



*Markkinat-tiedotteessa käsitellään ajankohtaisia listayhtiön tiedonantovelvollisuuden, tilinpäätösvalvonnan, arvopaperikaupankäynnin sekä sisäpiiriasioiden tulkintoihin, standardeihin ja sääntelyyn liittyviä asioita sekä valvonnan havaintoja. Tiedotteen julkaisee Finanssivalvonnan Markkinavalvonta.*

## Tässä tiedotteessa kerromme seuraavista aiheista:

- Arvon alentumistappioita liikearvosta kirjattu vain vähän talouden epävarmoista näkymistä huolimatta 1
- Seurantaselvitys yhtiöiden vuodelle 2010 antamista tulevaisuudennäkymistä 4
- Julkisia ostotarjouksia koskeva poikkeuslupakäytäntö 5
- Listayhtiölle-verkkopalvelu 8

## Arvon alentumistappioita liikearvosta kirjattu vain vähän talouden epävarmoista näkymistä huolimatta

Vuoden 2009 loppupuolella ja alkuvuonna 2010 useimpien listayhtiöiden suorittamat arvon alentumistestaukset eivät johtaneet arvon alentumiskirjauksiin. Yhtiöt kirjasivat arvon alentumistappioita liikearvosta vain vähän, vaikka taloudellisen tilanteen epävarmuus ja heikentyneet tulonodotukset ovat antaneet aihetta toisenlaisiin odotuksiin. Arvon alentumistappioiden vähäinen määrä johtuu pääasiassa siitä, että odotukset lähivuosien taloudellisesta tilanteesta eivät useinkaan vaikuta paljoa testauksen lopputulokseen. Huomattavasti enemmän merkitystä testauksen lopputulokselle on sen sijaan sillä, kuinka yhtiön johto arvioi taloudellisen tilanteen kehittyvän pidemmällä aikajänteellä. Yhtiön johdon tulee tällöin kuitenkin pystyä perustelemaan, miksi lähivuosien mahdollisella heikommalla kehityksellä ei ole negatiivista vaikutusta pidemmän aikavälin ennusteisiin.

Yhtiön johdon käyttämä harkinta ja arviot tulevaisuudesta ovat keskeisessä asemassa arvon alentumistestauslaskelmia laadittaessa. Taloudellisen epävarmuuden jatkuessa on yhtiön johdon pystyttävä perustelemaan sijoittajille näkemystään taloudellisen tilanteen kehittymisestä ja tulevista rahavirroista. Perustellut oletukset ja niistä kertovat läpinäkyvät liitetiedot mittaavat yhtiön johdon kykyä laatia testauslaskelmia ja kommunikoida näkemystään sijoittajalle.

Liikearvo on yrityskauppojen avulla laajentuneille yhtiöille merkittävä tase-erä. Liikearvo ei enää IFRS-standardien käyttöönoton jälkeen poistu taseesta poistoina ajan kulumisen myötä, vaan liikearvon tulontuottamiskykyä testataan arvon alentumistestauksilla. Omaisuuserien (ml. liikearvon) arvon alentumistestauksia säätelevä standardi IAS 36 *Omaisuuserien arvon alentuminen* ei anna yksityiskohtaisia ohjeita testauksen suorittamisesta. Arvon alentumistestauksessa on useita osa-alueita, joissa yhtiöt joutuvat käyttämään harkintaansa ja tekemään arvioita tulevaisuudesta. Siten yhtiön johto vaikuttaa arvon alentumistestauksen lopputulokseen tekemiensä valintojen kautta.

Arvon alentumistestauksissa liikearvoa sisältävän yksikön kirjanpitoarvoa verrataan sen kerrytettävissä olevaan rahamäärään. Kerrytettävissä oleva rahamäärä on joko yksikön käypä arvo vähennettynä myynnistä aiheutuvilla menoilla tai käyttöarvo, sen mukaan kumpi niistä on suurempi. Käytännössä yhtiöt määrittävät usein vain käyttöarvon, joka on laskettu diskontattujen rahavirtojen menetelmällä. Jos kerrytettävissä oleva rahamäärä on taseeseen merkittyä kirjanpitoarvoa alempi, on erotus kirjattava tulosta pienentävänä arvon alentumistappiona.





### Arvon alentumistestausten haasteellisuus kasvanut epävarmassa taloudellisessa tilanteessa

Fiva on valvonut listayhtiöiden arvon alentumistestauksia ja niistä esitettyjä liitetietoja IFRS-standardien käyttöönotosta eli vuodesta 2005 alkaen. Arvon alentumistestausten haasteellisimmat osa-alueet ovat edelleenkin niitä, joihin liittyy yhtiön johdon harkintaa ja tulevaisuuden arviointia. Yhtiön johdon harkintaan ja arvioihin perustuvat valinnat vaikuttavat testauksen lopputulokseen. Haasteellisuus on kasvanut epävarmassa taloudellisessa tilanteessa, ja Fivan vuosien 2005–2009 selvityksissään esittämät ongelmakohtat ovat korostuneet entisestään<sup>1</sup>. Liikearvon arvon alentumistestauksiin liittyy useita ongelma-alueita:

