



Solidium Oy

Valtiontalouden tarkastusviraston
tarkastuskertomus 6/2015



Tuloksellisuustarkastuskertomus
Solidium Oy

ISSN-L 1799-8093
ISSN 1799-8093 (nid.)
ISSN 1799-8107 (PDF)
ISBN 978-952-499-290-9 (nid.)
ISBN 978-952-499-291-6 (PDF)
URN:ISBN 978-952-499-291-6
<http://urn.fi/urn:isbn:978-952-499-291-6>

Lönnberg Print & Promo
Helsinki 2015

Valtiontalouden tarkastusviraston tuloksellisuustarkastuskertomus

Dnro 002/54/2013

Valtiontalouden tarkastusvirasto on suorittanut tarkastussuunnitelmaansa sisältyneen Solidium Oy:tä koskeneen tarkastuksen. Tarkastus on tehty tarkastusviraston tuloksellisuustarkastuksesta antaman ohjeen mukaisesti.

Tarkastuksen perusteella tarkastusvirasto on antanut tarkastuskertomuksen, joka lähetetään Solidium Oy:lle ja valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosastolle sekä tiedoksi eduskunnan tarkastusvaliokunnalle, valtiovarainministeriölle ja valtiovarain controller -toiminnolle.

Ennen tarkastuskertomuksen antamista Solidium Oy:llä ja valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosastolla on ollut mahdollisuus varmistaa, ettei kertomukseen sisälly asiavirheitä, sekä lausua näkemyksensä siinä esitetyistä tarkastusviraston kannanotoista.

Tarkastuksen jälkiseurannassa tarkastusvirasto tulee selvittämään, mihin toimenpiteisiin tarkastuskertomuksessa esitettyjen kannanottojen johdosta on ryhdytty. Jälkiseuranta tehdään vuonna 2018.

Helsingissä 27. päivänä toukokuuta 2015

Ylijohtaja Marko Männikkö

Johtava tuloksellisuustarkastaja Vesa Koivunen

Tarkastuksen tekijä:

johtava tuloksellisuustarkastaja Vesa Koivunen

Tarkastuksen ohjaus ja laadunvarmistus:

tuloksellisuustarkastuspäällikkö Leena Juvonen

tuloksellisuustarkastusjohtaja Jarmo Soukainen

Tarkastetusta toiminnasta vastuulliset hallinnonalat:

valtioneuvoston kanslia (omistajaohjausosasto)

Asiasanat:

omistajaohjaus, sijoitusyhtiöt, valtionyhtiöt

Sisällys

Tarkastusviraston kannanotot	1
1 Tarkastuksen tausta	7
2 Tarkastusasetelma	8
2.1 Tarkastuskysymykset ja tarkastuskriteerit	8
2.2 Tarkastuksen aineisto ja menetelmät sekä rajaukset	8
3 Tarkastushavainnot	9
3.1 Toimiohjeet määrittävät osakesalkun hoidon tavoitteet	9
3.1.1 Valtio on antanut yhtiökohtaiset toimiohjeet	9
3.1.2 Solidiumin hallintomalli poikkeaa muista valtionyhtiöistä	11
3.2 Tuloutusvelvoite valtiolle ja myyntien ja ostojen epäsuhta ovat kasvaneet	12
3.2.1 Suuretkin pääomanpalautukset valtiolle yhtiökokouspäätöksellä	12
3.2.2 Salkkuyhtiöiltä saatavat osingot ovat läpikulkueria	13
3.2.3 Valtiolle tuloutettu 1,8 miljardia euroa salkkuyhtiöiltä saatua enemmän	14
3.2.4 Osakkeiden myyntitulot 2,3 miljardia euroa osakkeiden hankintamenoja suuremmat	15
3.3 Velanotto varovaista ja hallinnointikulusuhde alle yhden promillen	17
3.3.1 Solidium on ottanut 950 miljoonaa euroa velkaa	17
3.3.2 Kustannustehokkuuden tuotostavoite on jäänyt täsmentämättä	20
3.4 Osakesalkun tuottokäyrä ja indeksikäyrä ovat lähes kiinni toisissaan	23
3.4.1 Ajalla 11.12.2008–31.12.2014 osakesalkun kokonaistuotto oli 118 %	23
3.4.2 Osakesijoitusten tuotto prosentti suurempi kuin valtion velan korkoprosentti	26
3.4.3 Rahamarkkinasijoitusten kumulatiivinen tuotto 15 miljoonaa euroa	32
3.5 Murto-osa työstä näkyy julkisuudessa ja realisoituu transaktioiksi	35
3.5.1 Solidium vastauksena kysyntään kotimaisista ankkuriomistajista	35
3.5.2 Solidiumin toiminnan luonne sijoitus- ja omistajayhtiönä	36
3.5.3 Keskeisin työtehtävä on nykysalkun hyvä hoito	40
3.5.4 Sijoittanut 6 osakeannissa 4 salkkuyhtiönsä 700 miljoonaa euroa	42
3.5.5 Heikkona kohtana on ollut uusien osakkeiden ostot	45
3.5.6 Case Talvivaara: 149 miljoonan euron sijoitus jouduttiin kirjaamaan arvottomaksi	46
Liitteet	52
Lähteet	53

Tarkastusviraston kannanotot

Solidium Oy

Valtion kokonaan omistama Solidium Oy on kansallinen omistusyhteisö. Solidiumin toiminnan tavoitteena on vahvistaa ja vakauttaa kotimaista omistusta kansallisesti tärkeissä yrityksissä ja kasvattaa pitkäjänteisesti omistustensa taloudellista arvoa. Valtio-omistajan yhtiölle määrittämänä toimintamallina on toimia vähemmistöomistajana salkkuyhtiöissä ja aktiivisen omistajuuden keinoin sekä pitkäjänteisenä ankkuriomistajana edistää omistamiensa yhtiöiden arvonkehitystä. Joulukuussa 2014 Solidium oli vähemmistöomistajana 12 pörssi-yhtiössä ja Solidiumin omistamien osakkeiden arvo 31.12.2014 oli noin 7,6 miljardia euroa.

