

Jaakko Selander

# Listautuminen ja kaupankäynnin rajoitteet

Sähköyhtiöiden valmius markkinapaikalle hakeutumiseen

Metropolia Ammattikorkeakoulu

Tradenomi

Liiketalouden tutkinto-ohjelma

Opinnäytetyö

21.4.2016

Tekijä Otsikko Sivumäärä Aika	Jaakko Selander Listautuminen ja kaupankäynnin rajoitteet Sähköyhtiöiden valmius markkinapaikalle hakeutumiseen 47 sivua + 1 liite 21.4.2016
Tutkinto	Tradenomi
Koulutusohjelma	Liiketalous
Suuntautumisvaihtoehto	Laskentatoimi ja rahoitus
Ohjaaja	Lehtori Elisabeth Schauman
<p>Opinnäytetyö toteutettiin Privanet Securities Oy:ltä saadun toimeksiannon perusteella. Työn tarkoituksena oli selvittää suomalaisten, yksityisten energia-alan osakeyhtiöiden valmiutta hakeutua markkinapaikalle. Tutkimus rajattiin koskemaan yhtiöitä, joiden konsernitason liikevaihto on vähintään 20 miljoonaa euroa. Työn tavoitteena oli selvittää tutkittavista yhtiöistä käytössä olevat Osakeyhtiölain mukaiset vaihdannanrajoituslausekkeet, osakelajien erot, yhtiöiden omistusrakenne, omistajien listautumishalukkuus, osakkeen kaupankäyntihistoria ja keskeiset tunnusluvut. Opinnäytetyön tarkoituksena oli näin ollen koota listautumisvalmiuteen vaikuttavista osatekijöistä raportti, jonka perusteella toimeksiantaja voi arvioida toimialan yritysten potentiaalia markkinapaikalle liittymiseen.</p> <p>Tutkimus toteutettiin toiminnallisena opinnäytetyönä, jonka lopputuotteena syntyi yhtiökohteisesti listautumisvalmiuteen vaikuttavia tekijöitä käsittelevä raportti. Työssä yhdistyivät kvantitatiiviset ja kvalitatiiviset menetelmät. Tutkimusaineistoon kuuluivat yhtiöiden tilinpäätökset viideltä viimeiseltä tilikaudelta ja yhtiöjärjestykset, joista selvitettiin osakelajien eroavaisuudet ja vapaata osakkeiden vaihdantaa rajoittavat lausekkeet. Lisäksi tutkimukseen kuuluivat sähköpostitse yritysten edustajille lähetetyt haastattelut, joiden avulla pyrittiin selvittämään ensisijaisesti yhtiöiden omistusrakennetta ja omistajien suhtautumista listautumiseen. Omistajatietoja etsittiin myös Euroclearin arvo-osuusjärjestelmästä.</p> <p>Tutkimuksessa selvisi, että energia-alan yhtiöille on tyypillistä rajoittaa osakkeiden vaihdantaa joko edellyttämällä yhtiön suostumus tapahtuneeseen siirtoon tai antamalla lunastusoikeus kolmannelle osapuolelle. Haastatteluiden perusteella kävi ilmi, että yhtiöiden omistusrakenne vaikuttaa listautumishalukkuuteen. Etenkin kunnallisessa omistuksessa olevat yhtiöt suhtautuvat markkinapaikalle hakeutumiseen kielteisesti, koska omistajuus ja vastuu paikallisesta energiantuotannosta ja -jakelusta halutaan pitää julkisella sektorilla. Lisäksi tutkimuksen perusteella voitiin huomata, että yhtiön omistuspohjalla ja kannattavuudella oli yhteys. Kunnan omistamat tutkimusjoukon sähköyhtiöt olivat tyypillisesti kannattavuudeltaan heikompia kuin yhtiöt, joiden omistajuus oli hajautettu julkisen ja yksityisen sektorin välille.</p>	
Avainsanat	listautuminen, pörssi, markkinapaikka, sähköyhtiö, vaihdannanrajoitus

Author Title Number of Pages Date	Jaakko Selander Share listing and transfer restrictions The readiness of energy companies to join a marketplace 47 pages + 1 appendice 21 May 2016
Degree	Bachelor of Business Administration
Degree Programme	Business Administration
Specialisation option	Accounting and finance
Instructor	Elisabeth Schauman, Senior Lecturer
<p>This thesis was carried out based on an assignment by Privanet Securities Ltd. The object of the research was to find out the potential of Finnish energy companies for joining an alternative marketplace. The research was limited to only include companies that generated a revenue of at least 20 Million. The purpose of this work was to aggregate factors such as share transfer restrictions, differences of share classes, ownership structure, the eagerness for joining a marketplace, trade history of the shares and key statistics into a comprehensive report which the assigner can utilize in finding the companies with the biggest potential.</p> <p>This thesis is practice-based and it combines both quantitative and qualitative research methods. The end product is a report for the assigner. It discloses the results company-specifically. The research material of this thesis consisted of financial statements from the last five financial years and the by-laws of the companies. The by-laws were particularly important in finding out the restrictions in share transfer. Interviews were also carried out mainly in order to find out the ownership structure and stock trade history of the companies. The interview questions were sent via email. Ownership information was also investigated from the book entry of Euroclear Finland.</p> <p>Based on the research it turned out that for energy companies it is typical to restrict the free transfer of shares either with a consent clause or a redemption clause which are measures allowed by the Limited Liability Companies Act. The interview results showed that there is a relation between the ownership structure and the eagerness to conduct an initial public offering. The companies which are owned by the public sector are less willing to join a marketplace because the municipalities typically want to keep the ownership and the responsibility for electricity production and distribution to themselves. It was also evident that ownership structure and viability of the companies were in relation to each other. Companies owned solely by the public sector were typically less profitable than companies with a more diverse ownership structure.</p>	
Keywords	ipo, regulated market, alternative marketplace, energy company, transfer restriction

## Sisällys

1	Johdanto	1
1.1	Tutkimuksen tausta	1
1.2	Toimeksianto ja rajaukset	2
1.3	Toimeksiantajan asettamat tutkimuskysymykset	3
1.4	Tutkimusmenetelmä	4
2	Pörssi ja listautuminen	5
2.1	Termistöä	5
2.2	Listautuminen	6
2.3	Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuudet	9
2.4	Listautumisen edut	11
2.5	Osinkojen verotus	13
2.6	Energiayhtiöiden omistusrakenne	14
3	Monenkeskinen markkinapaikka	14
3.1	Monenkeskiselle markkinapaikalle hakeutuminen	14
3.2	Vaihdannanrajoituslausekkeet	18
4	Tutkimushankkeen toteutus	20
4.1	Toiminnallinen opinnäytetyö	20
4.2	Tutkimushankkeen prosessin kuvaus	21
5	Tutkimushankkeen tulokset	23
5.1	Tutkimustulokset yhtiökohtaisesti	23
5.2	Yhteenveto vaihdannanrajoituslausekkeista	35
6	Johtopäätökset ja yhteenveto	36
	Lähteet	41
	Liitteet	
	Liite 1. Tunnusluvut	

# 1 Johdanto

## 1.1 Tutkimuksen tausta

Pörssillä tarkoitetaan arvopapereiden säänneltyä markkinaa, jota Euroopan Unionin normit velvoittavat kokonaisuudessaan. Perinteisesti listautumisesta puhuttaessa on viitattu nimenomaan säännellylle markkinapaikalle hakeutumiseen. (Leppiniemi & Lounasmeri 2015, luku 9.) Helsingin pörssin rinnalle on Suomen lainsäädäntöön tuotu monenkeskinen markkinapaikkajärjestelmä eurooppalaisen MiFID-direktiivin pohjalta (Lauha 2012, 2). MiFID-direktiivi eli Markets in Financial Instruments Directive luotiin osaksi eurooppalaista lainsäädäntöä sulauttamaan eurooppalaisia rahoitusmarkkinoita yhtenäiseksi kokonaisuudeksi lisäten näin kilpailua. Keskeisenä tavoitteena oli myös harmonisoida sijoittajansuojaa osake-, velkakirja- ja johdannaismarkkinoilla. Direktiivi hyväksyttiin vuonna 2004 korvaamaan vuoden 1993 Investment Services -direktiivi. (Euroopan Komissio 2015.) Monenkeskiset ja vaihtoehotiset kauppapaikat ovat verrattain tuore oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankinnan keino, sillä ne implementoitiin kansalliseen lainsäädäntöön vuonna 2007 (Lauha 2012, 2).

Pörssiin listautuminen on yksi tärkeimmistä pääoman lähteistä. Helsingin pörssin päälistalle ja First North -markkinapaikalle liittyneet yritykset ovat 2000-luvulla pörssin kautta nostaneet yli 10 miljardia euroa osakepääomaa. (Pörssisäätiö 2014, 6.) Helsingin pörssi eli Nasdaq OMX Helsinki on osa Nasdaq-konsernin yhteistä pohjoismaisten pörssien tarjontaa, johon kuuluvat muun muassa myös Tukholman ja Kööpenhaminan pörssit (Nasdaq 2016). Pörssissä noteeraaminen tarjoaa oman pääoman ehtoisen rahoituksen nostamisen lisäksi julkisille osakeyhtiöille muita mahdollisuuksia, kuten yrityksen omistajapohjan laajentamisen (Niskanen & Niskanen 2013, 26).

Pörssisäätiö on koonnut ”Listautujan käsikirjan”, jossa käsitellään monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää Suomessa. Jarmo Leppiniemen ja Sari Lounasmeren kirjassa ”Yritysrahoitus” tarkastellaan säännellyn markkinan ja monenkeskisten markkinapaikkojen eroja ja Suomen Arvopaperimarkkinalain muutoksia. Lisäksi pörssiin listautumisen vaihtoehtoja on käsitelty muun muassa Kaisa Perttulin pro gradussa ”Monenkeskinen kauppapaikka vaihtoehtona pörssilistalle - empiirinen analyysi yritysten motiiveista hakeutua First Northiin” sekä Joni Niemeläisen ja Aki Oksasen opinnäytetyössä ”Yrityksen

listautuminen vaihtoehtoiselle kauppapaikalle - Vertailu listautumisvaihtoehdoista Suomen markkinoilla”.

Lappeenrannan teknillisen yliopiston Sähkömarkkinalaboratorion tutkimusryhmä on koonnut raportin energia-alan yhtiöiden omistusrakenteen ja liiketoimintastrategioiden välisestä yhteydestä. Tutkimushankkeeseen on sisällytetty energian tuotanto-, jakelu ja myyntiliiketoimintaa harjoittavat osakeyhtiöt, jotka on raportissa jaoteltu omistuspohjan perusteella muun muassa kuntien ja kaupunkien omistamiin yhtiöihin, yrityksiin, joiden omistuksesta on enemmistö toiminta-alueella ja yhtiöihin, joiden omistus on keskittynyt toimialueen ulkopuolelle. Tutkimusryhmän toteuttamalla hankkeella on sikäli liittymäkoh- tia opinnäytetyöhöni, että molemmat tutkimukset käsittelevät samaa toimialaa ja alalla toimivien yhtiöiden omistusrakenteiden eroja.

## 1.2 Toimeksianto ja rajaukset

Opinnäytetyöni eroaa edellä mainitusta käsittelystä siten, että en keskity vertailemaan eri kauppapaikkoja keskenään listautumisvaihtoehtoina kasvuyrityksille, vaan teoreettinen viitekehys muodostuu listautumisprosessin sääntelyn läpikäynnistä ja listautumisen mukanaan tuomien etujen ja vaatimusten käsittelystä. Käsittelen lisäksi keskeisimpiä pörssiin listautumisen ja monenkeskiselle markkinapaikalle hakeutumisen eroja. Käyn läpi aiheeseen liittyvää lainsäädäntöä, kuten Osakeyhtiölakia, jossa säädetään sallituista vapaata osakkeiden vaihdantaa rajoittavista lausekkeista. Vaihdannanrajoituksia käsittelevät normit ovat tutkimukseni kannalta keskeisiä, sillä tarkastelen niiden sovelluksia tutkimani toimialan yhtiöissä. Tavoitteenani on rakentaa opinnäytetyöni teoriaosuudesta toimeksiannon ja tutkimukseni tulosten käsittelyä tukeva pohja. Lisäksi keskeistä työhöni liittyvää lainsäädäntöä, johon keskittän huomiota, on kansallisessa normistossa muun muassa Arvopaperimarkkinalaissa, jossa säädetään julkisten osakeyhtiöiden tiedonantovelvollisuudesta (Arvopaperimarkkinalaki 2012, 1§). Omistusrakenteen tutkimisen osalta opinnäytetyöni näkökulma poikkeaa siten Lappeenrannan teknillisen yliopiston toteuttamasta hankkeesta, että keskityn tarkastelemaan omistusrakenteen vaikutusta nimenomaisesti osakkeen saattamiseen kaupankäynnin kohteeksi pörssiin tai vaihtoehtoiselle markkinapaikalle.

Sain opinnäytetyötäni varten toimeksiannon Privanet Securities Oy:ltä, joka on osa Privanet Group Oyj -konsernia. Privanet Securities Oy on vaihtoehtoinen markkinapaikka, jossa markkinapaikalle rekisteröityneet sijoittajat voivat käydä kauppaa listaamattomien

osakeyhtiöiden arvopapereilla. Konserniin kuuluu lisäksi Privanet Capital Markets Oy, joka on erikoistunut pääomajärjestelyihin. (Privanet Group Oy 2016.)

Tutkimuksen toimeksiantona on kartoittaa suomalaisten, yksityisten energia-alan osakeyhtiöiden valmiutta saattaa yhtiön osake kaupankäynnin kohteeksi. Keskeinen osa tutkimusta on kartoittaa, onko yhtiöiden osakkeiden vapaalle luovutettavuudelle rajoitteita tai esteitä. Lisäksi tavoitteena on selvittää tutkittavien yritysten omistusrakennetta ja sen yhteyttä listautumishalukkuuteen.

Opinnäytetyöni on rajattu toimeksiannon perusteella koskemaan yhtiöitä, joiden konsernitason liikevaihto on vähintään 20 miljoonaa euroa. Tutkimuksessa keskitytään ainoastaan osakeyhtiömuotoisiin energiayhtiöihin. Tämä rajaus johtuu toimeksiantajan roolista rahoitusmarkkinoilla. Vaihtoehtoisen markkinapaikkayrityksen tarjoamalla kauppapaikalla voidaan käydä kauppaa yksityisten osakeyhtiöiden arvopapereilla. Tutkimus rajautuu koskemaan ainoastaan energia-alan yhtiöitä, koska kyseisen toimialan yritysten markkinapaikalle hakeutumisen potentiaalin selvittäminen on toimeksiantajan kannalta merkityksellinen tutkimuksen tavoite. Tutkimusjoukko muodostuu edellä mainittujen rajoitusten perusteella 32 energia-alan yhtiöstä, jotka sijaitsevat eri puolilla Suomea.

### 1.3 Toimeksiantajan asettamat tutkimuskysymykset

Tutkimuksen tarkoituksena on rakentaa selkeä kokonaiskuva toimeksiantajaani kiinnostavan toimialan yhtiöiden potentiaalista liittyä markkinapaikalle. Toimeksiantajalta saatujen opinnäytetyön tutkimuskysymysten summana muodostuu tutkimusongelma: millainen valmius suomalaisilla, listaamattomilla sähköyhtiöillä on hakeutua markkinapaikalle. Toimeksiantaja haluaa tutkimukseni vastaavan seuraaviin kysymyksiin:

- Millainen omistuspohja yrityksissä on?
- Mitkä ovat yritysten osakelajien erot?
- Onko kaupankäynnille esteitä?
- Onko yhtiöiden osakkeilla käyty kauppaa?
- Onko omistajilla herännyt kiinnostusta listautumiseen?
- Mitkä ovat yritysten tunnusluvut (liikevaihto, liiketulos ja nettotulos)

Tutkimuksen tavoitteena on objektiivisesti tutkimalla selvittää, onko toimeksiantajaani kiinnostavan toimialan yrityksissä potentiaalia ja halukkuutta saattaa osake kaupankäynnin kohteeksi. Tutkimus on sikäli perusteltu, että tuloksilla on toimeksiannon pohjalta toteutettuna suora funktio rahoitusalan yritykselle. Toimeksiantaja voi hyödyntää tutkimuksen tuloksia keskittymällä suoraan lupaavimpiin yrityksiin, minkä johdosta yritys säästää omia resurssejaan asiakashankintaa edeltävässä pohjatyoässä. Yritykset, joilla on sekä mahdollisuus että halukkuutta liittyä markkinapaikalle, voivat muotoutua arvokkaiksi yhteistyökumppaneiksi toimeksiantajalleni.

#### 1.4 Tutkimusmenetelmä

Tutkimus on muodoltaan toiminnallinen opinnäytetyö, jonka lopputuloksena on toimeksiantajalle koottu raportti tutkittavien yhtiöiden valmiudesta hakeutua markkinapaikalle. Työ on toiminnallinen opinnäytetyö, koska se on toimeksiantajan asettamien kysymysten perusteella toteutettu tutkimus, jonka lopputuotteena on toimeksiantajalle luovutettava raporttimuotoinen yhteenveto tutkimuksen tuloksista. Tutkimukseni osatekijöinä ovat julkisten asiakirjojen tutkiminen, tilinpäätöstietojen läpikäynti ja haastattelujen tekeminen tutkittavien yritysten edustajille. Yhtiöjärjestykset ovat keskeinen osa tutkimusaineistoa, sillä osakelajien oikeuksien eroista ja osakkeiden vaihdannan rajoituksista on tehtävä merkintä yhtiöjärjestykseen (Osakeyhtiölaki 2006, 3 luku). Tutkittavien yhtiöiden vuosikertomuksista ja tilinpäätöstiedoista on mahdollista puolestaan selvittää toimeksiantajan haluamat kannattavuuden tunnusluvut. Tutkimusaineisto rajautuu luonnollisesti tutkittavien yhtiöiden perusteella.

Haastattelujen avulla tutkimuksessa pyrittiin selvittämään yhtiöiden omistusrakennetta, omistajien kiinnostusta listautumista kohtaan ja osakkeen kaupankäyntihistoriaa. Haastattelu soveltuu menetelmänä hyvin juuri omistajien tavoitteiden selvittämiseen, sillä yhtiöiden omista julkaisuista ei välttämättä löydy tietoa listautumishalukkuudesta ennen varsinaisen osakeantipäätöksen tekoa. Haastattelukysymykset on suunniteltu yhdessä toimeksiantajayrityksen kanssa, jotta vastauksia saataisiin mahdollisimman tehokkaasti toimeksiantajaa kiinnostaviin tutkimuskysymyksiin. Haastatteluihin palataan tarkemmin tutkimuksen toteutusta ja tuloksia käsittelevissä osioissa.

Valtaosa tutkimuksessa hyödynnettävästä informaatiosta löytyy julkisista asiakirjoista. Toimeksiantaja hankki tutkimuksen toteutusta varten Patentti- ja rekisterihallitukselta tut-



kittavien yhtiöiden yhtiöjärjestykset, joista osakelajien eroavaisuudet ja vaihdannan rajoitukset selviävät. Tilinpäätökset löytyvät pääsääntöisesti yhtiöiden omilta Internet-sivuilta.

