtojen mukaisen korkoprosentin mukaista korkoa, jonka liikkeeseenlaskija maksaa tavallisesti vuosittain velkakirjojen haltijoille. Suomessa korko on tyypillisesti kiinteä. Lainan juoksuajan eli maturiteetin eli laina-ajan lopussa liikkeeseenlaskija palauttaa yleensä lainan koko nimellisarvon, jolloin kyseessä on bullet-laina. Toinen yleinen lainatyyppi on tasalyhenteinen laina, jossa pääomaa lyhennetään laina-ajan kuluessa eräpäivinä esimerkiksi vuosittain tai puolivuositain. Bullet-lainat yleistyvät koko ajan. Sijoittajille niiden etu on, että palautuvalle pääomalle ei tarvitse tehdä uutta sijoituspäätöstä kuin vasta laina-ajan lopussa. Nollakuponkilainalle ei puolestaan makseta koko lainan juoksuajana lainkaan korkoa, vaan sen tuotto perustuu nimellisarvon ja liikkeeseenlasku- eli emissiokurssin väliseen eroon. Osa joukkovelkakirjalainoista on niin sanottuja ikuisia lainoja, joiden pääoma ei eräänny koskaan, vaan niiden koronmaksu jatkuu ikuisesti. Ikuisten lainojen käyttö on viime aikoina yleistynyt Suomessa. (Knüpfer & Puttonen 2012, 82–83; Niskanen & Niskanen 2013, 102–103.)

Joukkovelkakirjalainan arvo määritetään siitä tulevaisuudessa saatavien kassavirtojen nykyarvona. Maturiteettihetkellä bondin hinta on aina nimellisarvon suuruinen. Joukkovelkakirjojen hinnat ilmoitetaan yleisesti prosenttilukuina nimellisarvosta. Joukkovelkakirjaa kutsutaan discount bondiksi, kun sen hinta on pienempi kuin nimellisarvo eli alle sata, ja premium bondiksi, kun hinta ylittää nimellisarvon. (Niskanen & Niskanen 2013, 107–109.)

Joukkovelkakirjoille voi olla määritelty erilaisia lisäominaisuuksia. Debentuurilaina on vakuudeton joukkovelkakirjalaina, jonka asema yrityksen konkurssimenettelyssä on muita yrityksen sitoumuksia huonompi. Siten sen riski on tavallista joukkovelkakirjalainaa suurempi ja likviditeetti huonompi. Tämän vuoksi debentuurilainojen korko on yleisesti muita joukkovelkakirjalainoja korkeampi. (Niskanen & Niskanen 2013, 101; Kontkanen 2011, 123.) Vaihtovelkakirjalainan haltijalla on oikeus vaihtaa velkakirjat liikkeeseenlaskijan osakkeisiin ennalta sovitulla suhteella. Vaihto-oikeuden vuoksi mahdollinen kuponkikorko on yleensä markkinoilla vallitsevaa liikkeeseenlaskijan luottoriskimarginaalia alhaisempi. (Kontkanen 2011, 123.) Optiolainan haltijalla on oikeus ostaa yrityksen osakkeita tiettyä aikana useimmiten ennalta määrättyyn hintaan. Optio voidaan erottaa lainasta, jolloin niillä voidaan käydä erikseen kauppaa jälkimarkkinoilla. Osakeoption vuoksi lainan korko on markkinoiden puhtaalle joukkovelkakirjalainalle määrittämää korkotasoa pienempi. (Niskanen & Niskanen 2013, 106.) Strukturoidun joukkovelkakirjalainan tuotto määräytyy jonkin kohde-etuuden arvon kehityksen perusteella. Tuotto voi määräytyä suoraan, tai sitä voidaan korottaa tai alentaa erilaisilla rajoittimilla tai laskentakaavoilla. (Knüpfer & Puttonen 2012, 123.)

Keskeisimmät joukkovelkakirjalainojen riskit ovat luottoriski ja korkoriski. Luottoriski realisoituu silloin, kun liikkeeseenlaskija ei suorita velkakirjaehtojes mukaisia maksujaan. (Kontkanen 2011, 122.; Knüpfer & Puttonen 2012, 85.) Liikkeeseenlaskijan mahdollinen konkurssi aiheuttaa suurimman tappion (Lehmusvirta 2014a). Korkoriski aiheutuu korkotason muutoksista: korkojen noustessa joukkovelkakirjan jälkimarkkina-arvo laskee, ja korkojen laskiessa joukkovelkakirjalainan arvo nousee. Sijoittajien tuotovaatimus nimittäin vaihtelee laina-ajan kuluessa, kun riskittömän markkinakorona taso vaihtelee. Lisäksi yrityksen riskipremio voi vaihdella. Vieraan valuutan määräisiin joukkovelkakirjalainoihin voi liittyä valuuttariski. Strukturoiduissa joukkovelkakirjalai-

noissa voi kohde-etuudesta aiheutua lisäksi muita riskejä. (Kontkanen 2011, 122; Knüpfer & Puttonen 2012, 85.) Likviditeettiriski on heikosti toimivilla jälkimarkkinoilla merkittävä. Joukkovelkakirjalle ei välttämättä löydy ostajatahoa tai sitä tarjotaan alhaisista hintaa. (Finanssivalvonta 2011.)

Yrityksille joukkovelkakirjalainat tarjoavat vakaan rahoitusmuodon, tukea ja täydennystä pankkirahoitukselle sekä työkalun rahoituksen hajauttamiseen. Lainoilla voidaan hajauttaa muun muassa erääntymisprofilia. Joukkolainan liikkeeseenlasku velvoittaa suurempaan raportointivelvollisuuteen. Sen aiheuttaman työn voi kuitenkin kääntää eduksi, kun yrityksen uskottavuus sijoittajien silmissä kasvaa. Lisäksi säännöllinen raportointi ja sijoittajasuhteiden hoito voivat johtaa myöhemmin listautumiseen. Joukkovelkakirjojen kautta yritys voi päästä myös kansainvälisille rahoitusmarkkinoille. (Lehmusvirta 2014a; ICMA 2013, 8–9.)

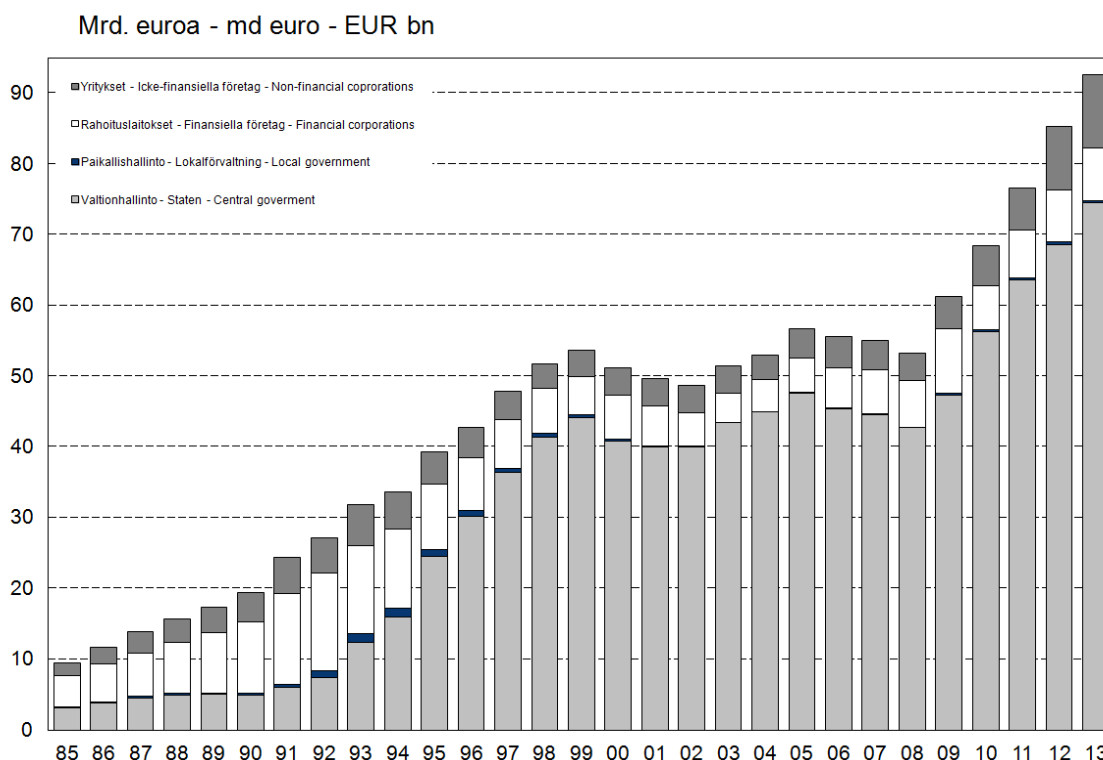
Sijoittajille joukkovelkakirjat tarjoavat suhteellisen vakaan sijoituskohteen ja ennustettavat kassavirrat. Juoksuaikana lainan myyminen jälkimarkkinoilla voi olla haasteellista. Sijoituskohteen turvallisuutta lisää liikkeeseenlaskijan raportointivelvollisuus. Lisäksi jvk-markkinat tarjoavat sijoittajille hajauttamismahdollisuuksia. (ICMA 2013, 11–12.)

Pankille joukkovelkakirjalainojen järjestäjänä toimiminen nähdään hyvänä liiketoimintana ja taseen kevennyksenä: pankki ei ota luottotappioriskiä, mutta saa palkkiotulot liikkeeseenlaskun järjestämisestä. (Miettinen 4.3.2014.) Joukkovelkakirjalainarahoitus ei välttämättä vähennä pankkienkaan liiketoimintaa: se tarjoaa niille ansaintakeinon ilman tasevaikutusta, kun pankit toimivat yritysten asiantuntija-apuna (Wallqvist ja Axelsson 2013, 56).

### **3.2 Joukkovelkakirjamarkkinoiden toiminta**

Joukkovelkakirjamarkkinoiden eli pitkän koron markkinoiden tärkein tehtävä on pitkäaikaisen rahoituksen välittäminen (Knüpfer & Puttonen 2012, 54; Kontkanen 2011, 52). Suomessa suurimman osan joukkolainoista laskee liikkeelle valtio, ja sen osuus markkinoista on viime vuosina ollut kasvussa (Kuvio 2). Suomen joukkovelkakirjalainamarkkinoiden kehitys on perinteisesti ollut suurelta osin seurausta valtion lainatar-

peesta, koska sen intresseissä on ollut saada lainarahoitusta myös kotimaan markkinoilta markkamääräisesti (Knüpfer & Puttonen 2012, 55).



Kuvio 2. Suomessa liikkeeseen laskettujen euromääräisten joukkovelkakirjalainojen kanta (Suomen Pankki 2014)

Rahoituslaitokset ja yritykset ovat perinteisesti käyttäneet joukkolainarahoitusta niukasti. Viime vuosina yritysten liikkeelle laskemien joukkovelkakirjojen kanta on kuitenkin jonkin verran kasvanut, mikä osaltaan johtunee pankkilainoituksen kasvaneista korkomarginaaleista (Suomen Pankki 2013). Korkomarginaalit olivatkin laskeneet erittäin alhaiselle tasolle pankkien välisen kiristyneen kilpailun vuoksi, eikä resursseja vaativa joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlasku ollut houkutteleva vaihtoehto edullisen lainarahoituksen rinnalla (Knüpfer & Puttonen 2012, 56). Suomalaisten yritysten joukkovelkakirjamarkkinoita pidetään kansainvälisessä vertailussa yhä kuitenkin selvästi alikehittyneinä.

Joukkovelkakirjalaina lasketaan liikkeelle joko paperi- tai arvo-osuusmuotoisena (Finanssivalvonta 2014b). Joukkolaina voidaan tarjota paitsi yksittäisenä lainana, myös



joukkovelkakirjalainaohjelmassa, jossa lasketaan liikkeeseen useita samantyyppisiä lainoja. (Kontkanen 2011, 122.)

Valtion liikkeelle laskemat joukkovelkakirjalainat Suomessa ovat suurimmaksi osaksi suuria euromääräisiä sarjaobligatioita eli viitelainoja, jotka myydään institutionaalisille sijoittajille Suomesta ja ulkomailta. Viitelainojen merkittävimmät markkinapaikat ovat sähköiset MTS Finland ja EuroMTS. Suomessa on käytössä vuonna 1992 käynnistetty päämarkkinatakaajajärjestelmä, jossa päämarkkinatakaajat ovat sitoutuneet antamaan osto- ja myyntitarjouksia toimivien jälkimarkkinoiden ylläpitämiseksi. Päämarkkinatakaajat ovat kansainvälisiä ja kotimaisia pankkeja. Viidentoista päämarkkinatakaajien lisäksi markkinoilla toimii markkinatakaajia, jotka ovat myös sitoutuneet antamaan tarjouksia jälkimarkkinoilla. Viitelainojen ohella valtion joukkovelkakirjalainamarkkinat muodostuvat vähittäissijoittajille suunnatuista pörssilistatuista tuotto-obligatioista. (Kontkanen 2011, 53.) Valtion lisäksi myös rahoituslaitoksille joukkovelkakirjat ovat merkittävä rahoituksen lähde.

### **3.3 Yritysten joukkovelkakirjamarkkinat Suomessa**

Perinteisen pankkirahoituksen rinnalla joukkovelkakirjalainat ovat vaihtoehtoinen rahoitusmuoto hankkia rahoitusta Suomessa tai kansainvälisillä markkinoilla euromääräisinä tai jonkin ulkomaan valuutan määräisinä. Jvk-rahoitusta käyttävät suuret yritykset hankkivat yleensä kansainvälisillä markkinoilla liikkeeseen lasketuille lainoille luottoluokituksen joltakin tunnetulta luottoluokituslaitokselta. (Kontkanen 2011, 54.)