Tarkastus kohdistui Solidium Oy:n toimintaan ajanjaksolla 1.1.2009–4.3.2015. Tarkastuksen tavoitteena oli saada perusteltu näkemys siitä, miten Solidium Oy on osakesalkkuunsa muokkaamalla (ostot, myynnit, osakejärjestelyt) ja muulla toiminnallaan täyttänyt valtion toimiohjeessa Solidiumille asettamat tehtävät ja tavoitteet. Tarkastuksessa yhtiön toimintaa on arvioitu suhteessa niihin tavoitteisiin ja kriteereihin, jotka valtio on yhtiölle asettanut.

Valtioneuvoston päätöksellä 21.10.2008 luovutettiin Solidium Oy:lle apporttina noin 5,4 miljardin yhtiöomaisuus. Solidiumin toiminnan kautta tavoitteena oli yhteiskunnan kannalta tärkeiksi arvioitavien uusien osakeomistusten hankkiminen ja toisaalta nykyisten osakeomistusten säilyttäminen ja arvon kasvattaminen sekä markkinaolosuhteiden niin mahdollistaessa myös omistusten vähentäminen. Lisäksi taustatavoitteena oli etäännyttää salkkuyhtiöiden yhtiöiden omistajaohjaus kauemmas varsinaisesta päivänpoliittisesta päätöksenteosta.

Solidiumin tehtävänä on muun ohella sijoittaa varoja yrityksiin, joilla katsotaan olevan kansallista merkitystä. Valtio-omistaja on antanut Solidiumille valtioneuvoston talouspoliittisen ministerivaliokunnan käsiteltävinä olleet yhtiökohtaiset toimiohjeet. Solidium noudattaa omassa toiminnassaan näitä ohjeita, mutta ei toimi poliittisten toiveiden viestinviejänä, vaan antaa oman perustellun näkemyksensä asioista salkkuyhtiöilleen.

Yhtiön osakesalkku on merkittävä osa valtion varallisuutta ja Solidiumin valtiolle tulouttama vuosittainen voitonjako on valtiolle tärkeä tulonlähde. Vuonna 2014 Solidium maksoi voitonjakona valtiolle noin 1,1 miljardia euroa. Tämän lisäksi Solidium on alkuvuodesta 1.1.–4.3.2015 maksanut pääomanpalautuksena voitonjakoa 440 miljoonaa euroa.

Solidiumin työ on salkkuyhtiöihin vaikuttamista, mikä korostaa rahavirtojen ohella luottamuspääoman merkitystä

Tarkastuksessa havaittiin, että vaikka Solidiumin arvo valtiolle näkyvimmin konkretisoituu voitonjaon kassavirtana ja osakesalkun euroissa ilmaistuna markkina-arvona, niin Solidiumin varsinaisen toiminnan tärkeys ja arvo ilmenee salkkuyrityksiin kohdistuvassa työssä niin yritysten toiminnan tukijana kuin haastajana kannattavaan kasvuun. Solidium on toimintansa aikana pyrkinyt vakiinnuttamaan asemansa salkkuyhtiöissä omistajana, joka pitkäjänteisesti haluaa auttaa yritysten tuloksellisuuden parantamista.

Solidiumin on täyttänyt tuloutusvaateen – tuottotavoitetta ei ole asetettu

Solidiumille ei ole asetettu numeromääräistä tuottotavoitetta tai kannattavuustavoitetta, vaan valtion tuotto-odotukset konkretisoituvat tuloutusvaateina valtiolle. Solidium on täyttänyt voitonjaollaan valtion tuloutusvaateet. Tuloutusvaade on kuitenkin tavoite, joka ei yksin tue pitkäjänteisesti Solidiumille asetettua perustehtävää.

Solidium Oy:n perustehtävänä on vahvistaa kotimaista omistusta ja kasvattaa omistustensa arvoa sekä edesauttaa omistamiensa yhtiöiden kehitystä ja kasvua. Solidiumin perustehtävänä ei

ole tulouttaa tasaista ja mahdollisimman suurta voitontuloutusta valtiolle, mutta mahdollisuudet ja edellytykset tähän syntyvät perustehtävän hyvästä hoidosta.

Solidium on sijoitus- ja omistajayhtiö, joka ei käy ja jonka ei kuulu käydä aktiivista osakekauppaa pelkästään osakkeista saatavan osinko- tai myyntituoton maksimoimiseksi. Solidium käy kauppaa ja osallistuu salkkuyhtiöidensä osakeanteihin ensisijaisesti vahvistaakseen ja vakaakseen kotimaista omistusta kansallisesti tärkeissä yrityksissä ja kasvattaakseen osakeomistuksensa taloudellista arvoa. Osakeomistusten myyminen on normaalia salkunhoitoa etenkin jos myynnit toteutetaan nouseviin kurssiin, mutta Solidium voi joutua myymään omistamia osakkeita myös valtion vaatiman voitonjaon mahdollistamiseksi.