- Mikä on se yksikkötaso, jolla liikearvoa seurataan sisäisestä johtamista varten ja jolla myös testaus on suoritettava (rahavirtaa tuottava yksikkö tai niiden ryhmä)?
- Rahavirtaennusteiden perusteet:
  - Ovatko testauksen rahavirtaennusteissa käytetyt oletukset järkeviä ja perusteltavissa? Onko yhtiöllä oletustensa tueksi ulkopuolista näyttöä?
  - Ovatko vastaisten uudelleenjärjestelyjen tai yksikön suorituskyvyn parantamisesta johtuvat rahavirta-vaikutukset erotettavissa muista rahavirroista?
  - Onko yhtiö onnistunut aiemmin ennustamaan tulevaa kehitystä hyvin eli kuinka luotettavia yhtiön ennusteet ovat olleet?
- Diskonttauskorko: Mikä on oikea diskonttauskorkotaso, joka ottaa riittävästi huomioon testattavaan yksikköön ja omaisuuseriin liittyvät riskit?
- Terminaaliarvo
  - Onko koko rahavirtaa tuottavan yksikön, johon liikearvo liittyy, taloudellinen vaikutusaika rajoittamaton ja Gordonin mallin käyttö siten perusteltua?<sup>2</sup>
  - Mikä on terminaalikauden kasvuvauhdin oikea taso kullakin toimialalla tai maassa tai markkina-alueella?

1) Fivan selvitykset löytyvät osoitteesta

[www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/IFRS/Selvitykset/](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/IFRS/Selvitykset/)

2) Käyttöarvolaskelmat perustuvat useimmiten 3–5 vuoden ennuste-periodille, jonka jälkeen lasketaan ns. Gordonin mallin avulla ikuisuusolettamaan perustuva terminaalikauden arvo. Suurin osa ennustetuista rahavirroista eli arvon alentumistestauksen tuloksesta tulee yleensä terminaaliarvon kautta. Sen suuruuteen vaikuttavat normalisoidun ennustevuoden rahavirtojen lisäksi pitkän aikavälin kasvuvauhti ja diskonttauskorko.

- Onko perusteita ylittää keskimääräistä toteutunutta pitkän aikavälin kasvuvauhtia?
- Liitetiedot:
  - Onko yhtiöiden kynnys herkkyyksanalyysin esittämiseen tarpeeksi alhaalla niin, että sijoittaja saa tietoa mahdollisesta arvon alentumisesta tulevaisuudessa?
  - Minkä verran yhtiön on kerrottava liitetiedoissa rahavirtaennusteiden perusteissa ja diskonttauskoron määrittämisperusteissa tapahtuneista muutoksista eri testausajankohtien välillä, jotta testauksen perusteet ovat riittävän läpinäkyviä?
- Milloin on olemassa sellaisia viitteitä arvon alentumisessa, jotta testaus tulee suorittaa jo heti viitteiden ilmetyä esim. kesken vuoden?

### Yhtiöt tarkistaneet testauslaskelmien oletuksia – johdolla vastuu myös pidemmän aikavälin oletuksista

Finanssikriisi johti merkittäviin liikearvon arvon alentumiskirjauksiin vuosien 2008 ja 2009 tilinpäätöksissä vain pienen yhtiöjoukon osalta. Samaan aikaan monet yhtiöt kertoivat lyhyen aikavälin kannattavuuden olevan laskussa. Useimmat suomalaiset listayhtiöt olivat siis testauksia tehdessään arvioineet kannattavuuden palautuvan pidemmällä aikavälillä, vaikka lyhyen tähtäimen tulevaisuuden näkymät olivatkin varovaisia tai jopa huonoja. Monet yhtiöt olivat kuitenkin tarkistaneet käyttöarvolaskelmien taustalla olevia oletuksia.

Vuoden 2010 alkupuolella yhtiöiden esittämissä tulevaisuudennäkymissä oli jo havaittavissa odotuksia taloudellisen tilanteen parantumisesta. Tämä lienee vahvistanut monen yhtiön käsitystä tilanteen palautumisesta taantumaa edeltävälle tasolle ja uuteen kasvuun pidemmällä aikavälillä, ja siten tämä näkyi myös arvon alentumistestausten tuloksissa: liikearvot (suuretkin) pysyivät edelleen taseessa.

Talouden epävarmuus kuitenkin jatkuu, ja esimerkiksi valtioiden lisääntyneet velkaongelmat voivat olla viite siitä, että yhtiöiden tulee arvioida uudelleen erityisesti pitkän tähtäimen oletuksia, joita käytetään testauksessa. Niillä voi olla vaikutusta käyttöarvolaskelmien rahavirtoihin ja sitä kautta arvon alentumistestausten tuloksiin.