Pankkirahoitus on selkeästi suurin ja tärkein ulkoisen rahoituksen lähde kaikenkokoisille yrityksille. Joukkovelkakirjojen ja yritystodistusten käyttö on yleisintä suurille yrityksille, joista noin joka viides on rahoittanut toimintaansa joukkovelkakirjoilla tai yritystodistuksilla. Keskisuuret yritykset käyttävät niitä rahoituksena selvästi vähemmän, ja pienet yritykset erittäin vähän. Joukkovelkakirjat ja yritystodistukset ovat tärkein rahoituksen lähde noin kymmenelle prosentille suurista yrityksistä, tätä pienemmille yrityksille ne eivät ole yhdellekään tärkein rahoituksen lähde. Pankkien asema tärkeimpänä rahoituksen lähteenä on kuitenkin hieman heikentynyt vuonna 2013 verrattuna edelliseen

vuoteen, ja erityisesti rahoitusyhtiöt ovat kasvattaneet merkitystään. (Elinkeinoelämän Keskusliitto EK ym. 2013.)

Joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlasku toteutetaan joko julkisena emissiona tai private placementina. Julkisesti liikkeelle laskettu joukkolaina on suunnattu yleisölle, ja se voidaan myös listata pörssiin. Private placementina liikkeelle laskettu laina puolestaan suunnataan ja myydään rajatulle sijoittajajoukolle. Pörssissä listattavan joukkolainan vähimmäiskoko on 3,5 miljoonaa euroa, ja laina-ajan tulee olla normaalisti yhdestä kymmeneen vuotta. (Kontkanen 2011, 122.)

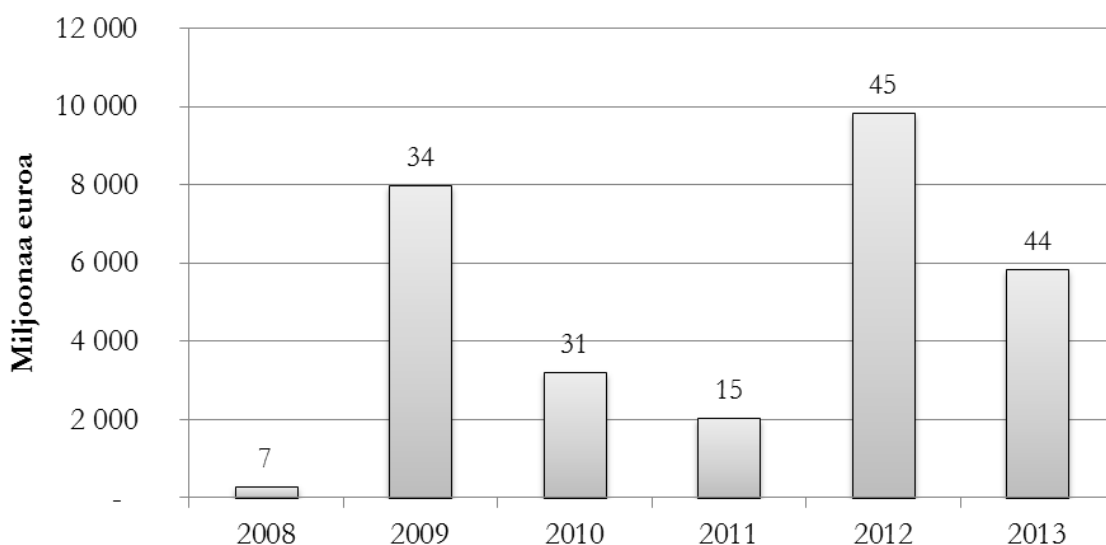
Pörssilistaus lisää liikkeeseenlaskijan avoimuutta, tunnettuutta ja luotettavuutta markkinoilla, mutta aiheuttaa myös velvoitteita. Pörssiin listattavista lainoista on aina laadittava arvopaperimarkkinalain mukainen esite. Yleisölle suunnatuista pörssin ulkopuolisista joukkolainoista esite on laadittava, mikäli lainan yksikkökoko tai minimimerkintähinta on alle 100 000 euroa. (Finanssivalvonta 2014a.) Esite voidaan laatia yksittäiselle lainalle tai kokonaiselle joukkovelkakirjalainaohjelmalle. Ohjelmaesite sisältää lainan yleiset ehdot sekä tiedot lainan liikkeeseenlaskijasta. Ohjelmaesitteellä voidaan tarjota useita eri lainoja 12 kuukauden ajan, ja siihen tulee liittää kunkin yksittäisen lainan lainakohtaiset relevantit ehdot ja tiivistelmä, jossa esitetään kootusti liikkeeseenlaskijaa sekä kulloinkin kyseessä olevaa lainaa ja tarjousta koskevat keskeiset tiedot ja riskit. Finanssivalvonnan pitämän esiterekisterin lisäksi esite tulee olla saatavilla liikkeeseenlaskijan internetsivuilla ja lainan myyntipaikoissa. Arvopaperimarkkinalain mukaisen esitteen lisäksi monet liikkeeseenlaskijat laativat lainoista vapaamuotoisia markkinointiesitteitä. (Finanssivalvonta 2014b.)

Vaikka joukkovelkakirjat ovat jälkimarkkinakelpoisia, Suomessa niillä ei käytännössä ole jälkimarkkinoita pörssissä lainkaan (Kontkanen 2011, 122). Kaupankäynti perustuu käytännössä liikkeeseenlaskijan lainalle laina-aikana tarjoamaan jälkimarkkinahintaan, joka voi olla yli tai alle lainan nimellisarvon (Finanssivalvonta 2014b).

Pörssin päalista tiukkoine sääntelyineen voi erityisesti pk-yrityksistä tuntua hankalalta. First North on NASDAQ OMX:n ylläpitämä kevyemmin säännöstelty markkinapaikka vaihtoehtona pörssille. Tammikuusta 2014 alkaen joukkovelkakirjalainojen liikkeeseen-

lasku on ollut mahdollista sen kautta Suomessa, kun First North Bond Market Finland -markkinapaikka aukesi. (NASDAQ OMX Group, Inc. 2014a.) Vaihtoehtomarkkinan vaikutuksia tarkastellaan luvussa 4.2.

Suomen joukkovelkakirjalainamarkkinat ovat kokeneet merkittävää kehittymistä viime vuosina (Kuvio 3). Vuonna 2013 liikkeelle laskettiin 44 lainaa, joiden yhteisarvo oli 5,9 miljardia euroa. Liikkeeseenlaskijoista 13 oli ensimmäistä kertaa jvk-markkinoilla. Liikkeeseenlaskujen monipuolisuus lisääntyi merkittävästi: mukana oli pienempiä liikkeeseenlaskuja, osassa liikkeeseenlaskuista käytettiin turvaavia rakenteita, liikkeelle laskettiin kotimaisia ja kansainvälisiä high yield -lainoja, nähtiin yksi ryhmäjoukkovelkakirjalaina ja eri valuuttojen määräisiä lainoja. Vuodelle 2012 osui monta merkittävää erittäin suurta kansainvälistä liikkeeseenlaskua johtuen silloin eräntyneiden joukkovelkakirjojen uusimisesta, mikä selittää poikkeuksellisen suurta volyymiä. (Saha 23.1.2014.)



Kuvio 3. Suomessa liikkeeseen laskettujen yritysten joukkovelkakirjalainojen lukumäärä ja volyymi 2008–2013 (Saha 23.1.2014)

Joukkovelkakirjamarkkinat ovat perinteisesti olleet suurten yritysten markkinat. Pk-yritykset eivät ole markkinoita juuri käyttäneet, koska niiden rahantarve ei ole ollut tarpeeksi suuri emission kannattavaan toteutukseen. Viime aikoina markkinoilla on kuitenkin nähty myös pienempiä emissioita kymmenestä miljoonasta eurosta lähtien. Aikaisemmin joukkovelkakirjan minimikokona pidettiin 100 tai 150 miljoonaa euroa, mutta haastateltavienkin puheissa kuului selvästi muuttunut ilmapiiri. Näkemykset lai-

nan minimikoosta vaihtelivat kuitenkin vielä suuresti 5 miljoonasta eurosta 50 miljoonaan euroon. Kun keskisuuren yrityksen määritelmän mukaan liikevaihto on enintään 50 miljoonaa euroa, on aikaisempi minimikoko auttamatta ollut tavoittamattomissa. Minimikokoja pienempien joukkovelkakirjatyyppisten lainojen nähtiin olevan pikemminkin venture capital -rahoitusta kuin jvk-rahoitusta.

Tyypillisesti joukkovelkakirjalainat Suomessa ovat yksittäisiä: kun joukkovelkakirjalaina on laskettu liikkeelle, markkinoille palataan perinteisesti vasta lainan erääntyessä 4–5 vuoden kuluttua, mikäli tarvetta uudelle lainalle ei tällä välin ole. Osa haastateltavista piti toimintatapaa epäsuotuisana sijoittajille, koska heidät unohdetaan juoksuajaksi.

Liikkeeseenlasketut joukkovelkakirjalainat ovat Suomessa olleet paljolti samannäköisiä ja myös samoilta yritystoimintasektoreilta. Hajautuksen mahdollisuuksia ei ole paljoa ollut, kun taas esimerkiksi Norjassa velkamarkkinat ovat todellinen vaihtoehto osakemarkkinoille, ja niiltä löytyy paljon eri riskin sijoituskohteita. (Nystedt & Smedsten 2.4.2014.)

Luottoluokitettujen yhtiöiden jvk-lainoille on kysyntää. Säädetyt sijoittajat kannustetaan ostamaan riittävän lyhyitä, luottoluokitettuja lainoja. (Nystedt & Smedsten 2.4.2014.) Myös muiden isojen, etenkin pörssilistattujen yhtiöiden on haastateltavien mukaan helppo löytää sijoittajia tunnettuutensa vuoksi. Listaamattomalle pk-yritykselle sijoittajien löytäminen sen sijaan voi olla vaikeaa, koska epäluulo yritystä kohtaan on suurin. Tällöin on turvaavien rakenteiden kuten jäljempänä esiteltävien mallidokumentation ja asiamiesrakenteen oltava kunnossa. Erityisesti ulkomaiset sijoittajat kaipaavat turvaavia rakenteita, koska niillä on kotimaisia sijoittajia vähemmän tietoa käytettävissä eikä välttämättä resursseja tehdä paikallisanalyysjä. Haastateltavat kuitenkin totesivat, että sijoittajien osalta kiinnostusta riittänee aina kun joukkovelkakirja on hinnoiteltu markkinaehtoisesti, eli tuotto ja riski osuvat kohdalleen. Ulkomaiset sijoittajat ovat kiinnostuneita Suomen tiettyjen tunnettujen suurten yhtiöiden isoista joukkovelkakirjoista, esimerkiksi vuonna 2013 sveitsiläiset ja saksalaiset yksityispankit olivat joissakin emissioissa mukana jopa 30–40 prosentin osuudella (Nystedt & Smedsten 2.4.2014).

Suomessa yritysten joukkovelkakirjamarkkinoilla on tällä hetkellä kolme pääjärjestäjäpankkia. Pankkikilpailun rajallisuuden vuoksi Suomessa ei ole Ruotsin ja Norjan tapaisia perinteisiä markkinoita, joilla välittäjien ja pankkiiriliikkeiden runsauden ansiosta tehdään paljon myös pieniä emissioita. Suomessa isot pankit ovat keskittäneet huomionsa isoihin emissioihin niistä saatavien parempien palkkiotuottojen vuoksi. (Salonen 4.3.2014.) Suomessa perinteisesti käytännön liiketoimintamallin mukaisesti pankit eivät myöskään myönnä lainaa, elleivät saa yrityksen sivupalveluja eli esimerkiksi maksuliikennettä ja jvk-järjestelytoimintaa, mikä osaltaan aiheuttaa epätasa-arvoa jvk-markkinoille (Tiainen 3.3.2014; Salonen 4.3.2014).

### **3.4 Eri maiden joukkovelkakirjamarkkinat**

Kehittyneiden talouksien joukkovelkakirjamarkkinoiden välillä on suuria eroja. Luengnaruemitchai ja Ong (2005) tutkivat Kansainvälisen valuuttarahaston (IMF) nimissä eri jvk-markkinoiden kehitystä. USA:ssa joukkovelkakirjamarkkinoiden merkitys on ollut suuri hyvin pitkään, toisissa kehittyneissä talouksissa taas markkinat ovat olleet lähes olemattomat. Euroopassa pankkisektori on ollut hallitseva rahoituksen lähde. Jvk-markkinoiden kehittyminen monipuolistaa rahoitusmarkkinoita, mikä joidenkin mielipiteiden mukaan alentaa systemaattista riskiä: väitetään esimerkiksi että Japanin 1990-luvun laman ankuruus olisi ollut lievempää, mikäli yritysten joukkovelkakirjamarkkinat olisivat olleet tehokkaat. 1990-luvun puolivälistä lähtien yritysten joukkovelkakirjalainamarkkinat ovat muuttuneet tärkeäksi osaksi yritysrahoitusta monissa sellaisissa maissa, joissa aiemmin pankkirahoitus on ollut yritysten pääasiallinen keino hankkia vieraan pääoman ehtoista rahoitusta. Tuolloin kehittämisen syinä olivat muutokset politiikassa ja Euroopassa erityisesti yhteisvaluutta euron valmistelu. Euron käyttöönotto vuotena joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskujen määrä alueella kasvoi yli kaksinkertaiseksi edelliseen vuoteen verrattuna, kun euromääräisissä lainoissa sijoittajien potentiaalinen määrä moninkertaistui. Aiemmin valtaosa liikkeelle lasketuista lainoista oli AAA- ja AA-luokiteltuja, mutta uusista liikkeelle lasketuista lainoista monet olivat luottoluokitukseltaan A-luokiteltuja ja myös alempien luottoluokitusten high yield -lainat ilmaantuivat markkinoille. (Luengnaruemitchai & Ong 2005.)

Braun ja Briones (2006) jatkoivat joukkovelkakirjamarkkinoiden kehityksen syiden selvittämistä tutkimalla aineistoa yli sadastatuhannesta joukkovelkakirjalainasta koko maailmasta. Eri markkinoiden välinen vaihtelu oli suurta. Markkinoiden kehityksen vaihetta selitti paljon maan yleinen taloudellinen kehitys, mutta myös sen vaikutuksen huomioimisen jälkeen eri markkinoiden välillä oli suuria eroja. Eroja ei ollut helppo selittää makroekonomisen tilanteen erojen tai valtion sääntelyn avulla, vaikka näiden on näytetty selittävän eroja pankkijärjestelmän ja osakemarkkinoiden kehityksessä. Institutionaalisten sijoittajien luoma kysyntä vaikuttaa kuitenkin merkittävästi joukkovelkakirjalainamarkkinoiden kehitykseen. Yhdysvalloissa jvk-markkinat ovat erittäin aktiiviset, ja suurin osa yritysten toiminnasta rahoitetaan bondeina. De Fiore ja Uhlig (2005) selvittivät Euroopan keskuspankin nimissä tekemässä tutkimuksessaan syitä Euroopan ja USA:n markkinoiden jakautuneisuuden eroille. Merkittävä selittävä tekijä on euroalueen vähäisempi julkinen tieto yritysten luottokelpoisuudesta, kun taas pankit hankkivat tätä tietoa tehokkaasti.

