



Pääomamarkkinaosasto
Nina Laitala

24.10.2002

Julkinen

Emissionjärjestäjät

LISTAUTUMISTA EDELTÄVÄ SELVITYSTYÖ

Syksyn 2001 aikana Rahoitustarkastus kartoitti emissionjärjestäjien listautumista edeltävää selvitystyötä. Rahoitustarkastus totesi, että selvitystyön määrä ja laatu vaihtelee huomattavasti eri emissionjärjestäjien kesken. Rahoitustarkastuksen näkemyksen mukaan tavoitteena tulisi kuitenkin olla se, että tehtävä selvitystyö listalle aikovien yhtiöiden osalta olisi mahdollisimman korkeatasoista ja yhdenmukaista riippumatta siitä, kuka toimii emissionjärjestäjänä. Tämä merkitsee sitä, että ohjeistuksen lisäksi myös dokumentoinnin ja emissionjärjestäjän sisäisen valvonnan tulee olla asianmukaisesti järjestetty.

Arvopaperimarkkinalakia muutettiin 1.1.2002 voimaan tulleilla säännöksillä (1517/2001). Muutoksen johdosta arvopaperimarkkinalain 3 luvun 4 §:ssä ja 13 §:ssä edellytetään, että arvopaperipörssin ja muun julkisen kaupankäynnin sääntöihin tulee sisältyä vaatimuksia myös julkisen kaupankäynnin kohteena olevan yhtiön hallintoa koskien. Hallituksen esityksen perusteluissa todetaan, että lisäyksen tarkoituksena on, että pörssi ja emissionjärjestäjät kiinnittäisivät ennakolta riittävää huomiota liikkeenlaskijoiden hallinnon seuranta- ja raportointijärjestelmien luotettavuuteen.

Lisäksi kahden viime vuoden aikana Rahoitustarkastuksen tietoon tulleet tiedottamista koskevat tapaukset liittyvät ainakin osittain puutteisiin, jotka liittyvät laadullisiin listautumisedellytyksiin, kuten yhtiöiden seuranta- ja raportointijärjestelmiin, budjetointiprosessiin, hallitustyöskentelyyn sekä johdon resurssointi- ja varamiesjärjestelmiin.

Rahoitustarkastus laati luonnoksen keskeisimmistä listautumista edeltävistä selvityksistä ja pyysi emissionjärjestäjiltä lausuntoja siitä kevään 2002 aikana. Yhteenvedona lausunnoista voidaan todeta, että myös emissionjärjestäjät kokivat listautumista edeltävän selvitystyön yhtenäistämisen tärkeäksi asiaksi (yhteenvedo lausunnoista liite 2).

Please refer to the number and date of this letter in your reply.

Var god hänvisa till detta brevets nummer och datum i Ert svar.

Vastauksessa pyydetään viittaamaan kirjeen numeroon ja päiväkseen.



24.10.2002

Julkinen

Keväällä lähetetystä luonnoksesta poiketen Rahoitustarkastus ei tässä vaiheessa pyydä säännönmukaisesti toimittamaan yhteenvedoa tehdystä selvitystyöstä taulukon muodossa (Liite 1). Rahoitustarkastus kehottaa kuitenkin emissionjärjestäjiä huolehtimaan siitä, että listautumisten yhteydessä liitteessä 1 esitetyt asiakokonaisuudet koskeva yhteenvedo on olemassa, ja että selvitystyö on asianmukaisesti tehty ja dokumentoitu. Rahoitustarkastus tulee jatkossa pyytämään kyseistä materiaalia, mikäli katsoo sen tarpeelliseksi valvontatyössään.

RAHOITUSTARKASTUS

Anneli Tuominen
apulaisjohtaja

Jarmo Parkkonen
toimistopäällikkö



LISTAUTUMISTA EDELTÄVÄ SELVITYSTYÖ

Yrityksen listautumista edeltää selvitystyö, jonka tarkoituksena on varmistua siitä, että esitteessä annettavat tiedot yhtiöstä ovat oikein. Selvitystyö tuottaa informaatiota myös yhtiön arvonmääritykselle. Rahoitustarkastuksen kannan mukaan näiden kahden edellä mainitun seikan ohella selvitystyön tulee lisäksi sisältää myös selvitys yhtiön toiminnallisista ja rakenteellisista edellytyksistä toimia listayhtiönä, eli selvitystyön tarkoituksena on myös oltava niin sanottujen laadullisten listautumisedellytysten kartoitus.