## 2 Pörssi ja listautuminen

### 2.1 Termistöä

Rahoitusmarkkinat ovat keino allokoida pääomaa ylijäämäsektorilta alijäämäsektorille, mikä voi tapahtua joko oman tai vieraan pääoman ehtoisena rahoituksena (Leppiniemi & Lounasmeri 2015, Luku 4). Rahoitusmarkkinat jaetaan tyypillisesti raha- ja pääomamarkkinoihin rahoitusinstrumentin ajallisen keston perusteella. Alle vuoden kestävä rahoitusvälineet ovat osa rahamarkkinoita, ja tätä pidempikestoiset instrumentit kuuluvat pääomamarkkinoihin. Edelleen markkinat voidaan jaotella myös primääri- ja sekundäärimarkkinoihin, eli ensi- ja toissijaismarkkinoihin. Ensisijaismarkkinoiden käsitteellä tarkoitetaan sellaista rahoitusta, jonka yritys voi hankkia suoraan oman tai vieraan pääoman ehtoisesti esimerkiksi osakeannin tai velkakirjainstrumenttien avulla. Toissijaismarkkinoilla puolestaan tarkoitetaan instrumenttien jälkimarkkinoita, joilla sijoittajat voivat käydä keskenään kauppaa esimerkiksi julkisten osakeyhtiöiden pörssiosakkeilla. (Knüpfer & Puttonen 2014, 54.)

Osakeyhtiö on yhden tai useamman henkilön perustama yhtiö, joka voi olla julkinen tai yksityinen. Vähimmäisosakepääoma yksityisessä osakeyhtiössä on 2 500 euroa ja julkisessa osakeyhtiössä 80 000 euroa. Pörssissä noteeraaminen on mahdollista julkisen osakeyhtiön osakkeille. (Niskanen & Niskanen 2013, 10.) Osakeyhtiö on rekisteröity, itsenäinen oikeushenkilö, joka näin ollen on juridisesti erotettu yrityksen omistavista henkilöistä. Osakkeenomistajien vastuu yhtiön veloista on rajoitettu sijoitettuun pääomaan, minkä johdosta velkoja ei ole oikeutettu vaatimaan velan takaisinmaksua suoraan omistajalta itseltään. Osakeyhtiön oikeushenkilöyden käsite sisältää lisäksi oikeus- ja oikeustoimikelpoisuuden. Oikeuskelpoisuus tarkoittaa yhtiön mahdollisuutta saada oikeuksia ja velvollisuuksia. Oikeustoimikelpoisuus puolestaan antaa yhtiölle itsenäisen aseman näiden oikeuksien ja velvollisuuksien kontrolloimisessa. Osakeyhtiö voi näin ollen omistajistaan erillään esimerkiksi olla kantajana ja vastaajana riitaprosessissa ja omistaa sekä kontrolloida omaisuuttaan. (Villa 2013, 200.) Osakeyhtiön tehtävänä on oletusarvoisesti

voiton tuottaminen osakkeenomistajille. Tästä voidaan kuitenkin poiketa yhtiöjärjestyksessä. (Osakeyhtiölaki 2006, 1 luku 5§.)

Arvopaperilla laissa tarkoitetaan esimerkiksi osakeyhtiön osaketta, joukkovelkakirjaa tai muuta sellaista vaihdantakelpoista, yleiseen liikkeeseen laskettavaa arvopaperia, jonka perusteella tavoitellaan voittoa (Arvopaperimarkkinalaki 2012, 2 luku 1§). Arvopaperien liikkeeseen laskemisesta säädetään Arvopaperimarkkinalaissa (Arvopaperimarkkinalaki 2012, 1 luku 1§). Keskityn tutkimuksessani ainoastaan osakeyhtiöiden osakkeisiin, koska tutkin sähköalan yhtiöiden valmiutta kartuttaa omaa pääomaa saattamalla osakekaupankäynnin kohteeksi. Kyseessä ei siis ole velkakirjoihin tai johdannaisinstrumentteihin perustuvan rahoituksen arviointi. Osakkeet ovat oman pääoman ehtoista rahoitusta, jolla ei ole samanlaista takaisinmaksuvelvollisuutta kuin vieraalla pääomalla. Halutessaan yrityksen omistajat voivat kuitenkin päättää osingonjaosta. (Niskanen & Niskanen 2012, 25.)

## 2.2 Listautuminen

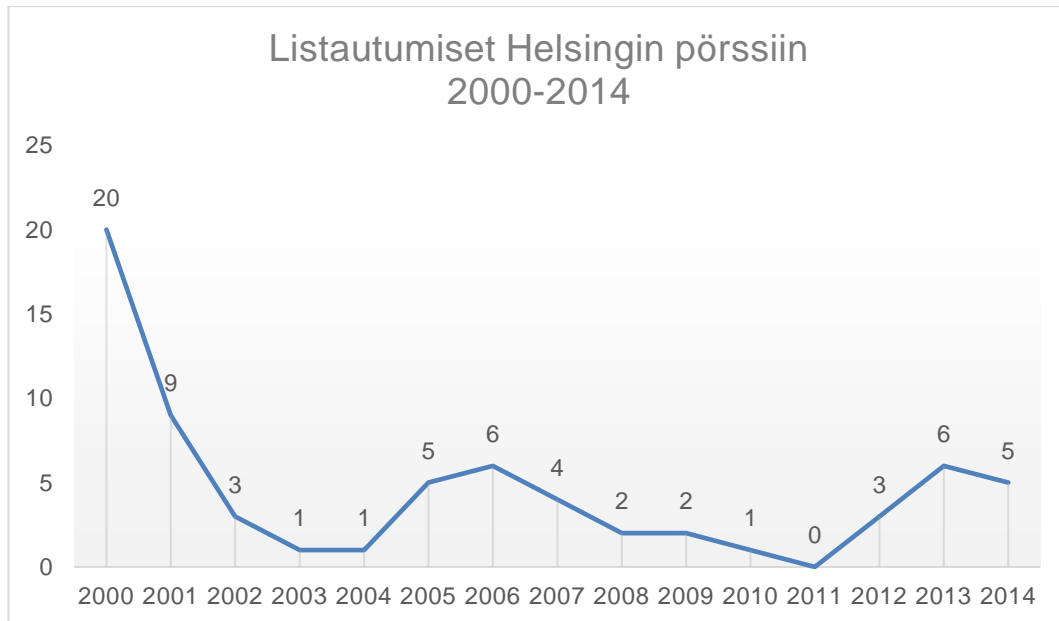
Yhtiö voi saattaa osakkeensa julkisen kaupankäynnin kohteeksi joko pörssiin tai monenkeskiselle markkinapaikalle (Multilateral Trading Facility). Pörssillä eli säännellyillä markkinoilla tarkoitetaan sellaisia markkinapaikkoja, joita EU-normisto velvoittaa täysimääräisesti. Monenkeskisen markkinapaikan toimintaa ei puolestaan koske kaikki EU-sääntely, mikä alentaa osaltaan MTF-kauppapaikkojen hallinnollisia kustannuksia ja helpottaa kasvuyritysten pääsyä markkinapaikalle. Listautumisella tarkoitetaan perinteisesti pörssiin noteeraamista, osittain käsite sopii kuitenkin kuvaamaan myös monenkeskiselle markkinapaikalle hakeutumista. (Leppiniemi & Lounasmeri 2015, luku 9.) Suomessa pörssitoimintaa saa harjoittaa vain valtionvarainministeriön myöntämällä toimiluvalla, ja pörssin pääkonttorin tulee sijaita Suomessa (Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 2012, 2 luku 1§). Markkinoilla toimii lisäksi sijoituspalveluyhtiöitä, jotka tarjoavat vaihtoehtoisia kauppapaikkoja. Tällaiset yhtiöt ovat erikoistuneet arvopaperivälitykseen, ja niiden kautta voi käydä kauppaa pörssissä listaamattomien yritysten osakkeilla (Leppiniemi & Lounasmeri 2015, luku 4.)

Suurin pörssialan yhtiö on Nasdaq Inc. Sen pörssien listoille on noteerattu 3 500 yhtiön osakkeet. Helsingin pörssi eli Nasdaq OMX Helsinki on osa yhtiön pohjoismaista kaupankäyntijärjestelmää. (Nasdaq 2016.) Helsingin pörssin päälistalle oli vuoden 2014 loppuun mennessä noteerattu 126 yhtiötä (Leppiniemi & Lounasmeri 2015, luku 4). Pörssiin

listattujen yhtiöiden osakkeilla voidaan käydä kauppaa olevilla sähköisillä arvo-osuuksilla, jotka kirjataan arvo-osuustileille arvo-osuusjärjestelmään (Niskanen & Niskanen 2013, 28). Arvo-osuusjärjestelmä on virtuaalinen rekisteri arvopapereille. Järjestelmää ylläpitää Suomessa Euroclear Finland Oy. (Euroclear 2016.)

Helsingin pörssiin noteeraamisen kriteereistä ja liikkeeseenlaskijan velvollisuudesta antaa tietoja on kansallisen lainsäädännön normeihin pohjautuen säädetty Nasdaq OMX Helsinki Oy:n pörssin säännöissä (Nasdaq OMX Helsinki Oy 2013, 7). Laissa kaupankäynnistä rahoitusvälineillä on säädetty pörssin sääntöjen vähimmäissisällöstä. Säännöissä tulee muun muassa lukea, miten kaupankäynti tapahtuu ja millä perusteella rahoitusvälineitä otetaan pörssin listalle. (Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 2012, 2 luku 23§.) Helsingin pörssin päälistalle ottamisen edellytyksenä on, että liikkeeseenlaskijayhtiö on juridisesti pätevä. Osakkeiden tulee lisäksi täyttää lainsäädännölliset vaatimukset; saman lajiset osakkeet on laskettava liikkeelle kerralla ja niiden tulee olla vapaasti luovutettavissa. (Nasdaq OMX Helsinki Oy 2013, 13.) Pörssin sääntöjä tutkimukseeni peilattaessa voidaan huomata, että tutkimieni yhtiöiden mahdolliset vaihdannanrajoituslausekkeet sulkevat pois säännellylle markkinapaikalle hakeutumisen, mistä johtuen vaihtoehtoiset kauppapaikat voisivat tarjota alustan osakkeen kaupankäynnin kohteeksi saattamiselle.

Pörssin säännöissä säädetään, että listautumista hakevalla yhtiöllä tulee olla tilinpäätös vähintään kolmelta tilikaudelta, ja yhtiön tulee olla toiminut riittävästi toimialallaan. Liikkeeseenlaskijayhtiöllä tulee lisäksi olla riittävää kykyä tuloksenmuodostukseen tai vaihtoehtoisesti käyttöpääomaa toiminnan turvaamiseksi. Osakkeelle tulee olla riittävästi kysyntää ja tarjontaa, mikä mahdollistaa hinnan muodostumisen luotettavasti. Osakkeiden markkina-arvon tulee osakelajikohtaisesti olla vähintään miljoona euroa. Edellä mainittujen kohtien lisäksi pörssi arvioi hakemuksen tehneen yhtiön yleistä listalleottokelpoisuutta. (Nasdaq OMX Helsinki Oy 2013, 13-16.)



Kuvio 1. Listautumiset Helsingin Pörssiin 2000-2014 (Pörssisäätiö 2015).

Listautumisprosessissa on tyypillisesti mukana tukiorganisaatioita, jotka osaltaan takaavat emissiota, eli osakkeiden tarjontaa sijoittajille. Prosessiin osallistuvat sijoituspalveluyritykset antavat arvopapereita liikkeelle laskettaessa merkintää koskevia sitoumuksia riskin jakamiseksi. Merkinnän pääjärjestäjä voi sopimuksen perusteella sitoutua esimerkiksi merkitsemään itse liikkeelle laskettavia osakkeita niiden eteenpäin myymiseksi tai vaihtoehtoisesti lunastamaan jäljelle jääneet arvopaperit merkintäänin jälkeen. Lunastusvelvollisuuden sijasta voidaan sopia järjestäjälle maksettavasta palkkiosta niistä osakkeista, jotka se on saanut annin yhteydessä myytyä. Liikkeellelaskijan ja pääjärjestäjän kesken voidaan myös sopia, että liikkeeseenlaskijalla on oikeus peruuttaa osakeanti, mikäli kaikkia osakkeita ei merkitä. (PricewaterhouseCoopers 2003, 11.)

Listautumisprosessin pääjärjestäjä on keskeisessä asemassa projektin johdossa ja tarjoaa neuvontaa projektin ajan. Pääjärjestäjä vastaa tyypillisesti muun muassa listalleottoesitteen laadinnasta ja asiakkaansa listautumiskelpoisuudesta. Suomalaisilla pääomarkkinoilla pääjärjestäjät ovat tavallisesti ottaneet tehtäväkseen merkintä- ja osto- sitoumusten vastaanoton. Riskin jakamiseksi useampien osapuolien kesken, voidaan listautuessa turvautua useamman sijoituspalveluyrityksen apuun. Nämä järjestäjät muodostavat yhdessä niin sanotun syndikaatin, jotka yhdessä vastaavat antiin liittyvistä sitoumuksista. Listautumiseen tarvitaan lisäksi lainopillista neuvontaa, jotta osapuolten väliset sopimukset saadaan muotoiltua pätevästi. Projektiin liittyviä sopimuksia ovat muun

muassa sopimus listautujan ja pääjärjestäjän välillä (underwriting agreement), sopimus pörssin kanssa sekä osakassopimukset. (PricewaterhouseCoopers 2003, 12.)

### 2.3 Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuudet

Pörssiyhtiöillä on sekä säännöllinen että jatkuva tiedonantovelvollisuus. Säännöllinen tiedonantovelvollisuus pitää sisällään yhtiön taloudellisesta asemastaan määrätyin väliajoin julkaisemat tiedot, joita ovat puolivuotiskatsaus, tilinpäätös ja toimintakertomus (Finanssivalvonta 2015). Jatkuvalle tiedonantovelvollisuudella puolestaan tarkoitetaan pörssiyhtiön velvollisuutta ilmoittaa osakkeen arvoon potentiaalisesti vaikuttavista tapahtumista viipymättä, kun yhtiön toimitusjohtaja tai hallituksen jäsen on saanut asian tietoonsa. Tieto tapahtuneesta muutoksesta on informoitava yhtäaikaisesti säännellyn markkinan järjestäjälle ja medialle. (Finanssivalvonta 2013.) Yksi rahoitusmarkkinoiden tärkeimmistä tehtävistä on tiedon välittäminen sijoittajille. Sijoittajien reaaliaikainen informointi sijoitusvaihtoehtojen tuoton ja riskien muutoksista mahdollistaa osaltaan tehokkaiden markkinoiden muodostumisen ja rationaalisten sijoituspäätösten teon. Pörssiyhtiöiden velvollisuus antaa tietoja esimerkiksi vuosittain julkaistavien tilinpäätösten muodossa estää yhtiön taloudellisen suorituskyvyn peittelemisen. (Knüpfer & Puttonen 2014, 53.)

Finanssivalvonta on kansalliseen lainsäädäntöön, eritoten Arvopaperimarkkinalakiin ja Osakeyhtiölakiin, pohjautuen koonnut säännöt ja ohjeet liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuudesta. Säädöksen perustana on rahoitusmarkkinoita sääteleviä Euroopan Unionin direktiivejä ja asetuksia, kuten Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 1606/2002, jossa säädetään tilinpäätöskäytännön kansainvälisestä soveltamisesta. Normistoa sovelletaan pörssiyhtiöihin ja muihin säännellyille markkinalle hakeutuneisiin yhtiöihin. Säännellyllä markkinalla tarkoitetaan nimenomaisesti kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 1 luvun 2§:n kuudennessa kohdassa kuvattua pörssiä tai vastaavaa säänneltyä markkinapaikkaa, joka on laissa erotettu monenkeskisestä kaupankäyntijärjestelmästä. (Finanssivalvonta 2013, 7.)

Johtavia lainsäädännöllisiä periaatteita ovat kielto antaa totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja sekä velvollisuus pitää informaatiota tasapuolisesti saatavilla. Arvopaperimarkkinalain 1 luvun 3§:n mukaan rahoitusinstrumenttien vaihdannassa ja markkinoinnissa ei ole sallittua antaa totuudesta poikkeavaa tietoa. Mikäli sijoittajalle merkityksellisen informaation virheellisyys tai harhaanjohtavuus tulee ilmi vasta jälkikäteen, tulee se

viipymättä oikaista. (Arvopaperimarkkinalaki 2012, 1 luku 3§.) Olennaisesti arvopapereihin investoiviin sijoittajiin vaikuttava informaatio tulee pitää tasapuolisesti kaikkien saatavilla. Tämä vaatimus koskee sekä säännellylle markkinalle listautuneita että monenkeskiselle markkinapaikalle hakeutuneita osakeyhtiöitä. (Arvopaperimarkkinalaki 2012, 1 luku 4§.)

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvat liikkeeseenlaskijat, joiden kotipaikka on Suomessa. Lisäksi yhtiöt, joiden arvopapereita vaihdetaan suomalaisessa pörssissä sekä yhtiöt, jotka ovat hakeneet listautumista säännellylle markkinalle, kuuluvat sääntelyn alaisuuteen. Arvopaperimarkkinalakiin perustuen lain soveltamisalaan kuuluvien yhtiöiden tulee viipymättä informoida päätöksistä ja olosuhteiden muutoksista, jotka voivat vaikuttaa kaupankäynnin kohteena olevan osakkeen arvoon. (Finanssivalvonta 2013, 16.) Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan jatkuvan tiedonannon viivästykset voivat aiheellisesti johtua tiedottamisen asianmukaisesta valmistelusta ja asiaan liittyvien taustojen ja faktojen tarkistamisesta.

Hyväksyttävästä syystä jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen kuuluvaa informointia saa lykätä, jos sijoittajien asema ei vaarannu, ja tiedot pystytään pitämään luottamuksellisina. Yhtiön on kuitenkin viipymättä tiedotettava Finanssivalvonnalle ja pörssin ylläpitäjälle lykkäämisaikeista perusteluineen. (Finanssivalvonta 2013, 16-19.) Hyväksyttävänä syynä lykkäämiselle voidaan pitää esimerkiksi yrityskauppaneuvottelut, joiden lopputulokseen informaation julkaiseminen saattaisi vaikuttaa sekä yrityksen johdon tekemät päätökset, joihin tarvitaan hyväksyntä liikkeeseenlaskijan toiselta toimielimeltä (Finanssivalvonta 2013, 20). Säädöksissä on kielletty luovuttamasta sisäpiiritietoa toiselle. Tiedon välittäminen on sallittua vain, jos tietoa antavan henkilön työtehtävien ja velvollisuuksien tavanomainen suorittaminen sitä tilanteessa edellyttävät (Finanssivalvonta 2013, 22).

Yhtiön, jonka osakkeet ovat ETA-valtiossa säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena, on laadittava kansainvälisen tilinpäätösstandardin mukaisesti IFRS-tilinpäätös (Kirjanpitolaki 1997, 7a luku 2§). Mikäli yhtiön ei lain mukaan tarvitsisi laatia konsernitiilinpäätöstä, tulee sen kuitenkin laatia IFRS-tilinpäätös erikseen. IFRS-tilinpäätös pitää sisällään taseen, laajan tuloslaskelman, oman pääoman muutoslaskelman, rahavirtalaskelman sekä liitetiedot, joissa tilinpäätöksen kohtia on tarkemmin eritelty. (Finanssivalvonta 2013, 26-27.) Tilinpäätös tulee toimintakertomuksen ja tilintarkastuskertomuksen

ohessa julkaista viimeistään neljä kuukautta tilikauden päättymisestä ja viimeistään kolme viikkoa ennen yhtiökokousta, jossa se esitetään vahvistettavaksi (Arvopaperimarkkinalaki 2012, 7 luku 5§).

