

Opinnäytetyö (AMK)
Myyntityön koulutusohjelma
Rahoitus- ja vakuutuspalvelut
2014

Eveliina Leino

JOUKKOVELKAKIRJAT PK- YRITYKSEN RAHOITUSMUOTONA



TURUN AMMATTIKORKEAKOULU
TURKU UNIVERSITY OF APPLIED SCIENCES

Eveliina Leino

JOUKKOVELKAKIRJAT PK-YRITYKSEN RAHOITUSMUOTONA

Tämän tutkimuksen tavoitteena on tarkastella joukkovelkakirjoja pk-yrityksen rahoitusmuotona. Tutkimuksessa keskitytään tarkastelemaan joukkovelkakirjoja, jotka listataan First North Bond Market Finland -markkinapaikalla.

Tutkimus tehdään toimeksiantona Juras Oy:n asiakasyrityksille. Tutkimuksen teoreettinen viitekehys pohjautuu joukkovelkakirjan käsitteen määrittelyyn, sen eri ominaisuuksiin ja tyypeihin sekä riskeihin. Lisäksi käsitellään lyhyesti euroalueen pankkisääntely. Tutkimuksen empiriaa taas lähestytään lyhyellä ja tiiviillä analyysillä pk-yritysrahoituksen tämänhetkisestä tilasta Suomessa. Empiirisessä osassa selvitetään joukkovelkakirjamuotoisen rahoituksen hankintaprosessi ja siihen liittyvät kustannukset.

Analyysi osoittaa, että finanssikriisin jälkeen pk-yritysten rahoitusvaikeudet ovat kasvaneet erityisesti tiukentuneen pankkisääntelyn johdosta. Pankit sopeuttavat taseitaan ja rahoituksen ehdot kiristyvät, mikä johtaa rahoituksen aiempaa heikompaan saatavuuteen ja suurempiin rahoituskustannuksiin. Tämän vuoksi yritysten rahoitusrakenne on tutkimusten mukaan monipuolistumassa ja uudelle rahoitusmuodolle pankkirahoituksen rinnalle on kysyntää. Yksi esimerkki tällaisesta uudesta rahoitusmuodosta Suomessa ovat vuoden 2014 alussa toimintansa aloittaneet pk-yritysten joukkovelkakirjamarkkinat.

Kustannuksia arvioitaessa tultiin siihen tulokseen, että tällä hetkellä kustannukset ovat vielä sen verran korkeat, ettei markkinoille kannata listautua kovin pienellä, esimerkiksi muutaman miljoonan emissiolla. Tämän vuoksi tutkimuksen perusteella pienemmille pk-yrityksille rahoitusmuotona voidaan nähdä ryhmäjoukkovelkakirjalaina, jossa yksittäisistä pienemmistä lainoista lasketaan liikkeelle yksi ryhmäjoukkolaina. Tällainen ryhmäjoukkolaina voisi koostua vaikka saman toimialan yrityksistä tai yhden maakunnan alueella toimivista yrityksistä, jolloin voitaisiin puhua esimerkiksi ”toimialabondista” tai ”maakuntabondista”.

ASIASANAT:

Joukkovelkakirjat, pk-yritykset, yritysrahoitus

BACHELOR'S THESIS | ABSTRACT

TURKU UNIVERSITY OF APPLIED SCIENCES

Professional Sales | Financing and Insurance Services

2014 | 56

Instructor: Jukka Rantala

Eveliina Leino

BONDS AS A FORM OF FINANCING FOR SMALL AND MEDIUM ENTERPRISES

The aim of this thesis is to examine bonds as a form of financing for small and medium enterprises (SMEs). The study focuses on bonds listed on First North Bond Market Finland.

The study is commissioned by client companies of Juras Ltd. The theoretical framework is based on the definition of bonds in its various features as well as risks. In addition the euro area banking regulatory is briefly considered. The case study is approached by a short analysis of the current state of the financing of SMEs in Finland. The acquisition process and the associated cost of bond financing are shown in the case study.

The analysis indicates that after the financial crisis the difficulties concerning financing of SMEs in Finland have increased especially due to tighter banking regulation. Banks are forced to adjust their balance sheets and the terms and conditions of financing tightens, which leads to decreased availability of finance and increased financing costs. As a result, the structure of the corporate finance is becoming more diverse and there is a demand for a new form of financing in addition to bank financing. An example of a new form of financing is First North Bond Market Finland, a new marketplace especially for SMEs, which started operations in the beginning of the year 2014.

Evaluating the costs the study shows that they are too high for a small, such as a few million emissions. This is why according to the study the form of financing for smaller SMEs can be considered a group bond that consists of individual smaller loans. Such a group could be composed of companies operating in the same industry or region.

KEYWORDS:

Bonds, SMEs, corporate finance

SISÄLTÖ

SANASTO	6
1 JOHDANTO	7
2 JOUKKOVELKAKIRJAT	9
2.1 Joukkovelkakirjalainojen ominaisuudet	10
2.1.1 Obligaatiolaina	11
2.1.2 Pääomalaina	11
2.1.3 Debentuurilaina	11
2.1.4 Optiolaina	12
2.1.5 Vaihtovelkakirjalaina	12
2.1.6 Hybridilaina	13
2.1.7 Indeksisidonnainen joukkovelkakirjalaina	13
2.2 Kassavirtarakenteet	14
2.3 Joukkovelkakirjalainojen arvonmääritys	16
2.4 Joukkovelkakirjoihin liittyvät riskit ja niiden hallinta	17
2.4.1 Hinta- ja korkoriski	18
2.4.2 Luottoriski	18
2.4.3 Likviditeettiriski eli markkinariski	19
2.4.4 Uudelleensijoitusriski	19
2.4.5 Duraatio	19
3 PANKKISÄÄNTELY	21
3.1 Basel III ja CRD IV -paketti	21
3.2 Muu EU-sääntely	22
3.3 Sääntely ja yritysrahoitus	24
4 CASE	25
4.1 Pk-yritysrahoituksen nykytilan arviointia – taustaa uusien joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittymiselle	25
4.2 First North – vaihtoehtoinen markkinapaikka kevyemmällä sääntelyllä	28
4.3 Listautumisprosessi First North Bond Market Finland -markkinapaikalle	29
4.3.1 Yhtiöesite tai esite	31

4.3.2 Tiedonantovelvollisuus	32
4.3.3 Kustannukset	32
4.4 Joukkovelkakirjarahoitus verrattuna pankkirahoitukseen	35

5 JOHTOPÄÄTÖKSET **37**

LÄHTEET **40**

LIITTEET

- Liite 1. SRV Yhtiöt Oyj:n pörssitiedote 18.12.2013.
- Liite 2. Lista Hyväksytyistä Neuvonantajista.
- Liite 3. First North Bond Market -hinnasto.

KUVAT

Kuva 1. Joukkovelkakirjalainan arvonmääritys (Watson & Head 2010, 139).	16
Kuva 2. Listautumisprosessi (Nasdaq OMX).	30

KUVIOT

Kuvio 1. Tasalyhenteisen joukkovelkakirjalainan kassavirrat.	14
Kuvio 2. Kertalyhenteisen joukkovelkakirjalainan kassavirrat.	15

TAULUKOT

Taulukko 1 Basel III lyhyesti (Kangasharju & Kosonen 2013.)	21
Taulukko 2. Emissiosta maksettavat kulut pörssille ja emission raja-arvot.	34
Taulukko 3. Joukkovelkakirjarahoitukseen edut verrattuna pankkirahoitukseen.	36

SANASTO

Pk-yritykset	Pienet ja keski-suuret yritykset. Käsite määritellään EU:n lainsäädännössä työntekijöiden lukumäärän ja joko liikevaihdon tai taseen loppusumman avulla. (Euroopan komissio).
Euribor-korko	European Interbank Offered Rate. Euroalueen viitekorko, jolla tietyt euroalueen pankit ovat valmiita antamaan toisilleen luottoa. Euribor lasketaan 15 eri maturiteetille, jotka ovat 1-3 viikkoa ja 1-12 kuukautta (Euribor).
Prime-korko	Pankin tai pankkiryhmän oma viitekorko, pankki omalla päätöksellään muuttaa sovittujen perusteiden mukaisesti, kuten esimerkiksi markkinakorot ja niiden muutokset, talletusten ja luottojen tarjonnan ja kysynnän suhde sekä inflaatio-odotukset (Pörssisäätiö 2013).
MTF-markkinapaikka	Multilateral Trading Facility. Monenkeskinen markkinapaikka. Joissakin MTF-markkinoilla voidaan käydä vain kauppaa, mutta toisiin voi myös listautua. Monenkeskisellä markkinapaikalla ei vaadita esimerkiksi IFRS-tilinpäätöstä (Pörssisäätiö 2013).

1 JOHDANTO

Vuoden 2008 finanssikriisi ja sen myötä puhjennut velkakriisi koettelevat yhä voimakkaasti euroalueen finanssisektoria. Rahoitusmarkkinoiden sääntelyn merkittävä, jatkuva uudistaminen luo painetta erityisesti pankkisektorille, joka yrittää pitää liiketoimintansa kannattavana yhä kiristyvässä sääntelytoimintaympäristössä. Euroalueen vakavaraisuus- ja maksuvalmiussääntelyuudistukset sekä kallistunut varainhankinta rajoittavat pankkien luotonantokykyä, mikä näkyy pankkien kiristyvänä luotonantopolitiikkana.

Pankkien kiristynyt luotonanto näkyy edelleen heikentyneenä rahoituksen saatavuutena pankkirahoitusriippuvaisissa pk-yrityksissä. Tiukentuneet riskiarvioinnit ilmenevät levenneinä marginaaleina ja ahtaina vakuusvaatimuksina. Pidemmällä aikavälillä heikentynyt rahoituksensaanti vaikuttaa eittämättä investointeihin ja sitä kautta talouskasvuun ja kilpailukykyyn, joten uusille rahoitusmuodoille on kysyntää. Yksi esimerkki tällaisesta uudesta rahoitusmuodosta Suomessa ovat vuoden 2014 alussa toimintansa aloittaneet pk-yritysten joukkovelkakirjamarkkinat.

Tämän opinnäytetyön päätavoitteena on tutkia joukkovelkakirjoja pk-yrityksen rahoitusvaihtoehtona. Tarkoituksena on tutkia joukkovelkakirjoja, jotka listataan Nasdaq OMX First North Bond Market Finland -markkinapaikalla, joten tutkimuksesta rajataan pois muualla listatut pk-yritysten joukkovelkakirjat. Joukkovelkakirjamuotoiseen rahoitukseen pk-yritykselle ei ole aiemmin ollut Suomessa mahdollisuuksia, mikä tekee aiheen tutkimisesta erityisen ajankohtaisen.

Tämä tutkimus tehdään toimeksiantona Juras Oy:n asiakasyrityksille. Tutkimusta voivat hyödyntää myös muut yritykset, jotka suunnittelevat joukkovelkakirjamuotoista rahoitusvaihtoehtoa yritykselleen. Tutkimuksen teoriaosassa tarkastellaan joukkovelkakirjoja käsitteenä; niiden ominaisuuksia, erilaisia joukkovelkakirjatyyppejä, arvomuodostumista ja riskejä. Lisäksi käsitellään lyhyesti euroalueen pankkisääntelyä.

Teoreettista viitekehystä avataan tutkimuksen empiirisessä osassa, jossa selvitetään pk-yrityksen mahdollisuudet joukkovelkakirjamuotoisessa rahoituksessa laadullisen tapaustutkimuksen kautta. Case-osiossa selvitetään tässä tutkimuksessa rajatun joukkovelkakirjamuotoisen rahoituksen kustannuksia sekä prosessi, jolla rahoitusta haetaan.

Casea lähestytään erityisesti kolmen julkaisun kautta koskien yritysrahoitusta ja pk-yrityksiä Suomessa: Yritysrahoituskysely 2013, Pk-yritysbarometri kevät 2014 sekä Varsinais-Suomen maakuntaennuste vuodelle 2014. Näiden julkaisujen pohjalta selvitetään syyt pk-yritysten joukkovelkakirjamuotoisen rahoituksen kehittämiseksi Suomessa ja tehdään tiivis analyysi pk-yritysten rahoituksen tilasta niin kansallisella kuin maakunnallisella tasolla.

2 JOUKKOVELKAKIRJAT

Joukkovelkakirja (joukkovelkakirjalaina, joukkolaina) on ”useisiin samansuuruisiin osiin jaettu laina, jonka liikkeellelaskija maksaa haltijalle sovittun koron ja kuoletuksen lainan sopimusehtojen mukaisesti”. (Niskanen & Niskanen 2013, 443). Joukkovelkakirjan liikkeellelaskijoina voivat olla julkisyhteisöt ja kirjanpitovelvolliset. Tavallisimmin Suomessa joukkovelkakirjan liikkeellelaskija on valtio, mutta sen avulla toimintaansa rahoittavat myös kunnat ja muut julkisyhteisöt, pankit ja yritykset. Joukkovelkakirjan voi laskea liikkeelle yksin tai ryhmässä. Joukkovelkakirjan korko voi olla vaihtuva, kiinteä tai nolla. Joukkovelkakirjat erotetaan toisistaan eri nimikkeillä, kun niihin liittyy erityispiirteitä, kuten vakuus tai oikeus vaihtaa velkapääoma liikkeellelaskijan osakkeisiin. (Niskanen & Niskanen 2013, 100; Tikka ym. 2014, 50; Velkakirjalaki 31.7.1947/622.)