Wallqvist ja Axelsson (2013) selvittivät tutkimuksessaan Ruotsin joukkovelkakirjalainamarkkinoiden kehitystä ja analysoivat sen vaikutuksia markkinaosapuoliin haastatteleamalla eri markkinatoimijoita. Yritysten joukkovelkakirjalainamarkkinat ovat Ruotsissa kasvaneet merkittävän suuriksi muutamien viime vuosien aikana. Kasvu on vaikuttanut moniin markkinaosapuoliin, jotka ovat sopeuttaneet toimintaansa uusiin olosuhteisiin. Jvk-markkinoiden positiivisen kehityksen nähtiin jatkuvan myös tulevaisuudessa. Kehitystyössä on kuitenkin huolehdittava laadukkuudesta, jotta markkinoista tulisi kestäviä. Ruotsissa asiamiesrakenne on yleistynyt joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskuissa, ja se on tutkimuksen mukaan saavuttanut tunnustetun ja luonnollisen aseman markkinoilla.

### **3.4.1 Kehittyneiden joukkovelkakirjamarkkinoiden ominaisuudet**

Tehokkailla ja kehittyneillä joukkovelkakirjalainamarkkinoilla on käytössä standardoitu dokumentaatio ja liikkeeseenlaskuprosessi, ja markkinoiden toiminta on läpinäkyvää ja säänneltyä. Tällöin osapuolten välinen luottamus ja markkinoiden toiminnan laatu on korkealla tasolla. Läpinäkyvyys tehostaa hinnoittelua ja johtamista sekä edistää luotonantoa. (ICMA 2013, 13.) Joukkovelkakirjamarkkinat kattavat yritysten lainatarpeesta

vähintään puolet muun muassa USA:ssa, Isossa-Britanniassa ja Norjassa johtuen sijoittajien tasapuolisesta ja kulutehokkaasta yhteistyöstä (Miettinen 2013, 18).

Kehittyneet yritysten joukkovelkakirjalainamarkkinat tuovat etuja yrityksille, sijoittajille, kansantaloudelle ja valtiolle. Kehittyneillä markkinoilla välityskustannukset ovat alhaiset, ja rahoitus välittyy tehokkaasti sen tarjoajilta tarvitsijoille. Investointien saadessa tätä kautta rahoitusta vähenee tarve tukea yrityssektoria julkisin varoin. Joukkovelkakirjamarkkinoiden toimiessa tehokkaasti kevenee pankkilainoituksen tarve, ja rahoitusmarkkinat monipuolistuvat. Joukkovelkakirjamarkkinat tarjoavat tarvittaessa lisärahoitusta pankkirahoituksen rinnalle. Jvk-markkinat edistävät rahoitusmarkkinoiden vakautta taloudellisen epävarmuuden aikoina vähentäen riippuvuutta pankkisektorista. Kehittyneet joukkovelkakirjamarkkinat voivat auttaa integroimaan kansainvälisiä markkinoita ja siten vähentämään rakenteellista epätasapainoa sekä edistämään kansainvälistä yhteenkuuluvuutta ja talouskasvua. (ICMA 2013, 14–15.)

### **3.4.2 Norjan markkinoiden asiamiesrakenne**

Norjassa on maailman kolmanneksi suurimmat luottoluokittamattomien yritysten joukkovelkakirjamarkkinat, jotka ovat myös monipuoliset. Norjassa on käytössä asiamiesrakenne, jossa liikkeeseenlaskijan ja sijoittajan toimii välillä hallinnointiyhtiö: Nordic Trustee ASA toimii lähes kaikkien yritysten joukkovelkakirjojen asiamiehenä. Se toimii sijoittajien edustajana ja liikkeeseenlaskijan kumppanina liikkeeseenlaskun jälkeen. Maksukyvyttömyystilanteissa asiamies auttaa uudelleenrahoitustilanteen juridisena tukena ja tarvittaessa pantin realisoinnissa. Asiamies auttaa järjestämään joukkovelkakirjanhaltijoiden kokouksia, kun taas kehittymättömillä markkinoilla sijoittajat ovat yleensä anonyymejä ja hallintarekisterin suojissa ja siten vaikeasti tavoitettavissa. Asiamiesrakenteen lisäksi Norjan joukkovelkakirjalainamarkkinoita on tehostanut toimiva standardidokumentaatio, ja näiden ansiosta markkinoilla toimii runsaasti myös ulkomaisia sijoittajia. (Miettinen 2013, 18–19.)

Nordic Trustee on pankkien ja rahoituslaitosten yhteisyritys, joka perustettiin kun rahoitussektori ulkoisti agenttitoimintansa vuonna 1993 laman jälkeisessä tilanteessa. Käytännössä kaikki joukkovelkakirjalainat on tähän päivään asti toteutettu asiamiehen

kautta, liikkeeseenlaskuja on tehty yli 8 000 kappaletta. Norjassa on käytetty joukkovelkakirjarahoitusta paljon muita Pohjoismaita enemmän ja monipuolisemmin. Markkinat ovat myös pk-yritysten tavoitettavissa. Valtaosa liikkeeseenlaskuista on high yield -lainoja, kun taas esimerkiksi Ruotsissa ja Suomessa lähinnä vain isot pörssilistatut yhtiöt ovat tehneet emissioita. (Miettinen 4.3.2014.)

### **3.5 Joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittämisen lähestymistavat**

Luengnaruemitchain ja Ongin (2005) mukaan yritysten joukkovelkakirjamarkkinoiden laajuuden ja syvyyden kehityksen sekä hyvän likviditeetin saavuttamisen kannalta oleelliset vaatimukset ovat vertailu toimiviin markkinoihin, hyvän hallintotavan toteutuminen ja läpinäkyvyys, luottoriskin tehokas hinnoittelu, luotettava kaupankäyntijärjestelmä sekä suojausinstrumenttien saatavuus. Lainojen kysyntä ja tarjonta riippuvat muun muassa kotimaisesta ja ulkomaisesta sijoittajakunnasta, emission helppoudesta ja siihen liittyvistä kustannuksista sekä verotusympäristöstä. Uudistusten toteuttaminen näiden osalta johtaa tutkimuksen mukaan kokonaisvaltaiseen joukkovelkakirjalainamarkkinoiden kehittämiseen.

Likviditeetin puute jälkimarkkinoilla, sijoittajien huonot luottoriskin arviointitaidot sekä korkeat emissiokustannukset ovat Luengnaruemitchain ja Ongin (2005) mukaan tärkeimmät tekijät yritysten joukkovelkakirjalainamarkkinoiden kehityksen eroissa. Tärkeäksi kehitystä edesauttavaksi tekijäksi he nimeävät ensimmäiseksi hyvän infrastruktuurin ja pörssilistauksen helppouden. Toiseksi he pitävät markkinoiden kehittämisen kannalta tärkeänä yritysten hyvää hallinnointia ja läpinäkyvyyttä, koska niillä on suuri merkitys sijoittajille. Lainsäädännön kehittäminen ja sääntelyn kohentaminen mahdollistavat paremman hallinnoinnin ja tiedonannon markkinoilla. Kolmas merkittävä markkinoiden kehitystä edesauttava tekijä on riskiarvioinnin luotettavuus, mikä parantaa erityisesti likviditeettiä. Esimerkiksi Aasiassa luottoluokitettujen yritysten puute on johtanut joillakin markkinoilla epäluottamukseen ja epävakauteen. Riskin arvioinnin tarkkuuden parantamista auttaisivat esimerkiksi standardoidut lainaehdot. Neljäs joukkovelkakirjalainamarkkinoiden kehityksen kannalta merkittävä tekijä on monipuolinen sijoittajakenttä, joka takaa korkean likviditeetin ja vakaan kysynnän.



Jvk-markkinoiden kehityksen vaatima aika ei Luengnaruemitchain ja Ongin (2005) mukaan ole helposti määriteltävissä. Muutokset vaativat monissa maissa voimakasta poliittista tahtoa sekä tehokasta viranomaisyhteistyötä. Toisaalta esimerkiksi sijoittajien luottamus ja vakaa sijoittajakunta eivät ole saavutettavissa sääntelyn keinoin. Teoriassa luottamusta voidaan parantaa tarjoamalla tehokkaat markkinat ja edistämällä markkinoiden läpinäkyvyyttä. Käytännössä sijoittajakunta onkin kasvanut näitä toimia toteuttamalla.

Gyntelberg, Ma ja Remolona (2005) keskittyivät Kansainvälisen järjestelypankin nimissä tekemässä selvityksessään muutamien aasialaisten joukkovelkakirjalaina-markkinoiden kehittämiseen ja kehittämiseen. He esittivät vaihtoehtoisia lähestymistapoja ensi- ja jälkimarkkinoiden kehittämiseksi. Kehitysehdotuksissa toistuvat aiemmin tutkitut teemat: Ensimmäisillä markkinoilla voidaan painottaa määrää ja laatua: emissiomäärän lisäämistä tai liikkeeseenlaskijakannan monipuolistamista sekä kehittää tiedonantosäädöksiä, kirjanpitostandardeja ja läpinäkyvyyttä. Jälkimarkkinoiden kehittämiseksi voidaan keskittyä markkinoiden mikrorakenteen kehittämiseen tai sijoittajakannan monipuolistamiseen tai markkinainformaation välittäjien aseman vahvistamiseen. Osa-alueita voidaan kehittää samanaikaisesti suuremman tehokkuuden saavuttamiseksi. Käytännössä markkinarakenteen kehittäminen on suoraviivaisin lähestymistapa. Tärkeimmiksi kehittämistarpeiksi pitkällä aikavälillä tutkimuksessa nimettiin sijoittajakannan monipuolistaminen ja markkinainformaation saatavuuden parantaminen.

Wallqvistin ja Axelssonin (2013) tutkimuksen mukaan markkinaosapuolet pitivät tarpeellisena, että Ruotsin finanssimarkkinoita valvova viranomainen loisi selkeät puitteet markkinoiden läpinäkyvyyden lisäämiseksi. Dokumentaation standardointia pidettiin tärkeänä, jotta liikkeeseenlaskuprosessi helpottuisi ja lainaehdot olisivat ymmärrettävämmät eri toimijoille. Ruotsissa asiamiehen toimintavaltuudet eivät vielä välttämättä olleet selviä kaikille markkinaosapuolille, minkä vuoksi rakenteesta tulisi tehdä selvempi. Tutkimuksen mukaan Ruotsissa toimivat markkinaosapuolet toivoivat lisäksi yritysten hyödyntävän markkinoita verkostoitumisessa sijoittajien kanssa, jotta vaikeina aikoina rahoituksen saanti helpottuisi.

## 4 Suomen joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittämistoimet

Tässä luvussa tarkastellaan Suomen jvk-markkinoiden kehitystilannetta. Luvussa selvitetään vireillä olevat kehittämistoimet ja niiden vaikutukset joukkovelkakirjamarkkinoiden toimintaan, pohditaan muita kehittämistarpeita ja tarkastellaan tutkimuksessa esiin nousseita joukkovelkakirjamarkkinoiden tulevaisuudennäkymiä.

Pienten ja keski suurten yritysten joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittämiseksi on Suomessa ollut useita kehityshankkeita. Kehityksen konkreettisia viimeaikaisia toimenpiteitä ovat olleet muun muassa mallidokumentaation luominen, vaihtoehtoisen markkinapaikan synnyttäminen, asiamiesrakenteen vakiinnuttaminen ja markkinoiden läpinäkyvyyden parantaminen. Näiden lisäksi tässä alaluvussa selvitetään luottoluokitusjärjestelmän kehitystarpeet sekä tuotekehityksen tulos, taattu ryhmäjoukkovelkakirja.

Valtiovarainministeriön (2012) kansallista pääomamarkkinastrategiaa pohtivan työryhmän raportin mukaisesti Suomen jvk-markkinoita on nyt kehitetty noin kaksi vuotta, ja moni hanke on valmistunut ja valmistumassa. Raportissa todettiin liikkeeseenlaskijoiden kysynnän luomisen muodostuneen ongelmaksi, minkä olivat havainneet myös Hyytinen ja Pajarinen (2005). Valtiovarainministeriö (2012, 58–59) linjasi tärkeimmiksi joukkovelkakirjalainamarkkinoiden kehittämistarpeiksi tiedon lisäämisen liikkeeseenlaskun prosesseista ja kustannuksista sekä käytännön työkalujen luomisen yritysriskien arviointiin ja liikkeeseenlaskujen hallinnointiin. Markkinoiden kehittämiseksi tulisi selvittää muiden maiden ratkaisuja ja kehittämissuunnitelmia sekä erilaisia luottoluokituskäytäntöjä. Lisäksi raportissa todettiin jälkimarkkinoiden ja kaupankäyntitapojen parantamisen olevan mahdollisia kehittämiskohteita.

Valtioneuvoston (2013, 13) rakennepoliittisessa ohjelmassa päätettiin edistää yritysrahoituksen saatavuuden turvaamiseksi pk-yritysten joukkovelkakirjamarkkinoiden syntymistä ja selvittää keinoja pörssin toimintaedellytysten parantamiseksi ja kasvuyritysten listautumiskynnyksen alentamiseksi. Työ- ja elinkeinoministeriö (2013b, 35–36) tarkensi esitystä marraskuussa 2013 konkreettisin toimintaehdotuksin, joiden toteutus on edennyt hyvin: Ensimmäiseksi tuettiin joukkovelkakirjalainojen merkittäviä palvelevien yhtiöiden sopimusehtojen käyttöönottoa. Toiseksi edistetään sijoittajien edustajana ns.

common law -pohjaisesti toimivan asiamiehen toimintaa sääntelevän erityislainsäädännön valmistelua ja voimaansaattamista.