Tilinpäätökseen liitettävän toimintakertomuksen funktiona on antaa informaatiota yhtiön toiminnan ja tuloksellisuuden kehityksestä, taloudellisen tilanteen muutoksista ja liiketoimintaan kohdistuvista riskeistä (Kirjanpitolaki 1997, 3 luku 1a§). Toimintakertomus siis osana liikkeeseenlaskijan säännöllistä tiedonantovelvollisuutta mahdollistaa informaation välittymisen sijoittavalle yhteisölle, jonka sijoituspäätöksiin muutokset yhtiön tilanteessa mahdollisesti vaikuttavat. Toimintakertomusta ei ole sidottu ainoastaan taloudelliseen analyysiin, vaan siinä voidaan arvioida liiketoiminnan kehitysnäkymiä esimerkiksi ekologisessa ja sosiaalisessa viitekehityksessä (Finanssivalvonta 2013, 31). Lain asettamana velvollisuutena kirjanpitovelvollisen tilinpäätökselle ja toimintakertomukselle on antaa ”oikea ja riittävä kuva” taloudellisesta tilanteesta ja liiketoiminnan tuloksellisuudesta (Arvopaperimarkkinalaki 2012, 7 luku 6§).

Liikkeeseenlaskija, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalalla, on velvollinen julkaisemaan puolivuotiskatsauksen tilikauden ensimmäiseltä puolelta vuodelta, ja julkistaminen on tehtävä viipymättä, kuitenkin viimeistään kolmen kuukauden kuluessa kauden loppumisesta (Arvopaperimarkkinalaki 7 luku 10§). Puolivuotiskatsauksen on oltava johdonmukainen tilinpäätöksen arvostusmenetelmien kanssa ja sen on annettava yhtäläillä oikea ja riittävä kuva liiketoiminnan kehityksestä. Katsauksen selostusosassa annetaan läpileikkaus tuloksesta ja taloudellisen tilanteen muutoksista. Katsauksessa raportoidaan kauden merkittävät liiketoimet ja asiat, jotka vaikuttavat yhtiön tuloksen kehitykseen. Lisäksi puolivuotiskatsauksessa tulee arvioida liiketoimintaan liittyviä lähitulevaisuuden riskejä ja epävarmuutta aiheuttavia seikkoja. (Arvopaperimarkkinalaki 2012, 7 luku 11§.) Velvollisuus laatia puolivuotiskatsaus tarjoaa siis sijoittajille mahdollisuuden saada tietoonsa pörssiyhtiön osakkeen arvoon vaikuttavia seikkoja säännöllisesti kulloinkin kuluvalle tilikaudella.

## 2.4 Listautumisen edut

Pörssiin listautuminen on osakeyhtiölle keino hankkia investoitavaa pääomaa. Lisäksi osakkeen saattamisella julkisen kaupankäynnin kohteeksi voidaan vaikuttaa yrityksen rahoitusrakenteeseen kasvattamalla oman pääoman määrää. Listautumisen avulla voi-

daan myös lihottaa yhtiön kassavarallisuutta, mikä lisää yrityksen kassanhallinnan joustoa taloussuhdanteiden vaihdella. (Pörssisäätiö 2014, 6.) Yrityksen ja sen oman pääoman kasvattamista voidaan pitää listautumisen tärkeimpänä tavoitteena (Heim 2002, 14).

Listautuminen on keino laajentaa yrityksen omistajapohjaa. Osakemyynnillä vanhojen omistajien osakkeita voidaan myydä uusille omistajille omistusrakenteen monipuolistamiseksi. (Niskanen & Niskanen 2013, 26.) Oman pääoman ehtoinen rahoitus on ulkopuoliselle sijoittajalle houkutteleva sijoitusmuoto, koska osakkeet ovat likvidi ja aikajännteeltään joustava sijoituskohte. Tämä mahdollistaa mittavan pääoman kartoituksen. Likvidillä sijoituskohteella tarkoitetaan sellaista instrumenttia, jonka voi myydä helposti ja nopeasti lähelle sitä hintaa, jolla se ollaan valmis samanaikaisesti ostamaan. (Berk & DeMarzo 2011, 6.) Pörssinoteerattujen yhtiöiden osakkeet ovat likvidi sijoituskohte, koska ne ovat pörssin listalla jatkuvasti kaupankäynnin kohteena (Pörssisäätiö 2014, 7).

Listautumisella voidaan parantaa yrityksen mainetta ja lisätä tunnettuutta. Pörssiyritykset saavat osakseen enemmän mediahuomiota, ja lainsäädäntöön pohjautuvien raportointivelvollisuuksien täyttäminen tuovat näkyvyyttä. Tämä saattaa parhaimmillaan johtaa positiiviseen kehitykseen yrityksen neuvotteluasemassa asiakkaiden kanssa ja helpottaa yrityksen rekrytointiprosessia. (Pörssisäätiö 2014, 6.) Etenkin teknologiayrityksissä listautumista pidetään ennemminkin strategisesti merkittävänä siirtona kuin rahoituspäätöksenä (Brau & Fawcett 2006, 400). Julkisen osakeyhtiön status saattaa kuitenkin helpottaa myös vieraan pääoman keräämistä, sillä rahoittajat pitävät listattua yhtiötä matalamman riskin kohteena. Matalamman vieraan pääoman tuottovaikutuksen osatekijöinä ovat julkisiin osakeyhtiöihin kohdistuva valvonta ja tiedonantovelvollisuus. Matalamman riskin lisäksi julkisilla osakeyhtiöillä on tyypillisesti mahdollisuus hankkia rahoitusta useammasta eri lähteestä, mikä helpottaa hintakilpailutusta. (Pörssisäätiö 2014, 6-7.)

Yrityksen kasvaessa listautumisen etuna on kartutetun oman pääoman käyttäminen yrityshankinnoissa ja fuusioissa (Pörssisäätiö 2014, 7). Yrityskaupat rahoitetaan pääsääntöisesti osakevaihoilla, käteisellä tai näiden yhdistelmällä. Suurimmat yrityshankinnat toteutetaan useimmiten osakkeita vaihtamalla. (Hitt & Harrison & Ireland 2001, 31-32.) The Journal of Finances vuonna 2006 julkaistun artikkelin mukaan listautumisen merkittävimpänä motiivina yrityksen johdolle on tulevien yrityshankintojen rahoittaminen kartutetulla omalla pääomalla (Brau & Fawcett 2006, 400).



## 2.5 Osinkojen verotus

Osinko on omalle pääomalle maksettavaa tuottoa, jota yhtiö jakaa osakkeenomistajille harkintansa mukaisesti pääsääntöisesti osakkaiden omistusosuuksien suhteessa (Berk & DeMarzo 2011, 5). Maksukykyinen osakeyhtiö saa jakaa vahvistettuun tilinpäätökseen perustuen vapaata omaa pääomaa. Jaettavan pääoman ulkopuolelle on kuitenkin rajattu yhtiöjärjestyksen mukaiset jakamatta jätettävät varat sekä taseeseen merkityt kehitysmenot (Osakeyhtiölaki 2006. 13 luku 5§). Osinkojen verotuskäytännössä on eroja riippuen siitä, onko osinkoa jakava yritys listattu vai listaamaton.

Luonnollisen henkilön saamia osinkotuottoja listatuista osakeyhtiöistä verotetaan siten, että 85 prosenttia saadusta osingosta verotetaan pääomatulona ja 15 prosenttia on verovapaata. Listatulla yhtiöllä tarkoitetaan tässä yhteydessä sekä säännellylle markkinalle kuuluvia yhtiöitä että monenkeskiselle markkinapaikalle hakeutuneita osakeyhtiöitä. Listaamattomien yhtiöiden jakamien osinkojen verotus luonnollisten henkilöiden osalta poikkeaa siten, että osinko jaotellaan pääomatulona ja ansiotulona verotettavaan osinkoon. Osakkeen matemaattisesta arvosta kahdeksan prosentin tuotto katsotaan pääomatuloksi, josta verovelvolliskohtaisesti 25 prosenttia on veronalaista tuloa 150 000 euroon asti. Rajan ylittävästä osuudesta 85 prosenttia on veronalaista tuloa ja 15 prosenttia verovapaata. Ansiotuloksi katsotaan puolestaan vuosikohtaisen kahdeksan prosentin tuottorajan ylittävä osinko. Tästä 75 prosenttia on veronalaista tuloa ja loput verovapaata. (Verohallinto 2014.)

Kotimaisia yhteisöjä verotetaan suomalaisilta yhteisöiltä saaduista osingoista seuraavasti:

Taulukko 1. Kotimaisten yhteisöjen osinkotuottojen verotus (Vero 2016).

Osingonjakaja	Saaja	Osingonsaajaan kohdistuva verotus
Listattu tai listaamaton	Listattu	Osinkotulo verovapaata
Listaamaton	Listaamaton	Osinkotulo verovapaata
Listattu	Listaamaton	Verovapaata, jos omistusosuus $\geq 10\%$ Veronalaista, jos omistusosuus $< 10\%$

## 2.6 Energiayhtiöiden omistusrakenne

Energia-alalla sähkön tuotannosta julkinen osakeyhtiö Fortum Oyj vastaa noin 40 prosentista Suomessa tuotetusta sähköstä. Yksityinen osakeyhtiö Pohjolan Voima Oy puolestaan tuottaa noin 20 prosentin osuuden Suomen sähköntuotannosta. Sähkön vähittäismyynnissä toimivat pääasiallisesti paikalliset sähköyhtiöt, jotka pääsääntöisesti kuuluvat samaan konserniin jakeluyhtiöiden kanssa. Suomalaisilla energiamarkkinoilla toimii nykyään useita omistajarakenteeltaan toisistaan poikkeavia yhtiöitä, kuten kunnallisessa omistuksessa olevia yhtiötettyjä sähköyhtiöitä, yksityisessä omistuksessa olevia osakeyhtiöitä ja listattuja yhtiöitä. Toimialalla on tyypillistä, että yhtiöt ovat ristiin omistettuja. Tähän on johtanut esimerkiksi omistusosuuksien hankkiminen samoista voimalaitoksista. Energia-alan yhtiöiden omistuskulttuurissa keskiöön on enenevässä määrin nousut arvonnousun tavoittelu omistajien hyväksi. Aiemmin alan yhtiöt ovat keskittyneet enemmän asiakastytyväisyyden parantamiseen ja omavaraisuuteen. (Honkapuro ym. 2011, 4-5.)

Lappeenrannan teknillisen yliopiston toteuttamassa energia-alan tutkimushankkeessa kartoitettiin muun muassa 70 sähkön tuotantoyhtiön omistajarakennetta. 34 %:a yrityksistä oli yhden kunnan tai kaupungin omistuksessa, 30 %:a yhtiön toimialueella olevien omistuksessa ja 23 %:a toimialueen ulkopuolella olevien omistuksessa. Sähkön tuotanto tapahtuu joko yhtiöiden itsensä hoitamana tai tuotantoyhtiöiden osittain omistamissa voimalaitoksissa. Sähkön myyntitoiminta puolestaan jakaantuu kilpailtuun markkinaan ja toimitusvelvollisten myyjien markkinaan. Kullakin jakeluverkkoalueella tulee olla energian toimittaja, joka on veloitettu toimittamaan sähkö kohtuulliseen hintaan asiakkaille, jotka eivät ole kilpailuttaneet sähkön hintaa. Kilpailulla markkinalla jokainen yhtiö saa vapaammin päättää toimitusehdoista ja hinnasta, joka määräytyy loppukäyttäjälle kilpailutuksen perusteella. (Honkapuro ym. 2011, 24-25.)

## 3 Monenkeskinen markkinapaikka

### 3.1 Monenkeskiselle markkinapaikalle hakeutuminen

2000-luvun alussa sijoittajien aktiivisuus rahoitusmarkkinoilla oli kasvanut, minkä johdosta EU:n lainsäädännölliseksi tavoitteeksi muodostui markkinoita säätelevän normiston päivittäminen ja yhdenmukaistaminen riittävän laajan sijoittajansuojan turvaamiseksi.

Jotta sijoittajansuoja varmistettaisiin, tuli sijoitusneuvonnasta tehdä luvanvaraista, sillä varojaan investoivat yksityishenkilöt olivat yhä enenevässä määrin riippuvaisia yksilöllisestä neuvonnasta. Lisäksi sijoituspalveluyrityksille haluttiin tuoda mahdollisuus palveluiden tarjoamiseen yhtenäisten markkinoiden periaatteiden vallitessa ja kotijäsenvaltioiden valvoessa toiminnan toteutumista. (MiFID 2004, 2-3.)

MiFID-direktiivin (Markets in Financial Instruments Directive) normikokonaisuus astui voimaan 1.11.2007. Direktiivin tärkein tavoite oli Euroopan Unionin sisäisten markkinoiden toimivuuden parantaminen. Säädökset mahdollistivat kilpailun lisääntymisen rahoitusmarkkinoilla, ja keskeisenä tavoitteena oli lisäksi kaupankäyntijärjestelmien harmonisointi monikansallisella tasolla. Direktiivin myötä perinteisten pörsien, eli säännellyn markkinan rinnalle tuotiin monenkeskiset markkinapaikat. Jäsenvaltioiden tuli direktiivin myötä alkaa myöntää toimilupa kaikille kaupankäyntijärjestelmiä tarjoaville yrityksille, jotka täyttävät EU:n yhteiset markkinapaikkavaatimukset. Näin ollen arvopaperikaupalle syntyi vaihtoehtoisia alustoja. Toimiluvanvaraista markkinapaikkapalvelujen tarjoamista valvoo Suomessa Finanssivalvonta. (Leppiniemi & Lounasmeri 2015, luku 4.)

MiFID-säännökset on muotoiltu siten, että ne velvoittavat EU:n jäsenvaltioita pitämään huolta siitä, että toimilupaa hakevat sijoituspalveluyritykset täyttävät direktiivin vaatimukset ja noudattavat toiminnassaan normiston edellyttämiä menettelytapoja, kuten avoimuutta arvopaperikauppaprosessissa. Direktiivissä on säädetty jäsenvaltioille velvollisuus tehdä monenkeskisen markkinapaikan tarjoamisesta luvanvaraista. Lisäksi kunkin jäsenvaltion tulee direktiivin edellyttämin tavoin laatia toimiluvan saaneista sijoituspalveluyrityksistä luettelo, josta käy ilmi yritysten toimilupien laajuus. Riittävän sijoittajansuojan varmistamiseksi Unionin valtioiden on muun muassa varmistettava, että kaikki toimilupaa hakeneet yhtiöt täyttävät sijoittajan korvausjärjestelmiin liittyvät vaatimukset. (MiFID 2004, 22-23.)

Suomen arvopaperimarkkinoilla toimii yksi monenkeskinen markkinapaikka, First North Finland, joka on Nasdaq Helsingin ylläpitämä vaihtoehtoinen alusta arvopaperikaupankäynnille perinteisen pörsin rinnalla (Finanssivalvonta 2015). Hakuprosessi First Northin listalle edellyttää Hyväksytyn Neuvonantajan antamaa konsultointia ja kestää tyypillisesti korkeintaan kolme kuukautta. Prosessin keston vaikuttaa esimerkiksi esitteen laatiminen. Yli viiden miljoonan euron osakeantiin vaaditaan säännellylle markkinalle aina laadittava listalleottoesite, mutta tätä pienempään antiin riittää kevyempi yhtiöesite. Markkinapaikalle hakeutuvan yhtiön tulee olla liitetty arvo-osuusjärjestelmään ja yhtiön

tulee laatia Internet-sivut viimeistään hakuprosessin aikana. Sivuilta on löydyttävä First Northin sääntöjen edellyttämät tiedotteet ja julkaisut. (Pörssisäätiö 2014, 13-15.)

Pörssisäätiön laatiman ”Listautujan käsikirjan” mukaan First North-markkinapaikalle hakeutuvan yhtiön tulee toimittaa seuraava dokumentaatio:

- Hakemus
- Yhtiöesite liitteineen
- Kirjallinen sopimus neuvonantajan kanssa
- Yhtiön perustamisasiakirjat ja kaupparekisteriote
- First Northin sääntöjen edellyttämät liitteet, joista selviävät lisätiedot uudesta listalle otettavasta yhtiöstä
- Laskutustiedot

Varsinaista monenkeskiselle markkinapaikalle listautumista edeltää hankkeen suunnitteluvaihe, joka tyypillisesti sisältää yrityksen strategisten tavoitteiden arvioinnin lisäksi muun muassa tapaamisen markkinapaikan edustajan kanssa ja yhtiöesitteen suunnittelun. Lisäksi listalle hakeutuvaa yritystä konsultoimaan valittu neuvonantaja suorittaa Due Diligence-arvion. (Pörssisäätiö 2014, 16.) Due Diligencellä tarkoitetaan yhtiön taloudellisen ja juridisen tilan kokonaisarviota, jonka tarkoituksena on selvittää listautumisprosessissa annetun informaation luotettavuus ja läpinäkyvyys (PricewaterhouseCoopers 2003, 14).

Alustavan suunnittelun jälkeen listautuvan yhtiön tulee tyypillisesti solmia yhteistyösopimuksia muiden prosessia tukevien tahojen kanssa. Yhtiö valitsee muun muassa osakeannin järjestäjän ja hankkeeseen tarvittavat juridiset neuvonantajat, jotka auttavat sopimusten laatimisessa osapuolten välillä. Yhtiöesite valmistellaan lähetettäväksi Finanssivalvonnalle kommentointia varten. Markkinapaikalle liittymisen aikataulusta sovitaan, ja Hyväksytty Neuvonantaja ilmoittaa markkinapaikan ylläpitäjälle ajalliset tavoitteet. Lisäksi prosessin alkuvaiheessa laaditaan noudatettavat käytännöt tiedottamiseen, sisäpiiriohjeistukseen ja tiedonantopolitiikkaan. Ennen lopullisen listautumispäätöksen tekoa yhtiön tulee huolehtia myös arvo-osuusjärjestelmään liittymisestä ja sijoittajien informoimiseksi laaditun sivuston perustamisesta. (Pörssisäätiö 2014, 16.)

Listautumisprosessin viimeistelyvaiheessa lopullinen listalleotto- tai yhtiöesite lähetetään Finanssivalvonnan hyväksyttäväksi. Yhtiön hallitus tekee listautumisen ehtojen viimeistelyn jälkeen lopullisen päätöksen markkinapaikalle hakeutumisesta, minkä jälkeen

hakemus valmistellaan pörssille lähetettäväksi. Hakemuksen lähettämisen jälkeen yhtiön raportointivelvollisuus käynnistyy ja sijoittajasivut tulee olla avoinna. Tämän jälkeen julkaistaan lopullinen esite, ja pörssi tekee päätöksen listalle ottamisesta. Hakemuksen hyväksymisen jälkeen pörssi tiedottaa päätöksestä markkinoiden osapuolille ja kaupankäynti listautuneen yhtiön osakkeella voidaan aloittaa. (Pörssisäätiö 2014, 17.)