Velkapaperit jaetaan yleisesti raha- ja pääomamarkkinoihin, joista jälkimmäiseen joukkovelkakirjat kuuluvat. Rahamarkkinoilla käydään kauppaa alle vuoden juoksuajan sijoitusinstrumenteilla kun taas pääomamarkkinoiden juoksu-aika on yli vuosi. Yritysrahoituksessa joukkovelkakirjoilla on pitkä, merkittävä historia. Joukkovelkakirjat ovat usein täydentävä rahoitusmuoto muiden rahoitusinstrumenttien rinnalla. (Anderson 2001, 99-100; Mishkin & Eakins 2009, 237-238.)

Joukkovelkakirjan voidaan laskea liikkeelle yleensä kahdella tavalla: joko pörssiin listattuna julkisena emissiona tai niin kutsuttuna private placementina, jossa joukkovelkakirja myydään pienelle sijoittajajoukolle. Liikkeellelasku tapahtuu joko paperi- tai arvo-osuusmuotoisena. Joukkovelkakirjasta on laadittava liikkeellelaskuesite, kun laina haetaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi tai lainan yksikkökoko tai minimimerkintämäärä on alle 100 000 euroa. Esitteestä on ilmentävä riittävät tiedot lainan liikkeellelaskijasta ja joukkovelkakirjalainasta lainan merkittäjän kannalta. (Kontkanen 2008, 111; Finanssivalvonta 2014.)

2.1 Joukkovelkakirjalainojen ominaisuudet

Joukkovelkakirjalaina on vieraan pääoman ehtoinen käteisinstrumentti. Joukkovelkakirjojen avulla yritys, valtio, kunnat ja muut yhteisöt ottavat lainaa laske-
malla sen yleiseen liikkeeseen. Luonteeltaan joukkovelkakirjat ovat pitkäaikaisia
haltijapapereita, laina-aika on yleensä pidempi kuin rahamarkkinasijoitusten.
Joukkovelkakirjalainojen laina-aika (juoksuaika, maturiteetti) on yleensä vuosi
tai enemmän. Joukkovelkakirjalainaa voi merkitä niin sanottuna merkintäaikana
tai käydä kauppaa merkintäajan päätyttyä, jolloin kyse on jälkimarkkinakaupas-
ta. (Kallunki ym. 2011, 98; Alhonsuo ym. 2012, 301; Tikka ym. 2014, 50.)

Joukkovelkakirjalaina on velkasitoumus, joten sen liikkeellelaskijan ja sijoittajan
kanssa sovitaan etukäteen lainaehdoista. Lainaehdoista ilmenee lainan liikke-
seenlaskija (vastaa pääoman takaisinmaksusta ja korkomaksuista), juoksuaika,
lainasummalle maksettavat korko- ja pääomamaksut sekä lainan muut ehdot.
Joukkovelkakirjalainojen ehdot voivat huomattavasti poiketa toisistaan, joten
lainaehtojen merkitystä ei voi vähätellä. (Alhonsuo ym. 2012, 301; Kallunki ym.
2011, 173.)

Joukkovelkakirjalainan korkoa kutsutaan joko kuponkikoroksi tai nimelliskoroksi.
Kuponkikorko on lainaehdoissa määritelty korko, joka lasketaan vuosittain lai-
nan nimellisarvolle niin ikään lainaehdoissa määriteltynä eräpäivänä. Toisin sa-
noen kuponkikorko määrittää sijoittajan säännöllisesti saamat korkomaksut.
Joukkovelkakirjalainat ovat yleensä korkosidonnaisuudeltaan kiinteitä, mikä tar-
koittaa, että lainojen kuponkikorko pysyy samana koko laina-ajan. Vaihtuvakor-
koisissa lainoissa korko on sidottu yleiseen korkotason muutoksiin. Nollakorkoi-
sessa lainassa taas varsinaisia korkomaksuja ei ole, ainoa kassavirta sijoittajal-
le on liikkeellelaskukurssin ja nimellisarvon välinen erotus. (Kallunki ym. 2011,
173-174; Niskanen & Niskanen 2013, 102-104.)

2.1.1 Obligaatiolaina

Joukkovelkakirjalainoja voidaan nimittää myös obligaatiolainoiksi eli obligaatioiksi. Ennen vuotta 1994 obligaatio-nimen käyttöä oli rajoitettu koskemaan ainoastaan lainaa, jonka liikkeellelaskuun oli saatu lupa valtioneuvostolta, tai mikäli lainan liikkeellelaskija oli jokin muu kuin julkisyhteisö, oli obligaatio-nimeen oikeuttavalla lainalla oltava turvattu vakuus. Nykyinen lainsäädäntö ei ota kantaa obligaatio-nimen käyttöön, tavallisimmin obligaatioiksi nimitetään valtion tai muiden julkisyhteisöjen sekä kiinnitysluottopankkien liikkeelle laskemia joukkovelkakirjalainoja. (Niskanen & Niskanen 2013, 101.)

2.1.2 Pääomalaina

Pääomalaina on vakautettu laina, jonka ehdoista säädetään tarkemmin osakeyhtiölaissa. Sitä käytetään saneerauskeinona selvitystilan estämiseksi sekä yrityksen vakavaraisuuden parantamiseksi, ja se voidaan laskea liikkeeseen myös joukkolainan muodossa. Pääomalaina merkitään yhtiön taseeseen omaan pääomaan erillisenä eränä. Sen pääoma ja korko voidaan maksaa vain muita velkoja huonommalla etuoikeudella ja vain, jos yritykselle jää täysi kate sidotulle omalle pääomalle. Yhtiö tai sen tytäryhtiö ei saa antaa vakuutta pääoman tai koron maksamisesta. Pääomalaina ei anna äänioikeutta yhtiökokouksessa. (Kallunki ym. 2011, 305-306; Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624; Tikka ym. 2014, 51.)

2.1.3 Debentuurilaina

Velkakirjalain mukaan mikäli yrityksen liikkeellelaskemalla joukkovelkakirjalla on huonompi etuoikeus kuin muilla saman liikkeellelaskijan sitoumuksilla, on sitä nimitettävä debentuuriksi. Laki määrää myös, ettei liikkeellelaskija tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yhteisö saa asettaa vakuutta debentuurin maksamisesta. Liikkeellelaskija ei saa hankkia debentuuria vastiketta vastaan en-

nen sen eräpäivää tai ottaa sitä pantiksi, ellei lainaehdoissa ole varattu erikseen oikeutta siihen. Debentuureille maksettava korko on yleensä hieman korkeampi kuin muille joukkovelkakirjalainoille sen huonomman etuoikeuden vuoksi. (Niskanen & Niskanen 2013, 101; Tikka ym. 2014, 52; Velkakirjalaki 31.7.1947/622.)

2.1.4 Optiolaina

Optiolaina on joukkovelkakirjalaina, johon liittyy oikeus ostaa yrityksen osakkeita tiettyä aikana tiettyyn hintaan. Optiolaina koostuu täten kahdesta osasta: velkakirjaosasta ja optiotodistuksesta, jota voidaan kutsua myös warrantiksi. Molemmat osat ovat jälkimarkkinakelpoisia erikseen, eikä niitä ei tarvitse myydä yhtenä kokonaisuutena. (Alhonsuo ym. 2012, 262-263.)

Optiolainan joukkovelkakirjaosasta maksettava korko on tavallisesti matalampi kuin niin sanotun puhtaan joukkovelkakirjalainan, sillä optiotodistus antaa mahdollisuuden hyötyä yrityksen mahdollisesta kurssinoususta. Kuitenkin mikäli osakekurssi on viimeisenä merkintäpäivänä alle sovitun merkintähinnan, on optiotodistuksen arvo nolla. Vastaavasti jos osakekurssi nousee merkintähintaa korkeammalle, optiotodistuksen kurssi voi nousta osakekurssia paremmin. (Alhonsuo ym. 2012, 262-263; Niskanen & Niskanen 2013, 106.)

2.1.5 Vaihtovelkakirjalaina

Vaihtovelkakirjalaina on joukkovelkakirjalaina, johon liittyy mahdollisuus vaihtaa velkakirja tiettyyn määrään liikkeellelaskijayrityksen osakkeita. Lainan vaihtosuhte osakkeisiin määritellään liikkeellelaskun yhteydessä. Mikäli vaihto jää toteutumatta, maksetaan sijoitettu summa takaisin sijoittajalle lainaehtojen mukaan tavallisen joukkovelkakirjalainan lailla. Vaihtovelkakirjalainan kuponkikorko on yleensä markkinatasoa alhaisempi osakkeiden mahdollisen arvonnousun vuoksi. Mikäli vaihto-oikeus käytetään, ei ole enää oikeutettu kuponkikorkomak-

suun. (Alhonsuo ym. 2012, 263; Niskanen & Niskanen 2013, 105-106; Pörssisäätiö 2013.)

2.1.6 Hybridilaina

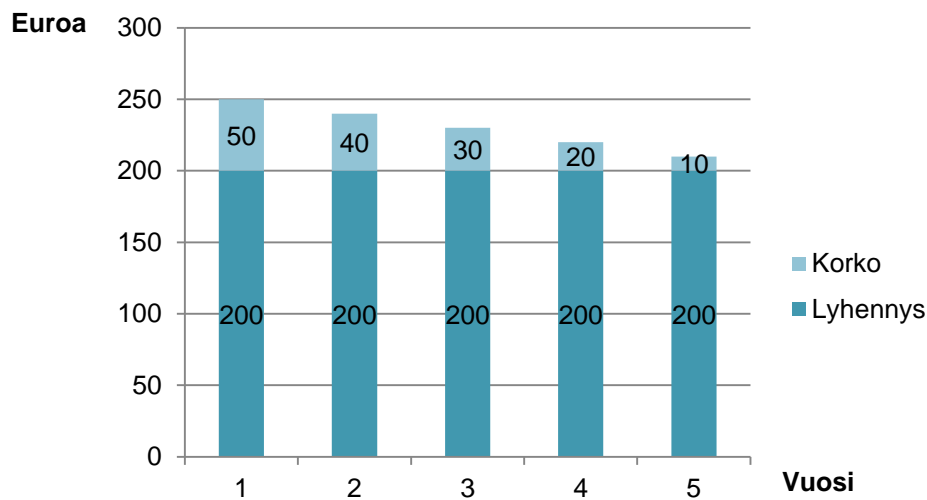
Joukkovelkakirjalaina voi olla myös niin sanottu ikuinen laina eli hybridilaina. Ikuisen lainat ovat nimensä mukaisesti ”ikuisia”, niiden pääomaa ei koskaan makseta takaisin. Lainapääomalle maksetaan lainaehdoissa määriteltyä korkoa niin ikään ”ikuisesti” eli laina on eräpäivätön. Hybridilainat suunnataan yleensä suursijoittajille ja niiden korko on noin 10 % vuodessa. Takaisinsaantijärjestyksessä hybridi on pankkilainan jälkeen, kuitenkin ennen osakkeenomistajia. Hybridilainoissa kohdeyrityksellä on usein oikeus maksaa laina takaisin 3-5 vuoden jälkeen. Ikuiset lainat ovat viime aikoina yleistyneet suomalaisessa yritysrahoituksessa ja hybridilainoja ovat laskeneet liikkeelle mm. Sponda, HKScan, Amer Sports ja Cramo. (Elo 2009; Pörssisäätiö 2013.)

2.1.7 Indeksisidonnainen joukkovelkakirjalaina

Indeksisidonnainen joukkovelkakirja eli indeksilaina on tavallisimmin pankkien liikkeellelaskema joukkovelkakirja, jonka tuotto on sidottu jonkin kohde-etuuden arvon kehitykseen tietyllä aikavälillä. Kohde-etuuksia voivat olla esim. osake, osakekori tai osakeindeksi. Myös valuuttakurssit ja hyödykejohdannaiset ja -korit ovat usein kohde-etuuksia. Indeksilainojen tuotto riippuu täysin kohde-etuuden kehityksestä, joten koronmaksuja ei ole. Mahdollinen indeksihyvitys ei muodostu kuitenkaan suoraan kohde-etuuden perusteella, vaan sitä voidaan korottaa tai laskea erilaisilla kertoimilla tai rajoittimilla. Näitä rajoittimia voidaan käyttää esimerkiksi silloin, kun kohde-etuus on herkkä kurssien heilahteluille. Indeksilainoja tuleekin markkinoille tästä johtuen useimmiten positiivisten pörssisiodotusten aikaan. (Finanssivalvonta; Kontkanen 2008, 112; Niskanen & Niskanen 2013, 105.)

2.2 Kassavirtarakenteet

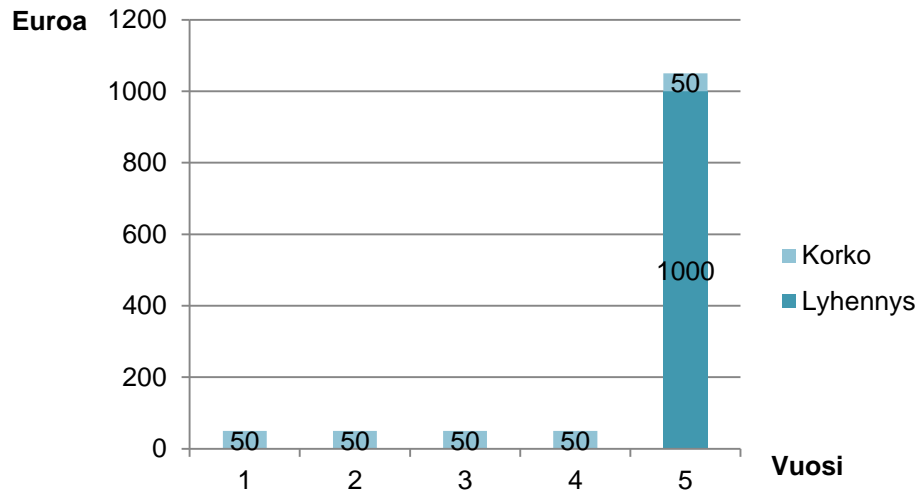
Tavallisimmin joukkovelkakirjalainat ovat *tasalyhenteisiä* lainoja. Tuolloin pääomaa lyhennetään laina-ajan kuluessa vuosittain tai puolivuositain tasalyhennyksin eli lainalyhennyksen osa on aina samansuuruinen.