Testauksen tuloksesta eli diskontattujen rahavirtojen määrästä suurin osa syntyy laskennassa käytetystä ikuisuusolettamaan perustuvasta terminaaliarvosta (aika-eräpäätymätön tai ääretön). Jos heikko taloudellinen tilanne oletetaan vain lyhytkestoiseksi, ei se yleensä johda arvonalentumiskirjauksiin. Vasta kun yhtiöt näkevät aiheelliseksi muuttaa merkittävästi terminaaliarvon perusteita, eli normalisoidun ennustevuoden rahavirtoja, pitkän aikavälin kasvuvauhtia ja diskonttauskorkoa, on odotettavissa merkittäviä liikearvon arvonalentumistappioita. Pitkän aikavälin kasvuvauhdin on pääsääntöisesti kuvastettava toimialan tai toimintamaan keskimääräistä toteutunutta pitkän aikavälin kasvuvauhtia ja oltava yleensä vakio tai pienenevä. Nopeamman kasvuvauhdin käyttämiseen on oltava erityiset perusteet.

Niillä yhtiöillä, joilla kerrytettävissä oleva rahamäärä ylittää testattavan yksikön kirjanpitoarvon vain niukasti, voi jo lyhyemmän aikajänteen oletusten huononeminen johtaa arvonalentumistappioihin.

Yhtiön johdolla on vastuu siitä, että talouden epävarma tilanne otetaan huomioon laskelmia laadittaessa ja että myös pitkän aikavälin oletuksien toteutumismahdollisuuksia arvioidaan kriittisesti.

### Diskonttauskorkojen läpinäkyvyys parantunut

Fiva kehotti syksyn 2009 selvityksessään yhtiötä ottamaan huomioon diskonttauskorkoja määrittäessään riskittömän koron laskun lisäksi koron muissa komponenteissa tapahtuneet markkinaperusteiset muutokset, kuten mahdolliset luottoriskipreemioiden nousut. Fiva korosti myös sitä, että diskonttauskoron on kuvastettava markkinoiden näkemystä testauksen tekohetkellä ja että käytettävään korkotasoon ei siten saa vaikuttaa esimerkiksi johdon subjektiivinen näkemys markkinatilanteen kehitymisestä tulevaisuudessa. Diskonttauskorko ikään kuin kuvaa vaihtoehdoisen sijoituksen tuottovaatimusta sillä hetkellä, kun päätöstä sijoituksesta tehdään. Fiva painotti myös sitä, että diskonttauskorkojen ja muiden oletusten muutosten syitä edelliseen testaukseen verrattuna on selostettava tilinpäätöksessä.

Monet yhtiöt olivatkin vuoden 2009 tilinpäätöksessä antaneet entistä enemmän informaatiota diskonttauskoron komponenteista ja koron määrittämisperusteista sekä niissä tapahtuneista muutoksista eri testausajankohtien välillä.

Jotkut yhtiöt ovat parantaneet jopa huomattavasti koron perusteiden kuvaamista. Fiva korostaa, että yhtiöiden on oltava johdonmukaisia diskonttauskorkojen määrittämisessä eri testausajankohtina, ja jos muutoksia määrittämisperusteissa tapahtuu, niistä on kerrottava.

### Rahavirtaennusteita verrattava toteutuneeseen tietoon ja verrokkiryhmiin

Fiva korostaa, että yhtiöiden tulee rahavirtaennusteita laatiessaan tehdä vertailua toteutuneeseen volyymi- ja kannattavuustasoon sekä toimialaan tai kilpailijoihin nähden. Laskelmien luotettavuutta lisäävät konkreettiset toimenpidesuunnitelmat, joiden avulla yhtiö aikoo saavuttaa rahavirtaennusteet. Fiva suosittaa, että yhtiöt kertovat tilinpäätöksen liitetiedoissa näistä vertailuista ja niiden tuottamasta informaatiosta. Myös yhtiön aiemman ennustamisen "osumatarkkuus" voi olla tärkeä tietoa sijoittajalle.

Yhtiökohtaisessa valvonnassa Fiva on kiinnittänyt huomiota myös rahavirtaennusteiden perusteiden läpinäkyvyyteen. Useat yhtiöt kertoivat edelleenkin niukasti näistä perusteista, ja monet totesivat lyhyesti, että rahavirtaennusteet varsinaiselta budjettikaudelta perustuvat johdon hyväksymiin ennusteisiin. Standardi edellyttää kuitenkin tarkempaa kuvausta "johdon lähestymistavasta" sen määrittäessä oletusten arvoja. Tämä tarkoittaa konkreettisten asioiden esittämistä rahavirtaennusteiden perusteista, esim. vertailua toteutuneeseen kehitykseen tai ulkoiseen informaatioon nähden. Terminaalikauden osuus ennakoitujen rahavirtojen määrästä on usein myös merkittävä tieto.

"Johdon lähestymistapa" voi myös muuttua vuodesta toiseen, ja tällöin on tärkeää, että muutoksesta ja sen syistä kerrotaan arvonalentumistestausta koskevissa liitetiedoissa. Annetun tiedon perusteella sijoittajan on voitava muodostaa käsitys, kuinka vertailukelpoisia eri vuosien testauksissa käytetyt oletukset ja testauksen lopputulos ovat, eli miten muutos johdon lähestymistavassa on vaikuttanut oletuksiin ja siten testaustulokseen tai mikä merkitys muutoksilla on arvonalentumisherkkyydelle jatkossa. Jos yhtiö ei kerro tällaisista muutoksista, ei sijoittajalla ole käytettävissään tietoa, mistä syistä ennusteisiin sisältyviä oletuksia oli tarpeen muuttaa esimerkiksi positiivisempaan suuntaan ja minkälaiseen "johdon lähestymistapaan" testauslaskelmat nyt perustuvat ja minkälaisiin ne aiemmin perustuivat.