Tässä liitteessä on lueteltu ne osa-alueet, joiden osalta tehtävää selvitystyötä Rahoitustarkastus pitää tärkeänä ennen yrityksen listautumista¹. Luettelo osa-alueista ja niiden osalta tehtävästä selvitystyöstä ei siten ole tyhjentävä eikä automaattisesti vaadittava, vaan emissionjärjestäjä itse arvioi selvitystyön tarpeen. Rahoitustarkastus pitää kuitenkin tärkeänä, että emissionjärjestäjä huolehtii siitä, että selvitykset tehdään tai teetetään asiantuntevilla tahoilla ja että tehty työ ja pääasialliset havainnot dokumentoidaan asianmukaisesti. Mikäli emissionjärjestäjä katsoo jonkin osa-alueen osalta selvitystyön tarpeettomaksi, tulee myös asiaperusteet, joiden nojalla johtopäätökseen päädyttiin, dokumentoida. Rahoitustarkastuksen näkemyksen mukaan tehdyistä selvityksistä tulisi koostaa lyhyt yhteenveto esim. alla olevan taulukon muodossa, jolloin myös jälkikäteen on saatavilla yhteenveto tehdystä selvitystyöstä ja merkittävimmistä havainnoista.

	Selvityksen tekijä	Dokumentointimuoto	Havainnot ja kehittämistoimenpiteet / perustelu miksi ei katsottu tarpeelliseksi
1. Corporate governance			
2. Sisäinen laskenta ja raportointi			
3. Bud-			

¹ Listautumisella tarkoitetaan tässä yhteydessä IPOjen lisäksi myös spin-off -järjestelyihin liittyviä listautumistilanteita sekä erilaisia fuusiojärjestelyjä listautuneen yhtiön kanssa.



jetointi – ennusta- minen				
4. Ulkoi- nen las- kenta				
5. Ris- kienhal- linta				
6. Hen- kilöstö				

Seuraavassa on kuvattu aihealueittain selvitystyön tavoitteita ja niitä tarkastuksen osa-alueita, joita Rahoitustarkastus pitää erityisen tärkeänä sekä uuden arvopaperimarkkinan alain että havaintojensa valossa:

1. Corporate governance listautumisedellytysten kannalta

Corporate governancea koskevan selvitystyön tavoitteena on listautuvassa yhtiössä varmistaa, että yhtiön hallinto on asianmukaisesti järjestetty, riittävästi resursoitu ja toimivallan jako on järjestetty siten, että siitä ei aiheudu vakavia intressiristiriitaitilanteita, jotka voivat olla sijoittajan kannalta haitallisia vaarana esim. osakkeenomistajien tasapuolisen kohtelun.

Jotta selvitystyön tavoite saavutettaisiin, selvityksen tulisi ainakin sisältää kuvaus yhtiön toimielinten ja johdon olemassa olevista keskeisimmistä hallinnollisista menettelyistä sisältäen mm. kuvauksen toimivallan jaosta, päätöksentekomenettelystä sekä päätösten ja käsiteltyjen asioiden dokumentoinnista. Lisäksi selvitykseen tulisi sisältyä selvityksen tekijän arvio yhtiön hallinnollisten rutiineiden riittävydestä olettaen, että yhtiö toimisi listayhtiönä.

Selvityksessä on syytä kiinnittää huomiota myös yhtiön valmiuksiin täyttää arvopaperimarkkinan alain asettamat vaatimukset tiedonantovelvollisuutta koskien sekä hallituksen koostumuksen, henkilöresurssien että yhtiön sisäisen ohjeistuksen osalta.