Kuvio 1. Tasalyhenteisen joukkovelkakirjalainan kassavirrat.

Kuviossa 1 esitetään kiinteäkorkoinen, tasalyhenteinen joukkovelkakirjalaina 5 vuoden maturiteetilla, minkä nimellisarvo on 1000 euroa ja kuponkikorko 5 %. Sijoittajalle maksettavat tuotot ovat siis vuosittain 200 euron suuruinen lyhennys sekä suuruudeltaan vaihtuva korko-osa, joka ensimmäisenä vuonna 50 euroa ja viimeisenä 10 euroa. Lyhennys pysyy siis samansuuruisena ensimmäisestä vuodesta alkaen, mutta koron osuus vaihtuu jäljellä olevan lainapääoman mukaan. Korkoa maksetaan siis vähenevissä määrin niin, että aluksi koron osuus on isompi ja lopussa pienempi määrä.

Kertalyhenteiset lainat eli bullet-lainat erääntyvät kerralla laina-ajan päättyessä. Laina-aikana lainasta maksetaan ainoastaan korko-osa ja eräpäivänä koko lainaosa korkoineen. Hyvin monet liikkeelle lasketuista joukkovelkakirjoista ovat tyypiltään bullet-lainoja.



Kuvio 2. Kertalyhenteisen joukkovelkakirjalainan kassavirrat.

Kuviossa 2 esitetään kiinteäkorkoinen, kertalyhenteinen joukkovelkakirjalaina 5 vuoden maturiteetilla, minkä nimellisarvo on 1000 euroa ja kuponkikorko 5 %. Sijoittajalle maksettavat tuotot ovat siis vuosittainen 50 euron korko sekä viimeisenä vuotena erääntyvä lyhennysosa, joka on koko lainamäärään suuruinen eli 1000 euroa. Lainaa ei siis lyhennetä, kuin vasta laina-ajan päätyttyä ja korkoa maksetaan saman verran koko laina-ajan. Kuviossa ei ole otettu huomioon mahdollisia välityskuluja.

Vaihtuvakorkoisten lainojen korko on riippuvainen siihen sidotusta viitekorosta, joka useimmiten on hallinnollisiin päätöksiin perustuva korko, euribor-korko tai pankkien omat prime-korot. Vaihtuvakorkoisissa lainoissa kassavirroista tunnetaan siis ainoastaan lainan lyhennyserän määrä ja ensimmäisen korkoerän määrä. (Martikainen & Martikainen 2006, 60; Tikka ym. 2014, 58.)

SRV Yhtiöt Oyj:n joukkovelkakirjalaina

Liitteessä 1 on esitelty SRV Yhtiöt Oyj:n joukkovelkakirjalainan pörssitiedote. SRV laskee liikkeelle yhteensä 75 miljoonan euron vakuudettoman, kiinteäkorkoisen joukkovelkakirjalainan, jonka maturiteetti on 5 vuotta ja korko 5%. Lainan kokonaismäärä on siis 75 miljoonaa ja sitä voi merkitä joko 1000 euron tai 100 000 euron yksiköissä.

Laina on tyypiltään yksi tavallisimmista, kertalyhenteinen bullet-laina, joten sen kassavirtoja voidaan tulkita kuvion 2 (s.15) mukaisesti. Lainaa merkitsi yhteensä 37 sijoittajaa. Laina laskettiin liikkeelle Helsingin pörssissä 19.12.2013. Laina toteutettiin yhdessä Pohjola Pankin ja Swedbankin kanssa.

2.3 Joukkovelkakirjalainojen arvonmääritys

Joukkovelkakirjan arvo määritetään diskonttaamalla lainan lunastusarvo ja korkomaksut sijoittajien tuottovaatimuksella. Toisin sanoen lainan hinta tietyllä hetkellä on sama kuin tulevaisuudessa siitä saatavien kassavirtojen nykyarvo. (Niskanen & Niskanen 2013, 107; Watson & Head 2010, 139.)

$$P_0 = \frac{I}{(1+K_d)} + \frac{I}{(1+K)^2} + \frac{I}{(1+K)^3} + \dots + \frac{I+RV}{(1+K_d)^n}$$

jossa

P_0 = lainan hinta

I = kuponkikorkomaksut

K_d = sijoittajien tuottovaatimus

RV = lainan lunastusarvo

Kuva 1. Joukkovelkakirjalainan arvonmääritys (Watson & Head 2010, 139).

Kuvassa 1 esitellään tasalyhenteisen, kiinteäkorkoisen joukkovelkakirjalainan arvonmääritys eli lainan hinta. Joukkovelkakirjojen arvo esitellään prosenttilukuna, joka muodostuu kassavirtojen nykyarvon ja lainan nimellisarvon osamäärästä (emissiokurssi). Tämän mukaan lainan hinta on 100 prosenttia, mikäli kuponkikorko ja tuottovaatimus ovat yhtä suuret. Jos hinta on alle 100 prosenttia eli lainan hinta on pienempi kuin sen nimellisarvo, on tuottovaatimus korkeampi kuin kuponkikorko. Jos hinta on yli 100 prosenttia, eli lainan hinta on suurempi kuin sen nimellisarvo, on tuottovaatimus alhaisempi kuin kuponkikorko. Ensimmäinen tapaus on niin sanottu discount bond ja jälkimmäinen premium bond. (Kallunki ym. 2011, 174-175; Niskanen & Niskanen 2013, 109.)

Joukkovelkakirjojen hinnassa näkyvät myös lainojen muut mahdolliset sopimusehdot eli kovenantit. Tällainen sopimusehto on esimerkiksi call provision, lainan liikkeellelaskijan oikeus lainan takaisinmaksuun laina-ajan kuluessa. Takaisinmaksuhinta on yleensä nimellisarvo tai hieman korkeampi summa kuten vuoden kuponkikorko lisättynä lainan nimellisarvoon. Toinen tyypillinen ehto on put provision, sijoittajan oikeus vaatia lainapääoma maksettavaksi takaisin tai vaihdettavaksi liikkeellelaskijan osakkeisiin laina-ajan kuluessa. (Kallunki ym. 2011, 178; Mishkin & Eakins 2009, 246.)

2.4 Joukkovelkakirjoihin liittyvät riskit ja niiden hallinta

Joukkovelkakirjoihin liittyy monia erilaisia riskejä niin liikkeellelaskijan kuin sijoittajankin näkökulmasta. Merkittävä riski on hintariski sekä korko- ja valuuttariskit. Sijoittajan kannalta olennaisia riskejä ovat myös luotto-, likviditeetti-, uudelleen-sijoitus- ja liiketoimintariski. Joukkovelkakirjojen merkittävin riskienhallinnan mittari on duraatio.

2.4.1 Hinta- ja korkoriski

Joukkovelkakirjalainoihin liittyvää hintariskiä voidaan kuvata Burton Malkielin vuonna 1962 kehittämän kolmen teoreeman mallin mukaisesti:

1. Joukkovelkakirjalainan hinnan ja markkinoiden tuottovaatimuksen välillä vallitsee käänteinen riippuvuussuhde.
2. Mitä pidempi on joukkovelkakirjalainan maturiteetti, sitä herkempi sen hinta on korkotason muutoksille.
3. Mitä alhaisempi on kuponkikorko, sitä herkempi joukkovelkakirjalainan hinta on korkotason muutoksille.

Joukkovelkakirjalainojen hinta ja markkinoiden tuottovaatimus ovat käänteisesti riippuvaisia toisistaan; kun markkinoiden tuottovaatimus kasvaa, joukkovelkakirjalainan hinta laskee ja toisaalta kun markkinoiden tuottovaatimus alenee, joukkovelkakirjalainan hinta nousee. Tämä hinta-tuottosuhde on riippuvainen lainan maturiteetista, pidemmän maturiteetin lainat reagoivat sensitiivisemmin markkinoiden muutoksiin. Sama ilmiö on havaittavissa myös alhaisemmillä kuponkiko-roilla. (Niskanen & Niskanen 2013, 111–112.)

2.4.2 Luottoriski

Joukkovelkakirjalainan luottoriski realisoituu silloin, kun lainan liikkeellelaskija eli velallinen tulee ennen lainan eräpäivää maksukyvyttömäksi. Luottoriskin toteutuessa menetetään jäljellä olevat korot ja pääoma kertyneen koron lisäksi. Luottokelpoisuuden heikkeneminen näkyy yleensä markkinoilla riskipreemion ko-hoamisena eli tuottovaatimuksen nousuna. Luottoriskiä arvioitaessa tärkeässä asemassa ovat luottoluokittajat, jotka arvioivat lainojen mahdollisia luottoriskejä. Eräänlaisena luottoriskinä voidaan pitää myös selvitys- eli toimitusriskiä. Selvitysrisi toteutuu, kun kaupan vastapuoli ei toimi sovitulla tavalla täytä velvollisuuksiaan selvitysprosessin tai maksun aikana. (Kontkanen 2008, 86; Mishkin 2004, 123; Tikka ym. 2014, 62.)

2.4.3 Likviditeettiriski eli markkinariski

Likviditeettiriskillä tarkoitetaan sekä rahoituksen saatavuuteen että sijoituksen arvonmuutokseen liittyviä riskejä. Likviditeettiriski realisoituu tilanteessa, jossa emission kysyntä on alhainen, mikä taas tarkoittaa sijoittajien kasvavaa tuotto-vaatimusta ja johtaa hinnan alenemiseen. Likviditeettiriski ilmeni markkinoilla erityisen voimakkaana finanssikriisin puhkeamisen aikaan. Pankit eivät uskoneet toistensa luottokelpoisuuteen, mikä näkyi niukkana kysyntänä ja kasva-neena tuottovaatimuksena. Likviditeettiriskiä mitataan usein osto- ja myyntino-teerausten erotuksella. Riski kasvaa erotuksen kasvaessa, toisin sanoen mitä suurempi erotus on, sitä suurempi on myös markkinariski. (Niskanen & Niska-nen 2013, 113; Tikka ym. 2014, 63.)

2.4.4 Uudelleensijoitusriski

Uudelleensijoitusriski on ensisijaisesti sijoittajan riski, joka perustuu sijoittajan haluun sijoittaa korkotuotot uudelleen kerryttämään korkoa velkakirjan juoksuai-kana. Sijoittajan kannalta korkojen nousu on siis myönteinen asia, sillä korko-tuotoille saadaan parempi korko ja sitä kautta sijoitetulle varallisuudelle parempi tuotto. Uudelleensijoitusriski realisoituu siis korkojen laskiessa, joten tavalliseen korkoriskiin verrattuna uudelleensijoitusriski toimii päinvastaisella tavalla. (Tikka ym. 2014, 64.)

2.4.5 Duraatio

Joukkovelkakirjojen hinta- ja korkoriskin arvioimiseen käytetyin mittari on duraa-tio. Duraatio kertoo joukkovelkakirjan pääoman ja korkojen keskimääräisen ta-kaisinmaksuajan, joka saadaan painottamalla sen kassavirtojen määriä niiden takaisinmaksuajankohdilla. Mitä suurempi duraatio on, sitä suurempi on velka-kirjaan liittyvä hinta- ja korkoriski. Tunnetuin duraation mittari on Macaulayn du-raatio. Macaylain duraatiosta on johdettu niin sanottu modifioitu duraatio, joka

kertoo lainan hinnan muutoksen prosentteina silloin kun markkinoiden tuotto-vaatimus nousee yhdellä prosenttiyksiköllä. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että mikäli joukkovelkakirjan duraatio on viisi, joukkovelkakirjan hinta muuttuu viisi prosenttia korkotason muuttuessa yhden prosenttiyksikön verran. (Kallunki ym. 2011, 179; Martikainen & Martikainen 2006, 97–98; Niskanen & Niskanen 2013, 113–115.)

3 PANKKISÄÄNTELY

Finanssikriisin jälkeen rahoitusmarkkinoiden sääntelytoimintaympäristö on ollut jatkuvassa muutoksessa. Tavoitteena on entistä vakaampi pankkisektori, jossa yksittäisen pankin ongelmat eivät laajene muualle rahoitusjärjestelmään. Sääntely kiristyy lukuisilla hankkeilla, kuten Solvenssi II -hanke ja Basel III -sopimus, jota mukaillen luottolaitoksia koskevien säännösten uudistaminen (CRD IV -paketti), pankkiunioni sekä finanssiverot, talletussuojadirektiivin muutokset sekä kriisinhallintadirektiivi. (Kangasharju & Kosonen 2013; Euroopan unionin virallinen lehti 2013; Kauppi 2013.)

3.1 Basel III ja CRD IV -paketti

Merkittävin uudistus pankkisääntelyyn aiheuttaa Baselin komitean antama Basel III -sopimus, joka pitää sisällään pääoma- ja maksuvalmiusvaatimukset ja pankkien rahoitusrakenteen. Säännöstö on kuvattu lyhyesti taulukossa 1.