Valtio-omistaja on antanut Solidiumille yhtiökohtaiset toimiohjeet. Tarkastuksen perusteella Solidium on noudattanut omassa toiminnassaan näitä ohjeita. Solidiumilta edellytetään vaikuttamista salkkuyhtiöiden arvonkehitykseen aktiivisen omistajuuden keinoin. Solidiumin strategiana on sekä tukea että edellyttää salkkuyhtiöiltä tuloksellisuutta. Salkkuyhtiöiden hallitusvallinnat ovat Solidiumille keskeisin vaikutuskanava. Solidiumin tulkinta aktiivisen omistajuuden keinoista on käytännössä selvimmän konkretisoitunut toimintana salkkuyhtiöiden nimitystoimikunnissa.

Sampo lukuun ottamatta Solidiumin johdon tai hallituksen jäsen on kaikkien salkkuyhtiöiden nimitystoimikunnassa, joista noin puolessa puheenjohtajana. Solidiumin omistajana käyttämiä suurempia vaikutuskeinoja salkkuyhtiöiden kehitykseen ovat olleet yritys- ja rakennejärjestelyihin osallistumiset, joissa Solidiumilla on ollut merkittävä osuus mm. Kemiran, Outokummun ja Rautaruukin järjestelyissä.

Luottamus pääoman ylläpitäminen ja kasvattaminen salkkuyhtiöiden ja Solidiumin välillä on Solidiumin oman tuloksellisen toiminnan ja sen edellytysten kannalta oleellista ja tärkeää.

Toimiohjeen edellyttämää kustannustehokkuusmittaria ei ole ollut käytössä Solidiumin seurannassa

Omistaja ei ole asettanut yksiselitteistä tavoitetta Solidiumin hallinnointikulusuhteelle tai muuta kustannustehokkuusmittaria. Solidium on pitänyt yhtiön hallinnointikulusuhteen koko toiminta-ajan alle yhden promillen. Solidiumin kulurakenne vastaa sitä arviota, minkä yhtiö omistajalle esitti Solidiumin toimintaa aloitettaessa. Hallinnointikuluvertailussa suhteessa muihin vastaavan luonteisiin toimijoihin Solidium sijoittuu hyvin. Kustannustehokkuuden arviointia vaikeuttaa se, että toimiohjeen edellyttämää kustannustehokkuusmittaria ei ole ollut käytössä Solidiumin seurannassa.

Uskottava ankkuriomistajuus edellyttää jatkuvan työn lisäksi riittävää kokoa ja kapasiteettia

Valtio-omistajan sitoutuminen pitämään kiinni Solidiumin liiketoiminnallisen riippumattomuuden ja päätöksenteon itsenäisyydestä on edellytys sille, että Solidium voi päättää ja viedä eteenpäin myös vaikeita salkkuyhtiöiden rakennejärjestelyjä.

Suomi on pieni periferiamarkkina, joka kärsii suhteellisesti isoja markkinoita enemmän, jos kansallisesti merkittävä yhtiö lähtee Suomesta tai lopettaa merkittävän osan liiketoiminnastaan.

Suomessa ei juuri ole Solidiumin mittaluokan toimijoita, jotka toimisivat kansallisen intressin näkökulmasta pitkäjänteisinä omistajina. Solidium eroaa aktiivisemmin osakekauppaa käyvistä niin sanotuista portfoliosijoittajista siinä, että Solidium pyrkii tukemaan pitkäaikaisena sijoittajana salkkuyrityksiään myös tilapäisten vaikeuksien yli. Esimerkiksi Solidiumin osallistuminen osakeantiin saattaa käytännössä varmistaa osakeannin onnistumisen, vaikkei yrityksen kurssi ja tilanne nopeasti paranisikaan.

Solidiumin oma pääoma oli 30.6.2009 noin 5,7 miljardia euroa ja 31.12.2014 noin 4,0 miljardia euroa. Oman vahvan taseen ylläpitäminen on konkreettinen edellytys sille, että Solidiumin toimintakyky säilyy. Solidiumin ja valtion on pidettävä huolta Solidiumin riittävästä taseresurs-

seista, jotta se on ulospäin uskottava toimija ja pystyy tarpeen tullen nopeasti tekemään uushankinnan tai rahoittamaan salkkuyhtiöitään. Ratkaiseva merkitys tulevien toimintaedellytysten ja toiminnan suuntaamisen kannalta on se, kuinka paljon osakkeiden myyntituotoista valtio jättää Solidiumin käyttöön

Riskinä on, että Solidium ajetaan kansallisvarallisuuden pitkäjänteisestä hoitajasta lyhytjänteiseksi osakkeiden myyntikonttoriksi kattamaan budjettitalouden tulovajetta

Valtion budjettitalouden tulopohjan pieneneminen on vuoden 2014 aikana ilmennyt valtion kasvaneina ja osin ennakoimattomina tuloutusvaateina.

Pitkäaikaisena sijoittajana Solidiumin on pystyttävä vastaamaan omistusosuutensa mukaisesti salkkuyhtiöidensä pääomahuollosta ja osallistumaan yhtiöidensä rahoitusjärjestelyihin. Tämä korostaa yhtiöiden ja markkinoiden seurannan tärkeyttä ja ennakoinnin tarvetta Solidiumin rahavarojen ja taseen hallinnassa sekä ostojen ja myyntien sekä yritysjärjestelyjen suunnittelussa. Osakeyhtiömuoto antaa edellytykset talousarviomenettelyä nopeampaan päätöksentekoon. Päätöksentekoa tukemaan Solidium rakentaa asiantuntevaa valmisteluorganisaatiota tukeakseen nopeaa reagointia. Yhtiön päätöksentekojärjestelmää tasapainottaa ja täydentää sekä joskus hieman hidastaa velvollisuus hakea talouspoliittisen ministerivaliokunnan kanta, ennen kuin yhtiön hallitus voi tehdä tiettyjä osaketransaktioita koskevia päätöksiä.