2. Sisäinen laskenta ja raportointi

Yhtiön sisäistä laskentaa ja raportointia koskevan selvityksen tavoitteena on varmistua siitä, että yhtiön johdolla on käytössään ajantasaista, relevanttia ja luotettavaa informaatiota yhtiön taloudellisesta tilanteesta sekä varmistaa, että yhtiön johto myös ajantasaisesti seuraa informaatiota. Ehdoton edellytys luotettavan sijoittajainformaation takaamiseksi on se, että yhtiön johto itse tietää mahdollisimman ajantasaisesti ja luotettavasti, mikä yhtiön taloudellinen asema on.



24.10.2002

Liite 1

Jotta tästä voidaan varmistua, sisäistä laskentaa ja raportointia koskevan selvityksen tulisi sisältää kuvaus konsernin raportoinnissa käytettävistä järjestelmistä sekä kuvaus tulosraportoinnista ja –seurannasta. Tulosraportoinnin ja –seurannan kuvauksen tulisi prosessikuvauksen lisäksi sisältää mm. informaatiota koskien konsernin raportoinnin nopeutta kaudenvaihteen yhteydessä sekä selvittää, antaako kuukausittainen tulosraportointi riittävän luotettavan kuvan yhtiön tilanteesta. Lisäksi selvitykseen tulisi sisältyä kuvaus siitä, kuinka usein ja mitä konsernin avainlukuja yritysjohto seuraa sekä kuvaus siitä, kuinka seuranta dokumentoidaan.

Lisäksi selvitykseen tulisi sisältyä selvityksen tekijän näkemys siitä, kuinka hyvin olemassa olevat järjestelmät ja raportointi tukevat johdon päätöksentekoa sekä soveltuvat listayhtiöltä edellytetyn tiedonantovelvollisuuden noudattamiseen. Selvitykseen tulisi sisältyä selvityksentekijän arvio keskeisimmistä virhelähteistä tai riskitekijöistä konsernin tuloksen määrittelyssä.

3. Budjetointi – ennustaminen

Budjetointiprosessia koskevan selvitystyön tavoitteena on varmistua siitä, että yhtiön johto pystyy antamaan sijoittajille perusteltuja arvioita yhtiön tulevaisuudennäkymiä koskien.

Tämän arvioimiseksi selvitystyöhön tulisi sisältyä kuvaus konsernin budjetointiprosessista. Kuvaukseen tulisi sisältyä budjetin laadintaprosessi sekä ne lähtökohtaolettamukset, joihin perustuen yrityksen johto laatii budjetin. Kuvauksesta tulisi käydä ilmi, kuinka dokumentoidusti ja kuinka usein johto seuraa toteumaa suhteessa budjettiin sekä kuvaus budjettiin tehtävien päivitysten dokumentoinnista.

Lisäksi selvitystyön tulisi sisältää selvityksentekijän perusteltu arvio johdon laatimien budjettien realistisuudesta ja luotettavuudesta koskien esitteessä sanallisesti tai numeerisesti ilmaistua aikaperiodia. Arvio voi perustua esim. analyysiin aikaisempien vuosien budjettien suunniteltu vs. toteuma -vertailuun sekä johdon käyttämien lähtökohtaolettamien kriittiseen läpikäyntiin. Arvio tulisi dokumentoida osana yhtiöstä tehtyä selvitystyötä listautumisen yhteydessä.

Eriyisesti kuluvan tilikauden/ viimeisimmän osavuosikatsauksen osalta tulisi selvityksessä käydä kriittisesti läpi kuluvan tilikauden budjetti ja viimeisimmät ennusteet. Eriyisesti kasvuyhtiöissä, joissa yhtiön arvo muodostuu merkittävässä määrin tulevaisuudenodotuksista, tulisi yrityksen lähivuotia koskevaan budjettiin ja sen perusteina oleviin tulevaisuudennäkymiin kiinnittää erityistä huomiota.

Lisäksi emissionjärjestäjän tulisi varmistua siitä, että yritys on laatinut riittävää huolellisuutta noudattaen budjetteja koskevan ns. herkkyyksianalyysin, jonka "worst-case" –vaihtoehtoa tulisi verrata kriittisesti listalleottoesitteessä annettaviin tulevaisuudennäkymiin.