Säännellyn markkinan rinnalla arvopaperikauppaa voi harjoittaa monenkeskisillä markkinapaikoilla ja vaihtoehtoisilla kauppapaikoilla, joita tarjoavat toimintaan erikoistuneet sijoituspalveluyritykset. MTF-kauppapaikat voidaan jakaa pan-eurooppalaiseen markkinapaikkoihin, joissa käydään kauppaa eurooppalaisten pörssiyhtiöiden osakkeilla, ja paikallisiin markkinapaikkoihin. Paikalliset markkinapaikat voidaan edelleen jaotella sellaisiin kauppapaikkoihin, joilla käydään kauppaa kotimaisilla pörssiosakkeilla, ja markkinapaikkoihin, joilla käydään kauppaa listaamattomien yhtiöiden arvopapereilla. (Leppiniemi & Lounasmeri 2015, luku 4.)

Turquoise on pan-eurooppalainen monenkeskinen markkinapaikka, josta Lontoon pörssi omistaa enemmistöosuuden. Markkinapaikalla voi käydä kauppaa esimerkiksi osakkeilla Exchange-Traded Fund -rahastoilla ja muilla arvopapereilla, joiden liikkeeseenlaskijoiden kotipaikat ovat eri puolilla Eurooppaa 19 maassa. Markkinapaikalla voi lisäksi käydä kauppaa yhdysvaltalaisilla arvopapereilla. Kauppapaikan jäsenenä on muun muassa meklareita, sijoitusyhtiöitä ja pankkeja. (London Stock Exchange Group 2016.)

Alternext on pan-eurooppalainen MTF-markkinapaikka, jonka listalla on 184 yritystä, joiden markkina-arvo on yhteensä noin 8,3 miljardia euroa. Listalla on pääasiassa pieniä ja keskisuuria yrityksiä, joiden arvopapereilla markkinapaikalle rekisteröityneet käyvät kauppaa. Kauppapaikka tarjoaa säännellylle markkinalle vaihtoehdon, jolle hakeutuminen vaatii yritykseltä vähemmän resursseja. Markkinapaikka tarjoaa lisäksi poistumisratkaisuja pääomasijoittajille, jotka haluavat osallistua vain alkua- ja kasvuvaiheen rahoitukseen. Alternext on osa Euronext N.V:tä, joka on hollantilainen, julkinen markkinapaikkayhtiö. (Euronext 2016.)

First North on pohjoismainen MTF-markkinapaikka, jota Nasdaq OMX:n pörssit pitävät yllä toimilupiansa mukaisesti Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Islannissa. Markkinapaikoilla on yhteiset First North säännöt, mutta niiden lisäksi kaupankäyntiin kullakin paikallisella markkinapaikalla vaikuttavat ylläpitäjän kotimaan lainsäädännössä olevat normit. First North hyödyntää kaupankäynnissä samaa infrastruktuuria kuin pohjoismaiset

säännellyt markkinat. Nasdaq OMX:n tarjoama vaihtoehtoinen kauppapaikka soveltuu erityisesti pienille yhtiöille ja kasvuyrityksille, joilla on tarvetta oman pääoman ehtooselle rahoitukselle ja omistajapohjan laajentamiselle, mutta resurssit ja edellytykset säännel-lylle markkinalle listautumiseen ovat vajavaiset. Vastaavasti kasvuyrityksistä kiinnostu- neelle sijoittajalle First North on väylä löytää sijoituskohteita, joiden tuotto ja riski ovat korkeammat kuin säänneltylle markkinalle listautuneissa yhtiöissä. (Nasdaq 2016.)

Lainsäädännölliset vaatimukset monenkeskiselle markkinapaikalle hakeutuville yhtiöille ovat kevyemmät kuin pörssiin listautuville osakeyhtiöille, koska EU-normisto velvoittaa MTF-kauppapaikkoja vain osittain. Keskeinen ero raportointivelvollisuudessa liittyy IFRS-tilinpäätöksen laatimiseen. Säänneltylle markkinalle listattujen yhtiöiden on laadit- tava IFRS-tilinpäätös, mutta monenkeskiselle markkinapaikalle hakeutuneet yhtiöt eivät ole velvoitettuja laatimaan tilinpäätöstä standardin mukaisesti. (Leppiniemi & Lounas- meri 2015, luku 4.) Lisäksi tilinpäätöstä kolmelta aiemmalta tilikaudelta ei vaadita mo- nenkeskiselle markkinapaikalle hakeuduttaessa. First North-kauppapaikalle listattaviin yhtiöihin ei myöskään kohdistu osakkeiden markkina-arvon vähimmäisvaatimusta, joka pörssiyhtiöillä on miljoona euroa per osakelaji. (Pörssisäätiö 2014, 13.) Alla olevaan tau- lukkoon on koottu keskeisimpiä eroja pörssilistavaatimusten ja First North-kauppapai- kalle hakeutumisen edellytysten välillä.

Taulukko 2. Vaatimukset First North-markkinapaikalla ja pörssissä (Pörssisäätiö 2014).

Edellytys	First North	Säännelty markkina
Yleiset juridiset vaatimukset	x	x
IFRS		x
Tilinpäätös kolmelta tilikaudelta		x
Listalleottoesite	x*	x
Markkina-arvo (1M)		x
Tuloksenmuodostuskyky	x	x
Osavuosisikatsaus		x
Liputusvelvollisuus		x

\*listalleottoesite yli viiden miljoonan annissa

### 3.2 Vaihdannanrajoituslausekkeet

Osakeyhtiölain kolmannessa luvussa säädetään suomalaisille osakeyhtiöille sallituista vaihdannanrajoituslausekkeista. Lain kolmannen luvun kuudennen pykälän mukaan

osakkeiden vapaata vaihdantaa saa rajoittaa vain 7§ ja 8§ mukaisesti. (Osakeyhtiölaki 2006, 3 luku 6§.)

Kolmannen luvun 7§:n mukaan yhtiöjärjestykseen voidaan kirjata lunastuslauseke, joka antaa osakkeenomistajalle, yhtiölle tai muulle henkilölle oikeuden lunastaa itselleen osake, joka siirtyy muulta kuin yhtiöltä itseltään. Mikäli lunastuslauseke annetaan usealle taholle, tulee näiden välinen etuoikeusjärjestys määrittää yhtiöjärjestyksessä. (Osakeyhtiölaki 2006, 3 luku 7§.) Jollei yhtiöjärjestyksessä ole toisin säädetty, noudatetaan lunastusmenettelyssä seuraavia seitsemännen pykälän mukaisia normeja:

- Lunastusoikeus pätee kaikenlaisiin saantoihin, joilla osake siirtyy muulta kuin yhtiöltä itseltään
- Kaikki saannon kohteena olevat osakkeet tulee lunastaa
- Lunastushinta on osakkeen käypä arvo, jonka voidaan katsoa olevan sovittu hinta
- Hallituksen tulee ilmoittaa kirjallisesti lunastukseen oikeutetulle siirron tapahtumisesta kuukauden kuluessa siitä, kun saanto annettiin hallitukselle tiedoksi
- Määräaika lunastusvaateen ilmoittamiseen on kaksi kuukautta saannon tiedoksi antamisesta hallitukselle
- Lunastushinta tulee maksaa kuukauden kuluessa edellä mainitun määräajan umpeutumisesta

Laissa ilmoitetut määräajat ovat indispositiivisia enimmäisaikoja. Ennen lunastusoikeuden päättymistä uudella osakkeenomistajalla on oikeus ainoastaan varojenjakosuoritukseen ja osakeannin etuoikeusasemaan. Mikäli yhtiö päättää käyttää yhtiöjärjestyksen mukaista lunastusoikeuttaan, tulee sen käyttää lunastettaessa yhtiön jakokelpoisia varoja. (Osakeyhtiölaki 2006, 3 luku 7§.)

Yhtiöjärjestyksessä voidaan edellyttää, että osakkeen siirtymiseen tarvitaan yhtiön suostumus. Tämän lausekkeen ulkopuolelle on kuitenkin laissa rajattu pakkohuutokaupassa tai konkurssipesästä hankittu osake. Osakeyhtiölain mukainen pääsääntö on, että yhtiön suostumuksen antamisesta päättää hallitus. Tästä voidaan kuitenkin poiketa yhtiöjärjestyksessä, ja lisäksi voidaan säätää suostumuksen antamisen edellytyksistä. Päätöksen antamisen määräaika on kaksi kuukautta saannon hyväksymisen hakemisesta, tai tätä lyhempi, yhtiöjärjestyksessä määrätty aika. Mikäli päätöstä ei ilmoiteta hakijalle määrä-

ajassa, katsotaan suostumus osakkeiden hankintaan luovutustoimin annetuksi. Vastavasti kuin lunastuslausekkeenkin kohdalla, ei osakkeita hankkineella ole muuta osakkeeseen perustuvaa oikeutta kuin oikeus varojenjakosuoritukseen ja osakeannin etuoikeusasemaan, ennen kuin yhtiön suostumus osakkeiden siirrolle on annettu. (Osakeyhtiölaki 2006, 3 luku 8§.)

## 4 Tutkimushankkeen toteutus

### 4.1 Toiminnallinen opinnäytetyö

Toimintatutkimuksella pyritään löytämään käytännön ratkaisuja työelämän haasteisiin. Toiminnallisessa tutkimuksessa sulautuvat yhteen teoreettisen taustan läpikäynti ja käytännön toiminnan kehittävä tutkiminen. Siinä yhdistyy tyypillisesti kvantitatiivisia ja kvalitatiivisia elementtejä, joiden analyysimenetelmät eivät kehittävässä tutkimuksessa ole poissuljettuja. Toimintatutkimuksen tarkoituksena on keskittyä yksittäiseen tapaukseen, jonka tutkimisesta saadut tulokset pätevät pääsääntöisesti vain kyseessä olevassa tapauksessa. Toimintatutkimuksen tarkoituksena ei siis ole tulosten yleistäminen toisin kuin perinteisissä tutkimuksissa. Toiminnallisen tutkimisen prosessi muodostuu tyypillisesti sykleistä, jotka muodostuvat suunnittelusta, tutkimisesta, toiminnasta, havainnoinnista ja arvioinnista. Tapahtuneen muutoksen arvioinnista puolestaan käynnistyy uusi vastaavanlainen sykli, jonka myötä toimintaa pyritään kehittämään edelleen. Jotta haluttu muutos saataisiin organisaatiossa aikaiseksi, on toiminnallinen vaihe keskeisessä asemassa, sillä vasta sen perusteella voidaan arvioida prosessin kehitystä. Teoreettista taustaa tutkimalla voidaan kartuttaa toiminnan kehittämiseen liittyvää pohjatietoa, mutta itse muutos on saavutettavissa vain toiminnan avulla. (Kananen 2014, 11-13.)

Opinnäytetyö on rakenteeltaan samankaltainen riippumatta tutkimusmenetelmästä. Tarkoituksena on teoreettista analyysia ja empiriaa yhdistämällä havainnollistaa ja ratkaista käytännön ongelmia. Työn osiot ovat menetelmästä riippumatta johdanto, teoreettisen viitekehyksen tarkastelu, tutkimusmenetelmän kuvaus, tutkimustulosten esittely ja johtopäätökset. Toiminnallisen opinnäytetyön funktiona on yleensä jonkin prosessin tai asiointilan parantaminen. Kehitettävä asia voidaan opinnäytetyössä esitellä ongelmana, johon tutkimushankkeessa pyritään löytämään ratkaisu. (Kananen 2012, 12-15.) Tässä opinnäytetyössä tutkimusongelmaksi on muodostunut energia-alan yksityisten osakeyhtiöiden listautumisvalmiuden kartoittaminen. Taustalla vaikuttaa toimeksiantajayrityksen



tavoite löytää toimialalta potentiaalisia yrityksiä, joiden osakkeet voitaisiin saattaa kaupankäynnin kohteeksi Privanetin listalle. Kauppapaikalle soveltuvien yritysten löytäminen vaatii sekä kvantitatiivista että kvalitatiivista analyysiä, jota tässä hankkeessa on toteutettu. Tutkimushankkeen mahdollinen lopputulos on kauppapaikalle soveltuvien yritysten löytäminen, joka saattaa johtaa Privanetin osakevalikoiman kasvuun ja toimialapohjan laajenemiseen. Näin ollen sijoittajien mielenkiinto toimeksiantajaa kohtaan saattaisi kasvaa, mikä johtaisi mahdollisesti myös yrityksen liiketoiminnan kasvuun.

#### 4.2 Tutkimushankkeen prosessin kuvaus

Tutkimushankkeen toteuttaminen käynnistyi 13.1.2016 Privanetin Helsingin toimipisteessä käydyn palaverin myötä. Tapaamisessa käytiin läpi toimeksiantajan asettamat tutkimuskysymykset ja tavoitteet. Palaverin jälkeen ensimmäisenä tavoitteena oli määrittää tutkimusjoukko noin 160 yrityksen listasta. Rajauksen perusteena oli konsernitason liikevaihto, jonka tuli olla vähintään 20 miljoonaa euroa. Tämän rajauksen avulla tutkimus saatiin kohdennettua sellaisiin yrityksiin, joiden toiminnan volyyymi olisi riittävän suuri kauppapaikalle hakeutumisen näkökulmasta. Tutkimusjoukkoon kuului annetun kriteerin perusteella 32 yhtiötä eri puolilta Suomea. Tutkimuksen tuli olla tehty perjantaihin 12.2. mennessä. Toimeksiantajan kanssa sovittiin kuitenkin, että tulokset esitellään helmikuussa ainoastaan presentaatiomuodossa. Lopullinen raporttimuotoinen tuotos toimitetaan myöhemmin toimeksiantajalle opinnäytetyön valmistumisen yhteydessä.

Hankkeen tavoitteena oli toimeksiannon perusteella selvittää tutkittavien yhtiöiden tunnusluvut, kaupankäynnin rajoitukset, osakelajien erot, osakkeen kaupankäyntihistoria, omistusrakenne ja omistajien kiinnostus markkinapaikalle hakeutumiseen. Ensimmäiseksi tutkimuksessa selvitettiin tutkimusjoukon yritysten tunnusluvut, joista toimeksiantaja halusi raporttiin sisällytettävän liikevaihdon, liiketuloksen ja nettotuloksen. Lähteinä käytettiin yritysten Internetissä julkaisemia tilinpäätöksiä ja toimintakertomuksia. Viiden yrityksen liikevaihto selvitettiin Fonectan yritystietopalvelun avulla, koska tilinpäätöksiä ei löytynyt yritysten kotisivuilta. Nettotulos laskettiin tutkimuksessa liiketuloksen, rahoituserien ja verojen erotuksena (Balance Consulting 2016). Raporttiin on koottu tunnusluvut tilikaudelta 2014. Toimeksiannon perusteella tunnusluvut on kuitenkin selvitetty mahdollisuuksien mukaan myös neljältä edeltävältä tilikaudelta, joista saadut tutkimustulokset on koottu liitteeksi Excel-tiedostoon, joka toimitettiin toimeksiantajayritykselle.

Tunnuslukujen selvittämisen jälkeen tutkimuksessa kartoitettiin tutkittavien yhtiöiden säätämät vaihdannarajoituslausekkeet, yhtiöiden eri osakelajit ja niiden eroavaisuudet. Lähteinä käytettiin Patentti- ja Rekisterihallitukselta haettuja kaupparekisteriotteita ja yhtiöjärjestyksiä, joista Osakeyhtiölain vaatimusten mukaisesti tulisi löytyä tiedot osakelajeista ja vaihdannan rajoitteista. Toimeksiantajan kanssa solmitun sopimuksen mukaisesti toimeksiantajan vastuulla oli yhtiöjärjestysten hakeminen ja toimittaminen tutkittavaksi. Kaupparekisteriotteet ja yhtiöjärjestykset olivat tutkimuksessa käytettävissä virtuaalimuotoisina. Niiden noutopäivä oli 29. tammikuuta, joten sen jälkeen tehtyjä muutoksia ei ole tutkimuksessa huomioitu. Yhtiöjärjestyksistä koottiin raporttiin tutkittavien yhtiöiden kotipaikat, jotta toimeksiantaja saisi vaivattomasti alustavan käsityksen yhtiöiden toimialueista. Osakelajeista selvitettiin niiden toisistaan eriävät oikeudet voitonjaossa, äänivallassa ja energiansaannissa yhtiöiden voimaloista. Vaihdannarajoituslausekkeista selvitettiin, vaaditaanko osakkeen siirtymiseen yhtiön suostumus; onko yhdelle tai useammalle taholle annettu lunastusoikeus ja miten monelle annetut lunastusoikeudet ovat hierarkiassa toisiinsa nähden.

Tiistaina 2.2.2016 toimeksiantajan edustajan kanssa pidettiin palaveri, jossa suunniteltiin tutkittavien yritysten edustajille lähetettävät haastattelukysymykset. Niiden tarkoituksena oli ensisijaisesti yritysten omistajapohjan ja omistajien listautumishalukkuuden selvittäminen. Kysymykset muotoiltiin seuraavasti:

- Millainen omistajapohja yrityksellänne tällä hetkellä on, eli missä suhteessa omistajuus jakaantuu julkisen sektorin, yritysten ja yksityishenkilöiden kesken?
- Onko omistajillanne tai yrityksessänne ollut kiinnostusta osakkeiden saattamisesta kaupankäynnin kohteeksi?
- Pidättekö listautumista vaihtoehtona yrityksellenne? Miksi? Miksi ei?
- Onko yrityksessänne käytössä osakkeiden vapaata luovuttamista rajoittava lunastus- tai suostumuslauseke?
- Onko yrityksenne osakkeilla aiemmin käyty kauppaa, jos on, mihin hintaan?

Haastattelukysymykset lähetettiin sähköpostitse jokaisen yrityksen edustajalle, joiden sähköpostiosoitteet selvitettiin yritysten kotisivuilta. Kysymykset pyrittiin lähettämään ensisijaisesti talousasioista vastaaville henkilöille, mutta haastateltavien joukkoon kuului myös esimerkiksi viestintäpäälliköitä. Kysymykset lähetettiin 3. helmikuuta, jotta vastauksia ehtisi kertyä ennen tulosten alustavaa esittelyä toimeksiantajayritykselle. Haastattelukysymyksiin vastasi kymmenen yrityksen edustajat, joiden vastaukset on sisällytetty

raporttiin. Yritykset, joilta ei saatu vastauksia, on raportissa käsitelty niiltä osin kuin hankituista asiakirjoista selvinneiden tietojen perusteella on mahdollista.

Omistusrakenteen selvittämiseksi haastattelujen lisäksi hankkeeseen kuului Euroclearin tietokannan tutkiminen. Tutkittavista yhtiöistä vain yhden tiedot löytyivät järjestelmästä. Tämän yhtiön osalta raporttiin kerättiin tiedot omistuksen jakautumisesta julkisen sektorin, yksityishenkilöiden ja yritysten välillä. Lisäksi raporttiin listattiin viisi suurinta omistajaa osakelajikohtaisesti. Osuudet on ilmoitettu raportissa prosentteina suhteessa osakelajin osakkeiden kokonaismäärään. Omistajatiedot selvitettiin 10. helmikuuta, eli sen jälkeen mahdollisesti tapahtuneita saantoja ei ole otettu tutkimuksessa kyseessä olevan yhtiön kohdalla huomioon.

Tutkimushankkeen tulokset esiteltiin toimeksiantajalle 22.2. Tulokset oli koottu yhtiökohtaisesti Power Point-presentaatioksi, joka käytiin läpi yhdessä toimeksiantajan edustajien kanssa. Lopullisen toiminnallisen opinnäytetyön tuotos noudattaa vastaavaa rakennetta, jossa tutkimuskysymykset käydään yhtiökohtaisesti läpi niiltä osin, miten vastauksia on löytynyt.