Vakavaraisuus	Vaatimuksen pankkien omien varojen määrästä suhteessa riskipainotettuihin saamisiin kasvavat
	Omien varojen määritelmä ja riskipainotettujen saamisten laskenta tiukentuvat
	Uusi mittari pääomien määrälle suhteessa taseen kokoon (ns. vähimmäisomavaraisuusaste)
Likviditeetti ja rahoitus	Käteisestä ja mm. hyvälaatuisista velkakirjoista johtuva likviditeettipuskuri, joka kattaa 30 päivän stressiskenaarion likviditeettitarpeet
	Vaatimus pitkän varainhankinnan lisäämisestä vastaamaan paremmin pitkää luotonantoa

Taulukko 1 Basel III lyhyesti (Kangasharju & Kosonen 2013.)

Vakavaraisuuden kannalta jatkossa pankeilta vaaditaan parhaan ydinpääoman eli CET1-pääoman määrän nostettavan 4,5%:iin suhteessa riskipainotettuihin saamisiin aikaisemmasta 2%:sta. CET1-pääomaan luetaan muun muassa osakepääoma sekä kertyneet voittovarot. Pankit tarvitsevat siis enemmän ja parempaa, ydinpääoman vaatimukset täyttävää pääomaa. Omien varojen määrittely ja riskipainotettujen saamisten laskenta tiukentuvat ja niitä seurataan niin sanotulla vähimmäisomavaraisuusasteella. (Kangasharju & Kosonen 2013.)

Huomattava osa Basel III -sääntelyä on maksuvalmiusvaatimus ja pysyvän varainhankinnan vaatimus. Likviditeettipuskureita on kasvatettava niin, että pankki selviää 30 päivän stressitilanteesta. Toisin sanoen, puskureiden on oltava vähintään nettona kuukaudessa ulosmenevien kassavirtojen suuruinen. Likviditeettipuskureihin hyväksytään käteistä ja investment grade -tasolle luokiteltuja velkakirjoja. (Kangasharju & Kosonen 2013.)

Pysyvän varainhankinnan vaatimuksessa pankkeja vaaditaan vähentämään riippuvuutta lyhytaikaisesta rahoituksesta, joka voi mahdollisesti olla epävakaa. Tästä johtuen, mitä enemmän pankki myöntää pitkäaikaista lainaa ja pitää epälikvidejä sijoituksia, sitä enemmän sen pitää kasvattaa pitkäaikaista varainhankintaa. (Kangasharju & Kosonen 2013.)

3.2 Muu EU-sääntely

Basel III ja CRD IV -kokonaisuuksien lisäksi valmisteilla ovat muun muassa kolmiosainen pankkiunioni, finanssiverot sekä talletussuoja- ja kriisinhallintadirektiivi. Tulevan pankkiunionin ensisijainen tehtävä on yhteinen Euroopan unionin laajuinen pankkivalvonta, jonka avulla pyritään välttymään euroalueen velkakriisin kaltaisilta ongelmilta. Tavoitteena on, että ongelmatilanteessa euroalueella ovat yhtenäiset pankkivalvonnan toimintatavat maasta riippumatta. Tiukemman valvonnan seurauksena pankkien riskinottohalu voisi vähentyä myös löysemmän valvonnan maissa. (Kangasharju & Kosonen 2013; Kauppi 2013.)

Talletussuojadirektiivin muutoksen yleisenä tavoitteena on yhtenäistää kansallisia talletussuojajärjestelmiä ja varmistaa niiden maksukyky. Sillä pyritään muun muassa yhtenäistämään suojattavien talletusten määritelmää, lyhentämään korvausten maksuaikaa, varmistamaan talletussuojajärjestelmän riittävä rahoitus sekä edistämään kansallisten talletussuojajärjestelmien keskinäistä yhteisvastuuta. Talletussuojadirektiivin uudistus taas liittyy läheisesti kriisinhallintadirektiiviin. (Valtiovarainministeriö 2014.)

Kriisinhallintadirektiivin tarkoituksena on ennaltaehkäistä mahdolliset luottolaitosten ongelmatilanteet sekä varmistaa, että kriisin syntyessä korjaaviin toimiin ryhdytään ajoissa. Direktiivin myötä pyritään luomaan tapa ajaa kriisipankit alas ilman julkisen sektorin apua. Pankkien pääomittamisesta valtion toimesta ei olla kuitenkaan kokonaan estämässä, pankkien pääomitus onnistuu jatkossakin. Kriisinhallintadirektiivin myötä perustettu kriisinhallintarahasto rahoittaa ongelmiin joutuneiden pankkien alasajoa. Rahastoihin tulisi kerätä kymmenen vuoden kuluessa 1 % talletussuojan alaisten talletusten määrästä. Tällä hetkellä väliaikainen pankkivero muutettaneen pysyväksi ja ohjattaneen vakausmaksuna rahastoon. (Kangasharju & Kosonen 2013.)

Pankkivero ja transaktiovero kuuluvat finanssiveroihin. Euroopan komissio antoi ehdotuksen transaktioverosta syyskuussa 2011. Ehdotuksessa esitetään, että vero kerättäisiin kaikilta rahoitusvälineiltä suoritetuista transaktioista, jossa ainakin yhtenä osapuolena on EU:n alueella toimiva rahoituslaitos. Osake- ja arvopaperikaupassa vero on vähintään 0,1 % transaktion nimellisarvosta kun taas johdannaiskaupassa vero olisi vähintään 0,01 %. Tällä hetkellä transaktioveron suunnittelussa on mukana 11 euromaata, Suomi ei ole suunnittelussa mukana. Pankkiveroa taas kerätään verovuosina 2013–2015. Pankkiveroa suorittavat suomalaiset talletuspankit ja veron määrä on 0,125 % riskipainotettujen erien määrästä. (Suvanto 2013, Laki väliaikaisesta pankkiverosta 28.12.2012/986.)

3.3 Sääntely ja yritysrahoitus

Tiukentuneen pankkisääntelyn johdosta pankit yrittävät kasvattaa ydinpääomiään, mikä vähentää taas pankin kykyä antolainaukseen. Lainamarginaalit nousevat erityisesti korkean luottoriskin yrityksille, sillä korkea luottoriski syö pankin pääomaa. Nouseva pankkirahoituksen kustannus ajaa yrityksiä joukkovelkakirjamarkkinoille ja pankkirahoituksen merkitys pienenee. Tästä muutoksesta kärsivät eniten pienet yritykset, joille luottoluokituksen hankinta joukkovelkakirjamarkkinoille on usein liian kallista ja ne joutuvat turvautumaan entistä kalliimpaan pankkirahoitukseen. (Kangasharju & Kosonen 2013.)

Merkittävää on, että vakuudellisen rahoituksen suhteellinen merkitys on kasvanut, sillä vakuudellinen raha on vakaampaa ja riskittömämpää kuin ilman vakuuksia oleva raha. Mahdollisuudet vakuudelliseen pankkirahoitukseen ovat kuitenkin niukat, ja pankit joutuvat hakemaan vaihtoehtoisia rahoituslähteitä. Tämä johtaa siihen lopputulokseen, että vakuudellisesta rahoituksesta riippuvaiset pankit alkavat suunnitella sijoituksensa omaisuuserien vakuuskelpoisuuden mukaan. Vakuuskelpoisia lainoja ovat esimerkiksi hyvän luokituksen valtion joukkolainat sekä asuin- ja liikekiinteistölainat, mutta ei esimerkiksi lainat pienille yrityksille, sillä niitä ei hyväksytä vakuudeksi. Tämän vuoksi todellinen riski on luotonannon vääristyminen, mikäli lainoitetaan vain vakuuskelpoisia omaisuuseriä. Tässä tapauksessa pienten yritysten vakuusvaatimukset tiukentuvat ja rahoituksensaanti hankaloituu. (Euroopan unionin virallinen lehti 2013.)

4 CASE

4.1 Pk-yritysrahoituksen nykytilan arviointia – taustaa uusien joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittymiselle

Pienten ja keskisuurten yritysten rahoitus on hyvin pankkivetoista, 70–80 % yrityksistä sai rahoitusta pankista vuonna 2013. Vaikka pankkirahoituksen osuudessa onkin havaittavissa pientä laskua vuoteen 2012 verrattuna, on pankkirahoitus silti ylivoimaisesti merkittävin pk-yritysten rahoituksen lähde. Rahoituksen hakemista suunnittelevista pk-yrityksistä 75 % mainitsee pankkirahoituksen yhtenä rahoitusvaihtoehtona. (Elinkeinoelämän keskusliitto ym. 2013; Suomen Yrittäjät, 2014.)

Finanssikriisi ja sen myötä tiukentunut pankkisääntely aiheuttaa haasteita pankkitoiminnalle ja sitä kautta myös pk-yrityksille. Laskusuhdanteen aikana riskien karttaminen korostuu: vakuuksien arvo laskee ja luotonanto supistuu. Suhdannevaikutuksien lisäksi haasteita tuovat pankkien kallistunut varainhankinta sekä vakavaraisuusuudistus, jonka myötä pankeilta vaaditaan aiempaa enemmän pääomaa ja likviditeettiä sekä pidempiaikaista varainhankintaa rahoituksen riskien minimoimiseksi. (Kauppi, 2013; Mattila 2013.)

Rahoituksen ehdot kiristyneet – yritysten rahoitusrakenne monipuolistumassa

Vuosi 2013 oli pk-yritysten rahoituksen saatavuuden näkökulmasta ongelmallinen vuosi. Joka viidennellä pk-yrityksellä oli ollut vaikeuksia rahoituksessaan, erityisesti tilanteessa, jossa yrityksen liikevaihto tai kannattavuus oli heikentynyt. Kevään 2014 pk-yritysbaremetrin mukaan pk-yritysten rahoituksen saatavuus on jopa hieman heikentynyt finanssikriisin alkuvaiheista. Haasteita tuottavat tiukentuneet rahoituskovenantit. Yleisimmiksi ongelmiksi mainittiin lainamarginaalien leveneminen erityisesti pienissä yrityksissä sekä kiristyneet vakuusvaatimukset. (Suomen Yrittäjät 2014.)

Huolestuttavin tilanne on kasvuyrityksillä, joille rahoituksen saatavuus ja ehdot tuottavat eniten vaikeuksia. Tämä on erittäin valitettavaa kansantalouden kannalta erityisesti talouskasvun ja uusien työpaikkojen luomisen suhteen, sillä kasvuun tarvitaan rahoitusta. Huomionarvoista onkin, että voimakkaasti kasvuhakuisilla pk-yrityksillä vain 57 % on lainaa, mikä on poikkeuksellisen pieni osuus. Ilmiö selittyy rahoittajien riskinottokyvyn laskulla (sääntely ja suhdanteet) tai uusilla rahoituslähteillä. Suomen Yrittäjät 2014.)

Sama rahoitusrakenteen muutos on havaittavissa muissakin kuin voimakkaasti kasvuhalusissa yrityksissä. On selvää, että rahoitusrakenteen on muun muassa pankkisääntelyn vuoksi monipuolistuttava ja uudistuttava, jotta rahoituksen saatavuus varmistetaan tulevaisuudessakin ja sitä kautta luodaan edellytykset kasvulle. Muutokset tapahtuvat hitaasti, mutta merkkejä muutoksesta on jo nähtävillä: esimerkiksi pääomasijoittajien ja rahoitusyhtiöiden osuudet rahoituksesta ovat nousussa, kun taas vakuutusyhtiöiden osuudet ovat selkeässä laskussa. Yhä useammat yritykset hankkivat rahoitusta laskemalla liikkeelle joukkovelkakirjoja sekä yritystodistuksia, ja tämäkin määrä on kasvussa. Tällä hetkellä liikkeellelaskijat ovat lähinnä suurempia yrityksiä, mutta tulevaisuudessa pienemmätkin yritykset todennäköisimmin laskevat liikkeelle joukkovelkakirjoja. Juuri tähän tarkoitukseen on perustettu First North Bond Market Finland – joukkovelkakirjamarkkinapaikka. (Elinkeinoelämän keskusliitto ym. 2013; Suomen Yrittäjät 2014; Kauppi 2013.)

Maksuvaikeudet jatkuvat

Yritysten rahoitustarpeita lisää entisestään yhä useamman yrityksen kohtaamat maksuvaikeudet asiakasyritysten laskunmaksuaikojen pidentymisen tuloksena. Ongelmallisoin tilanne on erityisesti pk-yrityksissä, joista jopa noin puolet arvioi rahoitustarpeidensa kasvaneen, koska asiakasyritysten laskunmaksu on hidastunut. Näiden asiakkaiden keskimääräinen laskunmaksuaika on 18–27 päivää. Maksuvaikeuksia kokeneiden pk-yritysten osuus on kolmatta vuotta ennätyskorkea 14–20 %. Niin sanotuissa normaaleissa talouden oloissa maksuvaikeuk-

sista raportoi yleensä vain muutama prosentti yrityksistä. (Elinkeinoelämän keskusliitto ym. 2013; Suomen Yrittäjät 2014.)

Tässäkin tapauksessa eniten vaikeuksia kohtaavat voimakkaasti kasvuhakuiset pk-yritykset. Muutoin tilanne on tasaisempi yritysten elinkaaren kannalta; yrityksen ikä ei suuremmin vaikuta maksuvaikeuksien esiintymiseen. Kuitenkin muutoksena aiempaan, 2000-luvulla perustetut pk-yritykset taistelevat maksuvaikeuksien kanssa hieman muita yrityksiä harvemmin. (Suomen Yrittäjät 2014.)