### ”Mikään jokseenkin mahdollinen muutos ei johda arvonalentumisiin” – mitä lausuma tarkoittaa?

Monet yhtiöt olivat laajentaneet herkkyyssanalyysistä esitettyjä tietoja. Useat yhtiöt esittivät herkkyyssanalyysiosiossa numeerisen analyysin lisäksi yleisluonteisen arvion tai lausuman siitä, että ”mikään jokseenkin mahdollinen muutos testauksessa käytetyissä oletuksissa ei johtaisi arvonalentumisiin”. Tällaisen melko ehdottoman arvion esittäminen tarkoittaa Fivan näkemyksen mukaan sitä, että yhtiö on varmistanut huolella sen paikkansapitävyyden eri olosuhteissa. Jos yhtiön esittämä arvio esimerkiksi seuraavan tilinpäätöksen laatimisen yhteydessä myöhemmin osoittautuukin vääräksi eli syntyy arvonalentumistappiota, tulee arvioitavaksi, olivatko edellisen vuoden arvonalentumislaskelmat ja esitettyt liitetiedot laadittu IAS 36 -standardin vaatimusten mukaisesti. Kyseisen lausuman käyttö on ongelmallista sijoittajan kannalta, sillä eri yhtiöillä on erilaisia käsityksiä lausuman merkityksestä, eikä tilinpäätöksistä yleensä käy tarkemmin ilmi, mitä kukin yhtiö lausumalla tarkoittaa.

### Uudelleenjärjestelyt ja tulosvaroitukset johtavat usein tarpeeseen suorittaa arvonalentumistestaus välittömästi

Fiva seuraa edelleenkin aiemmin tekemiensä havaintojen ja yhtiöille esittämiensä muistutusten aiheuttamia vaikutuksia niiden tilinpäätöksiin. Fiva myös jatkaa yhtiökohtaista valvontaa siten, että se vuosittain pyytää muutaman yhtiön liikearvon arvonalentumistestauslaskelmat tarkasteltavakseen. Valvonnassa olevat yhtiöt joutuvat tällöin perustelevaan testauslaskelmissa käyttämiään oletuksia ja niiden arvoja.

Fiva myös seuraa yhtiöiden taloudellista tiedottamista siitä näkökulmasta, että esiintyykö viitteitä arvonalentumisesta esim. uudelleenjärjestelyjen tai tulosvaroitusten muodossa, jolloin kynnys arvonalentumistestauksen suorittamiseen voi laueta välittömästi.

### Seurantaselvitys yhtiöiden vuodelle 2010 antamista tulevaisuudennäkymistä

Fiva teki keväällä 2010 seurantaselvityksen yhtiöiden vuodelle 2010 antamista tulevaisuudennäkymistä. Tavoitteena oli kartoittaa, ovatko yhtiöt jo palanneet tulevaisuudennäkymien antamisessa takaisin normaaliin, ennen finanssikriisiä

vallinneeseen käytäntöön. Selvitys on jatkoa vuosina 2008 ja 2009 tehdyille selvityksille, joista on kerrottu Markkinat 4/2008 ja Markkinat 2/2009 -julkaisuissa.

Selvitystä varten käytiin läpi 68<sup>3</sup> yhtiön tilikauden 2009 tilinpäätöstiedotteiden tulevaisuudennäkymiä. Samat yhtiöt sisältyivät vuosien 2008 ja 2009 tulevaisuudennäkymien perusteluista käsiteltyyn selvitykseen.

AML 2 luvun 5a §:n ja 6a §:n mukaan osavuositarkastuksen ja tilinpäätöstiedotteen selostusosassa on arvioitava liikkeeseenlaskijan todennäköistä kehitystä kuluvana tilikautena siinä määrin kuin se on mahdollista ja esitettävä selvitys seikoista, joihin arvio perustuu. Ratan standardin 5.2b (luku 5.7, soveltamisohje kappaleessa (56)) mukaan poikkeuksellisissa tilanteissa, joissa näkymien antamiseen liittyy merkittävästi epävarmuustekijöitä, liikkeeseenlaskija arvioi, voidaanko näkymiä antaa lainkaan tulostenusteena niiden harhaanjohtavan sisällön vuoksi. Näkymiä tulisi kuitenkin esittää siltä ajanjaksolta, jolta tulevaa todennäköistä kehitystä voidaan luotettavasti arvioida. Koska kyseessä on tilapäinen muutos tiedottamisen johdonmukaisuudesta poikkeuksellisissa olosuhteissa, lainsäädännön edellyttämään koko tilikautta koskevaan arviointiin tulee palata tilanteen normalisoiduttua.

### Yhteenveto merkittävimmistä havainnoista

- Sekä tulostenusteen että yleisluonteiset näkymät antaneiden yhtiöiden määrä kasvoi aiemmasta selvityksestä. Näiden yhtiöiden osuus selvityksessä mukana olleista yhtiöistä oli lähes 87 %.
- Koko tilikauden kattavien ennusteiden määrä kasvoi 28 %.
- Yli 80 % tulostenusteen antaneista yhtiöistä ennakoivat tuloksensa paranevan vuonna 2010.