Toukokuussa 2013 raporttinsa jättänyt työ- ja elinkeinoministeriön ICT 2015 -työryhmä esitti, että pk-yritysten joukkovelkakirjalainamarkkinoiden parantamiseksi Finnvera käynnistää uuden pk-yritysten joukkovelkakirjalainajärjestelmän (Työ- ja elinkeinoministeriö 2013a, 58). Työ- ja elinkeinoministeriö (2013b, 35–37) esitti toimivaltuuden antamista Finnveralle pk-yritysten joukkovelkakirjalainojen merkitsemiseen rajatusti sekä lisäselvityksen tekemistä pk-yritystä suurempien yritysten joukkovelkakirjalainojen merkitsemiseen. Valtioneuvosto hyväksyi kesäkuussa 2014 esityksen, jonka mukaan Finnvera voi merkitä pk-yritysten joukkovelkakirjalainoja enintään 300 miljoonalla eurolla kolmen ja puolen vuoden ajan vuoden 2017 loppuun asti (Työ- ja elinkeinoministeriö 2014). Esityksessä todetaan kuitenkin olevan epävarmaa, missä määrin pk-yritykset voivat joukkovelkakirjoja hyödyntää, koska kustannustehokkaan joukkovelkakirjalainaemission vähimmäiskokona pidetään noin 30 miljoonaa euroa. Yleisesti enintään noin kolmasosa yrityksen korollisesta velasta voi olla joukkovelkakirjalainana. Alle kymmenen miljoonan euron liikkeeseenlaskuja odotetaan toteutuvan vain kohdennetusti. Tämän vuoksi työ- ja elinkeinoministeriö (2013b, 35–37) pitää tarpeellisena mahdollistaa Finnveran toiminta myös suurempien yritysten liikkeelle laskemien joukkovelkakirjojen merkitsijänä 50 miljoonan euron emissioihin asti. Tätä varten tarvitaan vielä lisäselvityksiä merkitsemiseen liittyvien valtiontuki-oikeudellisten selvitystarpeiden sekä luotto- ja takaustappiositoumuksen muutostarpeiden vuoksi. Emittoijayritysten liikevaihdon tulisi jäädä alle 200 miljoonan euron rajan. Finnveran on tarkoitus toimia ankkurisijoittajana eli olla avoimesti liikkeeseenlaskun markkinoinnin yhteydessä sitoutunut merkitsemään tietty osuus annista. Esityksen mukaan 20 prosentin osuus olisi riittävä houkuttelemaan muita sijoittajia mukaan ja samalla riittävän matala olemaan vaarantamatta likviditeettiä jälkimarkkinoilla. Haastateltavien mukaan Finnveran mahdollisesti tuoma likviditeetti parantaisi jvk-markkinoiden tilannetta. Finnvera koettiin tärkeäksi toimijaksi pk-yritysten rahoitusmarkkinoilla jo nyt. Sen vuoksi pidettiin uhkana, mikäli yhtiö joutuisi jvk-markkinoille laajentumisen myötä pienentämään suoraa rahoitustaan.

Elinkeinoelämän keskusliiton ja Listayhtiöiden neuvottelukunnan jvk-markkinoiden kehittämistä varten perustama työryhmä toimi noin kaksi vuotta. Työryhmässä toimi asianajotoimistojen, yritysten, pankkien ja sijoittajien edustajia. Työryhmän työ on nyt saatu päätökseen, ja tammikuussa 2014 pidettiin potentiaalisille pk-yrityslikkeeseenlaskijoille suunnattu seminaari. Työryhmän tavoitteet jvk-markkinoiden kehittämiseksi olivat mallidokumentaatio, First North -vaihtoehtomarkkinapaikan avaaminen, hintojen läpinäkyvyys sekä kotimainen luottoluokittaja. Tavoitteista kolme ensimmäistä on jo saatu konkreettisesti toteutumaan. (Salonen 4.3.2014.)

Kaikki haastateltavat pitivät jvk-markkinoiden kehittämistoimenpiteitä erittäin tarpeellisina. Markkinoiden on syytä liikkua eteenpäin. Tärkeänä viimeaikaisena yleisesti tehtynä huomiona pidettiin sitä, että kasvua mahdollistavia rahoituskanavia on oltava erilaisia. Aktiivista keskustelua pidettiin erittäin tärkeänä. Toisaalta jvk-markkinoita on kehitettävä pk-yritykset huomioiden, ja kehitystoimissa pidettiin tärkeänä pk-yritysten kuuntelemista ja jvk-markkinoiden mahdollisuuksista kertomista. Haastateltavat totesivat markkinoiden kehittyvän tällä hetkellä markkinaosapuolien toimesta aktiivisesti: runsas määrä markkinaosapuolia ohjaa markkinoita oikeaan suuntaan luonnollisesti, kun kysyntä ja tarjonta kohtaavat, ja kun löytyy halukas järjestelijä. Paitsi yleinen keskustelu jvk-markkinoiden tilasta, myös keskusteluyhteys markkinoiden kehittäjien ja yritysten välillä on tärkeä.

#### **4.1 Mallidokumentaatio**

Ensimmäinen konkreettinen toteutettu toimenpide jvk-markkinoiden kehittämiseksi on mallidokumentaatio. Elinkeinoelämän keskusliiton ja Listayhtiöiden neuvottelukunnan työryhmän laatimat joukkovelkakirjalainan malliehdot julkistettiin vuoden 2013 lopussa. Niiden avulla pyritään lisäämään lainojen liikkeeseenlaskujen tehokkuutta ja kehittämään markkinakäytäntöjä. (Elinkeinoelämän keskusliitto EK ry 2013a; Elinkeinoelämän keskusliitto EK ry 2013b.) Yhtenäiset ehdot parantavat lainojen dokumentaation laatua, yksinkertaistavat lainojen liikkeeseenlaskua ja vähentävät kustannuksia (Työ- ja elinkeinoministeriö 2013b, 35–36). Malliehtojen keskeisenä tavoitteena on joukkovelkakirjamarkkinoiden yleisen kehittämisen ohella parantaa erityisesti pk-yritysten mahdollisuuksia hakea rahoitusta markkinoilta. Malliehtoja laadittaessa on kiinnitetty huo-

miota luottoluokittamattomiin liikkeeseenlaskijoihin. Kansainvälisten osapuolten mukanaolon helpottamiseksi malliehdot julkaistiin alkuvaiheessa englanniksi. Tavoitteena on myöhemmin tuoda keskeinen osa dokumentaatiosta saataville myös suomenkielisenä. (Elinkeinoelämän keskusliitto EK ry 2013a; Elinkeinoelämän keskusliitto EK ry 2013b.)

Mallidokumentaatio koostuu teknisestä sopimuksesta sekä kaupallisten ehtojen työkalupakista eli mahdollisten kovenanttien malliteksteistä. Malliehtojen noudattaminen on vapaaehtoista, eikä niillä pyritä standardoimaan liikkeeseenlaskujen kaupallisten ehtojen sisältöä, vaan ne on tehty helpottamaan joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskua ja alentamaan emittointikustannuksia. Kun ehdot on kirjoitettu auki, vähenevät lakimiespalvelujen tarpeet. (Salonen 23.1.2014; Salonen 4.3.2014.)

Suomessa ei aikaisemmin juurikaan ole käytetty rajoittavia ehtoja jvk-sopimuksissa. Esimerkiksi vuonna 2013 YTT:n jakautuessa olisi ollut täysin ehtojen mukaista jättää huomioimatta kasvanut riski velkakirjojen jäädessä riskisempään yritykseen. YTT kompensoi kohonneen riskin tarjoamalla korkeampaa korkoa ja hyväksytti järjestelyn velkakirjanhaltijoilla. Tämänkaltaiset tilanteet olisi kuitenkin helpompi käsitellä, mikäli ehdoissa olisi suoraan määritelty toimintamallit. Erityisesti esimerkiksi maksukyvyttömyys- tai pantin realisointitilanteessa joukkolainan hallinnointi voi olla hankalaa. Uusi mallidokumentaatio parantaa tilannetta osaltaan tarjoamalla mahdollisuuden toimia vaikeissa tilanteissa ennalta määritellyn mukaisesti. Sijoittajan kannalta kovenantit siis ovat hyödyllisiä, mutta liikkeeseenlaskijat voivat vieroksua niitä. Juridisiin ehtoihin liittyy nimittäin hallinnointivelvollisuuksia sekä mahdollisesti liiketoimintaa rajoittavia ehtoja. (Miettinen 4.3.2014.)

Malliehtoja luotaessa tavoitteena oli pohjoismainen yhdenmukaisuus, jotta ehdot olisivat valmiiksi tutut merkittävimmille alueen liikkeeseenlaskijoille ja sijoittajille, ja jotta niiden käyttöönotto olisi laajempaa. Malliehdot on tämän vuoksi laadittu suurilta osin perustuen vastaavaan ruotsalaiseen dokumentaatioon. Lisäksi ehtoja varten konsultoitiin Norjan markkinoiden käytännöistä norjalaista joukkovelkakirjamarkkinoiden asiamiestoimijayritystä Nordic Trusteeta. (Hannes Snellman 2013.) Norjan dokumentaatio on ollut käytössä jo kauan johtuen markkinoiden pitkästä toiminnasta high yield

-lainojen osalta (Salonen 4.3.2014). Mallidokumentaatio on merkittävä parannus Suomen jvk-markkinoiden kehittämiseksi paremmin pk-yrityksille sopiviksi.

## 4.2 First North -joukkovelkakirjamarkkina

First North -joukkovelkakirjamarkkina on suunnattu erityisesti pienille ja keskisuurille yrityksille, ja myös suuremmat ja päämarkkinalle listatut yritykset voivat käyttää sitä. First North on päämarkkinaa kevyemmin säännöstelty, ja listautuminen on mahdollista ilman EU:n sääntöjen mukaista listausesitettä ja IFRS-standardien mukaista tilipäätöstä. Joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlasku on sen kautta helpompaa, nopeampaa ja halvempaa kuin päämarkkinalla. Markkinalla olevalla lainalla on julkinen hinnanmuodostus jälkimarkkinalla. (NASDAQ OMX Group, Inc. 2014a.) Vastaavat First North markkinapaikat ovat toimineet Ruotsissa ja Tanskassa vuoden ajan positiivisin kokemuksin (Pörssisäätiö 2014). Myös esimerkiksi Italiassa toimii vastaavanlainen markkinapaikka Decreto Sviluppo, ja Saksassa perustettiin Deutsche Börsen alaisuuteen pari vuotta sitten pk-yritysten Entry Standard -velkakirjamarkkina, jossa liikkeelle laskettavien joukkolainojen koko alkaa 30 miljoonasta eurosta (Salonen 4.3.2014). Norjassa puolestaan toimii Oslo Börsin alaisuudessa hyvin likvidi markkinapaikka Alternative Bond Market (Miettinen 4.3.2014).

Listalleotto prosessi First North -joukkovelkakirjalainamarkkinalle alkaa kilpailuttamalla ja valitsemalla Hyväksytty Neuvonantaja, joka valmistelee yhtiön kanssa listaushakemuksen. Hyväksytty Neuvonantaja on esimerkiksi corporate finance -yhtiö, tilintarkastusyhtiö, pankki tai investointipankki. Päätös listalle ottamisesta kestää kahdeksan työpäivää lopullisen hakemuksen toimittamisesta. Pörssi kommentoi tarvittaessa hakemusta sen laatimisvaiheessa. Lisäksi velkakirjat on listaamista varten liitettävä arvosuusjärjestelmään, ja liikkeeseenlaskijan tulee julkistaa yhtiöesite tai esite. Mikäli joukkovelkakirjalainan yksikkökoko on alle 100 000 euroa tai lainalla ei ole takausta, tulee liikkeeseenlaskijan lisäksi julkaista tilinpäätöstiedot kahdelta tilikaudelta. First North -joukkovelkakirjamarkkinalla liikkeeseenlaskijaa koskee tiedonantovelvollisuus, jonka kynnys on käytännössä korkeampi kuin osakemarkkinoilla joukkovelkakirjalainan luonteen vuoksi. Liikkeeseenlaskijan tulee ilman aiheetonta viivytystä julkistaa kaikki teke-

mänsä päätökset sekä tiedot yhtiöstä tai lainan takaajasta, kun niillä voi olla olennaista vaikutusta joukkovelkakirjalainan arvoon. (NASDAQ OMX Group, Inc. 2014a.)

Haastateltavat suhtautuivat First North -jvk-markkinaan hyvin positiivisin odotuksin. Ruotsissa ja Tanskassa vastaava markkinapaikka on toiminut nyt yli vuoden, ja muutamia listauksia on tullut. Kaikki haastateltavat uskoivat Suomessa markkinapaikan käynnistymisen toteutuvan hyvin vuoden 2014 aikana. Muutamia hyväksytyjä hakemuksia on jo tullut, ja kolme listautumista nähty. Haastateltavat toivoivat pk-yritysten löytävän niille tarkoitettua markkinan.

Haastateltavat myös kiinnittivät huomiota siihen, että joukkovelkakirjan ei tarvitse olla listattu ollakseen toimiva. Osakkeen ja joukkovelkakirjan luonne on erilainen, eikä yhteismitallisen markkinapaikan eli pörssin luominen joukkovelkakirjoille ole välttämättä yksinkertaista. Yhdellä yhtiöllä voi olla samanaikaisesti liikkeellä useita joukkovelkakirjoja useissa eri valuutoissa. Haastateltavat kertoivat First North -jvk-markkinaan kohdistuneen jonkin verran kritiikkiä, sillä sen tuomaa lisäarvoa ei pidetty merkittävänä, koska lainoja ei ole kuitenkaan pakko listata. Kritiikki on liittynyt pääasiassa listalle vietyjen lainojen vähäiseen määrään ja niiden kauppahintojen noteeraamispakon puutteeseen. First North -jvk-markkinan ei siis vielä ole nähty todellisena markkinapaikkana, jonka avulla jälkimarkkinahintojen läpinäkyvyys olisi merkittävästi lisääntynyt. Haastateltavat kuitenkin odottavat vaihtoehdoisen markkinapaikan tuovan lisäarvoa jvk-markkinoille tuomalla tietyn tyyppiset joukkovelkakirjat yhteiselle keskitetylle markkinapaikalle. Joillekin sijoittajille on tärkeää, että joukkovelkakirjalaina on listattu, jolloin First North -vaihtomarkkinalle listattu laina on listaamatonta houkuttelevampi. Joiltakin sijoittajilta se vaatii kuitenkin päätöstä, että pörssin päälistan ohella myös First North -listaus käy.