Tilanne Varsinais-Suomessa

Varsinais-Suomen Yrittäjien ja Varsinais-Suomen Osuuspankkien teettämässä maakuntaennusteessa vuodelle 2014 varsinaissuomalaisten pk-yritysten tilanne nähdään valoisampana verrattuna vuotta aiempaan. Kuitenkin investointitodoksissaan varsinaissuomalaiset pk-yrittäjät olivat aiempaa pessimistisempiä, koko maakuntaennusteen historian alhaisimmalla tasolla. (Varsinais-Suomen Yrittäjät & Varsinais-Suomen Osuuspankit, 2013.)

Varsinaissuomalaisten pk-yritysten rahoitus on linjassa valtakunnallisten julkaisujen kanssa: ensisijainen ulkoisen rahoituksen lähde on pankki. Vuonna 2014 ulkoista rahoitusta tarvitsevista yrittäjistä 62 % arvioi ottavansa pankkiluottoa. Ulkoisen rahoituksen tarve on kasvanut viime vuodesta kun 21 % yrityksistä ilmoitti tarvitsevansa ulkoista rahoitusta. Kehitys seuraa valtakunnallista trendiä, jossa runsas viidennes Suomen pk-yrityksistä raportoi rahoitustarpeistaan vuodelle 2014. (Suomen Yrittäjät, 2014; Varsinais-Suomen Yrittäjät & Varsinais-Suomen Osuuspankit, 2013.)

Pk-yritykset työpaikkojen luojana Varsinais-Suomessa ovat edelleen tärkeitä. Kyselyyn vastanneet pk-yritykset arvioivat luovansa 780 uutta työpaikkaa Varsinais-Suomeen vuonna 2014. Vastanneet yritykset edustavat 15 % kaikista Varsinais-Suomen yrittäjien jäsenyrityksistä, joten mikäli sama kehitys toteutuisi loppuilla pk-yrityksillä, saataisiin maakuntaan luotua huomattava määrä työpaikkoja. Juuri tämän seikan vuoksi onkin tärkeää, että pk-yritysten rahoitusmahdollisuudet ovat monipuoliset, milloin yrityksillä on suotuista kasvualusta kehittää

liiketoimintojaan. (Varsinais-Suomen Yrittäjät & Varsinais-Suomen Osuuspankit, 2013.)

4.2 First North – vaihtoehtoinen markkinapaikka kevyemmällä sääntelyllä

First North on Nasdaq OMX:n omistama pohjoismainen, vaihtoehtoinen, niin kutsuttu monenkeskeinen markkinapaikka (MTF-markkinapaikka) osakekaupankäynnille. Se on aloittanut toimintansa vuonna 2005 Tanskasta ja toimii tällä hetkellä Tanskan lisäksi myös Ruotsissa, Islannissa ja Suomessa. First North tarjoaa rahoitusmarkkinoiden mahdollisuudet esimerkiksi pienille yrityksille, joilla ei ole edellytyksiä tai halua listautua päämarkkinan listalle. Sijoittajalle taas avautuu mahdollisuus sijoittaa yhtiöön jo kasvu- ja kehitysvaiheessa – tosin suuremmalla riskillä ja täten myös suuremmilla tuottomahdollisuuksilla.

First North on juridisilta velvoitteiltaan huomattavasti kevyempi kuin päämarkkina. Sitä ei koske EU:n arvopaperimarkkinalaissa säännellylle markkinapaikalle säädetyt juridiset vaatimukset. Tämä tarkoittaa muun muassa sitä, että sinne listautuvan yrityksen ei tarvitse laatia IFRS-standardien mukaista tilinpäätöstä eikä taloudellista raportointia tarvitse tuottaa neljännesvuosittain. Mikäli kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä tehdään julkinen anti yleisölle, esitiedirektiivin vaatimukset kuitenkin pätevät. Tiedonantovelvollisuudesta on säädetty First Northin säännöissä ja ainoat vaateet taloudellisesta raportoinnista ovat tilinpäätös sekä puolivuotiskatsaus. First Northiin listautuneet yritykset eivät voi kuitenkaan kutsua itseään pörssinoteeratuiksi tai pörssiyrityksiä.

First North Bond Market Finland

First North Bond Market Finland on vaihtoehtoinen joukkovelkakirjamarkkinapaikka suomalaisille yrityksille. Markkinapaikka tarjoaa yhtiöille samat palvelut kuin päämarkkina, mutta kevyemmin vaatimuksin ja velvoittein. Tämä tarkoittaa sitä, että myös pk-yritykset voivat laskea liikkeelle vieraan pääoman ehtoisia joukkovelkakirjalainoja. First North -joukkovelkakirjamarkkina on räätälöity eri-

tyisesti pienille ja keskisuurille yhtiöille, mutta se toimii vaihtoehtona myös isommille yhtiöille tai päämarkkinalle listatuille yhtiöille.

Listautuminen First North Bond Market Finland -markkinalle parantaa yhtiön ja joukkovelkakirjalainan näkyvyyttä ja antaa mahdollisuuden sijoittajapohjan laajenemiselle. Sijoittajien luottamus ja kiinnostus yritystä ja sen lainoja kohtaa lisääntyvät, kun yhtiö on listattu ja raportoi toiminnastaan säännöllisesti. Listautumisprosessi on tehty yksinkertaiseksi ja joukkovelkakirjalainan malliehdot ovat yritysten käytettävissä, eikä listautumiseen ei tarvita Finanssivalvonnan tai muun vastaavan viranomaisen hyväksymää esitettä. Ennen listautumista yhtiöllä on kuitenkin oltava kahden vuoden tilinpäätöshistoria sekä tiedonantovelvollisuuden noudattamiseen tarvittava organisaatio. Lisäksi velkakirjat on liitettävä arvo-osuusjärjestelmään ja hakemusprosessissa avustamassa on oltava Hyväksytty Neuvonantaja.

Yhtiön liikkeellelaskemat velkakirjat on oltava vapaasti luovutettavissa ja kaikki samaan liikkeeseenlaskuun kuuluvat velkakirjat on sisällytettävä listautumishakemukseen. Merkittävä strateginen kysymys listautumista suunnittelevalle pk-yrityksen johdolle onkin se, että onko se valmis vähentämään suhteellista omistustaan yrityksessä.

4.3 Listautumisprosessi First North Bond Market Finland -markkinapaikalle

Listautumisprosessi alkaa sillä, että yhtiö kilpailuttaa ja valitsee itselleen niin kutsutun Hyväksytyn Neuvonantajan. Hyväksytty Neuvonantaja on usein pankki, investointipankki tai pankkiiriliike, corporate finance -yritys tai tilintarkastusyhteisö. Neuvonantajat ovat nimensä mukaisesti hyväksytyjä pörssin toimesta, erillisen hakuprosessin tuloksena (Liite 2 Lista Hyväksytyistä Neuvonantajista).

Hyväksytyn Neuvonantajan kanssa yhtiö laatii hakemuksen listautumista varten sekä mahdollisia muita dokumentteja, esimerkiksi yhtiöesitteen. Hyväksytty Neuvonantaja on yhteydessä pörssiin koko prosessin ajan ja pörssi tarvittaessa kommentoi hakemusta jo ennen sen toimittamista. Neuvonantajan rooli on siis ensisijaisesti varmistaa, että markkinapaikan sääntöjä noudatetaan listautumis-

vaiheesta kaupankäynnin kohteena olon aikana. Neuvonantaja toimii usein yhtiön eräänlaisena tukihenkilönä listautumisen jälkeenkin. Pörssi valvoo myös, että Hyväksytyt Neuvonantajat noudattavat tehtäviään.



Kuva 2. Listautumisprosessi (Nasdaq OMX).

Listautumisprosessin kesto riippuu pitkälti siitä, miten hyvin yhtiö on valmistautunut etukäteen tulevaan prosessiin ennen hakemuksen jättämistä pörssiin. Ratkaisevin osuus listautumisprosessin keston kannalta on yllä olevassa kuvassa näkyvä osuus ennen vaihetta, jossa Hyväksytyt Neuvonantaja jättää hakemuksen pörssille. Kun hakemus tarvittavine dokumentaatioineen on toimitettu pörssiin, päätös listalleottamisesta tehdään kahdeksan työpäivän kuluessa hakemuksen jättämisestä. Hakemuksen jättämisen jälkeen prosessi etenee siis

melko nopeasti. Päätöksen jälkeen julkaistaan mahdollinen esite sekä yhtiöesite, jonka jälkeen julkistetaan pörssitiedote pörssin päätöksestä. Prosessi kestää lyhimmillään noin kaksi viikkoa, mutta mikäli valmisteluvaihe pitkittyy, pitkittyy samalla myös koko listautumisprosessi. Säännöistä voidaan tarvittaessa poiketa ja poikkeukset sääntöihin myöntää pörssi.

4.3.1 Yhtiöesite tai esite

First North Bond Market Finland -markkinapaikalle riittää kevyempi yhtiöesite kuin päämarkkinalle. Yhtiön ei siis välttämättä tarvitse laatia arvopaperimarkkinain mukaista Finanssivalvonnassa hyväksyttävää esitettä. Tällainen tiukemman säätelyn mukainen esite on laadittava vain, jos velkakirjoja tarjotaan yleisön merkittäväksi ja velkakirjojen määrä Euroopan talousalueella on 12 kuukauden aikana viisi miljoonaa (5 000 000) euroa tai enemmän.

Yhtiöesitteen sisältövaatimukset on esitetty First North Bond Marketin sääntökirjassa (First North Bond Market – Rulebook). Yhtiöesite pitää sisällään muun muassa seuraavaa:

- Liikkeellelaskijan kuvaus: liiketoiminnan kuvaus, organisaatorakenne, kilpailutilanne, päämarkkinoiden kuvaus, merkittävimmät riskitekijät, historiatiedot, syyt listautumiselle.
- Taloudellisen aseman kuvaus: tilinpäätösinformaatio ja taloudellisen kehityksen trendi viimeisimmän kahden vuoden ajalta, uusin neljännesvuosi/puolivuosisraportti, pankkisuhde.
- Yhtiön hallinnon kuvaus: hallituksen kokoonpano, omistusrakenne, johdon keskinäiset liiketoimet.
- Muita tietoja, esimerkiksi verotus, mahdollinen luottoluokitus.

4.3.2 Tiedonantovelvollisuus

Tiedonantosäännöt ovat lähes samanlaiset First North Bond Market Finland -markkinalla kuin säännellyillä joukkovelkakirjamarkkinoilla. Tiedonantovelvollisuudesta on säädetty tarkemmin sääntökirjassa. Sääntöjen mukaan listatulla yhtiöllä on jatkuva tiedonantovelvollisuus; sen on viipymättä julkistettava kaikki joukkovelkakirjan arvoon olennaisesti vaikuttavat tiedot, mukaan lukien esimerkiksi muutokset joukkovelkakirjalainan ehdoissa. Tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluu myös muun muassa tilinpäätös ja toimintakertomus ja puolivuosisikaus. Tilinpäätös on laadittava kotivaltion sääntelyn ja siellä noudatettavan hyvän kirjanpitoalan mukaisesti.

Yhtiötiedotteet voi laatia suomeksi, ruotsiksi tai englanniksi. Tiedotteista on ilmentävä yhtiön nimi, Hyväksytty Neuvonantaja sekä kuvaus julkaistavan tiedotteen tyypistä. Tiedotteet on julkistettava siten, että yleisölle taataan nopea ja tasapuolinen pääsy tietoon. Tieto on annettava samanaikaisesti myös pörssille sekä Hyväksytylle Neuvonantajalle. Lisäksi yhtiöllä tulee olla Internet-sivut, jossa tiedotteet on oltava saatavilla vähintään kolmen vuoden ajan julkistamisesta. Sivustolta on löydettävä myös yhtiöjärjestys, tiedot hallituksen jäsenistä, Hyväksytyt Neuvonantajan nimi sekä tiedot muusta yhtiön johdosta.

4.3.3 Kustannukset

Liikkeellelaskijan kustannukset muodostuvat listaus- ja vuosimaksusta, Hyväksytyt Neuvonantajan kustannukset listausprosessissa avustamisesta, yhtiöesitteen tai esitteen laatimiskulut, Arvopaperikeskuksen (Euroclear Finland) maksut, sekä mahdolliset muut kustannukset, kuten esimerkiksi ulkopuolisten asiantuntijoiden palkkiot, myynti ja markkinointi sekä oikeudellinen neuvonanto.

Listausmaksu ja vuosimaksu määräytyvät emission suuruuden ja joukkovelkakirjan tyyppin mukaan riippuen siitä, onko joukkovelkakirja tyypiltään niin sanottu wholesale bond vai retail bond (Liite 3 First North Bond Market -hinnasto). Molemmissa tyypeissä listautumismaksu on kiinteä ja vuosimaksu määräytyy pro-

senttiosuudella emission määrästä. Vuosimaksussa on kuitenkin ala- ja yläraja, joiden välille vuosimaksu asetuu. Seuraavassa esimerkissä on laskettu 20 miljoonan joukkovelkakirjalainan listaus- ja vuosikustannukset, kun lainan maturiteetti on 5 vuotta ja minimimerkintäarvo 1000 euroa.