Selvityksen perusteella näyttää siltä, että finanssikriisistä ja sen seurauksista aiheutunut muutos yhtiöiden tulevaisuudennäkymien antamisessa on ollut väliaikainen. Fiva pitää hyvänä, että yhtiöt ovat palaamassa takaisin ennen finanssikriisiä vallinneeseen käytäntöön ja antavat tulevaisuudennäkymät lainsäädännön edellyttämällä tavalla koko tilikaudelta.

3) Vuoden 2010 seurantaselvitys kattoi 20 large cap -yhtiötä, 20 mid cap -yhtiötä ja 28 small cap -yhtiötä. Vuoden 2009 selvitykseen verrattuna on yksi yhtiö vähemmän (delistaus).





### Tulevaisuudennäkymien esittäminen

Näkymien/ennusteen laajuus TP2009	Small cap n=28	Mid cap n=20	Large cap n=20	Yhteensä n=68
Annettu yleisluonteiset näkymät	4	2	3	9
Annettu sekä tulosennuste että yleisluonteiset näkymät	24	18	17	59
Näkymiä ei selostettu lainkaan	-	-	-	-

Tulevaisuudennäkymien esittäminen oli parantunut edelleen aiempiin selvityksiin verrattuna siitä näkökulmasta, että aiempaa useampi yhtiö antoi yleisluonteisten näkymien lisäksi myös yksityiskohtaisemman tulosennusteen. Vuoden 2008 tilinpäätöksessä 15 yhtiötä oli antanut näkymät vain yleisluonteisella tasolla, kun vuoden 2009 tilinpäätöksessä näitä yhtiöitä oli vain yhdeksän. Sekä tulosennusteen että yleisluonteiset näkymät antaneiden yhtiöiden määrä oli noussut 51:sta 59:een. Suurin nousu, 19 yhtiöstä 24 yhtiöön, tapahtui pienten yhtiöiden ryhmässä. Huomattavaa on myös, että vuonna 2008 kolme small cap -yhtiötä ei antanut näkymiä lainkaan, kun vuonna 2009 kaikki yhtiöt antoivat näkymät. Vuonna 2009 antoi segmenttikohtaisen tulosennusteen ja/tai näkymät 30 yhtiötä, kun vastaava luku vuotta aiemmin oli 26. Kolme large cap -yhtiötä palasi antamaan myös segmenttikohtaisen tulosennusteen koko konsernista annetun ennusteen lisäksi.

### Tulosennusteen kauden pituus

Tulosennusteen kausi TP2009	Small cap n=24	Mid cap n=18	Large cap n=17	Yhteensä n=59
Kuluva tilikausi	23	14	13	50
Kuluva neljännes	-	2	3	5
Kuluva puolivuotisjakso	1	1	-	2
Sekä kuluva tilikausi että kuluva neljännes	-	1	1	2

Koko kuluva tilikautta koskevan tulosennusteen antaneiden yhtiöiden määrä kasvoi 28 % vuoden 2008 tilinpäätökseen verrattuna. Vuoden 2009 tilinpäätöksessä koko tilikautta koskevan tulosennusteen antoi 50 yhtiötä, kun vuotta aiemmin näitä yhtiöitä oli 39. Ainoastaan kuluva neljänneksen kehitystä ennakoivien yhtiöiden määrä väheni kahdeksasta viiteen.

### Millaiset tulevaisuudennäkymät

Vuoden 2008 tilinpäätöksessä 17 tulosennusteen antaneista yhtiöistä ennakoiti tuloksensa paranevan kuluva tilikauden aikana, kun vuoden 2010 alussa näitä yhtiöitä oli 45, mikä

vastaa yli kolmea neljänestä selvityksen kohteena olleista tulosennusteen antaneista yhtiöistä. Suurinta kasvu oli small cap -yhtiöiden ryhmässä: vuoden 2010 alussa 19 small cap -yhtiötä ennakoiti tuloksensa paranevan, kun vuotta aiemmin näitä oli viisi. Vastaavasti yhtiöiden, jotka ennakoivat tuloksensa heikkenevän, määrä oli laskenut 24 yhtiöstä kuuteen yhtiöön.

Valtaosa, 73 %, tulosennusteen antaneista yhtiöistä esitti ennusteen liikevoiton tai liikevoittomarginaalin kehittymisestä. Aikaisempien vuosien selvityksissä tehty havainto tuloskäsitteen puutteellisesta määrittelystä toistui tässäkin selvityksessä. Selvityksessä mukana olleista yhtiöistä 11 ei ollut määritellyt tuloskäsitettä niin, että siitä olisi yksiselitteisesti käynyt ilmi, mihin tuloslaskelman riviin tai kannattavuuden mittariin viitataan. Näiden yhtiöiden lukumäärä oli pysynyt samana edelliseen vuoteen verrattuna. Fiva kehottaa yhtiöitä kiinnittämään huomiota siihen, että tulevaisuudennäkymien julkistamisessa noudatetut käytännöt ja ilmaisut olisivat mahdollisimman yksiselitteisiä, selkeitä ja johdonmukaisia. Tulosennusteissa tulisi myös yksiselitteisesti ilmaista, mihin tulokseen ja mihin ajanjakssoon ennusteessa viitataan.