4. Ulkoinen laskenta

Ulkoista laskentaa koskevan selvitystyön, samalla tavoin kuin sisäistä laskentaa koskevan selvitystyön, tavoitteena on varmistua siitä, että yhtiöllä on edellytykset tuottaa luotettavaa ja ajantasaista informaatiota sijoittajille.

Tämän varmistamiseksi selvityksessä tulisi käydä läpi tilintarkastajien laatimat raportit listautumista edeltävältä 2-3 vuodelta ja arvioida, onko tilintarkastajien tekemillä havainnoilla vaikutusta yhtiön selviytymiseen listayhtiönä tiedonantovelvollisuuden suhteen.

Lisäksi, mikäli yhtiön tilinpäätöksen laskenta- tai laadintaperiaatteissa on tapahtunut olennaisia muutoksia, olisi selvityksessä hyödyllistä kartoittaa ne syyt, joiden vuoksi muutoksia on tehty sekä arvioida, kuinka seikat vaikuttavat yhtiön raportoitavaan tulokseen nyt tai lähitulevaisuudessa.

5. Riskienhallinta

Riskienhallintaa koskevan selvityksen tavoitteena on arvioida, kykeneekö yhtiö ja sen johto havaitsemaan yrityksen olemassaolon ja liiketoiminnan kannalta keskeisiä riskejä ja siten reagoimaan niihin riittävän nopeasti.

Selvitykseen tulisi siten sisältyä yhtiön johdon näkemys yrityksen liiketoimintaan tai sen toimialaan liittyvistä keskeisistä riskeistä, näiden keskinäinen tärkeysjärjestys sekä selvityksen tekijän arvio organisaation kyvystä havaita olennaiset riskit. Esimerkkeinä riskeistä voidaan mainita yrityksen liiketoiminnan luonteeseen liittyvät riskit, liiketoiminnan heikko kannattavuus, yhtiön taloudellinen asema, yhtiön johdon pätevyys, epätavallinen tai hankala kilpailutilanne, patenttien, tuotemerkkien tai sopimusten vanhentuminen tai rekisteröinnin puuttuminen, asiakaskunnan suppeus jne.

6. Henkilöstö

Henkilöstöä koskevan selvityksen tavoitteena on varmistua siitä, että resurssointi arvopaperimarkkinalain edellyttämän tiedonantovelvollisuuden kannalta keskeisissä toiminnoissa on riittävää sekä määrällisesti että laadullisesti.

Tämän vuoksi yrityksen henkilöstöä koskevan selvityksen tulisi kattaa ainakin selvitys yrityksen johdosta sekä talous- ja viestintäyksiköistä. Selvitykseen tulisi sisältyä kuvaus henkilöstön riittävydestä ja pätevyydestä kyseisten tehtävien hoitoon listayhtiössä sekä kuvaus varamiesjärjestelmistä näiden toimintojen osalta.



24.10.2002

Liite 1

7. Muuta

Taulukossa esitettyjen aihealueiden lisäksi ns. spin-off/ carve -out -järjestelyissä tulisi tehdä lisäselvityksiä koskien yhtiön edellytyksiä toimia listayhtiönä konsernista tai yhtiöstä irrottamisen jälkeen (esim. riippuvuus konsernin henkilöistä, palveluista ja järjestelmistä tulevaisuudessa).

Mikäli yhtiöön tai konserniin on viime aikoina hankittu huomattava määrä uusia yhtiöitä tai liiketoimintoja, selvityksen tulisi myös sisältää kuvaus siitä, millä tavoin hankitut yksiköt on integroitu tiedonhallinta- ja päätöksentekoprosesseihin. Erityisesti tämä tulisi huomioida tulosseuranta- ja budjetointia koskevassa selvitystyössä.

8. Legal due diligence

Legal due diligence -työn tavoitteena on selvittää yritykseen ja sen toimintaan liittyvät merkittävät oikeudelliset riskitekijät.