Kyseessä on niin kutsuttu retail bond, sitä myydään vähittäissijoittajille alle 100 000 euron erissä. Joukkovelkakirjan listautumismaksu on tällöin 2400 euroa ja vuosimaksu 1000 euroa. Näin ollen viiden vuoden maturiteetilla kustannuksia kertyy yhteensä 7 400 euroa + ALV ($5 \cdot 1000 \text{ €} + 2400 \text{ €}$). Vuosimaksussa käytetään minimihinnoittelua, sillä tällä emissiolla vuosimaksun suuruus määrittäisi muutoin alle 1000 euron minimimäärän ($20\,000\,000 \text{ €} \cdot 0,0035 \% = 700 \text{ €}$).

Mikäli lainaa myytäisiin vähintään 100 000 euron erissä, olisi se niin kutsuttu wholesale bond. Lainan määrän pysyessä samana, olisi listautumismaksu 1500 euroa ja vuosimaksu 1000 euroa. Näin ollen viiden vuoden maturiteetilla kustannuksia kertyy yhteensä 6 500 euroa + ALV. ($5 \cdot 1000 \text{ €} + 1\,500 \text{ €} = 6\,500 \text{ €}$). Myös tässäkin tapauksessa vuosimaksussa käytetään minimihinnoittelua, sillä tällä emissiolla vuosimaksun suuruus määrittäisi alle 1000 euron minimimäärän ($20\,000\,000 \text{ €} \cdot 0,0025 \% = 500 \text{ €}$).

Kuten laskelmista huomataan, vuosimaksun suuruus ei yllä minimimäärään, joten kustannustehokkaampi vaihtoehto olisi laskea liikkeelle laina, joka on riittävän suuri niin että vuosimaksun alaraja ylitetään. Retail bondin tapauksessa tällainen laina olisi suuruudeltaan noin 30 000 000 euroa ($1000 \text{ €} \div 0,0035 \% = 28\,857\,143 \text{ €} \approx 30\,000\,000 \text{ €}$). Wholesale bondin tapauksessa lainan minimisuuruus olisi 40 000 000 euroa ($1000 \text{ €} \div 0,0025 \% = 40\,000\,000 \text{ €}$).

Vastaavasti vuosimaksun ylärajalla on kustannustehokasta laskea liikkeelle laina, joka on vähintään niin suuri, että vuosimaksun yläraja täyttyy. Retail bondin tulisi tällöin olla vähintään 115 000 000 euron suuruinen ($4000 \text{ €} \div 0,0035 \% = 114\,285\,700 \text{ €} \approx 115\,000\,000 \text{ €}$) ja wholesale bondin 120 000 000 euron suuruinen ($3000 \text{ €} \div 0,0025 \% = 120\,000\,000 \text{ €}$).

	Retail bond	Wholesale bond
Listautumismaksu	2 400,00 €	1 500,00 €
Vuosimaksu, 5 vuotta	5 000,00 €	5 000,00 €
Yhteensä	7 400,00 €	6 500,00 €
Alaraja	30 000 000,00 €	40 000 000,00 €
Yläraja	115 000 000,00 €	120 000 000,00 €

Taulukko 2. Emissiosta maksettavat kulut pörssille ja emission raja-arvot.

Mikäli tarkastellaan pelkästään vuosimaksun määräytymistä, on yhtiölle kustannustehokkainta raja-arvojen kannalta laskea liikkeelle laina, joka on suuruudeltaan vähintään 30 miljoonaa tai yli 115 miljoonaa euroa (retail bond) tai vähintään 40 miljoonaa tai yli 120 miljoonaa euroa (wholesale bond).

Laskelmista voidaan päätellä, että mikäli halutaan laskea liikkeelle kustannustehokkain laina pörssin perimien kulujen perusteella, eivät pienemmät pk-yritykset hyötyisi tämäntyyppisestä rahoituksesta sen suuruuden ja kustannuksen perusteella. Rahoituksen tarve ei ole pienemmillä pk-yrityksillä läheskään niin suuri ja uudesta rahoitusmuodosta syntyviin kustannuksiin ei välttämättä ole varaa. Tässä tapauksessa voitaisiinkin toimia niin, että pienemmät pk-yritykset laskisivat liikkeelle ryhmäjoukkovelkakirjalainan, jolloin laina koostuisi useammasta pienemmästä lainasta. Ryhmälainan tapauksessa kustannukset jakautuvat listautuneen ryhmän kesken, joten mitä enemmän jäseniä ryhmässä on, sitä suuremmalle osalle kustannukset jakautuvat ja rahoituksen kustannus pienenee.

Ryhmäjoukkolainalla voisi olla vielä yhteinen nimittäjä, esimerkiksi laina voisi koostua saman toimialan yrityksistä tai saman maakunnan alueella toimivista yrityksistä, jolloin voitaisiin puhua esimerkiksi ”toimialabondista” tai ”maakuntabondista”. Tämä voisi olla selkeyttävä seikka sijoittajalle sijoituspäätöstä tehdessä: toimialabondiin sijoitettaessa sijoittaja tietää sijoittavansa tiettyyn toimialaan tai maakuntabondin tapauksessa maakunnan alueella toimiviin yrityksiin.

Ryhmälainaa takaamassa voisi olla luotettavaksi tunnettu yhtiö, esimerkiksi vakuutusyhtiö tai pankki. Tällöin koroista ja lyhennyksistä sijoittajille vastaisi viime kädessä lainan takaaja, eikä liikkeellelaskijat. Tämä vähentää huomattavasti ryhmälainaan liittyvää riskiä ja houkuttelee näin enemmän sijoittajia. Myös institutionaaliset sijoittajat voisivat kiinnostua pienempien yritysten rahoittamisesta joukkoemission kautta.

4.4 Joukkovelkakirjarahoitus verrattuna pankkirahoitukseen

Pankkisääntelystä johtuvat vaikeudet liittyen pankkirahoituksen saatavuuteen ja ehtoihin tekevät joukkovelkakirjamuotoisesta rahoituksesta varteenotettavan vaihtoehdon perinteisen pankkirahoituksen rinnalle. Joukkovelkakirjan korko on usein kiinteä, mikä tarjoaa suojaan korkovaihtelua vastaan. Pankkirahoituksessa korkoriski taas realisoituu helpommin, sillä korko on usein sidottu johonkin viitekorkoon, esimerkiksi euribor-korkoon. Joukkovelkakirjat tarjoavat yritykselle myös mahdollisuuden rahoituksen pidempään maturiteettiin, mikäli pankista ei ole saatavilla rahoitusta esimerkiksi viideksi vuodeksi.

Muut edut suhteessa pankkirahoitukseen liittyvät vakuuksiin ja lyhenteisyyteen. Joukkovelkakirjat ovat yleensä vakuudettomia, kun taas pankkirahoituksessa vakuudet vaaditaan. Erityisesti pankkien vakuusvaatimusten kiristyessä tämä seikka on huomattava etu joukkovelkakirjarahoituksessa. Huomattava etu on myös lyhenteisyydessä, joukkovelkakirjalainat ovat usein kertalyhenteisiä bullet-lainoja kun taas pankkilainoja useimmin lyhennetään erillisen lyhennysohjelman mukaisesti. Toki myös pankkilainoja on saatavilla kertalyhenteisinä. Kertalyhenteisyys mahdollistaa yrityksen kassavirran tehokkaamman hyödyntämisen liiketoimintaan laina-aikana kun ei ole rasitetta lyhennyksistä, vain kertyneistä koroista. Yritykselle tarjoutuu näin mahdollisuus keskittyä ydinosamaiseensa koko maturiteetin ajan ja raha mikä ennen on varattu lyhennyksiin, voidaan käyttää esimerkiksi kasvun rahoittamiseen.

	Joukkovelkakirjarahoitus	Pankkirahoitus
Korko	Usein kiinteä, tarjoaa suojan korkovaihtelua vastaan	Korkoriski
Maturiteetti	Mahdollisuus pidempään maturiteettiin	Maturiteetit lyhyempiä
Saatavuus	Vaihtoehto rahoituksen turvaamiseen, rahoitusrakenteen monipuolistamiseen ja sitä kautta hajauttaa riskiä	Entistä vaikeampaa pankkisääntelyn vuoksi.
Vakuudet	Tyypillisesti vakuudeton	Vakuudet vaaditaan
Lyhenteisyys	Usein kertalyhenteinen: kassavirran tehokkaampi hyödyntäminen laina-aikana	Lyhennysohjelma
Muut palvelut	Ei sido muihin palveluihin	Usein vaatimus esim. rahaliikenteen ym. muiden palveluiden siirtämisestä lainottajalle

Taulukko 3. Joukkovelkakirjarahoituksen edut verrattuna pankkirahoitukseen.

Joukkovelkakirjarahoituksen etu on myös se, että se ei sido liikkeellelaskijaa muihin palveluihin rahoituksessa. Pankkirahoituksen tapauksessa usein vaaditaan rahaliikenteen ja muiden pankkipalvelujen siirtoa lainottajapankin hoidettavaksi. Joukkovelkakirjarahoitus antaa siis mahdollisuuden päättää pankkipalvelujen tarjoajasta muillakin perusteilla kuin rahoituksen kautta.

5 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tämän tutkimuksen tavoitteena oli tarkastella joukkovelkakirjoja pk-yrityksen rahoitusmuotona. Tutkimuksessa keskityttiin tarkastelemaan joukkovelkakirjoja, jotka listataan niin sanotulla monenkeskeisellä First North Bond Market Finland -markkinapaikalla. Nasdaq OMX:n alainen kevyemmän sääntelyn First North Bond Market Finland -markkinapaikka aloitti toimintansa Suomessa tammikuussa 2014, joten tutkimusaihe on erittäin ajankohtainen.

Tutkimuksen teoreettinen viitekehys pohjautui joukkovelkakirjan käsitteen määrittelyyn, sen eri ominaisuuksiin ja tyypeihin sekä riskeihin. Joukkovelkakirjojen teoriaosuutta havainnollistettiin käytännön esimerkillä. Lisäksi käsiteltiin lyhyesti pankkeihin kohdistuva sääntely tapaustutkimuksen tueksi.

Tutkimuksen empiriaa lähestyttiin lyhyellä ja tiiviillä analyysillä pk-yritysrahoituksen tämänhetkisestä tilasta Suomessa. Lähdejulkaisujen perusteella voidaan sanoa, että finanssikriisin jälkeen pk-yritysten rahoitusvaikeudet ovat kasvaneet erityisesti tiukentuneen pankkisääntelyn johdosta. Pankit sopeuttavat taseitaan ja rahoituksen ehdot kiristyvät, mikä johtaa rahoituksen aiempaa heikompaan saatavuuteen ja suurempiin rahoituskustannuksiin. Tämän vuoksi yritysten rahoitusrakenne on tutkimusten mukaan monipuolistumassa ja uudelle rahoitusmuodolle pankkirahoituksen rinnalle on kysyntää.

Analyysistä käy ilmi, että erityisesti kasvuyrityksillä on ongelmia rahoituksensa kanssa. Lisärahoitustarpeita tuovat myös maksuvaikeudet, jotka aiheutuvat enimmäkseen asiakasyritysten pidentyneistä laskujen takaisinmaksuajoista. Kasvun ja uusien työpaikkojen luomisen kannalta on tärkeää saada kasvurahoitusta ja mikäli sitä ei perinteisen pankkirahoituksen muodossa ole saatavilla, voisi joukkovelkakirjarahoitusta olla hyvä vaihtoehto kasvun rahoittamiselle.

Empiirisessä osassa selvitettiin joukkovelkakirjamuotoisen rahoituksen hankintaprosessi ja siihen liittyvät kustannukset. Kustannuksia ei pystytty arvioimaan kuin pörssin perimien maksujen osalta, sillä muut kustannukset vaihtelevat suu-

resti yrityksestä ja sen käyttämistä palveluista riippuen. Muiden kustannusten arviointi ei siten ollut tarkoituksenmukaista, sillä arviot heittelisivät liian paljon tutkimuksen reliaaabeliuden kannalta.

Kustannuksia arvioitaessa tultiin siihen tulokseen, että tällä hetkellä kustannukset ovat vielä sen verran korkeat, ettei markkinoille kannata listautua kovin pienellä, esimerkiksi muutaman miljoonan emissiolla. Optimaalisin emissio minimivuosikustannuksen mukaan olisi vähittäismyyntiin tarkoitettulla joukkovelkakirjalla vähintään 30 miljoonaa euroa. Joukkovelkakirjan minimimäärää ei ole määritetty, joten pienemmät emissiot ovat mahdollisia, mutta silloin rahoituksen kustannus on suhteellisesti suurempi. Kun tähän lisätään vielä Arvopaperikeskuksen, Hyväksytyt Neuvonantajien ja muiden asiantuntijoiden palkkiot sekä mahdolliset esitteen laatimiskulut ja myynti- ja markkinointikustannukset, kasvavat kulut entisestään. Kokemattomammille, pienille pk-yrityksille tällainen rahoitus voi siis koitua suhteettoman kalliiksi.

Tämän vuoksi tutkimuksen perusteella pienemmille pk-yrityksille rahoitusmuotona voidaan nähdä ryhmäjoukkovelkakirjalaina, jossa yksittäisistä pienemmistä lainoista lasketaan liikkeelle yksi ryhmäjoukkolaina. Tällainen ryhmäjoukkolaina voisi koostua vaikka saman toimialan yrityksistä tai yhden maakunnan alueella toimivista yrityksistä, jolloin voitaisiin puhua esimerkiksi ”toimialabondista” tai ”maakuntabondista”.