### Julkisia ostotarjouksia koskeva poikkeuslupakäytäntö

Tässä artikkelissa Fiva haluaa tuoda esiin niitä seikkoja, joita se ottaa huomioon arvopaperimarkkinalain (AML) 6 luvun tarjousvelvollisuuteen liittyvässä poikkeuslupaharkinnassaan. Artikkelissa kuvataan myös Fivan poikkeuslupakäytäntöä myönnettyjen poikkeuslupien valossa.

AML:n 1.7.2006 voimaan tulleiden muutosten johdosta ostotarjousvelvollisuuden raja laski kahdesta kolmasosasta 30 / 50 %:iin. Rajan laskeminen on tarkoittanut sitä, että sekä yksissä tuumin toimimista että tarjousvelvollisuuspoikkeuksia koskevat kysymykset ja poikkeuslupatarpeet ovat lisääntyneet.

AML 6 luvun 10 §:n mukaisesti velvollisuus tehdä julkinen ostotarjous syntyy silloin, kun osuus listayhtiön äänimäärästä kasvaa yli kolmen kymmenesosan ja muun kuin pakollisen ostotarjouksen seurauksena yli puoleen yhtiön osakkeiden äänimäärästä. Fiva voi erityisestä syystä myöntää poikkeuksen tästä velvollisuudesta.





Fiva (ja sen edeltäjä Rata) on 1.7.2006 lähtien myöntänyt yhteensä 17 poikkeuslupaa tarjousvelvollisuudesta. Poikkeusluvut ovat koskeneet yritysjärjestelyjä (5), omistusmuutosta määräysvaltaapiirin sisällä (4), sukupolvenvaihdosta (2), kohdeyhtiön toiminnan turvaamista (2) ja konsortio-tarjousta (1). Yksi poikkeuslupa on koskenut aiemmin annetun poikkeusluvan määräajan jatkamista ja kaksi lyhyttä määräaikaa myydä alle tarjousvelvollisuuden rajan.

### Poikkeuslupaharkinnassa huomioon otettavia seikkoja

Fivan poikkeuslupaharkinta perustuu aina tapauskohtaiseen kokonaisarvioon. Harkinnan perustana ovat ostaritarjouksiin liittyvät yleiset periaatteet: arvopaperinhaltijoita on kohdeltava tasapuolisesti; jonkun hankkiessa määräysvallan yhtiössä muita arvopaperinhaltijoita tulee suojata; arvopaperien markkinoille ei saa aiheutua kurssivääristymiä eikä markkinoiden tavanomainen toiminta saa häiriintyä.

Poikkeusluvan myöntäminen ei saa myöskään vaarantaa vähemmistöosakkeenomistajien asemaa. Merkitystä harkinnassa voidaan antaa sille, ovatko vähemmistöosakkeenomistajat saaneet etukäteen tietoa järjestelystä tai pystyneet vaikuttamaan sen sisältöön; onko esimerkiksi yhtiökokous käsitellyt asiaa ja miten esimerkiksi muut kuin järjestelyyn osalliset osakkeenomistajat ovat mahdollisessa yhtiökokouksäänestyksessä äänestäneet.

Fiva voi erityisestä syystä myöntää poikkeuksen AML 6 luvun 10 §:n mukaisesta tarjousvelvollisuudesta.

Fiva on standardissaan 5.2c tuonut esiin esimerkkejä, jotka voivat olla tällaisia erityisiä syitä. Näitä ovat mm.:

- Tilanteet, joissa ääniosuus ei tosiasiallisesti siirry esimerkiksi siirrettäessä omistus samaan määräysvaltaapiiriin kuuluvaan yhteisöön.
- Sukupolvenvaihdostilanne
- Yritysjärjestelyt, joissa ei ole tarkoituksena määräysvallan tai huomattavan vaikutusvallan hankkiminen.
- Merkintäetuoikeusannista tai merkintätakauksesta johtuva omistusmuutos silloin, kun muut eivät käytä merkintäetuoikeuttaan.
- Taloudellisissa vaikeuksissa olevan yhtiön toiminnan

jatkumisen turvaaminen.

- Riippumattomien osakkeenomistajien yksissä tuimin toiminta.

Arvioidessaan poikkeusluvan edellytyksiä tai esimerkiksi niihin liittyviä ehtoja Fiva voi myös hakea johtoa kansainvälisestä käytännöstä esim. Ruotsin Aktiemarknadsnämndenin ratkaisukäytännöstä.

### Missä tilanteissa Fiva on myöntänyt poikkeuslupia

Alla on kuvattu yleisellä tasolla niitä tapauksia, joissa Fiva on myöntänyt poikkeusluvan. Tapauksiin liittyy moninaisia yksityiskohtia ja erityispiirteitä, joita ei tässä yhteydessä tuoda esiin.