Valtiolla on ollut tarve varmistaa, että budjettitalouteen tuloutettavat tuotot ovat riittävän suuria ja mahdollisimman hyvin ennakoitavia. Tavoitteena on tasainen tuloutus valtiolle. Valtio on ohjeistanut Solidiumin tehtävät ja tavoitteet ja ohjeet määrittävät muun muassa vähimmäistuloutuksen määrän.

Solidium on toimintansa aikana tulouttanut valtiolle voitonjakona 1,8 miljardia euroa enemmän kuin se itse on saanut salkkuyhtiöiltään voitonjakona. Yhteenlasketut myyntitulot ovat olleet 3,5 miljardia euroa ja kirjanpidollinen myyntivoitto noin 1,3 miljardia euroa. Osakkeiden myyntitulot ovat olleet noin 2,3 miljardia euroa suuremmat kuin osakkeiden ostomenot. Osakkeiden myynnin myötä menetetään samalla niistä saatavat osingot.

Kun monesta muusta valtion tulolähteestä saatava tulovirta on pienentynyt, niin riski siihen, että Solidiumista otetaan pääomanpalautuksina tuloja valtion talousarvioon määriä, jotka heikentävät Solidiumille asetettujen muiden tavoitteiden saavuttamista, on kasvanut.

Solidiumiin marraskuussa 2008 apporttina siirretty valtion osakeomistus kirjattiin Solidiumin taseen pysyviin vastaaviin. Vastakirjauksena taseen vastattavissa oli alun perin 5,1 miljardin euron suuruinen sijoitetun vapaan oman pääoman rahasto. Tämä mahdollistaa valtiolle joustavan tavan nostaa voitonjakona itselleen tarvittavaksi katsottu rahamäärä, sillä osakeyhtiölain mukaan sallittuja tapoja jakaa yhtiön varoja ovat varsinaisen voitonjaon lisäksi muun muassa varojenjakoa vapaan oman pääoman rahastosta.

Edellä kuvattu menettely voi kuitenkin hämärtää voitonjaon käsitettä: valtio voi tulouttaa itselleen vuosittaisena voitonjakona tilikauden voitosta ja aiempina tilikausina kertyneistä voittovaroista maksettavan osingon, ja lisäksi syödä yhtiön omaa pääomaa kirjaamalla pääoman palautusta sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta. Rahasto on kirjanpidollinen pääomaerä. Solidiumilla ei ole kassassaan rahaston osoittamaa rahamäärää, vaan rahastoon kirjattu määrä on sijoitettuna osakkeisiin, minkä vuoksi tuloutus valtiolle edellyttää yleensä Solidiumilta osakemyyntejä rahan hankkimiseksi voitonjakona maksettavaan pääomanpalautukseen. Käytännössä tämä tarkoittaa osinkovirtaa tuottavan varallisuuden realisoimista talousarvioletalouden katteeksi.

Solidiumin pääomanpalautusten vaihtoehtoiskustannuksena voitaneen pitää pääomapalautuksen osalta valtion velan korkokustannusta. Arvioitaessa ja asetettaessa tavoitteita Solidiumin tuloutuksille valtion talousarvioletalouteen olisi perusteltua toteuttaa kokonaistaloudellinen analyysi tavoiteltujen hyötyjen ja kustannusten suhteesta.

Solidiumin vieras pääoma vähentää julkisyhteisöjen velkaantumismahdollisuuksia

Solidium on ottanut 950 miljoonaa euroa velkaa, mikä luetaan osaksi niin sanottua Suomen EDP -velkaa (julkisyhteisöjen velka). Tämä tulee ottaa huomioon, kun arvioidaan tarkoituksemukaista Solidiumin velkaantumistasetta. Solidiumin ottama velka ei kuitenkaan näy valtion talousarviossa eikä kehyksissä. Toisaalta Solidiumin voitontuloutukset valtiolle taas sisältyvät valtion talousarvioon ja kehyksiin. Tästä syystä Solidiumin rahavirtojen tarkastelu yksinomaan talousarvioletalouden näkökulmasta voi johtaa epätäydelliseen kuvaan Solidiumin koko valtiontaloudellisesta merkityksestä.

Kehysriihipäätöksessä maaliskuussa 2014 sovittiin valtion omaisuuden myynnillä saatavasta 1,9 miljardin euron lisätuloutuksesta vuosina 2014–2015. Lisätuloutuksissa valtion talousarvioon on riskinä, että Solidium voi joutua kattamaan suuren osuuden tuloista. Pörssiosakkeet ovat moneen muuhun omaisuudenlajiin verrattuna likvidimpää omaisuutta, joka voidaan muuttaa rahaksi nopeasti. Riskinä on, että Solidiumin rooliksi muodostuu valtiontalouden residuaalina toimiminen; jos muuta omaisuutta ei ole saatu realisoitua tai tulokiintiötä täyteen, muodostavat Solidiumin pörssiosakkeet ikään kuin varakassan.

Kehysriihipäätöksen jälkeen Solidium on myynyt osakkeitaan vuoden sisällä (maaliskuu 2014–maaliskuu 2015) noin 1,7 miljardilla eurolla kun yhtiö oli koko sitä edeltäneenä toiminta-aikanaan myynyt osakkeitaan noin 1,8 miljardilla eurolla. Solidium on tulouttanut vuoden sisällä valtiolle noin 1,5 miljardia euroa, josta elokuussa 2014 pidetyn varsinaisen yhtiökokouksen päätöksellä tilinpäätöksen vahvistamisen yhteydessä 900 miljoonaa euroa. Lisäksi kahdessa ylimääräisessä yhtiökokouksessa, joulukuussa 2014 ja maaliskuussa 2015, päätettiin vielä yhteensä noin 0,6 miljardin euron tuloutuksesta.