Tutkimuksen määrittelemät tavoitteet saavutettiin, tutkimuksesta ilmenee pk-yritykselle haettavan joukkovelkakirjarahoituksen prosessi ja kustannukset, siltä osin kuin kustannuksia on mielekästä arvioida. Rahoituksenhakuprosessi esitetään kattavasti liitteineen, joten tutkimusta voi käyttää apuna suunnittelussa, mikäli harkitaan First North Bond Market Finland -markkinapaikalla listattuja joukkovelkakirjoja rahoitusvaihtoehdoksi yritykselle.

Koska Suomessa joukkovelkakirjamuotoinen rahoitus pk-yrityssektorilla on aivan alkutekijöissään, ovat jatkotutkimuksien aiheumahdollisuudet laajat. Myöhemmin voitaisiin tutkia listautumisprosessia todellisen toteutuneen listauksen

avulla tai tutkia tarkemmin nimenomaan pk-yritysten ryhmäjoukkolainan liikkeelaskua.

Tämä opinnäytetyö oli tekijälleen erityisen opettava prosessi. Aihetta valittaessa tärkeää oli sen ajankohtaisuus ja yhteiskunnallinen merkitys, tavoitteena oli tehdä tutkimusta, josta olisi todellista hyötyä alueen yrittäjille ja toimijoille. Aihe oli ajankohtaisuutensa vuoksi myös melko haastava, sillä tietoa oli tarjolla rajoitusti ja uusi rahoitusmuoto prosesseineen vaati pitkäjänteistä selvittelytyötä. Tämän tutkimuksen myötä saatiin yksi uusi näkökulma pk-yritysten rahoitukseen.

LÄHTEET

Alhonsuo, S; Nisén, A; Nousiainen, S; Pellikka, T. & Sundberg, S. 2012. Finanssitoiminnan käsikirja. Jyväskylä: Bookwell Oy.

Anderson, K. 2001. Sijoittamisen käsikirja. Helsinki: Edita Oyj.

Elinkeinoelämän Keskusliitto EK, Finanssialan Keskusliitto, Finnvera Oyj, Suomen pankki, Suomen Yrittäjät, työ- ja elinkeinoministeriö, 2013. Yritysrahoituskysely 2013. Viitattu 5.3.2014. http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/selvitykset_ ja_ raportit/rahoituskyselyt/Pages/rahoituskysely_2013.aspx

Elo, H. 2009. Varo hybridiä! Viitattu 21.2.2014 <http://sijoittajaksi.blogit.kauppalehti.fi/blog/8490>.

Euro Inter Bank Offer Rate 2014. <http://euribor.fi/>

Euroopan komissio, yritys- ja teollisuustoiminta. Mitä ovat pk-yritykset? Viitattu 28.2.2014. http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/sme-definition/index_fi.htm

Euroopan unionin virallinen lehti, 2013. Euroopan järjestelmäriskikomitean suositus, annettu 20 päivänä joulukuuta 2012, luottolaitoksen rahoituksesta. Viitattu 12.5.2014. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2013:119:FULL:FI:PDF>

Finanssivalvonta, 2010. Indeksilainat. Viitattu 21.2.2014. http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Indeksilainat/Pages/Default.aspx#_UwdqIvI_ uek

Finanssivalvonta 2014. Joukkovelkakirjalainojen ominaisuuksia. Viitattu 1.3.2014. http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Jvk/Ominaisuuksia/Pages/Default.aspx#_UxHliPI_ uek

Hiljander, H. & Lindholm, P. 2014. Joukkovelkakirjat, uusi rahoitusmahdollisuus pk-yrityksille. Kauppalehti Johtamisen käsikirjat, yrityskaupat ja omistussuhteet. Viitattu 15.4.2014. <http://johtaminen.kauppalehti.fi/book/yrityskaupat- ja- omistussuhteet/rahoituskysymykset/joukkovelkakirjalainat-uusi-rahoitusmahdollisuus-pk-yrityksille>

Hirsjärvi, S; Remes, P. & Sajavaara, P. 2013. Tutki ja kirjoita. Porvoo: Bookwell Oy.

Kallunki, J-P; Martikainen, M. & Niemelä, N. 2011. Ammattimainen sijoittaminen. Vantaa: Hansaprint Oy.

Kangasharju, A. & Kosonen, S. 2013. Pankkisääntelyn vaikutukset. Viitattu 11.5.2014. <http://newsroom.nordea.com/fi/files/2013/04/Regulaatioraportti1.pdf>

Kauppi, Piia-Noora, 2013 Pankit ja yritysrahoitus finanssikriisissä. Viitattu 6.5.2014. http://www.hyol.fi/assets/files/Talous%20tutuksi/Kauppi_ Taloustutuksi2013.pdf

Kontkanen, E. 2008. Pankkitoiminnan käsikirja. Vammala: Vammalan kirjapaino Oy.

Laki väliaikaisesta pankkiverosta 28.12.2012/986.

Mattila, Veli-Matti. 2013 Pankit ja yritysrahoitus finanssikriisissä. Viitattu 6.5.2014. http://www.hyol.fi/assets/files/Talous%20tutuksi/Mattila_ Taloustutuksi_2013_ Turku.pdf

Martikainen, T. & Martikainen, M. 2006. Rahoituksen perusteet. Helsinki: WSOY Oppimateriaalit Oy.

Mishkin, F. 2004. The Economics of Money, Banking and Financial Markets. Boston: Pearson Education Ltd.

Mishkin, F. & Eakins, S. 2009. Financial Markets and Institutions. Boston: Pearson Education Ltd.

Nasdaq OMX 2014. First North Bond Market Finland. Viitattu 15.4.2014
<http://www.nasdaqomx.com/firstnorth/bondmarket/finland>

Niskanen, J. & Niskanen, M. 2013. Yritysrahoitus. Porvoo: Bookwell Oy.

Tikka, M; Nykky, U; Virtanen, P; Heiniö, S. & Linnavirta, R. 2014. Rahoitusinstrumentit - yrityksen kirjanpito, tilinpäätös ja verotus. Helsinki: Sanoma Pro Oy.

Watson, D. & Head, A. 2010. Corporate Finance. Principles & Practise. Pearson Education Ltd.

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624.

Pörssisäätiö, 2013. Listautujan käsikirja. Viitattu 5.5.2014.
<http://www.porssisaatio.fi/blog/2012/06/04/listautujan-kasikirja-monenkeskiselle-markkinapaikalle/>

Pörssisäätiö, 2013. Sijoittajan korko-opas. Viitattu 21.2.2014.
http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2011/12/korko_opas_2013_final_perus_KORJ.pdf

SRV Yhtiöt Oyj, 2013. SRV Yhtiöt Oyj:n 75 miljoonan euron joukkovelkakirjalainan listalleottoesite saatavilla. GlobeNewsWire. Viitattu 1.3.2014.
<http://globenewswire.com/news-release/2013/12/18/597665/0/fi/SRV-Yhti%C3%B6t-Oyj-n-75-miljoonan-euron-joukkovelkakirjalainan-listalleottoesite-saatavilla.html?print=1>

Suomen Yrittäjät, 2014. Pk-yritysbarometri kevät 2014. Viitattu 5.3.2014.
<http://www.yrittajat.fi/fi-FI/suomenyrittajat/tutkimustoiminta/pk-yritysbarometri-1-2014/>

Suvanto, A. 2013. Rahoitustransaktiovero, likviditeetti ja rahapolitiikka. Viitattu 11.5.2014.
http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/selvitykset_ ja_ raportit/bof_online/Documents/BoF_Online_02_2013.pdf

Valtiovarainministeriö, 2014. Talletussuojadirektiivin uudistus. Viitattu 12.5.2014.
https://www.vm.fi/vm/fi/11_ rahoitusmarkkinat/02_ kotimainen_ lainsaadanto/04_ hankkeet/06_ talletussuojadirektiivin_ uudistus/index.jsp

Varsinais-Suomen Yrittäjät & Varsinais-Suomen Osuuspankit, 2013. Varsinais-Suomen maakuntaennuste vuodelle 2014. Viitattu 5.3.2014.
<http://www.yrittajat.fi/File/60497c46-bea4-42e5-8a12-0b95cf7a38f4/V-S%20Maakuntaennuste.pdf>

Velkakirjalaki 31.7.1947/622.

SRV Yhtiöt Oyj:n pörssitiedote 18.12.2013

Julkaistu: 2013-12-18 09:58:23 CET



SRV Yhtiöt Oyj
Listalleottoesite

SRV Yhtiöt Oyj:n 75 miljoonan euron joukkovelkakirjalainan listalleottoesite saatavilla

Espoo, Suomi, 2013-12-18 09:58 CET (GLOBE NEWSWIRE) -- SRV YHTIÖT OYJ PÖRS-SITIEDOTE 18.12.2013

EI JULKISTETTAVAKSI TAI LEVITETTÄVÄKSI, SUORAAN TAI VÄLILLISESTI, YHDYSVALLOISSA, KANADASSA, AUSTRALIASSA, HONGKONGISSA, ETELÄ-AFRIKASSA TAI JAPANISSA TAI MISSÄÄN MUUSSA VALTIOSSA, JOSSA LEVITTÄMINEN TAI JULKISTAMINEN OLISI LAINVASTAISTA

SRV Yhtiöt Oyj tiedotti 11.12.2013 laskevansa liikkeeseen 75 miljoonan euron määräisen vakuudettoman joukkovelkakirjalainan. Lainan maturiteetti on viisi vuotta ja eräpäivä 18.12.2018. Lainalle maksetaan kiinteää 5,0 prosentin vuotuista korkoa.

Finanssivalvonta on tänään hyväksynyt joukkovelkakirjalainan listalleottamista varten laaditun listalleottoesitteen. Listalleottoesite on saatavilla tästä päivästä lähtien englanninkielisenä SRV Yhtiöt Oyj:n internet-sivuilla osoitteessa www.srv.fi/sijoittajat.

SRV Yhtiöt Oyj on jättänyt NASDAQ OMX Helsinki Oy:lle hakemuksen edellä mainitun joukkovelkakirjalainan ottamiseksi julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Joukkovelkakirjalaina otetaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi arviolta 19.12.2013.

Espoo 18.12.2013

SRV Yhtiöt Oyj

Lisätietoja:

Hannu Linnoinen, varatoimitusjohtaja, CFO, puh. 050 523 5850, hannu.linnoinen@srv.fi

Tämän tiedotteen levittäminen tietyissä maissa voi olla rajoitettu lainsäädännöllä, ja henkilöiden, jotka saavat tämän tiedotteen tai osan siitä haltuunsa, tulisi selvittää mahdolliset rajoitukset ja noudattaa niitä. Tätä tiedotetta ei tule tulkita tarjoukseksi ostaa SRV Yhtiöt Oyj:n arvopapereita missään valtiossa. Erityisesti tätä tiedotetta ei tule tulkita tarjoukseksi ostaa tai merkitä arvopapereita Yhdysvalloissa. Tässä tiedotteessa mainittuja arvopapereita ei ole rekisteröity eikä niitä tulla rekisteröimään Yhdysvaltain vuoden 1933 arvopaperilain mukaisesti, eikä niitä voi tarjota, käyttää tai myydä Yhdysvalloissa ilman rekisteröintiä tai soveltuvaa rekisteröintiväimäksiä koskevaa poikkeusta.

Viestin lähettäjä GlobeNewswire, www.globenewswire.com – a NASDAQ OMX company

Liite 2 Lista Hyväksytyistä Neuvonantajista

Certified Adviser	Contact	Share Market	Bond Market	Company
Access Partners Oy	www.accesspartners.com			
Kim Lindroos Jarkko Sipilä	358 96 8295 013 358 96 8295 014	Stockholm Helsinki	Stockholm Helsinki	
Advizer K/S	www.advizer.dk	Copenhagen	-	Egns Invest Ejd., Tyskland
Jakob Tolstrup Kristensen Lasse Mønster	45 70 22 50 33			Jobindex A/S
Alexander Corporate Finance Oy	www.acf.fi	Helsinki	Helsinki	
Jaakko Niemelä Timo Nuutilainen	358 50 5495 501 358 40 5225 467			
Aqurat Fondkommission AB	www.aqurat.se	Stockholm	-	Kopy Goldfields AB
Fredrik Vojbacke Ingrid Bröderman Malin Hagberg Niklas De Mander	46 8 684 05 800 46 8 684 05 800 46 8 684 05 800 46 8 684 05 800			
Arkan & Ergin JPA	www.jpatr.com		-	
Izzet Özberki Dogan Taskent Asli Isinak Gozoren Sinan Erozlu	902 123 700 700 902 123 700 700 902 123 700 700 902 123 700 700	Stockholm/ International		

Auður Capital hf.	www.audur.is	Iceland	-	
Margit Robertet	3 545 856 506			
Bjarki Logason	3 548 586 506 3 545 856 532 354 820 6571			
Avanza Bank AB	www.avanza.se	Stockholm	-	
Jonas Björkman Jakob Järnblad Lina Schöllin	46 8 562 250 70 46 8 562 250 73 46 8 562 250 55			Ferronordic Machines NetJobs Group AB North Chemical AB Oscar Properties SJR AB Sportamore AB Vinovo AB
Aventum Partners Oy	www.aventum.fi	Helsinki		
Olli Klemola	358 40 5555 614			
Beierholm, Statsautoriseret Revisionspartnerselskab	www.beierholm.dk	Copenhagen	-	-
Tage Borregaard Pedersen Thomas Nislev	45 98 18 72 00 45 39 16 76 00			
CDI Global	www.cdiglobal.dk	Copenhagen	-	Wir Tek A/S
Per Vestergaard Andersen Jakob H. Havsteen	45 98 11 00 55			
Clal Finance Global Markets Ltd	www.clalfinance.com		-	
Aviram Kalev Tal Rubinstein Roee Eizenman	972 3 5652536 972 3 5652536 972 3 5652536	Stockholm/ International		