### Yritysjärjestelyt

Määrällisesti eniten poikkeuslupia on myönnetty yritys-järjestelytilanteissa, joissa tarkoituksena ei ole ollut määräysvallan hankkiminen. Myönnetty poikkeusluvut ovat olleet määräaikaista.

Eräässä tilanteessa henkilön omistus kohdeyhtiöstä nousi tehdyn osakekaupan ja sulautumisen seurauksena yli 30 %:n. Järjestelylle oli olemassa strategiset ja liike-taloudelliset perusteet eikä tarkoituksena ollut käyttää määräysvaltaa yhtiössä. Sulautumisesta päätettiin yhtiökokouksessa, jota ennen osakkeenomistajien saatavilla oli järjestelystä laadittu AML:n mukainen esite. Poikkeusluvassa asetettiin yhden vuoden määräaika osakkeiden luovuttamiselle alle tarjousvelvollisuuden rajan. Määräajan umpeuduttua sitä pidennettiin 6 kuukaudella poikkeuksellisesta markkinatilanteesta johtuen. Samalla Fiva kuitenkin asetti rajoitukset äänimäärän käytölle ja osakkeiden lisähankinnalle.

Toisessa tilanteessa yhtiölle syntyi tarjousvelvollisuus, kun se myi tytäryhtiönsä kohdeyhtiölle, jonka osakkeita se sai vastikkeeksi (omistus nousi yli 30 %:n). Järjestelyn tarkoituksena oli yhdistää yhtiöiden liiketoimintoja, joten järjestelylle oli olemassa liiketaloudelliset perusteet. Järjestelystä päätettiin kohdeyhtiön yhtiökokouksessa, jota ennen osakkeenomistajien saatavilla oli AML:n mukainen esite. Tarjousvelvollisen oli tarkoitus jakaa osakkeet myöhemmin osakkeenomistajilleen. Fiva myönsi





poikkeusluvan 9 kuukauden määräajaksi, jonka kuluessa omistusosuuden tuli laskea alle tarjousvelvollisuuden rajan.

Eräissä tilanteissa tarjousvelvollisuus syntyi, kun useampi osapuoli toimi yksissä tuumin pyrkiessään toteuttamaan järjestelyn, jonka yhtenä osana oli vapaaehtoinen ostoparjous. Poikkeusluvan myöntämisen edellytyksenä oli, että osapuolten yksissä tuumin toimiminen koski määräävän vallan käyttämistä ainoastaan itse järjestelyssä, ei sen jälkeen. Vähemmistöosakkeenomistajien suoja toteutui, kun osakkeenomistajille tehtiin vapaaehtoinen ostoparjous, järjestelyn julkistamisen yhteydessä annettiin olennaiset tiedot ja ennen ostoparjousta AML:n mukaiset esitteen tiedot.

### Ääniosuus ei tosiasiallisesti siirry

Poikkeusluvut, joissa ääniosuus ei ole tosiasiallisesti siirtynyt, on myönnetty pysyvinä. Kyse on ollut järjestelyistä, joihin on liittynyt esim. sulautumisia, osakekauppoja tai osakas-sopimuksia, joiden seurauksena omistus on siirtynyt tarjous-velvolliselle eikä määräysvalta ole tosiasiallisesti siirtynyt. Näin on ollut esim. tilanteessa, jossa valtion omistus on siirretty sen 100 %:sti omistamalle yhtiölle Solidium Oy:lle.

### Sukupolvenvaihdos

Sukupolvenvaihdostilanteissa myönnetty poikkeusluvut ovat myös olleet pysyviä. Näihin kahteen tapaukseen on liittynyt myös muita elementtejä esim. sulautumisia ja osakevaihtoja, joiden seurauksena määräysvalta ei ole tosiasiallisesti siirtynyt. Toisessa tapauksessa tarjousvelvollisuus syntyi välillisen omistuksen kautta: henkilölle syntyi määräysvalta yhtiöön, jonka omistus kohdeyhtiössä ylitti tarjousvelvollisuuden rajan.

### Taloudellisissa vaikeuksissa olevan yhtiön toiminnan turvaaminen

Fiva on myöntänyt kaksi poikkeuslupaa liittyen järjestelyyn, jonka tarkoituksena oli turvata taloudellisissa vaikeuksissa olevan yhtiön toiminnan jatkuminen tilanteessa, joissa muut yhtiön tilanteen pelastamiseksi tehdyt toimenpiteet eivät olleet toteutuneet. Järjestelyissä kohdeyhtiöiden yhtiökokoukset päättivät suunnatuista aneista, joiden johdosta tarjousvelvollisten omistus nousi yli 30 %:n. Fiva ei rajannut poikkeuslupien voimassaoloaikaa, koska kyseessä oli järjestely, jonka tarkoituksena on turvata taloudellisissa vaikeuk-

sisssa olevan yhtiön toiminnan jatkuminen. Poikkeuslupien ehtona oli, etteivät tarjousvelvolliset tai heihin AML:n mukaisessa suhteessa olevat henkilöt kasvattaneet ääniosuuttaan kohdeyhtiössä.