## **5 Tutkimushankkeen tulokset**

### **5.1 Tutkimustulokset yhtiökohtaisesti**

Keskeisenä osana tutkimusta oli sähköyhtiöiden yhtiöjärjestysten läpikäynti. Yhtiöjärjestyksistä etsittiin Osakeyhtiölain kolmannen luvun mukaisia vaihdannanrajoituslausekeita. Lisäksi tutkittiin, onko yhtiöillä erilaisia osakesarjoja, ja miten ne eroavat toisistaan. Toiminnallisen opinnäytetyön tulokset on koottu yhtiökohtaiseksi raportiksi, joka toimitetaan erillisenä kokonaisuutena opinnäytetyön toimeksiantajalle.

Energiapolar Oy:n kotipaikka on Rovaniemi. Yhtiöllä on käytössään lunastuslauseke, jonka mukaan osakkeenomistajilla on ensisijainen lunastusoikeus, mikäli yhtiön osakkeita siirtyy uudelle omistajalle. Jos lunastusoikeutta käyttäviä osakkeenomistajia on useita, jaetaan lunastettavat osakkeet heidän omistusmääriensä perusteella. Lunastushinta on siirrossa sovittu hinta, tai tämän ollessa vastikkeeton tai kohtuuton, osakkeen käypä arvo. Mikäli vanhat osakkeenomistajat eivät käytä lunastusoikeuttaan kuukauden kuluessa, on yhtiöllä toissijainen oikeus lunastamiseen voitonjakokelpoisilla varoillaan.

Yhtiön lunastusaika on 60 päivää siitä lukien, kun ilmoitus osakkeiden siirrosta tehtiin hallitukselle. Lisäksi yhtiön on 45 päivän kuluessa ilmoituksesta kirjallisesti annettava tiedoksi osakkeenomistajille, aikooko se käyttää lunastusoikeuttaan. (Energiapolar Oy 2013, 2.) Konsernin liikevaihto vuonna 2014 oli 49,3 miljoonaa euroa (Fonecta 2016).

Energiapolar Oy:ltä sain vastaukset haastattelukysymyksiin yhtiön toimitusjohtaja Timo Virikolta. Hänen mukaansa yhtiön omistus jakaantuu seitsemän osakeyhtiön kesken. Nämä yhtiöt puolestaan ovat kunnallisessa omistuksessa. Virikon mukaan yhtiön osakkeenomistajilla ei ole herännyt kiinnostusta saattaa yhtiön osaketta kaupankäynnin kohteeksi. Hänen käsityksensä mukaan omistajapohjan laajentamiseen ei ole kiinnostusta, ja kasvuinvestoinnit rahoitetaan muin keinoin. Lisäksi markkinapaikalle liittymisen kynnyistä nostavat Virikon mukaan prosessin kalleus ja raportointivelvoitteiden kasvu. Yhtiön osakkeilla ei ole aiemmin käyty julkisesti kauppaa, ja osakkeiden vaihdantaa rajoittavia lausekkeita on yhtiön käytössä. (Virikko 2016.)

Etelä-Savon Energia Oy:n kotipaikka on Mikkelin kaupunki. Yhtiöjärjestykseen on kirjattu sekä lunastus- että suostumuslauseke. 4§:n mukaan osakkeen luovuttamiseen tarvitaan suostumus Mikkelin kaupunginvaltuustolta. 9§:n mukaan lunastusoikeus on ensisijaisesti Mikkelin kaupungilla, mikäli osake siirtyy uudelle omistajalle. Toissijainen oikeus osakkeiden lunastamiseen on vanhoilla osakkeenomistajilla, ja mikäli he eivät käytä lunastusoikeuttaan, on vielä yhtiöllä oikeus lunastaa osakkeet vapaalla pääomalla. Osakkeiden siirtymisestä uudelle omistajalle tulee ilmoittaa viipymättä yhtiön hallitukselle. Hallitus puolestaan ilmoittaa kahden viikon kuluessa vanhoille osakkeenomistajille saannosta. Osakkeenomistajien lunastusoikeus kestää kuukauden tiedoksiannosta. Yhtiön lunastusaika siirtyneille osakkeille on puolestaan kaksi viikkoa siitä, kun osakkeenomistajien lunastusoikeus on rauennut. Lunastushinta on saannossa sovittu hinta tai tuoreimpaan tilinpäätökseen perustuva arvo, mikäli sovittu hinta on kohtuuton. (Etelä-Savon Energia Oy 2010, 1-2.) Konsernin liikevaihto vuonna 2014 oli 52,1 miljoonaa, liiketulos 48,7 miljoonaa ja nettotulos 2,9 miljoonaa euroa (Etelä-Savon Energia Oy 2015, 35).

Etelä-Savon Energia Oy:n talousjohtaja Sari Siiskonen vastasi haastattelukysymyksiin seuraavasti. Yhtiö on Siiskosen mukaan kokonaan Mikkelin kaupungin omistuksessa. Omistajalla ei ole ollut kiinnostusta listautumista kohtaan. Listautumisesta ei ole yhtiössä keskusteltu potentiaalisena vaihtoehtona, koska yhtiö on täysin kunnallisessa omistuksessa. Teoreettisesti olisi mahdollista, että koko yhtiö myytäisiin kerralla, mikäli kaupunki haluaisi luopua omistuksesta. Siiskosen mukaan yhtiöllä ei ole käytössään vaihdantaa

rajoittavia lausekkeitä, eikä yhtiön osakkeilla ole aiemmin käyty kauppaa. (Siiskonen 2016.) Vastauksesta poiketen voidaan kuitenkin yhtiöjärjestyksestä tarkastelemalla huomata, että yhtiöllä itse asiassa on käytössään sekä suostumus- että lunastuslauseke.

Etelä-Suomen Voima Oy:n kotipaikka on Porvoon kaupunki. Osakkeen siirtymiselle vaaditaan yhtiön hallituksen suostumus riippumatta siitä, onko saanto tapahtunut vanhan osakkaan tai uuden omistajan hyväksi. Yhtiöjärjestykseen on lisäksi kirjattu osakkeenomistajien lunastusoikeus. 13§:n mukaan tämä koskee kuitenkin vain tilanteita, joissa osakkeet ovat siirtyneet uudelle omistajalle. Ensisijainen lunastusoikeus on saannon kohteena olevan osakesarjan omistajilla ja toissijainen oikeus muiden sarjojen omistajilla. Mikäli useat osakkaat haluavat käyttää oikeuttaan, jaetaan osakkeet omistumäärien suhteessa. Etelä-Suomen Voima Oy:llä on yhtiöjärjestyksen 3§:n perusteella yhdeksän eri osakesarjaa. Ne on P-sarjaa lukuun ottamatta liitetty Pohjolan Voima Oy:n energiaressursseihin. Jokainen laji tuottaa oikeuden käyttää tietyn resurssin energiaa omistumäärien suhteessa. Energiaosuuden käytöstä riippumatta osakkaat vastaavat omistumääriensä suhteessa sarjoihinsa kohdistuvista kiinteistä kustannuksista. Muuttuvista kustannuksista osakkaat vastaavat puolestaan käytetyn energiamäärän perusteella. (Etelä-Suomen Voima Oy 2016, 1-7.) Yhtiön liikevaihto vuonna 2014 oli noin 63 miljoonaa euroa (Fonecta 2016).

Haminan Energia Oy:n yhtiöjärjestykseen on kirjattu lunastuslauseke. Sen perusteella ensisijainen lunastusoikeus on yhtiön osakkeen omistajilla ja toissijainen oikeus yhtiöllä sen vapaan oman pääoman rajoissa. Lunastusoikeus koskee tilanteita, joissa osakkeita siirtyy uudelle omistajalle. Lunastushinta on yhtiöjärjestyksen perusteella viimeisimmän tilinpäätöksen tasearvo, oli kyseessä sitten vastikkeellinen tai vastikkeeton saanto. Osakkaiden lunastusoikeus kestää kuukauden siitä, kun osakkeiden siirtymisestä uudelle omistajalle on ilmoitettu hallitukselle. Mikäli yhtiö päättää käyttää lunastusoikeuttaan, on sen lunastettava osakkeet 14 päivän kuluessa edellä mainitun määräajan päättymisestä. (Haminan Energia Oy 2010, 2-3.) Konsernin liikevaihto tilikaudella 2014 oli 30,7 miljoonaa, liiketulos -2,4 miljoonaa ja nettotulos -3,4 miljoonaa euroa (Haminan Energia Oy 2015, 32).

Haminan Energia Oy:n osalta haastattelukysymyksiin vastasi johdon assistentti Tiiti Saarelainen. Hänen mukaansa yhtiön omistusrakenne muotoutuu siten, että yhtiö on täysin julkisen sektorin omistuksessa. Yhtiön omistajalla ei ole herännyt kiinnostusta saattaa

osaketta markkinapaikalle. Julkisen sektorin omistuksesta johtuen listautumista ei yrityksessä pidetä potentiaalisena vaihtoehtona. Yhtiön käytössä olevia vaihdannanrajoitteita Saarelainen kommentoi siten, ettei niitä käytännössä ole, mutta yksi omistaja voi vapaasti säätää rajoituksista. Aiemmin kauppaa ei yhtiön osakkeilla ole käyty. (Saarelainen 2016.) Voimassa olevasta yhtiöjärjestyksestä voidaan huomata, että yhtiöllä on tällä hetkellä käytössään lunastuslauseke.

Imatran Seudun Sähkö Oy:llä on kaksi osakesarjaa. A-sarjan osakkeet tuottavat kukin yhtiökokouksessa yhden äänen. S-sarjan osakkeet tuottavat vastaavasti 20 ääntä. S-sarjan osakkeiden siirtymiseen uudelle omistajalle vaaditaan yksimielinen hyväksyntä yhtiön hallitukselta. Yhtiöllä on lisäksi käytössään lunastuslauseke, joka koskee suostumuslausekkeen tavoin ainoastaan S-sarjan osakkeita, jotka siirtyvät uusille osakkaille. Yhtiöjärjestyksen mukaan ensisijainen lunastusoikeus on osakkailla. Lausekkeeseen vetoamisen määräaika on kuukausi siitä lukien, kun osakkeiden siirtymisestä on ilmoitettu hallitukselle. Jos useampi osakas haluaa lunastaa osakkeita, jaetaan osakkeet heidän omistusmääriensä suhteessa ja tarvittaessa arpomalla. Lunastushinta on saannossa sovittu hinta, tai tämän ollessa vastikkeeton, lunastetaan osakkeet tilinpäätökseen perustuvalla hinnalla. Mikäli osakkaat eivät käytä lunastusoikeuttaan, on yhtiöllä mahdollisuus kahden viikon kuluessa edellä mainitun määräajan päättymisestä käyttää toissijaista lunastusoikeuttaan yhtiön jakokelpoisilla varoilla. Yhtiön kotipaikka on Imatra. (Imatran Seudun Sähkö Oy 2012, 1-6.) Liikevaihto tilikaudella 2014 oli noin 54 miljoonaa, liike-tulos 1,5 miljoonaa ja nettotulos 1,3 miljoonaa euroa (Imatran Seudun Sähkö Oy 2015, 35).

Jyväskylän Energia Oy:n yhtiöjärjestyksen 11§:n mukaan Jyväskylän kaupungilla on lunastusoikeus, mikäli yhtiön osake vaihtaa omistajaa. Lunastusoikeus ei kuitenkaan koske tilanteita, joissa osake siirtyy vanhan omistajan tytäryhtiölle tai samaan konserniin kuuluvalla yhtiöllä. Se ei myöskään päde yritysfuusiosta johtuvassa saannossa. Kaupungin lunastusoikeuden määräaika on kuukauden siitä lukien, kun saannosta on ilmoitettu yhtiön hallitukselle. Vastikkeettomassa saannossa lunastushinta on alun perin sovitusta poiketen tilinpäätökseen perustuva osakkeiden arvo. 11§:ssä on lisäksi säädetty, että erimielisyydet lunastusmenettelystä ratkaistaan Jyväskylän käräjäoikeudessa. (Jyväskylän Energia Oy 2009, 2.) Konsernin liikevaihto tilikaudella 2014 oli noin 183,4 miljoonaa, liike-tulos 8,7 miljoonaa ja nettotulos -11,2 miljoonaa euroa (Jyväskylän Energia Oy 2015, 10).

Jyväskylän Energia Oy:n talousjohtaja Pasi Jalonen vastasi haastattelukysymyksiin. Hänen mukaansa yhtiö on sataprosenttisesti Jyväskylän kaupungin omistuksessa. Vakavaa kiinnostusta ei listautumista kohtaan Jalosen mukaan ole herännyt. Markkinapaikalle hakeutumista on kuitenkin yhtiössä pidetty periaatteessa mahdollisena vaihtoehtona, minkä johdosta asiasta on teetetty selvitys. Jalosen mukaan kaupungin strategiana on kuitenkin toistaiseksi omistuksen pitäminen itsellään. Mahdollista osakkeiden vaihdantaa rajoitetaan yhtiöjärjestyksessä. Aiemmin yhtiön osakkeella ei Jalosen mukaan ole käyty kauppaa. (Jalonen 2016.)

Järvi-Suomen Energia Oy:n kotipaikka on Mikkeli. Yhtiöjärjestyksen 12§:n mukaan yhtiön osakkeen hankkimiseen tarvitaan yksimielinen puolto yhtiön hallitukselta. Poikkeuksena tähän pääsääntöön ovat tilanteet, joissa osake siirtyy pakkohuutokaupassa tai konkurssipesän varallisuudesta. 13§:n mukaan yhtiön osakkailta on lunastusoikeus, mikäli yhtiön osake siirtyy uudelle osakkeenomistajalle. Perinnön, testamentin, avio-oikeuden ja sulautumisen perusteella tapahtuneet saannot on rajattu tämän oikeuden ulkopuolelle. Osakkaiden lunastusoikeuden määräaika on kuukausi siitä, kun saanto annettiin tiedoksi yhtiön hallitukselle. Lunastusoikeuttaan käyttävän osakkeenomistajan tulee sitoutua lunastamaan kaikki saannon kohteena olevat osakkeet. Mikäli useampi osakas haluaa käyttää oikeuttaan, jaetaan osakkeet heidän omistusmääriensä suhteessa ja tarvittaessa arvalla. Saannon ollessa vastikkeeton, perustuu lunastushinta tilinpäätökseen. Muussa tapauksessa osakkeet lunastetaan siirrossa sovitulla hinnalla. (Järvi-Suomen Energia Oy 1994, 2.) Konsernin liikevaihto tilikaudella 2014 oli 170,3 miljoonaa, liiketulos 6 miljoonaa ja nettotulos 6,5 miljoonaa euroa (Järvi-Suomen Energia Oy 2015, 17).

Keravan Energia Oy:n yhtiöjärjestyksen viidenteen pykälään on kirjattu luovutuskielto, jonka perusteella yhtiön osakkeita ei voi luovutustoimin siirtää muiden kuin kuntien, kuntainliittojen tai Kuntien eläkevakuutuksen jäsenyhteisöjen omistukseen. Yhtiöjärjestykseen on lisäksi kirjattu lunastusoikeus yhtiön osakkaille. Oikeus koskee tilanteita, joissa yhtiön osake siirtyy uudelle omistajalle. Osakkeenomistajien on kirjallisesti vaadittava lunastusta kuukauden määräajassa saannosta hallitukselle tehdystä ilmoituksesta. Lunastushinta on saannossa sovittu hinta. Vastikkeettomien siirtojen tapauksessa lunastushinta muodostuu tilinpäätöksen perusteella. Mikäli lunastusoikeuttaan haluaa käyttää useampi osakas, päättää yhtiön hallitus, kenen lunastusvaade hyväksytään. Erimielisyydet ratkaistaan yhtiön kotipaikan käräjäoikeudessa. (Keravan Energia Oy 2007, 2-3.) Konsernin liikevaihto tilikaudella 2014 oli noin 70 miljoonaa, liiketulos 0,7 miljoonaa ja nettotulos 0,7 miljoonaa euroa (Keravan Energia Oy 2015, 5).

Kotimaan Energia Oy:n kotipaikka on Helsinki. Yhtiön osakkeenomistajilla on yhtiöjärjestyksen perusteella lunastusoikeus yhtiön osakkeisiin, jotka siirtyvät uudelle omistajalle. Lunastusvaateen määräaika on kuukausi saannon ilmoittamisesta hallitukselle. Useiden osakkaiden halutessa käyttää lunastusoikeuttaan, jaetaan osakkeet heidän omistussuhteensa suhteessa ja tarvittaessa arpomalla. (Kotimaan Energia Oy 2015, 2.) Kotimaan Energian liikevaihto tilikaudella 2014 oli 28 miljoonaa euroa (Fonecta 2016). Kotimaan Energia on kokonaan norjalaisen Hafslund-konsernin omistuksessa. Konsernin listaamista pörssiin suunnitellaan. (Hedman 2016.)

KSS Energia Oy:n kotipaikka on Kouvolan kaupunki. Yhtiöllä on käytössään ainoastaan suostumuslauseke, jonka perusteella yhtiön osakkeiden siirtymiselle vaaditaan yksimielinen suostumus yhtiön hallitukselta. Määräaika suostumuspäätöksen kirjalliseen ilmoittamiseen on kaksi kuukautta hallitukselle tehdystä saantoa koskevasta hakemuksesta. (KSS Energia Oy 2013, 2.) Konsernin liikevaihto tilikaudella 2014 oli 115,5 miljoonaa, liiketulos 10 miljoonaa ja nettotulos 6,6 miljoonaa euroa (KSS Energia Oy 2015, 14).

Kymenlaakson Sähkö Oy:n kotipaikka on Kouvolan kaupunki. Yhtiöjärjestykseen on kirjattu osakkaan lunastusvelvollisuus, joka velvoittaa vähintään 50 % yhtiön osakkeista omistavan lunastamaan vähemmistöosakkaan vaateesta tämän omistamat osakkeet. Lunastusvelvollisuuden syntymishetken jälkeen hankitut osakkeet eivät kuitenkaan kuulu lunastusvelvollisuuden piiriin. (Kymenlaakson Sähkö Oy 2010, 3.) Konsernin liikevaihto tilikaudella 2014 oli noin 106,2 miljoonaa, liiketulos 12 miljoonaa ja nettotulos 8,7 miljoonaa euroa (Kymenlaakson Sähkö Oy 2015).

Kymppivoima Oy:n kotipaikka on Helsingin kaupunki. Yhtiön osakekantaan kuuluu 18 osakesarjaa. V- ja X-sarjaa lukuun ottamatta jokaiseen sarjaan on liitetty energiantuotantoresurssi. Kunkin sarjan osakkeita omistavilla on oikeus omistusmääriensä suhteessa käyttää omistamaansa osakesarjaan liitettyllä resurssilla tuotettua energiaa. Lisäksi osakkaat vastaavat omistusmäärään suhteutetusti osakesarjojensa energiantuotantoresurssien kiinteistä kustannuksista. Muuttuvista kustannuksista jokainen osakas vastaa käytetyn energiamäärän mukaisesti. V-sarjan osakkeet tuottavat varojenjaossa oikeuden muuhun sarjaan kohdistumattomaan voittoon ja netto-omaisuuteen. V- ja X-sarjan osakkeet tuottavat 100 ääntä yhtiökokouksessa, kun taas muiden sarjojen osakkeet tuottavat yhden äänen per osake. (Kymppivoima Oy 2016, 1-5.)