First North -jvk-markkinalla olevalla yrityksellä ei tarvitse olla kansainvälistä IFRS-standardin mukaista kirjanpitoa, vaan kotimainen FAS riittää. Haastateltavat pitivät tätä merkittävänä hyötynä verrattuna pörssin päälistaan, jossa IFRS vaaditaan. Listautumisen aiheuttaman tiedonantovelvollisuuden nähtiin lisäävän yrityksen tunnettuutta. Sijoittajien kokemus liiketoiminnan kehittymisestä tulee hyödylliseksi, jos yritys myöhemmin haluaisi listautua yrityksenä tai tehdä jonkin muun vieraan pääoman ehtoisen

instrumentin. Velvollisuuksia kuitenkin nähtiin tarpeelliseksi olla vain juuri sen verran kuin tarvitaan, jotta markkina on yrityksille houkuttelevampi. Tietynkokoisille yrityksille työmäärä voi olla ylitsepääsemätön. Tiedonantovelvollisuuden huono tuntemus yritysten joukossa voi myös karkottaa potentiaalisia listautujia, kun pelätään sen rikkomista, vaikka säännöistä on lupa poiketa tietyin ehdoin.

Leino (2014) tutki joukkovelkakirjoja pk-yritysten rahoitusmuotona keskittyen niiden listaamiseen First North -markkinapaikalle vähittäismarkkinoita varten. Tutkimuksen mukaan optimaalisin emissiokoko minimivuositilauksen mukaan olisi vähittäismyyntiin tarkoitettulla joukkovelkakirjalla vähintään 30 miljoonaa euroa.

Ensimmäinen First North -markkinapaikalle listattu joukkovelkakirjalaina oli Taaleritehdas Oyj:n maaliskuussa 2014 liikkeeseenlaskema 10 miljoonan euron laina (NASDAQ OMX Group, Inc 2014b). Taaleritehdas pyrkii lainallaan olemaan edelläkävijä niin pk-yritysten jvk-markkinoilla kuin First North -markkinapaikan käynnistymisessä. Yhtiö ei kuitenkaan odota kaupankäynnin First Northissa olevan kovin vilkasta, vaan suurin osa jälkimarkkinakaupankäynnistä tapahtunee järjestelijänä toimivan Nordean kautta. Jälkimarkkinakaupankäynti First Northissa vaatii sopimuksen järjestäjän, liikkeeseenlaskijan ja markkinapaikan kesken. (Nystedt & Smedsten 2.4.2014.) Taaleritehtaan liikkeeseenlaskua seurasivat ST1 Nordic Oy:n 100 miljoonan euron joukkovelkakirjalaina ja M-Brain Oy:n 15 miljoonan euron joukkovelkakirjalaina kesäkuussa 2014 (St1 2014; NASDAQ OMX Nordic 2014).

### **4.3 Asiamiesrakenne**

Suomessa on tähän mennessä tehty noin 130 joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskua asiamiesrakenteella. Suomessa asiamiespalveluja tarjoavat Nordic Trustee ja CorpNordic. Nordic Trustee on viime vuosina laajentanut toimintaansa Norjasta myös muihin Pohjoismaihin. Suomessa yhtiöllä on maaedustaja, ja käytännön toiminta lakimiespalveluineen toteutetaan Norjasta käsin. (Miettinen 4.3.2014; Tiainen 3.3.2014.)

Suomessa ei toistaiseksi ole ollut asiamieslainsäädäntöä, vaan käytäntö on toiminut ilman sitä. EK:n työryhmän pyynnöstä valtiovarainministeriö on alkanut luoda lainsää-



däntöä tuomaan selkeyttä markkinoille. Tällä hetkellä lain mukaan asiamies voi toimia joukkovelkakirjanhaltijan edunvalvojana, ja lainaehtoissa määritellään asiamiehen toiminta tarkemmin. Tanskassa asiamieslainsäädäntö on vastikään toteutettu. (Salonen 4.3.2014.) Suomessa säädösvalmistelu aloitetaan, kun valtiovarainministeriö on ensin arvioinut edustajaa koskevan nykylainsäädännön ja sen kehittämistarpeet (Työ- ja elinkeinoministeriö 2013b, 35–36). Valtiovarainministeriö pyysi kesäkuussa 2014 viranomaisilta, etujärjestöltä ja markkinatoimijoilta lausuntoja laatimaansa arviomuistioon lainsäädännöstä. Monilta markkinatoimijoilta on tullut paljon puoltavia vastauksia, jossa toivotaan erillislakia ja korkeintaan maltillista sääntelyä. Ministeriö ryhtyy mahdollisiin lainsäädäntötoimiin viimeistään vuoden 2015 aikana. (Valtiovarainministeriö 2014; Miettinen 28.8.2014.)

Asiamies toimisi haastateltavien mukaan parhaiten sellaisissa joukkovelkakirjoissa, jotka ovat pienehköjä, joissa on valvottavia kovenanteja tai jotka ovat juridisesti muuten hankalampia. Pienen koon vuoksi yhtiöön ei välttämättä luoteta tarpeeksi, vaan asiamiehen käyttö voi olla perusteltua. Asiamiehen avulla myös muuttuva yrityksen tilanne voidaan hoitaa paremmin. Pitkän juoksuajan aikana yritykselle voi tapahtua paljon, mutta lainaehdot eivät jousta tilanteen mukaan. Esimerkiksi YTT:n jakautuminen vuonna 2013 oli toteutunut tilanne, jossa asiamiehestä olisi mahdollisesti ollut hyötyä. Tilannetta on vaikea käsitellä vanhojen lainaehtojen mukaan, ja tällöin asiamiehen avusta voi olla hyötyä. (Miettinen 4.3.2014; Salonen 4.3.2014.)

#### **4.4 Läpinäkyvyys, jälkimarkkinat ja vähittäismarkkinat**

Suomessa on kiinnitetty huomiota myös läpinäkyvyyden lisäämisen tarpeeseen. Sen tärkeyden olivat havainneet jo aiemmin niin Luengnaruemitchai ja Ong (2005) kuin Wallqvist ja Axelsson (2013). Läpinäkyvyys parantaisi luottamusta markkinoiden toimintaan ja olisi keino lisätä jälkimarkkinoiden likviditeettiä. Läpinäkyvyyden parantamisen keinoista esitellään tässä kaupankäynti- ja luottoluokitustietojen julkisuus, ja pohditaan niiden yhteyttä jälkimarkkinoiden toimintaan. Lisäksi pohditaan piensijoittajien pääsyä joukkovelkakirjamarkkinoille.

Suomessa jälkimarkkinoita syntyy haastateltavien mukaan joukkovelkakirjalle yleensä vain, kun liikkeeseenlaskija on suuri yritys, jolla on joukkovelkakirjamarkkinaohjelma ja joka käy markkinoilla todella usein. Yleensä sijoittajat pitävät joukkovelkakirjat hallussaan koko juoksuajan, ja ainoastaan joukkovelkakirjarahastot käyvät aktiivisesti kauppaa omistuksillaan. (Tiainen 3.3.2014; Miettinen 4.3.2014.) EU-direktiivin myötä on parin vuoden kuluttua tulossa vaateita jälkimarkkinoiden toimivuudelle (Salonen 4.3.2014).

Hintatietojen vaikean saatavuuden katsotaan osaltaan vaikeuttavan jälkimarkkinoiden toimintaa. Tämän vuoksi osana markkinoiden avaamista ja kehittämistyötä Kauppalehti alkoi helmikuussa 2014 julkaista joukkovelkakirjalainojen kaupankäyntitietoja. Tiedoissa listataan liikkeeseenlaskija, erääntymispäivä, kuponkikorko, hinta ja tuotto prosentti. (Lehmusvirta 2014b.) Haastateltavat uskovat hintojen julkaisun parantavan jälkimarkkinoiden likviditeettiä, koska ne tarjoavat hintatiedot myös pienemmille sijoittajille, jotka eivät pääse rahoituksen informaatiojärjestelmistä hintatietoja katsomaan, ja pankkiin soittaessaan saisivat todennäköisesti tätä huonomman hinnan. Aiemmin tiedot joukkovelkakirjoista ovat olleen vain isojen sijoittajien järkevästi käytettävissä. Pienistä sijoittajista haastateltavat näkevät private banking -asiakkaiden hyötyvän tietojen julkaisusta eniten. Läpinäkyvyyden parantumisen uskotaan johtavan parempaan likviditeettiin jälkimarkkinoilla. Haastateltavat esittivät kuitenkin myös kritiikkiä viikoittain julkaistaville hintatiedoille: Markkinat ovat sumeat koska kaupankäynti ei ole pörssissä. Julkaistavat hintatiedot ovat ostolaitoja, eivätkä kerro todellisia kaupankäyntihintoja myyjille. Hintatiedot tuovat tällaisenaan vähän läpinäkyvyyttä, mutta paremmaksi ratkaisuksi ehdotettiin Norjan mallia, jossa päivän päätteeksi pankit toimittaisivat toteutuneiden kauppajen hintatiedot esimerkiksi pörssille, josta sijoittajien olisi helppo tarkistaa kaupankäyntitiedot.

Liikkeeseenlaskijoiden lisäksi jvk-markkinoilla myös sijoittajat ovat perinteisesti suuria, kun taas piensijoittajia ei juuri ole huomioitu. Esimerkiksi Taaleritehtaan 10 miljoonan euron joukkovelkakirjalaina oli kuitenkin tarkoituksellisen pieni ja suunnattu vähittäismarkkinoille (Nystedt & Smedsten 2.4.2014). Piensijoittajat pääsevät nykytilanteessa jvk-markkinoille lähinnä jälkimarkkinoille sijoittavien rahastojen kautta. Haastateltavat pitivät rahastoja hyvänä väylänä jvk-markkinoille, vaikka niissä salkunhoitaja tekee sijoituspäätökset. Erään haasteltavan mielestä joukkovelkakirjan luonteeseen ei kuulu sen

tarjoaminen piensijoittajille, kun taas toinen kiinnitti huomiota aikaisempaan toimintamalliin, jossa lainoja tarjottiin myös muille kuin suurille sijoittajille. Haastateltavat olivat yhtä mieltä siitä, että piensijoittajien parempi pääsy markkinoille parantaisi jälkimarkkinoiden likviditeettiä. Mielenpitoet joukkovelkakirjojen tuomisesta emissiovaiheessa piensijoittajien saataville kuitenkin jakautuivat. Haastateltavat totesivat emissiovaiheessa lainan tarjoamisen pelkästään institutionaalisille sijoittajille olevan helpompaa, kuin jos liikkeeseenlaskussa merkitsijöiksi tavoiteltaisiin piensijoittajia, joista saatava kysyntähyöty voisi olla melko huono. Lisäksi piensijoittajat toisivat velvoitteita liikkeeseenlaskijalle. Toiset näkivät helppouden olevan etu, ja markkinoiden toimivan nykyisellä sijoittajakunnalla riittävän hyvin. Kaikkien haastateltavien mielestä kuitenkin tällainen mahdollisimman helpon järjestelyn tavoittelu heikentää markkinoiden toimivuutta. Aikaisemmin sijoittajakunta on ollut laajempi, mutta nyky muodossa joukkovelkakirjan myymiseksi riittää usein soitto muutamalle suurelle sijoittajalle. Piensijoittajien odotetaan myös vaativan parempia jälkimarkkinoita joukkovelkakirjoille, sillä he haluavat todennäköisemmin myydä omistuksiaan lainan juoksuaikana.

#### **4.5 Luottoluokitustiedot**

Sijoittajakunnan laajentuminen ja markkinoiden parempi likviditeetti edellyttävät helposti saatavilla olevaa tietoa liikkeeseenlaskijoista. Julkiset kansainvälisten luottoluokitajien laatimat luokitukset ovat harvojen liikkeeseenlaskijoiden saavutettavissa, vaikka ne ovatkin luotettavia ja objektiivisia. Järjestelijäpankit tekevät liikkeeseenlaskijoista omia analyysejään, varjoluokituksia. Pohjoismaisilla markkinoilla luotetaan toisaalta myös paljon siihen, että yritykset ovat tunnettuja, ja siten niihin uskaltaa sijoittaa. (Tiainen 3.3.2014.)

Suomessa vain muutamat suuret yritykset ovat luottoluokitettuja. Pankkien tekemät varjoluokitukset ovat yleisin liikkeeseenlaskijoiden analysointitapa. Luokituksia käytetään epävirallisena osana sijoittajamarkkinointia. Luokitusten uskottavuus vaihtelee kuitenkin paljon, sillä järjestelijällä on tietysti intressi myydä lainaa. Luokituksen analyysit antavat kuitenkin sijoittajalle suuntaa. (Miettinen 4.3.2014; Nystedt & Smedsten 2.4.2014.) Haastateltavat pitivät varjoluokitusta tällä hetkellä riittävänä toimintatapana, koska vaihtoehtoina on vain joko kallis ja työläs virallinen luokitus tai ei luokitusta ol-

lenkaan. Pohjoismaissa on myös poikkeuksellinen luottavainen ilmapiiri, joka mahdollistaa varjoluokituksen. Esimerkiksi USA:ssa varjoluokitus ei onnistuisi, koska epävirallinenkin luokitusmielipide voi johtaa ongelmiin sen osoittautuessa vääräksi. (Miettinen 4.3.2014.)