### Konsortiotarjous

Fiva on myöntänyt poikkeusluvan myös ns. konsortio-tarjoustilanteessa. Tarjousvelvollisuus syntyi, kun osapuolet, joiden omistus yhteenlaskettuna ylitti 30 %, alkoivat toimia yksissä tuumin määräävän vallan käyttämiseksi osallistumalla ostoparjouskonsortioon ja tekemällä vapaaehtoisesta julkisen ostoparjouksen kaikista yhtiön osakkeista ja osakkeisiin oikeuttavista arvopapereista. Osakkeenomistajien asemaa suojattiin tekemällä vapaaehtoinen ostoparjous. Poikkeusluvan edellytyksenä oli, että osapuolet toimivat yksissä tuumin määräävän vallan käyttämiseksi vain ostoparjouksen osalta.

### Lyhyt määräaika

Eräissä tilanteissa tarjousvelvollisuus syntyi välillisen omistuksen kautta; tarjousvelvolliselle syntyi määräysvalta yhtiöön, jonka omistus kohdeyhtiöstä ylitti tarjous-velvollisuuden rajan. Fiva katsoi, että oli olemassa erityinen syy myöntää lyhyt määräaika omistuksen laskemiseksi tilanteessa, jossa ei ollut tarkoitus käyttää määräysvaltaa. Fiva katsoi, että määräajan tulisi lähtökohtaisesti vastata 1 kuukauden määräaika, joka on asetettu tarjous-velvollisuuden syntymisestä ostoparjouksen julkistamiseen. Jottei markkinoiden tavanomainen toiminta häiriintyisi, Fiva myönsi poikkeusluvan kuitenkin 2 kuukaudeksi.

Toisessa tapauksessa tarjousvelvollisuus syntyi termiin-sopimusten toteuttamisen johdosta. Tarjousvelvolliselle myönnettiin lyhyt n. 1 kuukauden pituinen määräaika omistusosuuden laskemiseksi alle tarjousvelvollisuuden rajan. Poikkeusluvassa rajoitettiin myös äänimäärän käyttöä yhtiökokouksessa sekä ääniosuuden kasvattamista.

### Menettelyt poikkeusluvan hakemisessa

Poikkeuslupahakemukselle ei ole asetettu erityistä käsittelyaikaa. Käytännössä hakemuksen käsittely kestää muutamista päivistä muutama viikkoihin. Koska ostoparjousvelvollisuuteen liittyvät kysymykset voivat olla monimuotoisia ja laajoja, tarjousvelvollisten tulee varata Fivalle riittävästi aikaa hakemuksen käsittelyyn. Hakemuksen





käsittelyä nopeuttaa, että Fivan kanssa on etukäteen keskusteltu järjestelyn keskeisistä piirteistä ja Fivan tietoon on saatettu kattavasti poikkeusluvan kannalta merkittävät seikat.

Tarjousvelvollisuutta koskevat poikkeuslupapäätökset julkistetaan yleistiedoksiintoina sen jälkeen, kun päätökset ovat julkisia, minkä jälkeen ne ovat nähtävillä Fivan internet-sivustolla.

### Listayhtiölle-verkkopalvelu

Finanssivalvonta ylläpitää listayhtiöille suunnattua verkkopalvelua, johon on koottu tietoa listautumisesta, esitteistä, julkisista ostotarjouksista, tiedonantovelvollisuudesta, IFRS-tilinpäätösvalvonnasta, liputtamisesta ja sisäpiiriasioista. Lisäksi palvelussa kerrotaan listayhtiöitä koskevasta valvonnasta ja niihin kohdistuvista maksuista. Listayhtiöitä koskeva sääntely on koottu palvelun Sääntely-sivulle. Lisätietoja antavien asiantuntijoiden nimet ja yhteystiedot löytyvät helposti kunkin aihealueen kohdalta.

Listayhtiölle-palvelussa on myös esiterekisteri, jossa julkaistaan ne arvopaperitarjouksista ja arvopaperien listaamisista julkistetut esitteet sekä tarjousasiakirjat, jotka Fiva tai sen edeltäjä Rata on hyväksynyt 1.1.2005 jälkeen. Rekisterissä ovat tiedot myös niistä esitteistä, jotka Euroopan talousalueella toimiva toimivaltainen viranomaisen on hyväksynyt ja jotka on ilmoitettu eli notifioitu Fivalle tai Ratalle 1.7.2005 jälkeen.

Listayhtiölle-palveluun pääsee sekä finanssivalvonta.fi:n etusivulta että suoraan osoitteella [www.finanssivalvonta.fi/fi/listayhtiolle](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/listayhtiolle).

### Markkinat-tiedotteen tilaus

Fivan tiedotteiden jakelua pitkään vaivanneet tekniset ongelmat on viimein saatu ratkaistua. Olemme ottaneet käyttöön uuden tiedotteiden jakelujärjestelmän, ja ilmoittautuminen tiedotteiden jakeluun onnistuu taas. Tilauksen voi tehdä osoitteessa [www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Pages/jakeluunilmoittautuminen.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Pages/jakeluunilmoittautuminen.aspx). Samalla voi tilata tiedon myös muiden Fivan tiedotteiden ja sähköisten julkaisujen ilmestymisestä.

### Lisätietoja antaa:

Markkinavalvonta, Sijoittajainformaatio, puh. 010 831 5585.