Yhtiöjärjestykseen on kirjattu ensisijainen lunastusoikeus saantoa koskevan osakesarjan osakkeita jo omistaville. Toissijainen lunastusoikeus on muilla osakkailla. Lunastuslauseke koskee tilanteita, joissa osake siirtyy sellaiselle uudelle omistajalle, jolla ei ole ennestään saannon kohteena olevan sarjan osakkeita. Mikäli kukaan osakkeenomistajista ei käytä oikeuttaan, voi yhtiö lunastaa saannon kohteena olevat osakkeet itselleen voitonjakokelpoisilla varoilla. (Kymppivoima Oy 2016, 5-8.) Konsernin liikevaihto tilikaudella 2014 oli 104,8 miljoonaa, liiketulos 2,2 miljoonaa ja nettotulos -2,4 miljoonaa euroa (Kymppivoima Oy 2015, 4).

Leppäkosken Sähkö Oy:n kotipaikka on Ikaalisten kaupunki. Yhtiön osakekanta jakautuu kahteen osakesarjaan. K-sarjan osakkeet tuottavat kukin 20 ääntä yhtiökokouksessa, A-osakkeet puolestaan tuottavat yhden äänen. Osinkoa tulee maksaa kaksi prosenttiyksikköä enemmän A-osakkeelle. K-sarjan osakkeen siirtämiseen toiselle henkilölle vaaditaan yhtiön hallituksen suostumus. Mikäli kahden kuukauden kuluessa hakijalle ei ole kirjallisesti ilmoitettu hallituksen päätöstä, katsotaan suostumus annetuksi. K-sarjan osakkeenomistajille on annettu lisäksi lunastusoikeus, jos sarjan osake siirtyy uudelle omistajalle. Yhtiöjärjestyksen mukaan lunastusoikeus ei kuitenkaan koske sellaista saantoa, johon on vaadittu yhtiön hallituksen suostumus. Hallitukselle on lisäksi annettu oikeus lunastaa yhtiön siirtyneet osakkeet osakepääoman yli säästyneellä pääomalla 14 päivän kuluessa saannon ilmoittamisesta. (Leppäkosken Sähkö Oy 2015, 1-4.) Konsernin liikevaihto tilikaudella 2014 oli 67,7 miljoonaa, liiketulos 4,8 miljoonaa ja nettotulos 3,4 miljoonaa euroa (Leppäkosken Sähkö Oy 2015).

Leppäkosken Sähkö Oy oli ainoa tutkittava yhtiö, jonka omistajaluettelo löytyi Euroclearin tietokannasta. A-sarjan osakkeiden omistus jakautuu siten, että yritykset omistavat osakkeista 48,7 %, yksityishenkilöt 37,3 % ja julkinen sektori 14 %. K-sarjan osakkeista yritykset puolestaan omistavat 49,8 %, yksityishenkilöt 36,7 % ja julkinen sektori 13,5 %. (Euroclear Finland Oy 2016.)

A-sarjan osakkeiden viisi suurinta omistajaa ovat:

- Satapirkan Sähkö Oy 22,1 %
- Ikaalisten kaupunki 8,8 %
- Leppäkosken Sähkön 95-vuotis henkilöstörahoisto 5,8 %
- Vatajankosken Sähkö 5,6 %
- Sallila Energia Oy 5 %.

K-sarjan viisi suurinta omistajaa ovat:

- Satapirkkan Sähkö Oy 22 %
- Ikaalisten kaupunki 8,5 %
- Leppäkosken Sähkön 95-vuotis henkilöstörahasto 8,5 %
- Vatajankosken Sähkö Oy 5,4 %
- Sallila Energia Oy 4,9 %.

Loiste Sähkönmyynti Oy:llä ei yhtiöjärjestyksen perusteella ole rajoituksia osakkeiden vapaalle vaihdannalle. Konsernin osalta haastattelukysymyksiin vastasi Markku Ryymin. Konsernin omistavat Kajaanin kaupunki ja Sotkamon kunta, joiden kesken omistus jakautuu siten, että Kajaanin omistusosuus on 76 % ja Sotkamon 24 %. Ryyminin mukaan kyseinen omistusrakenne on ollut voimassa kaksi vuotta, joten keskustelua listautumisesta ei omistusrakenteen tuoreudesta johtuen ole yhtiössä käyty. Markkinapaikalle haakeutumista ei pidetä potentiaalisena vaihtoehtona yritykselle, sillä volyymit ovat Ryyminin mukaan pienet ja osakkeille olisi vähän kysyntää. Hänen mukaansa osakkailla on tiukka osakassopimus, johon on kirjattu lunastusoikeus. (Ryymin 2016.)

Mäntsälän Sähkö Oy:n yhtiöjärjestykseen on kirjattu lunastusoikeus Mäntsälän kunnalle. Tämän oikeuden piiriin eivät kuitenkaan kuulu sulautumiseen perustuvat saannot, eivätkä sellaiset saannot, joissa osakkeet siirtyvät vanhan omistajan tytäryhtiölle tai saman konsernin yhtiölle. Lunastushinta on siirrossa sovittu hinta. Jos siirto on vastikkeeton, katsotaan lunastushinta tilinpäätöksen perusteella. Siirronsaajan on ilmoitettava osakkeiden siirtymisestä ilman viivettä hallitukselle, jonka puolestaan tulee antaa saanto tiedoksi kunnalle kahden viikon kuluessa. Kunnan lunastusoikeuden määräaika on kuukausi siirronsaajan ilmoituksesta yhtiölle. (Mäntsälän Sähkö Oy 2014, 1.) Mäntsälän Sähkön liikevaihto tilikaudella 2014 oli 25,6 miljoonaa, liiketulos 2,6 miljoonaa ja nettotulos 2,2 miljoonaa euroa (Mäntsälän Kunta 2015, 35). Toimitusjohtaja Esa Muukka vastasi haastattelukysymyksiin. Yhtiö on kokonaan Mäntsälän kaupungin omistuksessa. Listautumisesta ei Muukan mukaan yhtiössä ole keskusteltu, eikä sitä pidetä potentiaalisena vaihtoehtona, koska yritys halutaan jatkossakin pitää kunnallisessa omistuksessa. Osakkeella ei ole aiemmin käyty kauppaa, ja sen vaihdantaa rajoitetaan yhtiöjärjestyksessä. (Muukka 2016.)

Napapiirin Energia ja Vesi Oy:n kotipaikka on Rovaniemi. Yhtiön osakkeiden omistusta on rajoitettu siten, että vain kunnat, kuntayhtymät, kuntien keskusjärjestöt ja Kuntien elä-

kevakuutuksen jäsenyhteisöt voivat olla osakkaina yhtiössä. Osakkeen siirtyessä uudelle omistajalle, on vanhoilla osakkeenomistajilla ensisijainen ja yhtiöllä toissijainen lunastusoikeus saannon osakkeisiin. Tämä oikeus ei koske jakautumisesta tai sulautumisesta johtuvia saantoja. (Napapiirin Energia ja Vesi Oy 2015, 2-3.) Konsernin liikevaihto tilikaudella 2014 oli 49,8 miljoonaa, liiketulos 6,2 miljoonaa ja nettotulos 1,2 miljoonaa euroa (Napapiirin Energia ja Vesi Oy 2015, 28).

Oy Katternö Ab:n kotipaikka on Pietarsaari. Yhtiöjärjestykseen on kirjattu lunastusoikeus vanhoille osakkeenomistajille. Mikäli useampi osakas haluaa käyttää oikeuttaan, jaetaan saannon osakkeet osakkaiden omistumäärien suhteessa ja tarvittaessa arvalla. Lunastushinta on osakkeiden siirrossa sovittu hinta ja fuusioon perustuvassa saannossa osakkeen nimellinen hinta. Mikäli saanto on vastikkeeton, määrittyy lunastushinta tilinpäätöksen perusteella. (Oy Katternö Ab 2011, 2.) Konsernin liikevaihto tilikaudella 2014 oli 145,1 miljoonaa, liiketulos 14,5 miljoonaa ja nettotulos 10,5 miljoonaa euroa (Oy Katternö Ab 2015, 32).

Pohjois-Karjalan Sähkö Oy:n kotipaikka on Joensuu. Yhtiöjärjestykseen on kirjattu, että yhtiöllä on oikeus hankkia omia osakkeitaan voitonjakokelpoisilla varoilla. Sen tarkempaa lunastuslauseketta ei kuitenkaan ole. (Pohjois-Karjalan Sähkö Oy 2015, 2.) Konsernin liikevaihto tilikaudella 2014 oli 117,4 miljoonaa, liiketulos 17,9 miljoonaa ja nettotulos 15,9 miljoonaa euroa (Pohjois-Karjalan Sähkö Oy 2015, 37).

Pohjolan Voima Oy:n kotipaikka on Helsingin kaupunki. Yhtiön osakkeet jakautuvat 15 osakesarjaan. G- ja K-sarjojen osakkeilla ei ole oikeutta Fingrid Oyj:n osakkeiden myynnistä saatuihin tuottoihin. Mikäli tiettyyn osakesarjaan kohdistuvia voittoja jaetaan, on oikeus näihin voittoihin ainoastaan kyseisen sarjan osakkailla. Muilta osin kaikki osakesarjat tuottavat yhtäläiset oikeudet yhtiössä. (Pohjolan Voima Oy 2016, 1.) Sähköyhtiöiden yhtiöjärjestyksiä tutkittaessa voidaan huomata, että on tyypillistä liittää osakesarjoja yhtiön energiantuotantoresursseihin, mikäli sarjoja on yhtiössä useampia. Tämä pätee myös Pohjolan Voimaan, sillä jokaisen sarjan osakkailla on oikeus kyseiseen sarjaan liitettyllä resurssilla tuotettuun energiaan. Osakkaat vastaavat sarjansa energiantuotannon kiinteistä kustannuksista omistumääriensä suhteessa ja muuttuvista kustannuksista sähkön käytön perusteella. (Pohjolan Voima Oy 2016, 2-6.) Pohjolan Voimalla on käytössään lunastuslauseke, joka tarjoaa ensisijaisen lunastusoikeuden osakkeenomistajille ja toissijaisen oikeuden yhtiölle itselleen, sekä suostumuslauseke, jonka perusteella osakkeiden siirtymiseen uudelle omistajalle tarvitaan yhtiön hallituksen suostumus

(Pohjolan Voima Oy 2016, 8-11). Konsernin liikevaihto tilikaudella 2014 oli 643,2 miljoonaa, liiketulos 2,8 miljoonaa ja nettotulos -16,3 miljoonaa euroa (Pohjolan Voima Oy 2015).

Pori Energia Oy:n osakkeiden omistusta on rajoitettu siten, että korkeintaan kymmenen prosenttia osakkeista saa siirtyä yksityisen sektorin omistukseen. Vapaata vaihdantaa on lisäksi rajoitettu lunastuslausekkeella. Ensisijainen lunastusoikeus on vanhoilla osakkeenomistajilla ja toissijainen oikeus yhtiöllä itsellään. Osakkaiden lunastusoikeuden määräaika on 30 päivää siitä, kun hallitus on ilmoittanut osakkeen siirtymisestä uudelle omistajalle. Mikäli kukaan osakkeenomistajista ei käytä lunastusoikeuttaan on yhtiöllä mahdollisuus kahden viikon määräajassa osakkaiden oikeuden päättymisestä käyttää toissijaista oikeuttaan. Yhtiön tulee käyttää osakkeiden lunastukseen voitonjakokelpoisia varojaan. Lunastushinta on uuden omistajan osakkeista tarjoama hinta. Mikäli saanto on vastikkeeton, määrää tilintarkastaja osakkeelle käyvän arvon, joka sitoo siirron osapuolia. Lunastushintaa koskevat riidat ratkaistaan yhtiöjärjestyksen perusteella välimiesmenettelyssä. (Pori Energia Oy 2006, 1-3.) Pori Energian liikevaihto vuonna 2014 oli 186,8 miljoonaa, liiketulos 15,1 miljoonaa ja nettotulos 7 miljoonaa euroa (Pori Energia Oy 2015, 24). Haastattelemani talousjohtaja Leila Ketolan mukaan yritys on kokonaan julkisen sektorin omistuksessa. Omistajien keskuudessa ei ole herännyt kiinnostusta listautumista kohtaan, eikä sitä pidetä potentiaalisena vaihtoehtona. Yhtiön osakkeella ei Ketolan mukaan ole käyty kauppaa. (Ketola 2016.)

Rovakaira Oy:n osakkeet jakautuvat A-, B- ja K-sarjaan. Yhtiöjärjestykseen on merkitty suostumuslauseke, joka koskee vain B- ja K-sarjaa. Suostumuslausekkeen ulkopuolelle on rajattu saannot, jotka perustuvat perintöön, testamenttiin, avio-oikeuteen, pakkohuutokauppaan ja konkurssipesän jakoon. B-osakkeita lunastamalla yhtiö voi lisäksi alentaa osakepääomaa vähimmäispääomaan saakka. Lunastuksen tulee tapahtua sopimuksella, jonka yhtiö ja osakas solmivat keskenään. Osakkaille, joiden omistusosuus saavuttaa 50 prosenttia, on yhtiöjärjestyksessä asetettu velvollisuus lunastaa vähemmistöosakkaan vaateesta tämän osuus yhtiössä. K-osakkeen vapaata luovuttamista rajoittaa kaikkia saantoja koskeva lunastuslauseke, joka tarjoaa lunastusoikeuden K-sarjan osakkeenomistajille. (Rovakaira Oy 2015, 2.) Konsernin liikevaihto tilikaudella 2014 oli 19,5 miljoonaa, liiketulos 5,4 miljoonaa ja nettotulos 5,7 miljoonaa euroa (Rovakaira Oy 2015, 18).

Rovakairan talousjohtaja Marianne Mursu antoi vastaukset haastattelukysymyksiin. Hänen mukaansa konsernin sähköntuotanto- ja siirtoyhtiöt ovat valtaosalta kunnallisessa omistuksessa. Siirtoyhtiössä on Mursun mukaan vielä toistaiseksi muutaman prosentin omistus yksityisellä sektorilla, mutta osakkeita lunastetaan jatkuvasti yhtiölle ja mitätöidään sitä mukaa. Omistajilla ei ole herännyt kiinnostusta listautumista kohtaan. Kuntien strategiana on pitää yhtiön omistus itsellään, joten markkinapaikalle hakeutumista ei pidetä varteen otettavana vaihtoehtona. Mursun mukaan osakkeen kaupankäyntihistoria muodostuu emoyhtiön siirtoyhtiöltä hankkimista Rovakaira Oy:n osakkeista. Osakkeita on yksittäistapauksissa myyty kolmansille osapuolille, mutta pääasiallisesti osakkeiden siirrot tapahtuvat perinnönjaon kautta. (Mursu 2016.)

Satapirkkan Sähkö Oy:n osakekanta jakautuu kahteen sarjaan. A-sarjan osakkeet tuottavat yhtiökokouksessa 20 ääntä per osake, kun B-osakkeet tuottavat vastaavasti yhden äänen. Yhtiöjärjestykseen on kirjattu sekä suostumus- että lunastuslauseke, jotka koskevat ainoastaan A-sarjan osakkeita. Yhtiön hallituksen suostumus vaaditaan osakkeiden siirtämiselle riippumatta siitä, onko kyseessä uusi omistaja tai vanha osakas. Lunastuslauseke koskee puolestaan ainoastaan sellaisia tilanteita, joissa A-osake siirtyy uudelle omistajalle. Tällöin lunastusoikeus on vanhoilla A-sarjan osakkeenomistajilla. Mikäli useat osakkaat haluavat käyttää oikeuttaan, jaetaan osakkeet lunastustilanteessa heidän omistusmääriensä suhteessa ja tarvittaessa arvalla. Lunastushinta on siirrossa sovittu hinta. Yläraja hinnalle on kuitenkin osakkeen viimeisin verotusarvo. Mikäli lunastushinnan määräytymisestä tulee osapuolien välille erimielisyyksiä, ratkaisu tapahtuu väliesmenettelyn avulla. (Satapirkkan Sähkö Oy 2015, 3-4.) Liikevaihto tilikaudella 2014 oli noin 82,6 miljoonaa euroa (Fonecta 2016).

Tampereen Sähkölaitos Oy:n osakkeita ei saa ilman yhtiön suostumusta luovuttaa muille kuin kunnille, kuntayhtymille, kunnallisessa omistuksessa oleville osakeyhtiöille ja Kuntien eläkevakuutuksen jäsenyhteisöille (Tampereen Sähkölaitos Oy 2009, 1). Konsernin liikevaihto tilikaudella 2014 oli 289,4 miljoonaa, liiketulos 13,8 miljoonaa ja nettotulos 3,5 miljoonaa euroa (Tampereen Sähkölaitos Oy 2015, 5). Tampereen Sähkölaitos-konserni on kokonaan Tampereen kaupungin omistuksessa (Savola 2016).

Sulautumiseen perustuvia saantoja lukuun ottamatta Turun kaupungilla on lunastusoikeus Oy Turku Energian osakkeisiin, jotka siirtyvät uudelle omistajalle. Yhtiöjärjestykseen on kirjattu lunastushinnaksi saannossa sovittu hinta, tai tämän ollessa vastikkeeton, tilinpäätökseen perustuva hinta. Riitatilanteet ratkaistaan Turun käräjäoikeudessa.

(Oy Turku Energia-Åbo Energi Ab 2013, 2-3.) Turku Energian liikevaihto vuonna 2014 oli 254,4 miljoonaa, liiketulos 23,1 miljoonaa ja nettotulos 24,8 miljoonaa euroa (Oy Turku Energia-Åbo Energi Ab 2015).

Vakka-Suomen Voima Oy:n kotipaikka on Laitilan kunta. Yhtiön osakekannan muodostavat kaksi osakesarjaa. A-osakkeet tuottavat yhtiökokouksessa 20 ääntä ja B-osakkeet yhden äänen. B-osakkeelle maksetaan puolestaan osingonjaossa kaksi prosenttiyksikköä enemmän osinkoa. A-sarjan osakkeiden vaihdantaa rajoittavat suostumus- ja lunastuslauseke. Lunastusoikeus on ainoastaan vanhoilla A-osakkailla. Heillä on kaksi viikkoa aikaa käyttää lunastusoikeuttaan lukien siitä, kun osakkeiden siirto annettiin osakkailla tiedoksi. Yhtiöjärjestykseen on kuitenkin vielä merkattu lunastusoikeuden rajaukseksi, ettei oikeutta ole, mikäli osakkeiden vaihdantaa on tarvittu yhtiön suostumus. Näin ollen osakkeiden luovutuksen voidaan katsoa olevan kiinni yhtiön hallituksen hyväksynnästä. (Vakka-Suomen Voima Oy 2013, 2-3.) Konsernin liikevaihto tilikaudella 2014 oli 53,3 miljoonaa, liiketulos 2,9 miljoonaa ja nettotulos 2,3 miljoonaa euroa (Vakka-Suomen Voima Oy 2015,12).

Valkeakosken Energia Oy:n yhtiöjärjestyksen 11§:n mukaan yhtiön osakkeen luovuttamiselle vaaditaan yhtiön hallituksen yksimielinen suostumus. Poikkeuksena tähän pääsääntöön ovat saannot, jotka perustuvat testamenttiin, perintöön, avio-oikeuteen, pakko- ja kohuutokauppaan tai konkurssipesän jakoon. (Valkeakosken Energia Oy 2005, 2.) Konsernin liikevaihto tilikaudella 2014 oli 27,8 miljoonaa, liiketulos 2,1 miljoonaa ja nettotulos 1,8 miljoonaa euroa (Valkeakosken Energia Oy 2015, 4).