Vaikka Solidiumin omaisuus on likvidissä muodossa, niin omaisuuden hyvä hoitaminen vaatii pitkäjänteisyyttä myös transaktioita toteutettaessa. Solidium pystyy reagoimaan nopeasti, mutta yhtiö toimii markkinoiden ehdoilla, eivätkä valtion rahantarve ja optimaalinen hetki myydä osakkeita välttämättä kohtaa.

Osakesalkun substanssiarvon kasvaminen ja vaihtelu peittävät osittain osakesalkun muodostaman kansallisvarallisuuden pienenemisen uhan. Suotuisa markkinatilanne on mahdollistanut samanaikaisesti merkittävän voitonjaon ja Solidiumin toimintakyvyn ylläpitämisen. Solidiumin toiminnan alkuvaiheessa Helsingin pörssi oli hyvin alhaisella tasolla. OMX Helsinki Cap indeksin kokonaistuotto ajalla 11.12.2008–31.12.2014 on ollut 134 prosenttia ja Solidiumin osakesalkun 118 prosenttia, joten Solidiumin salkun kokonaistuotto on hävinnyt indeksille. Myös Solidiumin osakesalkun vuotuinen tuotto 13,7 % on jäänyt indeksin mukaisen vuotuisen 15,0 % tuoton alle.

Pitkään jatkuva myyntien ja ostojen välinen epäsuhta sekä saadun voitonjaon ja tuloutetun voitonjaon välinen epäsuhta voivat heikentää Solidiumin toimintakykyä ja mahdollisuuksia toimia yhteiskunnan kannalta tärkeiksi arvioitavien omistuskohteiden aktiivisena omistajana sekä osakkeina olevan kansallisvarallisuuden pitkäjänteisessä kasvattamisessa. Solidiumin roolin osingonmaksajana ja myyntitulojen tulouttajana on pitkällä aikavälillä oltava tasapainossa Solidiumin roolin kanssa osakevarallisuuden kasvattajana. Tarkastuksen perusteella tämä tasapaino horjuu tällä hetkellä.

Yhtiön hallintomalli poikkeaa muista valtionyhtiöistä

Solidiumin toimintaa aloitettaessa yhtenä taustatavoitteena oli etäännyttää salkkuyhtiöiden omistajaohjaus kauemmas päivänpoliittisesta päätöksenteosta. Tämä on johdonmukainen valtion omistajaohjauksen yleisen tavoitteen kanssa, jonka mukaan valtionomistusta ja valtion omistajaohjausta koskevan päätöksenteon toimivaltasuhteet ovat selkeät ja johdonmukaiset.

Solidiumin hallintomallissa raportointi ja keskustelu Solidiumin tilanteesta ja toiminnasta sekä valtion omistajaohjauksen tavoitteista välittyvät suullisesti kahden eri kanavan kautta kahdelle

eri vastaanottajalle. Yhtiön hallituksen puheenjohtaja raportoi suoraan omistajaohjausministerille ja yhtiön toimitusjohtaja puolestaan omistajaohjausosaston virkamiehille. Tällainen rakenne lisää riskiä siihen, ettei informaation välity samanaikaisena, samanlaisena ja riittävässä määrin kaikkien osapuolten välillä ja kesken.

Toimivaltasuhteiden ja tavoiteasetannan selkeyden näkökulmasta on syytä arvioida, tulisiko kahden raportointikanavan sijasta siirtyä menettelyyn, missä valtio-omistajan tavoiteasetanta ja seuranta välittyvät Solidiumille ja Solidiumilta yhtä kanavaa pitkin omistajaohjausosaston kautta.

Pääasiallisena tarkastusmenetelmänä oli Solidiumin toiminnan arviointi suhteessa yhtiön omistajaohjaukseen liittyvään toimiohjeeseen. Toimiohje on kuitenkin siinä määrin yleinen, että tosiasiallisesti toimiohjeen sisältö määrittänyt ja konkretisoitunut henkilösidonnaisten näkemysten ja tulkintojen perusteella. Kun ottaa huomioon Solidiumin osakeomistusten merkittävän osuuden valtion osakevarallisuudesta, on tavoiteasetannan ja toiminnan ohjauksen selkeyden näkökulmasta perusteltua määrittää ja dokumentoida tarkemmin Solidiumin toiminnan tavoitteet.

Sijoitusriskin realisoiduminen on peruste keskittyä entistä huolellisemmin kohteiden valintaan ja analyysiin mutta ei syy lopettaa uusia sijoituksia

Tarkastuksen perusteella Solidiumin toiminnan heikko kohta on ollut osakesalkun kehittäminen uusien yhtiöiden osakkeita ostamalla. Keskimääräiseksi sijoitustahdiksi on jäänyt yksi uusi yhtiö joka toinen vuosi. Sijoituksia on tehty kolmeen yhtiöön, joista sijoitus Talvivaaraan epäonnistui. Solidium sijoitti Talvivaaran osakkeisiin noin 149 miljoonaa euroa vuosina 2011–2013 ja kirjasi osakeomistuksensa arvottomaksi välitilinpäätöksessä 31.12.2014.