Luottoluokitus ei pk-yritysten kannalta vielä ole mahdollinen riittävän kustannustehokkaasti haettavan rahoituksen ollessa suhteellisen pientä. Tällä hetkellä vain suur-sijoittajilla ja emission järjestävillä pankeilla on resursseja tehdä yritysanalyyskejä. Luottoluokitusjärjestelmän syntyminen edellyttää maksajan löytymistä. Kansainvälisen käytännön mukaan kustannuksista vastaa liikkeeseenlaskija. Suurten kansainvälisten luottoluokittajien luottoluokitukset voivat maksaa yli satatuhatta euroa, ja ne työllistävät yrityksen talousjohtoa jatkuvasti paljon, mikä ei sovellu suomalaisille pk-yrityksille. Tällä hetkellä liikkeeseenlaskijoilla ei myöskään ole tarvetta maksaa luottoluokituksesta, sillä markkinoilla on saatavilla edullista rahaa; luottoluokittamattomien yritysten luottoriskiä ei ole esimerkiksi yritystodistusten korkomarginaaleissa hinnoiteltu. (Lehmusvirta 2014; Tiainen 3.3.2014; Nystedt & Smedsten 2.4.2014.) Haastateltavat nostivatkin yhdeksi seuraavaksi Suomen rahoitusmarkkinoiden kehittämiskohteeksi yritystodistusmarkkinat. Ne toimivat tällä hetkellä monelle yhtiölle ponnahduslautana jvk-markkinoille tulemiseen, mutta niiden hinnoittelu ei ole kohdallaan johtuen suuresta määrästä sellaisia sijoittajia, jotka ovat sääntöjensä takia pakotettuja sijoittamaan tarpeettoman halvalla. Yritystodistusmarkkinoita ovat vääristäneet myös finanssikriisin jälkeiset elvytystoimet. (Nystedt & Smedsten 2.4.2014.)

Työläyden ja kalleuden lisäksi luottoluokitus voi jäädä hankkimatta liian huonon luokituksen vuoksi. Jos yritys ei sijoitu Investment Grade -luokkaan, ei se saavuta luokituksella tavoittelemaansa kuvaa sijoittajien keskuudessa. (Miettinen 4.3.2014; Nystedt & Smedsten 2.4.2014; Tiainen 3.3.2014.) Luottoluokitusten metodit ja skaalat eivät myöskään välttämättä täysin sovellu pk-yritysten analysointiin pitkälti siitä syystä, että yksi luottoluokituksen pääajureista on yrityksen koko. Standard & Poor's on viime vuonna lanseerannut keskisuurten yritysten arviointiin uuden työkalun, joka on tarkoitettu listaamattomille joukkovelkakirjoille. Se on jo käytössä Keski-Euroopassa ja mahdollisesti tulossa myös Pohjoismaihin. (Tiainen 3.3.2014; Salonen 4.3.2014; Tiainen 2.6.2014)

Suomessa on kymmenen vuotta sitten toiminut kotimainen luottolaitos Fennorating. Yhtiö ehti luokitella muutamia yritysemisioita, mutta markkinatilanteesta johtuen pankeilla oli paljon likviditeettia, eikä kysyntää luokittajalle ollut. (Salonen 4.3.2014; Miittinen 4.3.2014.) Tällä hetkellä kotimaiselle luottoluokittajalle tuntuu olevan jonkin verran kysyntää, mutta haastateltavat näkivät sen toiminnan olevan haasteellista eikä välttämättä kovin kannattavaa. Vaihtoehtoiseksi malliksi ehdotettiinkin yhteis pohjoismaista luokittajaa. Luokittajan nähtiin soveltuvan sijoittajien osalta esimerkiksi pienemmille eläkesäätiöille ja private banking -asiakkaille, sillä suurten sijoittajien säännöt rajoittavat hyväksytyjä luottoluokittajia. Luottoluokituslaitos parantaisi luokitusten objektiivisuutta, mitä osa haastateltavista piti tärkeänä.

Lainojen järjestelijöiden lisäksi yrityksiä analysoivat tällä hetkellä muun muassa Balance Consulting, Suomen Asiakastieto ja Valuator omiin tarpeisiinsa. Näiden yritysten analysointimalleja voitaisiin kehittää myös jvk-markkinoiden tarpeisiin, ja joitakin suunnitelmia onkin vireillä. (Nystedt & Smedsten 2.4.2014; Salonen 4.3.2014.)

#### **4.6 Ryhmäjoukkovelkakirja**

Ryhmäjoukkovelkakirjalainassa liikkeeseenlaskijoita on yhden sijasta useampia. Suomessa ensimmäinen taattu ryhmäjoukkovelkakirjalaina laskettiin liikkeelle joulukuussa 2013 Vakuutusosakeyhtiö Garantian takauksella. Garantia toimi takaajana 42 miljoonan euron suuruudessa viiden vuoden bullet-lainassa, jossa oli liikkeeseenlaskijoina kuusi suomalaista yritystä. (Vakuutusosakeyhtiö Garantia 2013.) Garantia oli huomannut jvk-markkinoiden avautumisen ja halusi lähteä mukaan kehittämään sitä. Yhtiö edisti vuonna 2013 tuotekehitystä siten, että joulukuussa toteutettiin Suomen ensimmäinen taattu ryhmäjoukkovelkakirjaemissio. Rakenne, jossa yritys pooli toimii alla olevana liikkeeseenlaskijamateriaalina ja jota takaa omavelkaisesti yksityisomisteinen vakuutusyhtiö, on tietävästi ainoa laatuaan koko maailmassa. Isossa-Britanniassa on toteutettu kaksi vastaavanlaista emissiota, jossa liikkeeseenlaskijoina olivat kuntien yhteenliittymät ja takaajana guernseyläinen vakuutusyhtiö. Garantia aikoo rakentaa ja toteuttaa vastaavanlaisia emissioita myös jatkossa. (Tiainen 3.3.2014; Tiainen 2.6.2014.)

Liikkeeseenlaskijoina ryhmäemissiossa toimivat yritykset itse, ja Garantia takasi sijoittajille koko emission korkojen ja velkapääoman takaisinmaksut ”A”-luottoluokitus-tasollaan. Liikkeeseenlaskijat saivat rahat suoraan sijoittajilta, eivätkä vastaa toistensa velkaosuuksista. Ryhmäemissiolla haettiin ratkaisua listaamattomien yritysten ja sijoittajien tarpeiden yhteensovittamiseen, kun yritysten rahoitustarpeiden kokoluokka ja sijoittajien vaatima volyyymi eivät kohtaa. Yksittäinen jvk-emissio olisi pk-yritykselle kallis, työläs ja lopputulemaltaan epävarma prosessi, kun taas ryhmäemissio tarjosi pääsyn velkapääomamarkkinoille 5–10 miljoonan euron osuudella. (Tiainen 3.3.2014.) Kokeuttomammille ja pienille pk-yrityksille perinteinen jvk-rahoitus voi Leinon (2014, 38) mukaan koitua suhteettoman kalliiksi, mutta nekin voivat vaihtoehtona harkita ryhmäjoukkovelkakirjaa.

Ryhmäemissiossa mukana olevia yrityksiä kutsutaan yleisesti keskisuuriksi, vaikka yksikään niistä ei keskisuuren yrityksen määritelmään puhtaasti sovi. Yritykset eivät kuitenkaan olleet kovin suuriakaan. Liikkeeseenlaskijoiksi haettiin hyvää luottokelpoisuutta edustavia keskisuuria yrityksiä, joilla on jo jonkin verran toimintahistoriaa, vahva tase ja hyvä omavaraisuus. Ensimmäistä emissiota rakentaessaan Garantia otti itse aktiivisesti yhteyttä potentiaalisiin yrityksiin. Ensimmäisen lainan onnistuneen liikkeeseenlaskun jälkeen Garantialle on tullut jonkin verran yhteydenottoja kiinnostuneilta yrityksiltä. (Tiainen 3.3.2014.)

Pienestä koostaan ja erikoisuudestaan huolimatta ensimmäinen ryhmäemissio sai hyvän vastaanoton sijoittajien keskuudessa, ja se ylimerkittiin lievästi. Garantia kohdensi markkinointinsa institutionaalisille sijoittajille, ja mukaan lähti työeläkeyhtiöitä, vakuutusyhtiöitä, pankkeja, rahastosijoittajia ja varainhoitajia. Garantia koki pystyneensä hyvin hyödyntämään jvk-markkinoita koskevan keskustelun, jossa emissio oli ensimmäinen selkeä pelinavaus. Emission pienen koon ja rajallisen jälkimarkkinalikviditeetin vuoksi sijoittajat oletettavasti tekivät merkinnän ajatuksena pitää laina portfolioissa maturiteettiin asti. (Tiainen 3.3.2014.) Osa haastateltavista nosti esille, että sijoittajille rakenne voi kuitenkin tuntua keinotekoiselta, sillä liikkeeseenlaskijayritykset eivät näy käytännössä tuotossa lainkaan. Liikkeeseenlaskijat toki ovat seikkaperäisesti esillä ja niistä annetaan riittävät, oikeat tiedot niin sijoittajille suunnatussa Information Memorandumissa kuin sijoittajapresentaatiossakin. Järjestely nähdään siten toisaalta hyvinkin lä-

pinäkyvänä tapana rakentaa jvk-markkinoita ja tuoda pk-yrityksiä sijoittajien eteen. Garantia hoitaa kuuden liikkeeseenlaskijan luottoriskin, ja sijoittajille jää huolehdittavaksi vain ”A-”-luottoluokitettua Garantian riski, jolloin tuottokin on sen mukainen. Rakenne kuitenkin vähentää sijoittajien työtä tarjoamalla helpon ja turvallisen sijoitusvaihtoehdon. Tuote soveltuu hyvin esimerkiksi juuri säännellyille sijoittajille.

Jatkossa Garantia suunnittelee toteuttavansa emissioita vuosittain enintään kolme (Vänskä 2013). Vuonna 2014 emissioita pyritään toteuttamaan yksi. Vuoden 2015 osalta Garantia seuraa markkinoiden kehittymistä ja toteuttaa emissioita sen ja oman tilanteensa mukaan. Niin Garantialla kuin muillakin osapuolilla on kehitteillä myös muita innovatiivisia mahdollisesti toteutettavia struktuureja joukkovelkakirjamarkkinoille. (Tiainen 3.3.2014.) Oma poolattua mallia joukkovelkakirjoille tarjoaa esimerkiksi Bocap. Sen toteuttamassa mallissa haetaan sijoittajia kommandiittiyhtiömuotoiseen rahastoon, joka lainaa varat edelleen pk-yrityksille. (Salonen 4.3.2014.)

## 5 Suomen joukkovelkakirjamarkkinoiden tulevaisuudennäkymät

Suomen joukkovelkakirjamarkkinoiden kehitys on hyvällä mallilla, ja pk-yritykset on huomioitu kehittämistyössä. Haastateltavat kokivat kehittämistoimien piristäneen jvk-markkinoita. Erityisesti kiitosta saivat julkaistu mallidokumentaatio ja asiamiesrakennekäytäntöjen kehittäminen. Haastateltavat odottavat vuonna 2014 toteutuvan edellisvuotta enemmän liikkeeseenlaskuja. Likviditeetin ja jälkimarkkinakaupankäynnin parantamisen nähtiin olevan ensisijaisen tärkeitä kehittämiskohteita. Malliehtojen ja asiamiehen lisäksi tärkeäksi kehittämistoimeksi haastateltavat nimesivät First North -jvk-markkinapaikan. Se nähtiin erittäin hyödyllisenä lisäyksenä, vaikkakaan ei kovin dramaattisena muutoksena. Myös kotimainen luottoluokittaja ja jälkimarkkinakaupankäynnin parantaminen olisivat haastateltavien mielestä positiivisia kehittämiskohteita.

Pk-yritysten tuleminen jvk-markkinoille helpottuu. Markkinat eivät vielä ole erään haastateltavan mielestä valmiit siihen, että yksittäiset yritykset tulisivat markkinoille 10 tai 15 miljoonan euron lainaosuudella, vaan parhaiten toimisivat taatut poolatut ratkaisut. Samanlaiseen tulokseen päätyi myös Leino (2014, 38) tutkiessaan pk-yritysten joukkovelkakirjoja ja niiden listaamista First North -markkinapaikalle. Riittävän laajaan sijoittajakirjoon vaadittaisiin haastateltavan mielestä tällä hetkellä 100 miljoonaa euron suuruisen liikkeeseenlasku. Noin neljän–viiden vuoden kuluttua markkinat mahdollistaisivat kaikkien kehityshankkeiden ansioista yksittäiset pienemmät emissiot. Markkinoilla odotetaan myös nähtävän uusia kekseliäitä instrumentteja, joilla jvk-markkinoille voi päästä monien pk-yritystenkin tarpeisiin sopivalla riittävän pienellä osuudella.

Haastateltavat uskovat jvk-markkinoiden jatkavan kasvuaan pankkisääntelyn yhä lisääntyessä. Muutaman vuoden päästä haastateltavat odottavat näkevänsä markkinoilla sata liikkeeseenlaskua vuodessa 10 miljardin euron arvosta. Jossain vaiheessa Euroopassa ollaan mahdollisesti USA:n kanssa samassa tilanteessa, jossa 30 prosenttia rahoituksesta on pankkilähtöistä ja 70 prosenttia saadaan joukkovelkakirjamarkkinoilta. Kehitykseen kuluvan ajan nähtiin riippuvan kysynnästä ja tarjonnasta, eli pankkien likviditeetistä, sääntelystä, potentiaalisten yritysten riittävästä määrästä, niiden kasvusta ja investoinneista sekä sijoittajien kiinnostuksesta. Markkinoiden vilkastumisen uskotaan johtavan yhä lisääntyviin liikkeeseenlaskuihin, koska likvidit markkinat helpottavat lainojen ar-



vonmääritystä, ja uusien liikkeeseenlaskijoiden tulo markkinoille helpottuu kun markkinoilla on jo vastaavantyyppisiä yrityksiä. Aktiivinen jälkimarkkinakaupankäynti on suuri edellytys markkinoiden kehittymiselle, koska sijoittajilla on likviditeetin parantamisen avaimet. Markkinoiden kehittämisen tulisikin olla sijoittajalähtöistä. Jvk-markkinoiden laajentuminen olisi laajasti mahdollista lisäämällä pk-yritysten pieniä emissioita. Suuret sijoittajat ja pankit määrittävät kuitenkin markkinoita vielä paljon, joten todennäköisesti pienet emissiot eivät tule yleistymään kovin pian. Primäärimyynti jäänee pääsääntöisesti institutionaalisten sijoittajien markkinoiksi, mutta jälkimarkkinoiden lisääntyvä likviditeetti varmasti houkuttelee piensijoittajia.