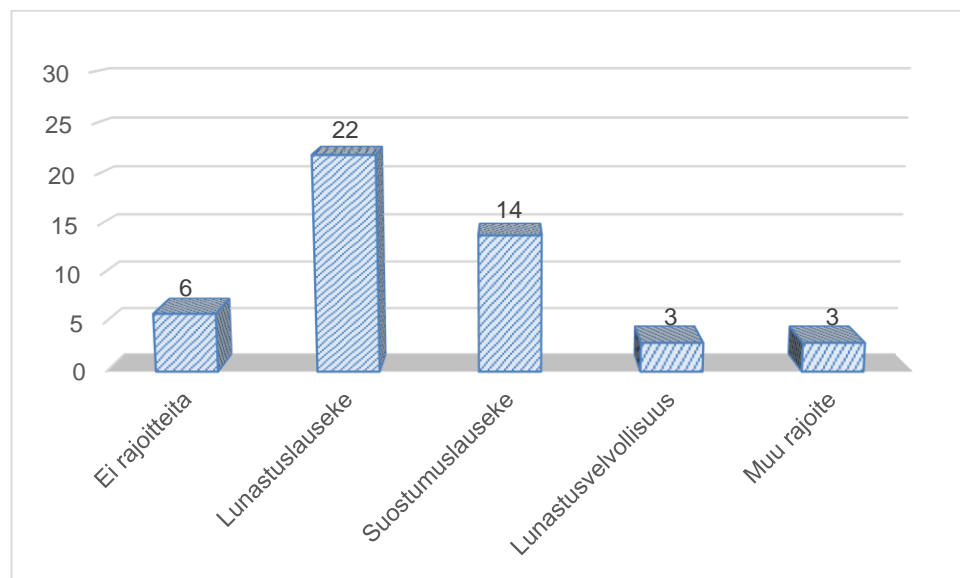
Vantaan Energialla on käytössään lunastuslauseke, joka koskee vastikkeellista osakkeiden luovutusta uudelle omistajalle. Lunastusoikeus on yhtiön osakkeenomistajilla. Osakkeet tulee lunastaa siirrossa sovitulla hinnalla tai käyväällä hinnalla, jos vastikkeen rahaksi muuttamiseen ei ole yksiselitteistä tapaa. Mikäli lunastushinnasta syntyy erimielisyyksiä, ne ratkaistaan välimiesmenettelyssä. (Vantaan Energia Oy 2009, 2.) Vantaan Energian liikevaihto tilikaudella 2014 oli 309,2 miljoonaa ja liiketulos 44,2 miljoonaa euroa (Vantaan Energia Oy 2016).

Vatajankosken Sähkö Oy:n kotipaikka on Kankaanpää. Yhtiön osakkeet jakautuvat kanta- ja etuosakkeisiin. Kantaosake tuottaa yhtiökokouksessa kymmenen ääntä ja etuosake yhden. Etuosakkeelle maksetaan vastaavasti kymmenen kertaa enemmän osin-

koa. Yhtiön osakkeiden hankintaan edellytetään yhtiöjärjestyksen perusteella yhtiön hallituksen suostumus. Etuoikeutetun osakkeen vaihdantaa rajoittaa myös lunastuslauseke, jonka perusteella vanhoilla osakkeenomistajilla on oikeus lunastaa saannon osakkeet. Lunastuslauseke koskee tilanteita, joissa osake siirtyy sellaiselle uudelle omistajalle, jolla ei ole yhtiön energianjakeluverkkoon liittymäsopimusta. Lunastusvaade on tehtävä kahden kuukauden kuluessa siitä, kun osakkeiden siirrosta ilmoitettiin hallitukselle. Mikäli lunastusoikeuttaan aikoo käyttää useampi osakas, hallitus päättää, kuka osakkeet saa lunastaa. Osakkeet lunastetaan niiden nimellisarvolla. (Vatajankosken Sähkö Oy 2007, 1.) Konsernin liikevaihto tilikaudella 2014 oli 28,7 miljoonaa, liiketulos 2,7 miljoonaa ja nettotulos 2,4 miljoonaa euroa (Vatajankosken Sähkö Oy 2015, 18).

## 5.2 Yhteenveto vaihdannanrajoituslausekkeista

Sähkøyhtiöiden yhtiöjärjestyksiä tutkittaessa voidaan huomata vaihdannan rajoittamisen olevan pääsääntöistä. Tutkimusjoukkoon kuuluneista yhtiöistä vain kuudella ei ollut osakkeiden vapaata luovutettavuutta rajoittavia lausekkeita. Nämä yhtiöt ovat Helen Oy, Loiste Sähkönmyynti Oy, Nurmijärven Sähkö Oy, Oulun energia, Pohjois-Karjalan Sähkö Oy ja Sallilan Energia. Alla oleva taulukko havainnollistaa, millaisin keinoin vaihdantaa tutkittavissa yhtiöissä rajoitetaan.



Kuvio 2. Tutkittavien sähkøyhtiöiden vaihdannanrajoitukset

## 6 Johtopäätökset ja yhteenveto

Tutkimushankkeen tarkoituksena oli Privanet Securities Oy:ltä saadun toimeksiannon perusteella selvittää suomalaisten sähköyhtiöiden valmiutta hakeutua markkinapaikalle. Tutkimuksen tavoitteena oli kvantitatiivisia ja kvalitatiivisia menetelmiä yhdistämällä selvittää tutkittavien yritysten tunnuslukuja, omistusrakennetta, osakelajien eroja, kaupankäynnin rajoituksia, yritysten listautumishalukkuutta ja kaupankäyntihistoriaa. Tutkimusaineistoa kerättiin tilinpäätöksistä, yhtiöjärjestyksistä ja sähköpostitse lähetetyistä haastatteluista. Lopputuloksena syntyi yhtiökohtaisesti listautumisvalmiuteen vaikuttavista tekijöistä koottu raportti, joka on esitelty luvussa viisi. Raportin tarkoituksena on antaa toimeksiantajalle mahdollisimman kattavasti pohjatietoa kohdealan yrityksistä, jotta toimeksiantaja voi kohdentaa resurssejaan mahdollisimman tehokkaasti suoraan potentiaalisimpien yhteistyöyritysten kontaktointiin. Opinnäytetyö on muodoltaan toiminnallinen, kehittävä tutkimus, jonka avulla Privanetin listaa voitaisiin mahdollisesti tulevaisuudessa kasvattaa ja monipuolistaa.

Tilinpäätösten perusteella voidaan huomata, että yhtiön omistusrakenne ja kannattavuus ovat sidoksissa toisiinsa. Kuntien kokonaan omistamissa yhtiöissä liike-tulos on tilikaudella 2014 ollut pääsääntöisesti heikko. Esimerkiksi Haminan Energian liikevaihto oli tilikaudella yli 30 miljoonaa, mutta liike-tulos oli 2,4 miljoonaa tappiollinen. Jyväskylän Energialla puolestaan 183,4 miljoonan liikevaihtoon suhteutettuna liike-tulosprosentti oli vain 4,8 %. Vertailtavaksi yritykseksi voidaan ottaa esimerkiksi Leppäkosken Sähkö Oy, jonka omistuspohja oli Euroclearin tietojen mukaan jakautunut julkisen sektorin, yksityishenkilöiden ja yritysten välille. Yhtiön liikevaihto tilikaudella 2014 oli 67,7 miljoonaa ja liikevoitto 4,8 miljoonaa euroa. Liike-tulosprosentti oli siis noin 7,1 %, joka on huomattavasti edellä mainittuja kunnallisia yhtiöitä parempi.

Lappeenrannan teknillisen yliopiston toteuttamassa tutkimushankkeessa todettiin, että kunnallisissa yhtiöissä maksimaalisen tuoton tavoittelu ei välttämättä ole ensisijainen prioriteetti, vaikka toiminnassa pyritään kannattavuuteen. Lisäksi raportissa todetaan, että julkisessa omistuksessa olevissa yhtiöissä poliittiset päätökset vaikuttavat niiden omistajaohjaukseen. (Honkapuro ym. 2011, 7.) Teoreettista pohjaa tämän opinnäytetyön tuloksiin verrattaessa, voidaan todeta, että kunnallinen omistus on yhtiön kannattavuuden näkökulmasta heikentävä tekijä. Tähän saattavat vaikuttaa esimerkiksi yhtiöiden



strategiset tavoitteet, joista etusijalla voivat olla esimerkiksi luotettava sähkönjakelu kunnan asukkaille ja kuntalaisten tyytyväisyys palveluun. Sen sijaan voiton maksimoiminen jätetään toissijaiseksi tavoitteeksi.

Yhtiöjärjestyksistä tutkimuksessa selvitettiin, onko yhtiöiden osakekanta jaettu useisiin osakelajeihin, ja miten näiden oikeudet eroavat toisistaan. Lisäksi yhtiöjärjestyksistä koottiin yhteenveto käytössä olevista vaihdannanrajoituslausekkeista, jotka estävät vapaan kaupankäynnin yhtiön osakkeilla markkinapaikalla. Vaihdannanrajoituksista tarkastelun kohteena olivat sekä suostumuslausekkeet että lunastuslausekkeet, joista edelleen selvitettiin lunastukseen oikeutettujen keskinäinen etusijajärjestys.

Yhtiöt, joiden osakkeet jakautuvat useampaan kuin yhteen lajiin, voidaan tehdyn tutkimuksen perusteella jakaa kahteen ryhmään. Ensimmäiseen kuuluvat sellaiset yhtiöt, joiden osakelajeilla on perinteinen erottelu kantaosakkeisiin ja etuosakkeisiin. Näiden lajien oikeudet eroavat toisistaan äänimäärän ja voitonjaon osalta. Oivallinen esimerkki tällaisesta yhtiöstä on Vatajankosken Sähkö Oy, jonka osakkeet jakautuvat kanta- ja etuosakkeisiin. Kantaosakkeiden äänimäärä on kymmenen ääntä per osake. Etuosakkeet puolestaan tuottavat yhtiökokouksessa vain yhden äänen, mutta niille maksetaan voitonjaossa kymmenkertainen osinko kantaosakkeisiin nähden. Molempien osakelajien vapaata vaihdantaa rajoittaa suostumuslauseke. Etuosakkeita koskee tämän lisäksi vielä lunastuslauseke. Vertailun vuoksi voidaan tarkastella vielä Leppäkosken Sähköä, jonka K-sarjan osakkeet tuottavat 20-kertaisen äänimäärän. A-osakkeille puolestaan maksetaan kaksi prosenttiyksikköä enemmän osinkoa. Yhtiöjärjestykseen kirjattu lunastuslauseke koskee vain K-sarjan osaketta. Voidaan siis huomata, että yhtiön strategiasta riippuen halutaan rajoittaa tiukemmin joko äänivallaltaan etuoikeutetuilla tai voitonjaossa paremmassa asemassa olevilla osakkeilla käytävää kauppaa.

Toinen ryhmä osakelajien perusteella jaoteltuna on energia-alan yhtiöille tunnuksenomainen sikäli, että eri osakesarjoihin on liitetty toisistaan eroavia energiansaantioikeuksia. Osakkeilla on mahdollisuus käyttää yhtiön voimaloissa tuotettua energiaa osakkeiden tuottamien oikeuksien perusteella. Tyypillistä on, että kunkin osakelajin osakkaat vastaavat omaan osakkeeseensa liitetyn energiaresurssin kiinteistä kustannuksista omistuosuuksiensa suhteessa. Lisäksi kukin osakas vastaa käyttämänsä energian muuttuvista kustannuksista. Esimerkki tällaisesta yhtiöstä on Pohjolan Voima Oy, jonka osakkeet on jaettu 15 osakesarjaan. Näihin on liitetty oikeuksia energiansaantiin. Osak-

keiden kaupankäynnin näkökulmasta tarkasteltuna tällaiset arvopaperit ovat sikäli haasteellisia, että markkinapaikalta tulee löytyä sellaisia sijoittajia, jotka ovat valmiita maksamaan juuri kyseessä olevan paikallisen yhtiön osakkeen energiansaantioikeuksista. Toisaalta oikeus energioresurssin hyödyntämiseen voi houkutella sellaisia sijoittajia, joilla on kiinnostusta toimialan arvopapereihin, ja jotka haluavat hyödyntää tekemäänsä sijoitusta myös omassa sähkönkulutuksessaan.

Keskeinen osa tutkimusta oli vaihdannanrajoituslausekkeiden kartoittaminen. Vaihdannanrajoituslausekkeilla pyritään nimensä mukaisesti rajoittamaan yhtiön osakkeiden vapaata vaihdantaa joko edellyttämällä yhtiön suostumus saantoon tai tarjoamalla kolmannelle osapuolelle oikeus osakkeiden lunastukseen. Erityisesti kuntien omistamissa sähköyhtiöissä vaihdannan rajoittaminen on tyypillistä, koska kunnan strategiana on vastata itse energianjakelusta ja näin ollen pitää yhtiön omistajuus itsellään. Osakeyhtiölain mukaisia suostumus- ja lunastuslausekkeitä löytyi 25 yhtiön yhtiöjärjestyksestä. Alla oleva taulukko havainnollistaa yhtiökohtaisesti, miten osakkeiden vapaata luovutusta on rajoitettu. Muulla rajoitteella tarkoitetaan kieltä luovuttaa yli kymmenen prosentin omistusta julkisen sektorin ulkopuolelle. Tämän rajoitteen ohella yhtiöjärjestyksistä löytyy lunastuslauseke, joka mahdollistaa osakkeiden lunastamisen vanhoille osakkeenomistajille tai yhtiölle itselleen, mikäli liian suuri osuus olisi siirtymässä yksityiselle omistajalle. Kolmella yhtiöllä oli lisäksi käytössään lunastusvelvollisuus, joka velvoittaa osakkaan lunastamaan toisen osakkeenomistajan osuuden itselleen, mikäli tietty raja omistuksessa ylittyy. Markkinapaikalle hakeutumisen näkökulmasta vaihdannanrajoituslausekkeet muodostavat luonnollisesti ongelman, koska sijoittajat eivät voi jälkimarkkinoilla vapaasti käydä kauppaa yhtiön osakkeilla, vaan jokaiseen saantoon vaadittaisiin joko yhtiön suostumus. Lisäksi on olemassa riski, että jokin kolmas osapuoli lunastaisi siirtyneet osakkeet lunastuslausekkeen perusteella. Kuten teoriaosassa todettiin, onkin osakkeiden vapaa luovutettavuus edellytyksenä säännellylle markkinalle hakeutumiseen. Sama vaatimus koskee myös esimerkiksi First North-markkinapaikkaa (Pörssisäätiö 2014, 13).

Taulukko 3. Vaihdannanrajoituslausekkeet

	Lunastuslauseke	Suostumuslauseke	Lunastusvelvollisuus	Muu rajoite
Energiapolar Oy	x			
Etelä-Savon Energia Oy	x	x		
Etelä-Suomen Voima Oy	x	x		
Haminan Energia Oy	x			
Helsingin Energia				
Imatran Seudun Sähkö Oy	x	x	x	
Jyväskylän Energia Oy	x			
Järvi-Suomen Energia Oy	x	x		
Keravan Energia Oy	x			x
Kotimaan Energia Oy	x			
KSS Energia Oy		x		
Kymenlaakson Sähkö Oy			x	
Kymppivoima Oy	x			
Leppäkosken Sähkö Oy	x	x		
Loiste Sähkömyynti Oy				
Mäntsälän Sähkö Oy	x			
Napapiirin Energia ja Vesi Oy	x	x		
Nurmijärven Sähkö Oy				
Oulun Energia				
Oy Katternö Ab	x			
Pohjois-Karjalan Sähkö Oy				
Pohjolan Voima Oy	x	x		
Pori Energia Oy	x			x
Rovakaira Oy	x	x	x	
Sallila Energia Oy				
Satapirkkan Sähkö Oy	x	x		
Tampereen Sähkölaitos Oy		x		
Turku Energia Oy	x			x
Vakka-Suomen Voima Oy	x	x		
Valkeakosken Energia Oy		x		
Vantaan Energia	x			
Vatajankosken Sähkö Oy	x	x		

Sähköpostitse lähetettyihin haastatteluihin vastasivat kymmenen yhtiön edustajat. Vastauksissa kommentoitiin omistusrakennetta ja omistajien kiinnostusta listautumista kohtaan. Kaupankäyntihistoriasta puolestaan yksikään haastateltava ei kertonut muuta kuin, että yhtiön osakkeella ei ole käyty kauppaa. Haastatteluiden perusteella yhtiön omistusrakenteella ja listautumishalukkuudella voidaan todeta olevan yhteys. Kunnallisessa omistuksessa olevat yhtiöt ovat vähemmän halukkaita saattamaan osaketta kaupankäynnin kohteeksi. Tämä perustellaan kuntien strategialla pitää yhtiön omistus itsellään, ja säilyttää näin kunnallisen sektorin vastuu paikallisesta energiantuotannosta. Kielteistä suhtautumista markkinapaikalle hakeutumiseen perusteltiin myös sen mukanaan tuomilla kustannuksilla ja osakkeisiin kohdistuvalla matalalla kysynnällä.

Tutkimuksessa kattavimmin saatiin selvitettyä yritysten tunnusluvut, osakelajien erot ja vaihdannanrajoituslausekkeet. Tämä johtuu pääasiassa siitä, että kyseiset tiedot löytyi-

vät julkisista asiakirjoista. Sen sijaan heikommin kartoitettua saatiin omistusrakenteesseen, listautumishalukkuuteen ja osakkeiden kaupankäyntihistoriaan liittyvät tutkimuskysymykset, koska nämä tiedot saatiin haastatteluvastauksista, joita kaikkien yritysten edustajilta ei saatu. Tarkemmat omistajatiedot Euroclearin järjestelmästä löytyivät ainoastaan Leppäkosken Sähkön osalta. Tämän lisäksi haastatteluihin vastanneet yritysten edustajat antoivat suuntaa antavaa tietoa siitä, miten omistus jakautuu julkisen ja yksityisen sektorin välillä yhtiössä. Lopputuotteeksi koottu raportti antaa kuitenkin sikäli hyvät valmiudet toimeksiantajalle arvioida potentiaalisimpia listalle otettavia, että sen perusteella voi karsia pois yhtiöt, joiden toiminta on kannattamatonta; vaihdantaa rajoitetaan liian raskaasti tai omistusrakenne ei ole markkinapaikalle hakeutumiseen soveltuva.

Tulevaa toiminnan kehittämistä ajatellen, toimeksiantaja voi hyödyntää opinnäytetyön lopputuotteena muodostunutta raporttia kohdentaakseen resurssinsa mahdollisimman tehokkaasti parhaiten kauppapaikalle soveltuvien yritysten kontaktointiin. Yrityksiin, jotka vaikuttavat muun muassa tunnuslukujen ja vaihdannanrajoitteiden näkökulmasta listalle soveltuvilta, voidaan olla suoraan yhteydessä. Yritysten edustajien kanssa voidaan käydä esimerkiksi keskustelua siitä, miten vaihtoehtoiselle kauppapaikalle hakeutuminen eroaa pörssiin listautumisesta juridisten vaatimusten ja kustannusten osalta. Yhteydenotto saattaa herättää keskustelua yrityksen sisällä, ja vaihtoehtoiselle kauppapaikalle hakeutuminen voi nousta vaihtoehdoksi lisärahoitusta haettaessa. Toimeksiantajalla on myös mahdollisuus ottaa yhteyttä suoraan potentiaalisten yritysten osakkaisiin ja selvittää suoraan heiltä itseltään, olisiko markkinapaikalle listautuminen varteenotettava vaihtoehto. Osakeyhtiölain mukaan yhtiön osakasluettelo tulee pitää julkisesti nähtävänä yhtiön pääkonttorissa (Osakeyhtiölaki 2006, 3 luku 17§). Näin ollen toimeksiantaja voi lisätutkimusta tekemällä täydentää raportista saatuja tietoja potentiaalisten asiakasyritysten osalta selvittämällä yhtiöiden omistajat.