Dnro 10/269/2002
(34/610/2001)

Pääomamarkkinaosasto
Nina Laitala

24.10.2002

Liite 2
Julkinen

1 Yhteenvedo palautteesta

Rata lähetti 13 emissionjärjestäjälle lausuntopyynnön, jossa se pyysi emissionjärjestäjiä kommentoimaan Ratan ehdotusta koskien listautumista edeltävää selvitystyötä.

Lausuntopyyntöä kommentoi yhteensä neljä eri emissionjärjestäjää.

2 Kommentit koskien listautumista edeltävää selvitystyötä

Yleisellä tasolla lausunnoissa todettiin, että hanke on ajankohtainen, oikeansuuntainen ja listautumista edeltävän selvitystyön yhdenmukaisuus on kaikkien tahojen edun mukaista. Lisäksi lausunnoissa todettiin, että lausuntopyynnössä kuvatut toimenpiteet osaltaan kohottavat listautumismenetellyn luotettavuutta ja listautumismarkkinoiden toimivuutta.

Yhden emissionjärjestäjän näkemyksen mukaan hanke on kuitenkin kokonaisuudessaan tarpeeton sillä perusteella, että AML:iin ja pörssin sääntöihin on jo tehty vastaavan suuntaisia muutoksia ja luonnos menee lainsäätäjän tarkoitusta pidemmälle. Lisäksi luonnoksen nähtiin asettavan emissionjärjestäjille merkittävän selonotto- analysointi- ja raportointivelvollisuuden, vaikka asiakirjan oikeudellinen luonne ja perusta ovat epäselviä.

Toisaalta todettiin myös, että lisääntynyt raportointi, dokumentointi ja mahdollinen ulkopuolinen alihankintatyö lisännevät jonkin verran listautumisen kustannuksia sekä hankkeesta tietoisten henkilöiden määrää.

Osa emissionjärjestäjistä näki yhteenvedoraportin/taulukon toimittamisen Ratalle ongelmalliseksi, koska seurauksena voi olla luottamuksellisten tai yhtiön sisäisten asioiden julkistaminen. Mahdollisen Ratalle toimitetun yhteenvedotaulukon tulisi kommenttien mukaan olla ehdottomasti salainen myös Ratan diaarissa. Emissionjärjestäjän ja yhtiön välisen luottamussuhteen pelättiin vaarantuvan, mikäli emissionjärjestäjällä on raportointivelvollisuus havainnoistaan viranomaisille. Toiset taas näkivät raportoinnin yhteenvetolomakkeen muodossa hyväksi työvälineeksi.



Dnro 10/269/2002
(34/610/2001)

Pääomamarkkinaosasto
Nina Laitala

24.10.2002

Liite 2
Julkinen

Kommenteissa esitettiin, että ohjeistuksen tulisi olla yksityiskohtaisempaa corporate governancen, seuranta- ja raportointijärjestelmien vaatimustason sekä hallituksen kompetenssi- ja riippumattomuusarvioinnin osalta. Kommenteissa todettiin mm. että yhtiön hallituksen todellista kompetenssia ja riippumattomuutta on mahdotonta arvioida ilman pitkäaikaista hallitustyöskentelyn seurantaa ja perehtymistä toimialaan ilman tarkempia säännöksiä asiasta. Toisaalta yksi emissionjärjestäjä kommentoi yleisellä tasolla, että esitetty toimintamalli on raskas, yksityiskohtainen, emissionjärjestäjän kannalta kohtuuton, ja voi todellisuudessa rajoittaa emissionjärjestäjän harkintaa ja toimintaa. Lausunnossa tätä ei kuitenkaan perusteltu tarkemmin.

Kommenteissa esitettiin kritiikkiä koskien joitain luonnoksessa esitettyjä yksityiskohtia, kuten sitä, että emissionjärjestäjä ottaa kantaa johdon laatimien budjettien realistisuuteen tai tulevaisuudennäkymiin.

Jatkokehitysehdotuksena esitettiin, että pörssin ohje ja Ratan suositus listautumista edeltävän selvitystyön sisällöstä yhtenäistettäisiin.