Joukkovelkakirjamarkkinoiden nähtiin jatkavan myös monipuolistumistaan. Tällä hetkellä Suomessa joukkovelkakirjoja järjestee kolme suurta pankkia, mutta toimijoiden lisääntyessä lisääntyy valinnanmahdollisuus ja kilpailu sekä mahdollisuus pienten liikkeeseenlaskujen järjestelyyn, mikä osaltaan parantaa pk-yritysten pääsyä markkinoille. Lisätoimijoiden tulo markkinoille nähtiin erittäin positiivisena asiana. Sen nähtiin parantavan markkinoiden tehokkuutta ja läpinäkyvyyttä lisäämällä kilpailua. Haastateltavat odottivat markkinoiden kehittymisen myös valmistavan niitä suhtautumaan paremmin erilaisiin erikoistilanteisiin kuten vuonna 2013 nähtyihin jakautumisiin.

Nyt käynnissä olevat kehityshankkeet on vietävä loppuun ja kehitystyötä on jatkettava. Markkinoita kehitettäessä tulee koko ajan keskustella yritysten kanssa. Viranomaisten ja muiden markkinatoimijoiden tulee aktiivisesti tiedottaa niin yrityksille kuin sijoittajille jvk-markkinoiden mahdollisuuksista. Varsinaisina uhkina markkinoiden kehittymiselle nähtiin lähinnä kysynnän ja tarjonnan hiipuminen. Jos ei investoida, niin eivät markkinatkaan voi kasvaa, koska silloin ei tarvita pitkäaikaista rahoitusta. Pankkien myös nähtiin pitävän kiinni hyvistä asiakkuuksistaan. Kun tuntee hyvin yhtiön ja sen riskin, voi olla kannattavampaa pitää se omassa taseessa kuin antaa markkinoille.

Jvk-markkinoiden kehittäminen tukee Suomen työllisyyttä parantamalla yritystoiminnan edellytyksiä. Se parantaa rahoituksen saatavuutta. Toivottavaa on, ettei rahoituksen saatavuus muodostuisi esteeksi jonkin liiketoimintastrategian toteutumiselle silloin jos pankit eivät enää voi joustaa.

Pankkirahoitus on vielä selkeästi ensisijainen rahoituskanava keskisuurille yrityksille. Jvk-rahoitus on täydentävä ja monipuolistava rahoituksen lähde, mutta keskisuurten yritysten rahoitus rakentuu yhä pankkirahalle, joka on helpommin neuvoteltavaa, joustavaa ja edullisempaa. Pankkien tarjoamia likviditeettipuskureita yritykset tulevat haasteltavien mukaan tarvitsemaan aina, kun taas pääomamarkkinat tarjoavat pitkäaikaisempaa investointien rahoitusta. Lisäksi luoton kautta pankki pääsee kiinni asiakkaaseen niissäkin tuotteissa, joista se saa tuottonsa. Jvk-markkinoiden ei kuitenkaan nähdä kilpailevan pankkien kanssa, vaan toimivan täydentävänä rahoituskanavana. Velkapääoman merkityksen odotetaan joka tapauksessa kasvavan. Samoin jvk-markkinoiden merkitys pk-yritysten rahoituksen lähteenä tulee kasvamaan.

## 6 Pohdinta

Tutkimuksen tavoitteena oli tuottaa kokoava selvitys Suomen joukkovelkakirjamarkkinoiden kehityksen tilanteesta ja kehitystarpeista. Tutkimuksessa haluttiin selvittää, miten vireillä olevat Suomen jvk-markkinoiden kehittämistoimet vaikuttavat markkinoiden toimintaan, ja minkälaisia muita kehittämistarpeita markkinoiden rakenteessa on, jotta pk-yritykset voisivat paremmin hyödyntää markkinoita. Aiheeseen pureuduttiin tutkimalla kirjallisuutta, aiempia tutkimuksia ja artikkeleita sekä tekemällä asiantuntija-haastatteluita.

### 6.1 Tulosten tarkastelu

Suomen jvk-markkinat ovat murroksessa, ja sitä pidetään hyvin positiivisena asiana. Tutkimuksessa nousi selvästi esiin jvk-markkinoiden merkityksellisiä kehittämiskohteita perusteluineen. Nyt kun malliehdot on saatu kuntoon, ovat tärkeimmät kehittämiskohteet asiamieskäytännön edistäminen ja First North -joukkovelkakirjamarkkinapaikan aktivointi. Seuraavaksi parannuskohdiksi tutkimuksessa nousivat kotimainen luottoluokittaja ja jälkimarkkinakaupankäynnin parantaminen.

Kaiken kaikkiaan on odotettavissa, että Suomen jvk-markkinat vilkastuvat ja monipuolistuvat kehitystoimien vaikutusten myötä. Pk-yrityksiä nähdään yhä enemmän markkinoilla. Markkinoilla nähtäneen tähän asti totuttua pienempiä liikkeeseenlaskuja, vaikkakin joukkovelkakirjan luonteen vuoksi niiden määrä jäänee ainakin lähivuosina maltilliseksi. Mielipiteet järkevästä lainan koosta hajaantuvat, mihin on osaltaan vaikuttanut jvk-markkinoiden murros. Erilaiset poolatut emissiot ja muut innovatiiviset tuotteet kuitenkin tuovat jvk-rahoituksen paremmin pk-yritysten saataville. Liikkeeseenlaskijakannan lisääntymisen lisäksi myös muita markkinaosapuolia odotetaan nähtävän enenevässä määrin, millä uskotaan olevan positiivista vaikutusta markkinoiden kehittymiseen. Suomessa joukkovelkakirjalainamarkkinat ovat kehittyneet pankkien lähtökohdista. Nyt tulisi kääntää näkökulma sijoittajalähtöiseksi ja -ystävällisemmäksi. Toisaalta kysyntä määrittää kehitystä. Braun ja Briones jo totesivat, että institutionaalisten sijoittajien luoma kysyntä vaikuttaa merkittävästi joukkovelkakirjalainamarkkinoiden kehitykseen.

Hyytisen ja Pajarisen mukaista markkinahäiriötä ilmenee markkinoilla informaation epätäydellisyytenä. Tutkimuksessa nousi esille luotettavien luottoluokitusten ja analyysin tärkeys ja myös läpinäkyvyys niiden hyödyntämisessä. Saman havainnon olivat tehneet jo de Fiore ja Uhlig etsiessään selitystä Euroopan ja USA:n jvk-markkinoiden suuralle erolle, sillä heidän mukaansa euroalueella pankit hyödyntävät tietoja yritysten luotokelpoisuudesta tehokkaasti, mutta julkisesti sitä on saatavilla niukasti. Hintatietojen läpinäkyvyyden lisäämiseksi taas olisi syytä ottaa oppia Norjasta.

Luengnaruemitchain ja Ongin mukaan muutokset erityisesti sijoittajaluottamuksessa vaativat voimakasta poliittista tahtoa sekä tehokasta viranomaisyhteistyötä. Suomessa jvk-markkinoiden kehittäminen ei ole jäänyt vain markkinatoimijoiden huoleksi, vaan myös viranomaiset ovat aktiivisella otteella olleet mukana kehitystyössä muun muassa lisäämällä Finnveran valtuuksia ja kehittämällä asiamieslainsäädäntöä. Tärkeimmät kehittämistarpeet pitkällä aikavälillä Gyntelbergin, Man ja Remolonan mukaan ovat sijoittajakannan monipuolistaminen ja markkinainformaation saatavuuden parantaminen. Tehokkaat ja läpinäkyvät markkinat parantavat sijoittajien luottamusta ja kasvattavat sijoittajakuntaa Luengnaruemitchain ja Ongin mukaan. Niihin Suomella on vielä matkaa, mutta suunta on oikea.

Tutkimuksen mukaan jvk-markkinoiden kehittämistoimenpiteet ovat erittäin tarpeellisia, ja jvk-markkinoiden on syytä liikkua eteenpäin, jotta rahoitusmarkkinat monipuolistuvat. Jvk-markkinoita on laajennettava pk-yritysten suuntaan, koska ne tarvitsevat vaihtoehtoisia rahoituskanavia ja toisaalta monipuolistavat jvk-markkinoita. Markkinat kehittyvät juuri nyt markkinaosapuolien toimesta aktiivisesti, ja markkinat ohjautuvat siten luonnollisesti tarpeelliseen suuntaan. Tutkimuksessa ei noussut uusia kehittämiskohteita nyt jo käynnistettyjen tai aiemmassa keskustelussa esiinnousseiden ohelle.

Tutkimustuloksia voi hyödyntää pohdittaessa jvk-markkinoiden kehittämisen painopisteitä. Tutkimus tuotti tähän joidenkin markkinaosapuolien mielipiteitä. Aiheesta riittää silti vielä paljon tutkittavaa. Koska joukkovelkakirjamarkkinat jatkavat kehittymistään, tarjoavat ne jatkuvasti jatkotutkimusmahdollisuuksia. Eri kehittämistoimien vaikutusta voisi olla hyvä tutkia tarkemmin. Mallidokumentaation vastaanotto ja käytön laa-

juus, ja myöhemmin sen soveltaminen erityistilanteissa olisivat mahdollisia tutkimusaiheita. First North -joukkovelkakirjamarkkina on kirvoittanut jo ainakin yhden tutkimuksen listautumisen mahdollisuuksista, ja toteutuvat listautumiset tarjoavat paljon materiaalia jatkotutkimuksille. Asiamiehen käytön hyödyistä tai asiamieslainsäädännöstä saisi mielenkiintoisen tutkimuksen. Mielenkiintoista olisi myös seurata yksittäisen joukkovelkakirjan osalta eri kehittämistoimien vaikutuksia.

## **6.2 Tutkimusprosessin ja luotettavuuden arviointi**

Tämä opinnäytetyö oli tekijälleen kehittävä ja opettava prosessi. Aihetta valittaessa tärkeää oli sen ajankohtaisuuden ohella yhteiskunnallinen merkitys. Koska työtä ei tehty toimeksiantona, oli myös aiheen rajauksen tarkennus jossain määrin haastavaa jvk-markkinoiden kehitystyön laajuuden ja ajankohtaisuuden vuoksi. Näkökulma täsmentyi lopulliseen muotoonsa prosessin aikana sopivia haastateltavia valittaessa heidän osaamisalueidensa mukaisesti. Ongelmanasettelun lopullinen rajausta osoittautui onnistuneeksi ja mielekkääksi opinnäytetyön aiheeksi. Tutkimuskysymyksiä olisi voinut haluttaessa tarkentaa koskemaan vain jotain tiettyä jvk-markkinoiden osa-aluetta, mutta tässä vaiheessa markkinoiden kehittymistä tuntui tarpeelliselta tutkia niitä kokonaisvaltaisesti. Jatkotutkimuksissa on syytä syventyä tarkemmin eri kehittämistoimien vaikutuksiin.

Tutkimusta varten tutustuttiin suureen määrään materiaalia. Erityisesti aiheesta tehtyjä aikaisempia tutkimuksia pyrittiin hyödyntämään kattavasti. Raportin alku perustuu suurelta osin kirjamateriaaliin, sitä seuraavassa eri maiden jvk-markkinoiden kehittymisen katsauksessa hyödynnettiin lähinnä tutkimustietoa, ja Suomen jvk-markkinoiden kehittämistoimien selvityksessä käytettiin erityisesti haastatteluista saatua aineistoa, mutta myös paljon ajankohtaisia artikkeleita. Haastateltaviksi valittiin tarkoituksenmukaisesti eri markkinaosapuolien edustajia tuomaan erilaisia näkökulmia aiheeseen. Haastattelut kattoivat olennaisimmat markkinaosapuolet, ja mukana oli myös erittäin ajankohtaisesti jvk-markkinoiden uudistumiseen liittyviä osapuolia kuten kehittämistyöryhmän vetäjä, asiamies ja ensimmäinen First North -jvk-markkinapaikalle listautuja. Tutkimuksen luotettavuus olisi kuitenkin varmasti hyötynyt, jos haastateltavia olisi ollut enemmän.

Haastattelutilanteet ja niiden tallentaminen sujui häiriöittä. Haastateltaville annettiin raportin työstämisen loppuvaiheessa myös mahdollisuus täsmentää haastatteluista johdet-

tuja tuloksia, mikä auttoikin lisäämään tutkimuksen luotettavuutta varmistamalla haastatteluisia annettua tietoa ja mielipiteet oikein ymmärretyiksi. Tutkimuksen tulokset vahvistuivat monien haastateltavien mielipiteistä. Jotkut haastateltavat esittivät yksittäisiä mielipiteitä, ja ne on tällöin esitetty raportissa selkeästi yksittäisen henkilön mielipiteinä. Keskeisimmät tutkimustulokset olivat aineistossa yhdenmukaisia.

Tulokset vastasivat asetettuihin tutkimusongelmiin riittävästi. Suuria yllätyksiä ne eivät jvk-markkinoiden tilannetta seuranneille varmastiakaan tuoneet. Tuloksista ilmenee Suomen jvk-markkinoiden kehittämistoimien vaikutuksia markkinoiden toimintaan ja konkreettisia lisäkehityksen kohtia. Samat tulokset lienevät saavutettavissa uusintatutkimuksessa, vaikkakin jvk-markkinoiden tilanteen kehittyessä tulokset varmasti joustavat mukana.

## Lähteet

Braun, M. & Briones, I. 2006. The Development of Bond Markets around the World. Luettavissa: <http://www8.iadb.org/res/laresnetwork/files/pr268finaldraft.pdf>. Luettu: 14.2.2014.

Elinkeinoelämän keskusliitto EK ry 2013a. Yrityksille helpotusta joukkolainojen käyttöön. Luettavissa: <http://ek.fi/ajankohtaista/tiedotteet/2013/11/05/yrityksille-helipotusta-joukkolainojen-kayttoon/>. Luettu: 15.2.2014.

Elinkeinoelämän keskusliitto EK ry 2013b. Uusi työkalu yritysten rahoitukseen: joukkolainojen malliehdot valmistuneet. Luettavissa: <http://ek.fi/ajankohtaista/uutiset/2013/12/30/uusi-tyokalu-yritysten-rahoitukseen-joukkolainojen-malliehdot-valmistuneet/>. Luettu: 15.2.2014.

Elinkeinoelämän Keskusliitto EK, Finanssialan Keskusliitto, Finnvera Oyj, Suomen Pankki, Suomen Yrittäjät, työ- ja elinkeinoministeriö 2013. Yritysrahoituskysely 2013. Luettavissa: [http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/selvitykset\\_ja\\_raportit/rahoituskyselyt/Documents/YRK\\_2013/YRK\\_2013\\_A4.pdf](http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/selvitykset_ja_raportit/rahoituskyselyt/Documents/YRK_2013/YRK_2013_A4.pdf). Luettu: 1.2.2014.