Osakesijoituksen riskiä lisää se, että Solidiumin toiminta-ajatuksena on toimia ankkuriomistajana. Solidiumin tehtävänä on antaa tarvittaessa tukea tilapäisen ongelman hoitamiseen, vaikka lähtökohtana on, että kohdeyhtiön perusliiketoiminta on tervettä ja menestyksen ja kannattavuuden aika on edessä.

Päätös sijoittaa Talvivaaraan tehtiin asiaan perehtyen, ja sijoitushetkellä keväällä 2011 Talvivaaran tilanne ja tulevaisuus vaikuttivat vallalla olleen yleisen markkinanäkemyksen mukaan lupaavilta. Talvivaaran kohdalla sijoitusriski kuitenkin toteutui, vaikka Solidium teki alkusijoituksensa jälkeen töitä tukeakseen Talvivaaraa. Salkussa oleva ongelmayhtiö satoi myös merkittävän määrän Solidiumin resursseja.

Kun toimintaympäristö ja tilanteet ajan kuluessa muuttuvat, muuttuu myös kansallisesti tärkeiden yritysten ja toimialojen joukko. Tämän vuoksi Solidiumin toimintaan ja keinovalikoimaan on kuuluttava myös sijoitukset uusiin yhtiöihin, mikäli valtioneuvosto haluaa Solidiumin aktiivisesti sijoittavan kansallisesti merkityksellisiin yrityksiin.

Tarkastuksessa havaittiin odotetusti, että vain murto-osa potentiaalisten uusien sijoituskohteiden analysoinnissa ja ostovalmisteluissa tehdystä työstä realisoituu ostoiksi. Tähän vaikuttavat muun muassa Solidiumin omien analyysien johtopäätökset, muiden sijoittajien toiminta, kohdeyhtiöiden toiminta ja muutokset markkinoilla sekä tulevaisuuden odotuksissa.

Sijoituskohteiden valintaan liittyy aina epävarmuustekijöitä. Tarkastuksen perusteella Solidiumin uusien sijoituskohteiden valintaan liittyviä riskejä on realisoitunut. Jatkamalla systemaattista sijoituskohdeseurainta ja panostamalla entisestään tarkempiin analyysiin ja perusteltuihin sijoitusesityksiin, voidaan tätä sijoitusriskiä Solidiumissa pienentää, mutta ei koskaan kokonaan poistaa.

Tarkastusvirasto suosittaa, että

1. Valtioneuvosto entistä tarkemmin analysoi Solidiumin monien yhtäaikaisten tavoitteiden ja tuloutusvelvoitteiden realistisuuden ja tekee tietoisin päätöksen tavoitteiden ja velvoitteiden priorisoinnista ja tämän seurauksista.
2. Valtioneuvosto ottaa selkeämmin kantaa aktiiviseen omistajuuteen ja aktiivisen omistajuuden toteuttamistapoihin kuten suoraan edustukseen salkkuyhtiöiden hallituksissa sekä toisaalta tuottovaateisiin ja kustannustehokkuusvaateisiin numeerisina tavoitteina.
3. Solidium entistä vahvemmin keskittyy uusien sijoituskohteiden valintaan ja analyysiin.

1 Tarkastuksen tausta

Solidium on valtion työkalu, kun kotimaista omistusta pörssiyrityksissä vahvistetaan ja vakauteen. Solidiumin strategiana on olla merkittävänä vähemmistöomistajana yritysissä, jotka ovat kansallisesti tärkeitä.

Valtion yritysomistuksissa Solidium on luokiteltu valtion erityistehtäviä toteuttavien valtiomenemmistöisten osakeyhtiöiden joukkoon. Solidiumin omistajaohjauksesta vastaa valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto. Solidiumin nykymuotoinen toiminta valtion omistus- ja sijoitusyhtiönä alkoi vuonna 2009. Tarkastus kohdistui Solidium Oy:n toimintaan ajanjaksolla 1.1.2009–4.3.2015.

Solidium ja sen osakesalkku on merkittävä osa valtion varallisuutta ja Solidiumin valtiolle tuottama vuosittainen voitonjako on tärkeä tulonlähde. Valtion tilinpäätöksessä per 31.12.2013 Solidium Oy:n kirjanpitoarvo oli 4,1 miljardia euroa, joka oli noin 7 % valtion taseen loppusummasta ja noin 18 % taseen vastaavien käyttöomaisuusarvopapereista. Solidiumin omistamien osakkeiden markkina-arvo per 31.12.2013 oli 7,2 miljardia. Joulukuussa 2014 Solidium oli vähemmistöomistajana 12 pörssiyrityksessä ja Solidiumin omistamien osakkeiden arvo 31.12.2014 oli noin 7,6 miljardia euroa. Vuonna 2014 Solidium maksoi voitonjakona valtiolle noin 1,1 miljardia euroa. Tämän lisäksi Solidium on alkuvuodesta 1.1.–4.3.2015 maksanut pääomanpalautuksena voitonjakoa 440 miljoonaa euroa.

Solidiumin toimintaan on niin mediassa kuin valtionhallinnossa kiinnitetty suhteellisen runsaasti huomiota ja esitetty myös kritiikkiä muun muassa sijoitustoiminnan luonteen, kustannustehokkuuden, osakemyyntien ja voitontuloutuksen suhteen. Tarkastusaihe Solidium Oy otettiin vuosina 2011 ja 2012 tehtyjen riskianalyyysien perusteella valtiontalouden tarkastusviraston tarkastussuunnitelmaan vuosille 2012–2014.

Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto on (pääministeri Kataisen) hallitusohjelman toteuttamiseksi valmistellut toimiohjeen, jossa on käsitelty yritysille asetettavaa tuloutusvaatimusta ja yritys hallituksen toimivaltuuksia ja yritys muita toimintaperiaatteita. Toimiohje on ollut talouspoliittisen ministerivaliokunnan käsiteltävänä 22.12.2011 ja toimiohje on hyväksytty hallituskaudeksi 2011–2015. Toimiohje ei ole julkinen eikä Solidium voi julkisesti kommentoida toimiohjeen sisältöä.

Tarkastuksen tavoitteena oli saada perusteltu näkemys siitä, miten Solidium Oy on osakesalkkuansa muokkaamalla (ostot, myynnit, osakejärjestelyt) ja muulla toiminnallaan täyttänyt valtion toimiohjeessa Solidiumille asettamat tehtävät ja tavoitteet.

2 Tarkastusasetelma

2.1 Tarkastuskysymykset ja tarkastuskriteerit

Tarkastuksen pääkysymyksenä oli se, onko Solidium Oy osakesalkkuansa muokkaamalla ja hoitamalla täyttänyt valtion toimiohjeessa Solidiumille asettamat tavoitteet?

Tarkastuksen osakysymyksiä olivat

1. Onko vuotuinen tuotto ja tuloutus vastannut asetettua tavoitetta?
2. Mitä transaktioita on tehty kotimaisen omistuksen vahvistamiseksi tai varmistamiseksi keskeisissä suomalaisissa pörssiyrityksissä ja mistä muista syistä transaktioita on toteutettu?
3. Millainen on ollut Solidiumin omistusten arvon ja tuoton kehitys ja onko se ylittänyt vai alittanut vertailuindeksit?
4. Onko omistuksen arvon kasvattamistavoitteesta ja taloudellisesta tuottopotentiaalista tai osakeyhtiön normaalista päätöksentekomenettelystä poikkeavat ratkaisut perusteltu läpinäkyvästi (jos tällaisia ratkaisuja on tehty)?
5. Onko Solidiumin oma toiminta ja pääomahankinta ollut kustannustehokasta siten, että kustannustaso vastaa vertailukelpoisia organisaatioita?

Tarkastuskriteerien keskeisenä lähteenä olivat talouspoliittisessa ministerivaliokunnassa käsiteltävänä olleet salassa pidettävät muistiot Solidiumin toimiohjeeksi (9.12.2008 ja 22.12.2011). Lisäksi lähteenä olivat osakeyhtiölaki (624/2006), laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta (1368/2007), Solidium Oy:n yhtiöjärjestys, hallitusohjelma (22.6.2011), valtion omistajapolitiikkaa koskeva valtioneuvoston periaatepäätös (7.6.2007 ja 3.11.2011). Koska keskeisenä lähteenä tarkastuskriteereille oli salassa pidettävä asiakirja, ei kriteereitä esitetä tässä yksityiskohtaisesti.

2.2 Tarkastuksen aineisto ja menetelmät sekä rajaukset

Tarkastus toteutettiin audit trail -tyyppisenä case-tarkastuksena. Tarkastuksessa käytiin läpi toteutuneita ostoja, myyntejä, muita osakejärjestelyjä ja tuloutusta valtiolle sekä Solidiumin osakesalkun hoitoa. Lisäksi käytiin läpi myös niitä tapauksia ja Solidiumin tekemiä tai teettämiä analyysejä, jotka ovat johtaneet siihen, ettei yhtiö ole ryhtynyt toimenpiteisiin.

Pääasiallisena tarkastusaineistona olivat Solidiumin toimintaan liittyvät yhtiön asiakirjat ja yhtiön omistajaohjaukseen liittyvä toimiohje. Tietoa hankittiin myös keskusteluilla yhtiön johdon ja ohjaavien viranomaisten kanssa käymällä läpi tarkastusmuistioon kirjattuja tarkastuksen havaintoja ja johtopäätöksiä.

Ostojen, myyntien ja muiden osakejärjestelyjen sekä voitontuloutuksen (ml. pääomapalautukset) ja osakesalkun hoidon tarkastelulla muodostettiin näkemys toteutuneen toiminnan ja transaktioiden suhteesta valtion toimiohjeessa asettamiin tavoitteisiin.

Tarkastus kohdistui ja rajautui ensisijaisesti Solidiumin toimintaan tai toimimatta jättämiseen. Omistajaohjaus oli tarkastuksen kohteena välillisemmin, lähinnä kirjallisen toimiohjeen tarkastelun kautta.

3 Tarkastushavainnot

3.1 Toimiohjeet määrittävät osakesalkun hoidon tavoitteet

3.1.1 Valtio on antanut yhtiökohtaiset toimiohjeet

Keskeiset asiakirjat jotka määrittävät Solidiumin tehtävää ja toimintaa lainsäädännön lisäksi

Valtion antamat Solidiumia koskevat tavoitteet ja tehtävät ovat valtioneuvoston talouspoliittisen ministerivaliokunnan käsiteltävinä olleissa vuoden 2008 ja vuoden 2011 toimiohjeissa, jotka ovat salassa pidettäviä.

Lisäksi Solidiumia koskevia tavoitteita ja tehtäviä on käsitelty pääministeri Kataisen hallitusohjelmassa 22.6.2011, valtion omistajapolitiikkaa koskevissa valtioneuvoston periaatepäätöksissä 3.11.2011 ja 7.6.2007 sekä Solidium Oy:n yhtiöjärjestyksessä.