3 Johtopäätöksiä saatujen kommenttien perusteella

Rahoitustarkastuksen käsityksen mukaan on ensiarvoisen tärkeää, että listautuvien yhtiöiden listautumiskelpoisuus selvitetään ennen listautumista, jotta luottamus arvopaperimarkkinoihin ylipäätään on mahdollista säilyttää. Koska parin viime vuoden aikana on havaittu, että menettelytavat eri emissionjärjestäjillä poikkeavat toisistaan, haluttiin asiasta keskustella emissionjärjestäjien kanssa ja tuoda esiin selkeämmin niitä näkökohtia, joita Rata pitää tärkeänä.

Rahoitustarkastus on antanut määräyksen 203.27 (Määräys sijoituspalveluyrityksen riskienhallinnasta ja muusta sisäisestä valvonnasta), joka velvoittaa emissionjärjestäjää järjestämään riskienhallinnan ja sisäisen valvonnan sekä hallinnon että keskeisten toimintojen osalta asianmukaisesti. Siten Rahoitustarkastuksen käsityksen mukaan kyseinen luonnos ei sinänsä laajenna emissionjärjestäjän selonotto- ja analysointivelvollisuutta nykyisestä jo olemassa olevasta velvoitteesta.

Raportointivelvollisuuden osalta, kuten saatekirjeessä on todettu, luovuttiin ehdotuksesta toimittaa säännönmukaisesti yhteenvetotaulukko Ratalle. Rahoitustarkastuksen käsityksen mukaan keskeistä on se, että kyseisiä osa-alueita koskeva selvitystyö on asianmukaisesti ja asiantuntevien hen-



Dnro 10/269/2002
(34/610/2001)

Pääomamarkkinaosasto
Nina Laitala

24.10.2002

Liite 2
Julkinen

kilöiden toimesta tehty. Emissionjärjestäjän tulisi huolehtia siitä, että tehty selvitys on myös dokumentoitu ja yhteenvetotaulukko tehdystä selvitystyöstä ja pääasiallisista havainnoista on kunkin järjestelyn yhteydessä olemassa. Tarvittaessa Rata tulee tätä pyytämään yksittäisiin tutkimuksiin.

Corporate governancen, seuranta- ja raportointijärjestelmien vaatimustason sekä hallituksen kompetenssi- ja riippumattomuusarvioinnin osalta yksityiskohtaisemman ohjeistuksen antaminen yleisellä tasolla lienee mahdotonta, koska kyseessä ovat laajat asiakokonaisuudet, jotka edellyttävät aina tilannekohtaista harkintaa. Ratan näkemyksen mukaan keskeistä on se, että tilannekohtainen harkinta tehdään huolellisesti, asiantuntevien henkilöiden toimesta ja että se on asianmukaisesti dokumentoitu.

Budjettia ja tulevaisuudennäkymiä koskevia kohtia on tarkennettu tekstissä siten, että Rata ei edellytä julkista kannanottoa emissionjärjestäjältä, vaan työn suorittamista sen oman perustellun arvion muodostamiseksi ja tehdyn työn dokumentointia.

Taulukon rakennetta ei katsottu tarpeelliseksi muuttaa (jaottelu selvityksen tekijän havainnot/ yhtiön ilmoittamat toimenpiteet), koska taulukkoa ei edellytetä toimitettavaksi Ratalle. Tärkeimmät keskustelut yhtiön kanssa on kuitenkin hyvä dokumentoida, jotta niihin voidaan palata mikäli asioita joudutaan myöhemmässä vaiheessa selvittämään.

Koska asiakokonaisuudet ovat laajoja – ja ne on haluttu pitää sellaisina – aiheutuu tästä väistämättä jonkinasteista päällekkäisyyttä myös pörssin ohjeen ja lausunnon kanssa. Rahoitustarkastuksen käsityksen mukaan tämä ei kuitenkaan merkitse erillistä lisätyötä emissionjärjestäjän kannalta, vaan sama selvitystyö voi kattaa sekä Ratan että pörssin esittämät seikat.