Crowe Horwath	www.crowehorwath.net	Copenhagen	-	NetBooster Holding A/S
Søren Jonassen Hans Olsen	45 39 29 25 00			
Corporate Finance	www.dspco.dk	Copenhagen	-	Aqualife A/S
Johnnie Bloch Jensen Jesper Gøthgen	45 33 64 92 00 45 33 64 92 00			esoft systems A/S Travelmarket A/S DK Company A/S
Danske Bank	www.danskebank.com	-		
Erik Lindkvist Kennt Beicker Knudsen Thomas Skovboe	45 45 14 32 76 45 45 14 32 81 45 45 14 32 46		Copenhagen/ Stockholm	
Danske Bank Oyj		-	Helsinki	
Juha Mustonen Tiia Kytönen	358 10 513 8774 358 10 516 2030			
Deloitte hf.	www.deloitte.is	Iceland	-	Sláturfélag Suðurlands svf.
Ágúst Heimir Ólafsson Árni Jón Árnason	3 545 803 056 3 545 803 035			
Eminova Fondkommission AB		Stockholm		
Gunnar Dahlman Jonas Hemmingsson Michaela Säterfält	46 8 684 211 00 46 8 684 211 00 46 8 684 211 00			
Erik Penser Bankaktiebolag	www.penser.se	Stockholm	-	
Stefan Lundström Mirjam Westrin Sven Jansson Fredrik Sträng Martin Sahlborn	46 8 463 80 00 46 8 463 80 00 46 8 463 80 00 46 8 463 80 00 46 8 463 80 00			ALM Equity aXichem Confidence International AB C-Rad AB Dignitana AB Eolus Vind AB

				Ginger Oil AB Götenehus Group AB Immune Pharmaceuticals LightLab AB Mackmyra Whisky Mangold AB Medcore AB Pilum AB PledPharma AB Ruric AB Scandbook Holding AB Skånska Energi AB ZetaDisplay AB
Ernst & Young ehf.	www.ey.com	Iceland		
Guðjón Norðfjörð Ragnar O. Rafnsson	3 545 952 565 3 545 952 545			
Eyer Fondkommission AB	www.eyer.se		-	Diadrom AB
Carl-Johan Carlsson Torben Oskarsson Thomas Bengtsson	46 31 761 22 31 46 31 761 22 32 46 31 761 22 33	Stockholm/ International		
G&W Fondkommission AB	www.gwkapital.se	Stockholm	-	Kopparberg Mineral AB
Micael Wikberg Bo Pettersson Johan Fromholtz Peter Lundmark Islandsbanki hf.	46 8 503 000 50 46 8 503 000 50 46 8 503 000 50 46 8 503 000 50 www.islandsbanki.is	Iceland	-	Paradox Entertainment AB Doxa D. Carnegie & Co
Daði Hannesson Sigríður V. Halldórsdóttir	3 544 404 500 3 544 404 500			

ICECAPITAL Pankkiiriliike Oy	www.icecapital.fi	Helsinki	-	
Marko Luoma Pasi Sulkanen	358 9 6811 6012 358 9 6811 6028			
KPMG hf	www.kpmg.is	Iceland	-	HB Grandi hf
H. Agust Johannesson Helga Hardardottir	35 45 45 63 50 35 45 45 62 04			
KPMG Oy Ab	www.kpmg.fi	Helsinki	-	
Tomas Granvik Mikko Palmu	358 20 760 3670 358 20 760 3405			
Landsbankinn hf.	www.landsbankinn.is	Iceland	-	Century Aluminum Company
Atli B. Guðmundsson Helga Gunnarsdóttir Steingrímur Helgason	3 544 107 208 3 544 107 346 3 544 107 349			
Mangold Fondkommission AB	www.mangold.se		Stockholm	
Charles Wilken Erik Josefsson Peter Ekholm Richard Ericson Christian Stålhuvud	46 8 503 015 58 46 8 503 015 60 46 8 503 015 53 46 8 503 015 73 46 8 503 015 70	Stockholm/ Iceland		Amasten Holding AB ADDvise Lab Solutions AB Avtech AB Auriant Mining AB InXL Innovation AB Bringwell AB Caperio Holding AB Cell Impact Cortus Energy Empire AB Forestlight Entertainment AB Invisio Communications AB Lapland Goldminers AB Luxonen AB New Equity Venture InternationalAB

				New Nordic Healthbrands AB Nordic Leisure AB Pallas Group PetroGrand AB PolyPlank AB Rehact AB Selena Oil & Gas Holding AB Skåne-Möllan AB Trustbuddy International AB Victoria Park AB Wise Group AB
Merasco Oy	http://www.merasco.com	Helsinki	Helsinki	Zeeland Oyj
Claes von Heiroth Marcus Blomqvist Patrik Hertsberg	358 40 561 3516 358 50 581 0980 358 50 555 0185			Siili Solutions Oyj Taaleritehdas Oyj
Midventum Oy	www.midventum.fi	Helsinki		
Hannu Marjoniemi	358 50 338 3838			
Nordea Pankki Suomi Oyj	www.nordea.com	Helsinki	Helsinki	Verkkokauppa
Alexandra Therman-Londen Esa Hanttu Mikael Lusa	358 40 560 8094 358 9 165 59794 358 9 165 59750			
Nordea Contacts First North Bond Market				
Julius Enqvist Lasse Tourunen	358 9 1655 9141 358 9 1655 4260			
Nordea Bank Danmark A/S	www.nordea.dk	-	Copenhagen	
Rasmus Nissen Hald Peter Brink Jensen	45 33 33 58 42 45 33 33 49 89			

Nykredit	www.nykredit.dk		Copenhagen	Danish Crown
Ditte Sveidahl Jonas Harbo	45 44 55 19 94 45 44 55 22 77			
Pareto Securities AB	www.ohman.se			
Jacob Ahlqvist Daniel Gabriel Leo Rydell	- 46 8 402 50 00 46 8 402 50 00 46 8 402 50 00	Stockholm/ International	Stockholm	Brighter Lucara Diamond Corp. Rusforest Africa Oil Corp ShaMaran Petroleum Corp
Pareto Securities AS		-	Copenhagen	
Ole Witmeur Torben Lykke Hansen	45 88 51 01 64 45 88 51 01 68			
Planet Capital	www.planacap.ru	Stockholm/ International	-	
Tatiana A. Tychkova Victoria V. Kholodkova Irina B. Veselova	7 (812) 327 37 17 7 (812) 327 37 17 7 (812) 327 37 17	International		
Pohjola Pankki Oyj	www.pohjola.fi	Helsinki	-	
Pekka Suhonen Christian Ståhlberg	358 10 252 4415 358 10 252 4031			
PriceWaterhouseCoopers ehf.	www.pwc.is	Iceland	-	Hampiðjan hf.
Halldór Þorkelsson Sigurður Óli Sigurðsson	3 545 505 229 3 548 405 229 3 545 505 212			
Privanet Pankkiiriliike Oy	www.privanet.fi	Helsinki	Helsinki	SAV-Rahoitus Oyj
Kimmo Lönnmark Petri Korpineva Karri Salmi	358 50 67 541 358 50 4804 757 358 50 3122 365			

PwC	www.pwc.dk	Copenhagen	-	Analyzer A/S
Jan Hetland Møller Carsten Yde Hemme Redeye AB	45 39 45 39 45 45 39 45 39 45 www.redeye.se	Stockholm		Athena IT-Group A/S Medical Prognosis Institute A/S Arctic Gold AB
Magnus Vestin Richard Goldman	46 8 545 013 30 46 8 545 013 30			Dibs Payment Services AB Immunicum AB Xvivo Perfusion AB ScandiDos Hexatronic
Remium Nordic AB	www.remium.com	Stockholm	-	
Henrik Acklén Johan Strömqvist Andreas Björklund Henrik Alami	46 8 454 32 11 46 8 454 32 25 46 8 454 32 00 46 8 454 32 00			2E group AB Agrokultura Aqeri Holding AB Bredband2 i Skandinavien AB Catella AB Cassandra Oil AB ChronTech Pharma AB CybAero AB Dannemora Mineral AB Deltaco Diamyd Medical AB Drillcon AB Ellen AB EOS Russia Firefly AB Generic Sweden AB Hansa Medical AB HCS Holding AB Hifab Group AB

				Impact Coatings AB Insplanet AB JAYS AB JLT Mobile Computers AB Kancera AB MedCap AB Mindmancer AB Nexam Chemical Nischer AB Nordkom AB Oniva Online Group Europe AB Smarteq AB Stille AB TagMaster AB Unlimited Travel Group AB Vigmed Holding WeSC AB
Schröder Partners A/S	www.schroderpartners.dk	Copenhagen	-	FastPassCorp
Gert Mortensen Henrik Schröder	45 43 58 33 00			mermaid technology
SEB Skandinaviska Enskilda Banken AB	www.seb.se	Stockholm	-	
Rikard Schwalbe Per Thurezon Bror Axberg Tuomo Vähäpassi	46 8 522 296 73 46 8 522 296 20 www.enskilda.fi 358 9 616 28 144 358 9 616 28 135	Helsinki	-	

SEB Contacts First North Bond Market	www.seb.dk		Copenhagen	
Claus Møller Louise Wagner				
Sedermera Fondkommission AB	www.sedermera.se	Stockholm	-	Betting Promotion
Andreas Sandgren Maria Bach Harrén Fredrik Rahl David Ahlin Gustav Kindal	46 431 47 17 00 46 431 47 17 00 46 431 47 17 00 46 431 47 17 00 46 431 47 17 00			BIMobject
Summa Capital Oy	www.summa.fi	Helsinki	Helsinki	
Mikko Bergman Antti Uusitalo Regina Duzanskaja Joakim Frimodig	358 20 7430 284 358 20 7430 394 358 20 7430 392 358 20 7430 287		Stockholm	
Thenberg Fondkommission AB	www.thenberg.se	Stockholm	-	
Torbjörn Nordlöf Anders Dalborg	46 8 545 845 00 46 31 745 50 00			Agellis Group AB Cryptzone AB Genovis AB EXINI Diagnostics Kentima Misen Energy AB Modern Ekonomi Sverige Holding AB Precio Systemutveckling AB Rasta Group AB West International AB Online Brands Nordic AB Precomp Solutions AB

UB Capital		Helsinki	Helsinki	
Tom Olsio	358 9 2538 0225			
Walter Ahlström	358 9 2538 0255			
Wildecos Ekonomisk Information AB	www.wildecos.se			
Andreas Ericsson	46 70 853 46 09	Stockholm	-	Delarka Holding AB Episurf Medical AB Kallebäck Property Invest
Jacob Nyberg	46 70 767 08 83			
Patrik Richter	46 70 773 71 18			

Liite 3 First North Bond Market -hinnasto



Official price list for First North Bond Market

Valid from Jan. 27th, 2014
Prices in SEK/DKK/EUR exclusive of VAT

Wholesale bonds – Senior Unsecured

Wholesale bonds are senior unsecured bonds sold solely to qualified investors, usually determined by minimum trading size set to €100 000 or above.

	SEK	DKK	EUR
Admission Fee One-time fee for admission to trading.	15 000	12 500	1 500
Annual Fee – pct. of issued amount	0.0025%	0,0025%	0,0025%
Minimum fee per year per ISIN	10 000	8 400	1 000
Maximum fee per year per ISIN	30 000	25 200	3 000

Other bonds

Other bonds are all other bonds not covered by the "wholesale bond" fee list above, i.e. bonds that are issued based on a Prospectus, traded in size less than €100 000 or secured transactions.

	SEK	DKK	EUR
Admission Fee One-time fee for admission to trading.	24 000	20 000	2 400
Annual Fee – pct. of issued amount	0.0035%	0,0035%	0,0035%
Minimum fee per year per ISIN	10 000	8 400	1 000
Maximum fee per year per ISIN	40 000	33 600	4 000

Examples

1)
A bond from Company X is admitted to trading. The issued amount is 500 000 000 DKK and it matures in 4 years. The bond is a senior unsecured wholesale bond, as it is traded in sizes above €100 000. The total fees for this bond would be: DKK 12 500 + (4 * 500 000 000 * 0.0025%) = DKK 62 500

2)
A bond from Company Y is admitted to trading. The issued amount is 200 000 000 DKK and it matures in 5 years. The bond is a retail bond, traded in sizes below €100 000 and based on a FSA approved Prospectus. The total fees for this bond would be: DKK 20 000 + (5 * 8 400) = DKK 62 000. The minimum annual fee is applied as the annual fee based on the issued amount is below DKK 8 400 (200 000 000 * 0.0035% = 7 000).



Terms & Conditions

Fees are applicable according to the market the bond is admitted to trading on, bonds admitted to trading on First North Stockholm will be invoiced in SEK, bonds admitted to trading on First North Denmark will be invoiced in DKK and bonds admitted to trading on First North Finland will be invoiced in EUR

All fees, including annual fees, are payable as a one-off fee paid up front at the time of admission to trading. The annual fee will be adjusted if the issued amount is increased in the bond concerned, but the up-front sum will not be repaid, if the life of the loan is shortened.

If an application for admission to trading has been reviewed, and the transaction is not subsequently completed, NASDAQ OMX reserves the right to charge a fee equal to the admission fee for its services in regard to the review.