Euroopan komissio 2013. Small Business Act -tiedote 2013 Suomi. Luettavissa: [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/countries-sheets/2013/finland\\_fi.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/countries-sheets/2013/finland_fi.pdf). Luettu: 27.2.2014.

Euroopan komissio 2014. Mitä ovat pk-yritykset? Luettavissa: [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/sme-definition/index\\_fi.htm](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/sme-definition/index_fi.htm). Luettu: 27.3.2014.

Finanssivalvonta 2011. Joukkovelkakirjalainojen riskit. Luettavissa: <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Jvk/Riskit>. Luettu: 14.2.2014.

Finanssivalvonta 2014a. Joukkovelkakirjalainojen ominaisuuksia. Luettavissa: [www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Jvk/Ominaisuuksia/](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Jvk/Ominaisuuksia/). Luettu: 29.1.2014.

Finanssivalvonta 2014b. Joukkovelkakirjojen hankkiminen: liikkeeseenlasku ja jälki-markkinat. Luettavissa: [www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Jvk/Kaupankaynti/](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Jvk/Kaupankaynti/). Luettu: 4.2.2014.

de Fiore, F. & Uhlig, H. 2005. Bank finance versus bond finance: what explains the differences between US and Europe? Luettavissa: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp547.pdf>. Luettu: 27.3.2014.

Gyntelberg, J., Ma, G. & Remolona, E. 2005. Developing corporate bond markets in Asia. Luettavissa: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap26d.pdf>. Luettu: 15.2.2014.

Hannes Snellman 2013. Nordic Market Newsletter 6/2013. Luettavissa: <http://www.hannessnellman.com/news-seminars/our-point-of-view/nordic-market-newsletter-62013>. Luettu: 11.2.2014.

Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. 2009. Tutki ja kirjoita. 15., uudistettu painos. Tammi. Helsinki.

Hyytinen, A. & Pajarinen, M. 2005. Luottomarkkinoiden epätäydellisyydet ja pk-yritysten rahoitusympäristö Suomessa. Luettavissa: [http://ktm.elinar.fi/ktm\\_jur/ktmjur.nsf/All/13268008AE458DA2C2256FA400410CF6/\\$file/ratu2elo\\_2005.pdf](http://ktm.elinar.fi/ktm_jur/ktmjur.nsf/All/13268008AE458DA2C2256FA400410CF6/$file/ratu2elo_2005.pdf). Luettu: 7.2.2014.

Hämäläinen, K. 2014. Suuryritykset pelkäävät poliitikkoja ja rakastavat pörssiä. Luettavissa: <http://www.taloustaito.fi/fi-FI/sijoitukset/karonporssiviikko/karohamalainen/suuryritykset-pelkaavat-poliitikkoja-ja-rakastavat-porssia>. Luettu: 25.2.2014.



ICMA 2013. Economic Importance of the Corporate Bond Markets. Luettavissa:  
[http://www.investmenteurope.net/digital\\_assets/6537/Corporate-Bond-Markets-March-2013.pdf](http://www.investmenteurope.net/digital_assets/6537/Corporate-Bond-Markets-March-2013.pdf). Luettu: 14.2.2014.

Knüpfer, S. & Puttonen, V. 2012. Moderni rahoitus. 6. painos. Sanoma Pro Oy. Helsinki.

Kontkanen, E. 2011. Pankkitoiminnan käsikirja. 3. uudistettu painos. Finanssi- ja vakuutuskustannus Oy. Helsinki.

Lehmusvirta, A. 2014a. Yritysten pankkirahoitus on yhä tieukemmassa. Kauppalehti, 12.2.2014, s. 8.

Lehmusvirta, A. 2014b. Kauppalehti alkaa seurata yrityslainamarkkinoita. Kauppalehti, 11.2.2014, s. 7.

Leino, E. 2014. Joukkovelkakirjat pk-yrityksen rahoitusmuotona. Luettavissa:  
[http://theseus.fi/bitstream/handle/10024/75022/Leino\\_Eveliina.pdf](http://theseus.fi/bitstream/handle/10024/75022/Leino_Eveliina.pdf). Luettu: 30.5.2014.

Luengnaruemitchai, P. & Ong, L. L. 2005. An Anatomy of Corporate Bond Markets: Growing Pains and Knowledge Gains. Luettavissa:  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05152.pdf>. Luettu: 14.2.2014.

Miettinen, S. 2013. Suomen joukkovelkakirjamarkkinat kansainväliselle tasolle. Luotto-linkki, 30, 2, s. 18–19.

Miettinen, S. 4.3.2014. Maaedustaja. Nordic Trustee Oy. Haastattelu. Helsinki.

Miettinen, S. 28.8.2014. Maaedustaja. Nordic Trustee Oy. Sähköposti

NASDAQ OMX Group, Inc. 2014a. First North Bond Market Finland. Luettavissa:  
<http://www.nasdaqomx.com/firstnorth/bondmarket/finland>. Luettu: 7.2.2014.

NASDAQ OMX Group, Inc. 2014b. Taaleritehdas Oyj lists its first bond on the First North Bond Market Finland. Luettavissa:

<http://www.nasdaqomxnordic.com/nyheter/noteringar/firstnorth/2014/taaleritehdas>  
. Luettu: 22.4.2014.

NASDAQ OMX Nordic 2014. M-Brain Oy:n joukkovelkakirjalaina listataan First North Bond Market Finland -markkinapaikalle. Luettavissa:

<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=615069&messageId=762492>. Luettu: 10.7.2014.

Niskanen, J. & Niskanen, M. 2013. Yritysrahoitus. 7., uudistettu painos. Edita Publishing. Helsinki.

Nystedt, H. & Smedsten, M. 2.4.2014. Credit Risk Analyst ja talousjohtaja. Taaleritehdas Oyj. Haastattelu. Helsinki.

Pörssisäätiö 2014. First North joukkovelkakirjamarkkina avautuu. Luettavissa:

<http://www.porssisaatio.fi/blog/2014/01/20/first-north-joukkovelkakirjamarkkina-avautuu/>. Luettu: 7.2.2014.

Rosendahl, L. 23.1.2014. Toimitusjohtaja. NASDAQ OMX Helsinki. Seminaariesityksen materiaali.

Saha, A. 23.1.2014. Chief Origination Manager. Nordea Investment Banking. Seminaariesityksen materiaali.

Salonen, R. 23.1.2014. Rahoitusalan ammattilainen, EK:n ja listayhtiöiden neuvottelukunnan työryhmän puheenjohtaja. Seminaariesityksen materiaali.

Salonen, R. 4.3.2014. Rahoitusalan ammattilainen, EK:n ja listayhtiöiden neuvottelukunnan työryhmän puheenjohtaja. Haastattelu. Helsinki.

St1 2014. St1 Nordic Oy:n 100 miljoonan euron joukkovelkakirjalaina listataan First North Bond Market Finland -markkinapaikalle. Luettavissa:  
<http://www.st1.eu/news/st1-nordic-100-milj-eur-joukkovelkakirjalaina-listataan-first-north-bond-market>. Luettu: 10.7.2014.

Suomen Pankki 2013. Suomen joukkovelkakirjalainat 2012. Luettavissa:  
<http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/arvopaperitilastot/Documents/JVK2012.pdf>  
. Luettu: 27.1.2014.

Suomen Pankki 2014. Suomen joukkovelkakirjalainat 2013. Luettavissa:  
<http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/arvopaperitilastot/Documents/JVK2013.pdf>  
. Luettu: 10.7.2014.

Suomen Yrittäjät ry, Finnvera Oyj & Työ- ja elinkeinoministeriö 2014. Pk-yritysbarometri kevät 2014. Luettavissa: [http://www.yrittajat.fi/File/b67f021c-8d7f-49b9-87d5-233408f6d363/SY\\_pkbarometri\\_kevat\\_2014.pdf](http://www.yrittajat.fi/File/b67f021c-8d7f-49b9-87d5-233408f6d363/SY_pkbarometri_kevat_2014.pdf). Luettu: 27.2.2014.

Tiainen, J. 3.3.2014. Asiakasrahoitusjohtaja, strukturoidut tuotteet. Vakuutusosakeyhtiö Garantia. Haastattelu. Helsinki.

Tiainen, J. 2.6.2014. Asiakasrahoitusjohtaja, strukturoidut tuotteet. Vakuutusosakeyhtiö Garantia. Sähköposti.

Työ- ja elinkeinoministeriö 2013a. 21 polkua Kitkattomaan Suomeen – ICT 2015 -työryhmän raportti. Luettavissa:  
[http://www.tem.fi/files/35440/ICT2015\\_raportti\\_final.pdf](http://www.tem.fi/files/35440/ICT2015_raportti_final.pdf). Luettu: 7.2.2014.

Työ- ja elinkeinoministeriö 2013b. TEM muistiokooste, rakennepoliittisen ohjelman raportointi 15.11.2013. Luettavissa:  
<http://valtioneuvosto.fi/etusivu/rakennemuutos395285/tiedostot/ministerioiden-materiaalit-15112013/tem/TEM-aineistot-1-15112013.pdf>. Luettu: 8.2.2014.

Työ- ja elinkeinoministeriö 2014. Hallitus edistää pk-yritysten joukkovelkakirja-lainamarkkinoiden syntymistä. Luettavissa:

[http://www.tem.fi/?s=2468&89508\\_m=115449](http://www.tem.fi/?s=2468&89508_m=115449). Luettu: 13.6.2014.

Vakuutusosakeyhtiö Garantia 2013. Tiedote 3.12.2013. Luettavissa:

<http://www.garantia.fi/fi/ajankohtaista/115-garantian-ensimmaisen-ryhmajoukkovelkakirjalainan-liikkeeseenlaskussa-mukana-kuusi-suomalaista-yritysta>.  
Luettu: 4.2.2014.

Valtioneuvosto 2013. Rakennepoliittinen ohjelma talouden kasvuedellytysten vahvistamiseksi ja julkisen talouden kestävyysvajeen umpeen kuromiseksi. Luettavissa:

<http://valtioneuvosto.fi/etusivu/rakennuudistus395285/tiedostot/rakennepoliittinen-ohjelma-29082013/fi.pdf>. Luettu: 8.2.2014.

Valtiovarainministeriö 2012. Pääomamarkkinat ja kasvu. Luettavissa:

[http://www.vm.fi/vm/fi/04\\_julkaisut\\_ja\\_asiakirjat/01\\_julkaisut/07\\_rahoitusmarkkinat/20120313Paeaeoma/Paeaeomamarkkinat\\_ja\\_kasvu\\_130312\\_NETTI.pdf](http://www.vm.fi/vm/fi/04_julkaisut_ja_asiakirjat/01_julkaisut/07_rahoitusmarkkinat/20120313Paeaeoma/Paeaeomamarkkinat_ja_kasvu_130312_NETTI.pdf). Luettu: 7.2.2014.

Valtiovarainministeriö 2014. Valtiovarainministeriö pyytää lausuntoja arvioon joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevasta lainsäädännöstä. Luettavissa:

[http://www.vm.fi/vm/fi/03\\_tiedotteet\\_ja\\_puheet/01\\_tiedotteet/20140624Valtio/nahme.jsp](http://www.vm.fi/vm/fi/03_tiedotteet_ja_puheet/01_tiedotteet/20140624Valtio/nahme.jsp). Luettu: 13.9.2014.

Vuorijärvi, A. & Boedeker, M. 2007. Asiantuntijaviestintä ja opinnäytetyötekstin rakenne. Luettavissa:

<http://www.oamk.fi/opinnaytehanke/docs/opinnaytetyokirja.pdf?PHPSESSID=0deb3f56bd8bc4a6156860a2bdd4e854>. Luettu: 28.3.2014.

Vänskä, H. 2013. Garantialta uusi joukkoemissio ensi vuonna. Kauppalehti, 17.12.2013, s. 5.

Wallqvist, E. & Axelsson, J. 2013. The Development of the Swedish Corporate Bond Market. Luettavissa: <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:642130/FULLTEXT01.pdf>. Luettu: 11.2.2014.

# Liitteet

## Liite 1. Haastattelurunko

Wallqvistin ja Axelssonin (2013) runko on pohjana, mutta muokattu tämän tutkimuksen näkökulman mukaan

Mikä on roolinne yritysten joukkovelkakirjamarkkinoilla?

Minkälainen on markkinoiden tämänhetkinen tila?

- Minkälainen on tämänhetkinen joukkovelkakirjoihin suuntautuva kiinnostus ja kysyntä sijoittajien, liikkeeseenlaskijoiden ja pankkien osalta?
- Minkälaisia toimijoita markkinoilla on liikkeeseenlaskijoiden ja sijoittajien ohella ja mikä on niiden rooli? Aiheutuuko toimijoista ongelmia, millaisia?
- Kaivataanko toimijoissa muutoksia? Miten muutokset parantavat jvk-markkinoiden hyödyntämistä pk-yritysten rahoitustarpeissa?

Kuvailemme yritysten joukkovelkakirjamarkkinoiden viimeaikaista kehitystä yleisesti sekä toimijoiden osalta

- Mitkä ovat olleet tämän kehityksen syitä?
- Miten viimeaikainen kehitys on vaikuttanut pk-yrityksiin?

Minkälaisena näette pk-yritysten joukkovelkakirjalainamarkkinoiden tulevaisuuden Suomessa?

- Onko tulevan kasvun tiellä riskejä tai uhkia?

## Liite 2. Haastattelujen tiedot

Tiainen Jenni. 3.3.2014. Asiakasrahoitusjohtaja, strukturoidut tuotteet. Vakuutusosakeyhtiö Garantia. Helsinki.

Miettinen Sami. 4.3.2014. Maaedustaja. Nordic Trustee Oy. Helsinki.

Salonen Riitta. 4.3.2014. Rahoitusalan ammattilainen, EK:n ja listayhtiöiden neuvottelukunnan työryhmän puheenjohtaja. Helsinki.

Nystedt Heikki & Smedsten Minna. 2.4.2014. Credit Risk Analyst ja talousjohtaja. Taaleritehdas Oyj. Helsinki.