Tämä toiminnallinen opinnäytetyö tarjoaa pohjatiedot toimeksiantajan kauppapaikan monipuolistamiseen energia-alan yhtiöiden osalta. Raportti ei tarjoa suoria vastauksia, mitkä yritykset soveltuisivat parhaiten juuri Privanetin listalle, vaan antaa sähköyhtiöiden listautumisvalmiudesta tarvittavia lähtötietoja toimeksiantajalle, jotta tämä voi harkintansa mukaan päättää, mitä raportissa käsitellyistä yrityksistä tutkitaan edelleen. Näin ollen raportti tarjoaa pohjatiedot jatkoselvitystyöhön ja sitä kautta mahdollistaa välillisesti toimeksiantajan palveluiden monipuolistamisen ja kehittämisen.

## Lähteet

- Arvopaperimarkkinalaki. 2012. <http://finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2012/20120746?search%5Btype%5D=pika&search%5Bpika%5D=arvopaperimarkkinalaki>. Luettu 23.2.2016.
- Balance Consulting. 2016. Nettotulos ja nettotulos-%. <http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut/nettotulos>. Luettu 18.1.2016.
- Berk, Jonathan & DeMarzo Peter. Corporate Finance. 2011. Pearson. Essex, England. Second Edition.
- Brau, James C. & Fawcett, Stanley E. 2006. Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. The Journal of Finance. <http://web.b.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=6902bec6-e0fc-45bd-9595-d8f3cbe336cb%40sessionmgr120&vid=3&hid=102>. Luettu 25.2.2016.
- Energiapolar Oy. 2013. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.
- Etelä-Savon Energia Oy. 2010. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.
- Etelä-Savon Energia Oy. 2015. Vuosikertomus 2014. [https://www.es.e.fi/files/3714/3201/9502/vuosikertomus\\_2014\\_verkko.pdf](https://www.es.e.fi/files/3714/3201/9502/vuosikertomus_2014_verkko.pdf). Luettu 28.1.2016.
- Etelä-Suomen Voima Oy. 2016. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.
- Euroclear Finland Oy. 2016a. Omistajaluettelo, Leppäkosken Sähkö Oy. Luettu 10.2.2016.
- Euroclear Finland Oy. 2016b. Palvelut liikkeeseenlaskijoille. <https://www.euroclear.com/fi/palvelut/palvelut-liikkeeseenlaskijoille/Liikkeeseenlaskut.html>. Luettu 24.2.2016.
- Euronext. 2016. AlterNext. <https://www.euronext.com/en/listings/alternext>. Luettu 11.4.2016.
- Euroopan Komissio. 2015. Legislation in Force: MiFID 1. [http://ec.europa.eu/finance/securities/isd/mifid/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/securities/isd/mifid/index_en.htm). Luettu 24.2.2016.
- Euroopan Parlamentin ja Neuvoston Direktiivi 2004/39/EY (MiFID). 2004. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:02004L0039-20110104&from=EN>. Luettu 5.4.2016.
- Finanssivalvonta. 2013a. Jatkuva tiedonantovelvollisuus. <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Tiedonantovelvollisuus/Jatkuva/Pages/Default.aspx>. Luettu 6.4.2016.
- Finanssivalvonta. 2013b. Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus. Määräykset ja ohjeet 7/2013. [http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Uusi/Documents/07\\_2013.M1.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Uusi/Documents/07_2013.M1.pdf). Luettu 6.4.2016.

Finanssivalvonta. 2015a. Osakkeet. <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssi-asiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Osakkeet/Pages/Default.aspx>. Luettu 5.4.2016.

Finanssivalvonta. 2015b. Säännöllinen tiedonantovelvollisuus. <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Tiedonantovelvollisuus/Saannollinen/Pages/Default.aspx>. Luettu 6.4.2016.

Fonecta Yritystieto. 2016a. Energiapolar Oy. <http://www.finder.fi/Energian+myynti%C3%A4+ja+jakelua/Energiapolar+Oy/ROVANIEMI/taloustiedot/140572>. Luettu 28.1.2016.

Fonecta Yritystieto. 2016b. Etelä-Suomen Voima Oy. <http://www.finder.fi/Energiapalveluja%2C+energian+tuotantoa/Etel%C3%A4-Suomen+Voima+Oy/PORVOO/taloustiedot/914199>. Luettu 28.1.2016.

Fonecta Yritystieto. 2016c. Kotimaan Energia Oy. <http://www.finder.fi/Energian+myynti%C3%A4+ja+jakelua/Kotimaan+Energia+Oy/HELSINKI/yhteystiedot/746230>. Luettu 28.1.2016.

Fonecta Yritystieto. 2016d. Satapirkan Sähkö Oy. <http://www.finder.fi/Energian+myynti%C3%A4+ja+jakelua/Satapirkan+S%C3%A4hk%C3%B6+Oy/PANELIA/taloustiedot/208159>. Luettu 28.1.2016.

Haminan Energia Oy. 2010. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

Haminan Energia Oy. 2015. Vuosikertomus 2014. [https://haminanenergia.jalusta.com/files/download/HE\\_vuosikertomus\\_2014\\_.pdf](https://haminanenergia.jalusta.com/files/download/HE_vuosikertomus_2014_.pdf). Luettu 28.1.2016.

Hedman, Kenneth. 2016. Toimitusjohtaja. Kotimaan Energia Oy. Haastattelu sähköpostitse. Luettu 12.2.2016.

Heim, Robert G. 2002. Going Public in Good Times and Bad. ALM Publishing. <http://site.ebrary.com/lib/metropolia/reader.action?docID=5006081&ppg=1>. Luettu 25.2.2016.

Hitt, Michael A. & Harrison, Jeffrey S. & Ireland, R. Duane. 2001. Mergers and Acquisitions : A Guide to Creating Value for Stakeholders. Oxford University Press. <http://site.ebrary.com/lib/metropolia/detail.action?docID=10086975&p00=acquisitions+public>. Luettu 25.2.2016.

Honkapuro, Samuli & Partanen, Jarmo & Tahvanainen, Kaisa & Viljainen, Satu. 2011. Energia ja omistajuus. Lappeenrannan teknillinen yliopisto. <https://doria32-kk.lib.helsinki.fi/bitstream/handle/10024/69776/isbn%209789522651020.pdf?sequence=3>. Luettu 11.4.2016.

Imatran Seudun Sähkö Oy. 2012. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

Imatran Seudun Sähkö Oy. 2015. Vuosikertomus 2014. [http://www.issoy.fi/sites/default/files/liitteet/issoy\\_2014\\_vuosikertomus.pdf](http://www.issoy.fi/sites/default/files/liitteet/issoy_2014_vuosikertomus.pdf). Luettu 28.1.2016.

Jalonen, Pasi. 2016. Talousjohtaja. Jyväskylän Energia Oy. Haastattelu sähköpostitse. Luettu 5.2.2016.

Jyväskylän Energia Oy. 2009. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

Jyväskylän Energia Oy. 2015. Tilinpäätös 2014. [http://www.jyvaskylanenergia.fi/filebank/1491-JE\\_Tilinpaaotos\\_2014.pdf](http://www.jyvaskylanenergia.fi/filebank/1491-JE_Tilinpaaotos_2014.pdf). Luettu 28.1.2016.

Järvi-Suomen Energia Oy. 1994. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

Järvi-Suomen Energia Oy. 2015. Vuosikertomus 2014. [https://www.jseoy.fi/Documents/Vuosikertomukset%20ja%20osavuosikatsaukset/Vuosikertomus\\_2014.pdf](https://www.jseoy.fi/Documents/Vuosikertomukset%20ja%20osavuosikatsaukset/Vuosikertomus_2014.pdf). Luettu 28.1.2016.

Kananen, Jorma. 2012. Kehittämistutkimus opinnäytetyönä. Jyväskylän ammattikorkeakoulu.

Kananen, Jorma. 2014. Toimintatutkimus kehittämistutkimuksen muotona. Jyväskylän ammattikorkeakoulu.

Keravan Energia Oy. 2007. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

Keravan Energia Oy. 2015. Tilinpäätös 2014. <https://www.keravanenergia.fi/application/files/9514/5406/1213/TilinpstiedotKER2014.pdf>. Luettu 28.1.2016.

Ketola, Leila. 2016. Talousjohtaja. Pori Energia Oy. Haastattelu sähköpostitse. Luettu 3.2.2016.

Kirjanpitolaki. 1997. <http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1997/19971336?search%5Btype%5D=pika&search%5Bpika%5D=kirjanpitolaki#L7a>. Luettu 6.4.2016.

Knüpfer, Samuli & Puttonen, Vesa. 2014. Moderni Rahoitus. 7., uudistettu painos. Talentum Media Oy ja kirjoittajat. <http://verkkokirjahylly.talentum.fi/teos/BAXBXAT-BBFEC#kohta:2>. Luettu 31.3.2016.

Kotimaan Energia Oy. 2015. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

KSS Energia Oy. 2013. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

KSS Energia Oy. 2015. Vuosikertomus 2014. [http://www.digisivut.fi/vuosikertomus\\_2014/](http://www.digisivut.fi/vuosikertomus_2014/). Luettu 28.1.2016.

Kymenlaakson Sähkö Oy. 2010. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

Kymenlaakson Sähkö Oy. 2015. Vuosikertomus 2014. Digitaalinen julkaisu. <http://julkaisut.kymenlaaksonsahko.fi/fi/vuosi-2014/>. Luettu 28.1.2016.

Kymppivoima Oy. 2015. Tasekirja 2014. [http://www.kymppivoima.fi/tiedostot/23-4-2015-11-59-50-KVO-T\\_Tasekirja\\_2014.pdf](http://www.kymppivoima.fi/tiedostot/23-4-2015-11-59-50-KVO-T_Tasekirja_2014.pdf). Luettu 28.1.2016.

Kymppivoima Oy. 2016. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä. 2012. <http://finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2012/20120748?search%5Btype%5D=pika&search%5Bpika%5D=laki%20kaupank%3%A4ynnist%3%A4%20rahoitusv%3%A4lineill%3%A4#L2P23>. Luettu 25.2.2016.

Lauha, Janne. 2012. Monenkeskisen markkinapaikan sääntely. Castrén & Snellman Oy. [http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2012/06/CastrenSnellman\\_-Janne-Lauha.pdf](http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2012/06/CastrenSnellman_-Janne-Lauha.pdf). Luettu 23.2.2016.

Leppiniemi, Jarmo & Lounasmeri, Sari. 2015. Yritysrahoitus. Talentum Media Oy. Helsinki. [http://fokus.talentum.fi/teos/EADBGXGTBF#kohta:YRITYSRAHOITUS\(\(20\)\)](http://fokus.talentum.fi/teos/EADBGXGTBF#kohta:YRITYSRAHOITUS((20))). Luettu 25.2.2016.

Leppäkosken Sähkö Oy. 2015. Vuosikertomus 2014. <http://vuosikertomus2014.leppakoski.fi/>. Luettu 28.1.2016.

Leppäkosken Sähkö Oy. 2015. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

London Stock Exchange Group. 2016. What is Turquoise. <http://www.lseg.com/areas-expertise/our-markets/turquoise/who-we-are>. Luettu 11.4.2016.

Mursu, Marianne. 2016. Talousjohtaja. Rovakaira Oy. Haastattelu sähköpostitse. Luettu 10.2.2016.

Muukka, Esa. 2016. Toimitusjohtaja. Mäntsälän Sähkö Oy. Haastattelu sähköpostitse. Luettu 3.2.2016.

Mäntsälän kunta. 2015. Tilinpäätös 2014. [http://www.mantsala.fi/tiedostot/Katrin%20kansio/Tp2014\\_Kv062015.pdf](http://www.mantsala.fi/tiedostot/Katrin%20kansio/Tp2014_Kv062015.pdf). Luettu 28.1.2016.

Mäntsälän Sähkö Oy. 2014. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

Napapiirin Energia ja Vesi Oy. 2015. Vuosikertomus 2014. <http://www.neve.fi/loader.aspx?id=749140f7-b12b-4789-8534-c79734447f57>. Luettu 28.1.2016.

Napapiirin Energia ja Vesi Oy. 2015. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

Nasdaq Inc. 2016. Tietoa First Northista. [http://www.nasdaqomxnordic.com/about\\_us/firstnorth?languageId=4&Instrument=SSE101](http://www.nasdaqomxnordic.com/about_us/firstnorth?languageId=4&Instrument=SSE101). Luettu 11.4.2016.

Nasdaq Inc. 2016. Tietoa pörssistä. <http://www.nasdaqomxnordic.com/tietoaporssista>. Luettu 24.2.2016

Niskanen, Jyrki & Niskanen, Mervi. 2013. Yritysrahoitus. 7., uudistettu painos. Edita Publishing Oy. Helsinki.



Osakeyhtiölaki. 2006. <http://finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624?search%5Btype%5D=pika&search%5Bpika%5D=osake-yhti%C3%B6laki#L3>. Luettu 23.2.2016.

Oy Katternö Ab. 2011. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.  
Oy Katternö Ab. 2015. Vuosikertomus 2014. <https://www.katterno.fi/assets/Publikationer/Arsberattelser/Katterno-2014.pdf>. Luettu 28.1.2016.

Oy Turku Energia-Åbo Energi Ab. 2013. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

Oy Turku Energia-Åbo Energi Ab. 2015. Vuosikertomus 2014. Digitaalinen julkaisu. <http://vsk2014.turkuenergia.fi/>. Luettu 28.1.2016.

Pohjois-Karjalan Sähkö Oy. 2015. Vuosikertomus 2014. <http://www.pks.fi/documents/10427/13911/Vuosikertomus+2014+%28pdf%29.pdf/babe6928-8eb6-487d-a980-4f63cdd230e0>. Luettu 28.1.2016.

Pohjois-Karjalan Sähkö Oy. 2015. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

Pohjolan Voima Oy. 2016. Tilinpäätös. <http://www.pohjolanvoima.fi/vuosi2015/tilinpaa-tos>. Luettu 28.1.2016.

Pohjolan Voima Oy. 2016. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

Pori Energia Oy. 2006. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

Pori Energia Oy. 2015. Toimintakertomus 2014. [https://issuu.com/jabadabadoo/docs/porienergia\\_toimintakertomus\\_2014n](https://issuu.com/jabadabadoo/docs/porienergia_toimintakertomus_2014n). Luettu 28.1.2016.

PricewaterhouseCoopers. 2003. Yhtiön listautuminen Suomessa.

Privanet Group Oyj. 2016. Yrityksemme. <http://www.privanet.fi/yrityksemme/>. Luettu 23.2.2016.

Pörssisäätiö. 2014. Listautujan käsikirja Monenkeskinen markkinapaikka Suomessa. [http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2014/12/listautujankasikirja\\_2014\\_final-low.pdf](http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2014/12/listautujankasikirja_2014_final-low.pdf). Luettu 23.2.2016.

Pörssisäätiö. 2015. Listautumiset Pohjoismaissa viime vuosina. <http://www.porssisaatio.fi/blog/statistics/listautumiset-pohjoismaissa-viimevuosina/>. Luettu 6.4.2016.

Rovakaira Oy. 2015. Vuosikertomus 2014. <http://www.rovakaira.fi/loader.aspx?id=eda581db-9d45-43cc-b09f-68081ab608f8>. Luettu 28.1.2016.

Rovakaira Oy. 2015. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

Ryymin, Markku. 2016. Liiketoimintajohtaja. Loiste-konserni. Haastattelu sähköpostitse. Luettu 4.2.2016.

Saarelainen, Tiiti. 2016. Johdon assistentti. Haminan Energia Oy. Haastattelu sähköpostitse. Luettu 16.2.2016

Satapirkkan Sähkö Oy. 2015. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

Savola, Riitta. 2016. Viestintäpäällikkö. Tampereen Sähkölaitos Oy. Haastattelu sähköpostitse. Luettu 8.2.2016.

Siiskonen, Sari. 2016. Talousjohtaja. Etelä-Savon Energia Oy. Haastattelu sähköpostitse. Luettu 4.2.2016.

Tampereen Sähkölaitos Oy. 2009. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

Tampereen Sähkölaitos Oy. 2015. Tilinpäätös 2014. <https://www.tampereensahkolaitos.fi/yritysjaymparisto/toimintamme/tunnusluvut/Documents/Tilinp%C3%A4%C3%A4t%C3%B6s%202014%20tiivistelma.pdf>. Luettu 28.1.2016.

Vakka-Suomen Voima Oy. 2013. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

Vakka-Suomen Voima Oy. 2015. Vuosikertomus 2014. [VSV\\_vuosikertomus\\_2014\\_tulostus.pdf](#). Luettu 28.1.2016.

Valkeakosken Energia Oy. 2005. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

Valkeakosken Energia Oy. 2015. Tilinpäätös 2014. <http://www.valkeakoskenenergia.fi/Portals/33/documents/TASE%2031.12.2014%20s.pdf>. Luettu 28.1.2016.

Vantaan Energia Oy. 2009. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

Vantaan Energia. 2016. Me. <https://www.vantaanenergia.fi/me/vantaan-energia/>. Luettu 28.1.2016.

Vatajankosken Sähkö Oy. 2007. Yhtiöjärjestys. Patentti- ja rekisterihallitus. Kysytty 29.1.2016.

Vatajankosken Sähkö Oy. 2015. Vuosikertomus 2014. [http://www.vatajankoski.fi/upload/tekstitedostot/vatajankosken-sahko/yritysesittely/tk\\_2014\\_web.pdf](http://www.vatajankoski.fi/upload/tekstitedostot/vatajankosken-sahko/yritysesittely/tk_2014_web.pdf). Luettu 28.1.2016.

Verohallinto. 2014. Osinkotulojen verotus. [https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat\\_veroohjeet/Elinkeinoverotus/Osakkeet\\_osingot\\_ja\\_peitelty\\_osingonjako/Osinkotulojen\\_verotus\(34928\)](https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Elinkeinoverotus/Osakkeet_osingot_ja_peitelty_osingonjako/Osinkotulojen_verotus(34928)). Luettu 4.4.2016.

Villa, Seppo. 2013. Henkilöyhtiöt ja osakeyhtiö. 4., uudistettu painos. Talentum Media Oy ja Seppo Villa. [http://verkkokirjahylly.talentum.fi/teos/EAFBCXXTBEAC#kohta:HENKIL\(\(d6\)YHTI\(\(d6\)T\(\(20\)JA\(\(20\)OSAKEYHTI\(\(d6\)\(\(20\)\)](http://verkkokirjahylly.talentum.fi/teos/EAFBCXXTBEAC#kohta:HENKIL((d6)YHTI((d6)T((20)JA((20)OSAKEYHTI((d6)((20))). Luettu 31.3.2016.

Virikko, Timo. 2016. Toimitusjohtaja. Energiapolar Oy. Haastattelu sähköpostitse. Luettu 4.2.2016.