Toimiohjeella (2008) tarkoitetaan aikaisempaa, talouspoliittisen ministerivaliokunnan 9.12.2008 käsiteltävänä ollutta valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston esittelemää muistiota, jossa käsitellään pääosin samoja asioita kuin uudessa, voimassa olevassa toimiohjeessa (2011). Uudella toimiohjeella (2011) tarkoitetaan talouspoliittisen ministerivaliokunnan 22.12.2011 käsiteltävänä ollutta valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston esittelemää muistiota. Muistiossa yhtiölle on määritelty talouspoliittisen ministerivaliokunnan käsiteltäväksi tavoitteet ja toimintaperiaatteet sekä käsittelyä edellyttävät periaatteet.

Toimintaperiaatteet ja toiminnan lähtökohdat sekä varojen sijoittaminen

Toimintaperiaatteet koskevat

- Solidiumille asetettavaa tuloutusvaatimusta ja
- Solidiumin omistajan ja hallituksen välistä työnjakoa sekä
- Solidiumin hallituksen toimivaltuuksia.

Solidiumin yhtiöjärjestyksen mukaan yhtiökokoukselle osakeyhtiölain mukaan kuuluvien asioiden lisäksi yhtiökokous:

- päättää niistä periaatteista, joita yhtiön tulee noudattaa sen luovuttaessa omaisuuttaan tai hankkiessa yhtiölle uusia osakkeita tai muuta omaisuutta sekä määrittää näitä koskevat hallituksen toimintavaltuudet;
- vahvistaa ne hyvää hallintotapaa koskevat periaatteet, joita yhtiön tulee noudattaa toimiesaan pörssiyhtiön osakkeenomistajana; ja
- päättää yhtiön raportointivelvollisuudesta ja muusta tiedottamisesta omistajalleen.

Solidiumin hallituksen valinnassa noudatetaan voimassa olevaa valtion omistajapolitiikkaa koskevaa periaatepäätöstä 3.11.2011, jonka mukaan hallituksen valinnassa keskeisiä perusteita ovat riippumattomuus, kokemus, asiantuntemus, hallituksen yhteistyökyvyn ja monipuolisen osaamisen varmistaminen, ajankäyttömahdollisuus ja sukupuolten tasa-arvo.

Pääsääntönä on, että valtiolla on suora edustus valtion kokonaan omistamien yhtiöiden hallituksissa. Kun valtion virkamies on valittu hallituksen jäseneksi, noudatetaan hallintolain esteellisyyssäädöksiä. Yksi Solidiumin hallituksen jäsenistä on 31.8.2011 alkaen ollut valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston virkamies. Ensimmäinen virkamies ajalla 31.8.2011–29.9.2013 ja toinen virkamies 30.9.2013 alkaen.

Valtion omistajaohjauksesta vastaava ministeri asetti 26.2.2015 virkamiestyöryhmän arvioimaan valtion sijoitusyhtiö Solidiumin kehittämistä. Työryhmän tarkoituksena oli valtion omista-

jaintressin näkökulmasta selvittää Solidiumin nykymuotoisten toimintatapojen vahvuudet ja heikkoudet sekä mahdolliset muutostarpeet. Solidium-työryhmän raportti julkaistiin 6.5.2015.

Periaatepäätöksen mukaan hallituksen jäsenenä oleva virkamies ei osallistu yhtiötä koskeviin omistajaohjaustehtäviin liittyvään valmisteluun ja päätöksentekoon tai yhtiötä koskevien omistajapoliittisten ratkaisujen tekemiseen. Edellä mainitun työryhmän puheenjohtajana toimi Solidiumin hallituksen jäsenenä oleva valtioneuvoston kanslian virkamies.

Virkamies on 25.3.2015 Solidium Oy:n hallituksen puheenjohtajalle lähettämässään kirjeessä ilmoittanut, että ottaen huomioon muun muassa mahdolliset esteellisyysnäkökohdat, virkamies pidättäytyy Solidiumin hallitustyöskentelystä työryhmän toimikauden ajaksi. Virkamies ei ole osallistunut työryhmän kokouksiin ennen kirjeen lähettämistä.

Solidiumin hallituksen kokouksessa on puolestaan sovittu, ettei yhtiön toiminnan strategisia linjauksia käsitellä yhtiön hallituksessa ennen kuin työryhmän työ on saatu päätökseen.

Ainoana omistajana valtio voi halutessaan järjestää Solidiumin yhtiökokouksen osakeyhtiölaissa ja yhtiön yhtiöjärjestyksessä määritellyissä tilanteissa. Omistajalla on mahdollisuus ottaa päätettäväkseen – ja vastaavasti yhtiön hallituksella on oikeus siirtää omistajan päätettäväksi – myös sellainen asia, jossa hallitus olisi muodollisesti toimivaltainen. Solidiumin toiminnan aikana omistaja tai hallitus ei ole käyttänyt edellä mainittua menettelyä.

Niin kauan kuin Solidium on yksinomaan valtion omistuksessa, sen yleistä toimintaohjeistusta voidaan täsmentää omistajaohjauksesta vastaavan ministerin päätöksillä, jotka puolestaan perustuvat talouspoliittisen ministerivaliokunnan antamaan ohjeistukseen. Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto on 21.8.2012 antanut toimiohjetta (2011) täydentävän ohjeen tuloutuksen laskentakaavaksi Solidiumin vuotuisen tuloutuksen vertaamisesta talouspoliittisen ministerivaliokunnan linjaukseen.

Voimassa olevan toimiohjeen (2011) lähtökohdaksi on todettu, että

- Solidium on kansallinen omistusyhteisö
- Solidium varmistaa, että Suomelle tärkeiden yhtiöiden omistus on riittävässä määrin kotimaisissa käsissä
- Solidium on pitkäjänteinen omistaja
- Solidium edistää omistamiensa yhtiöiden arvonkehitystä aktiivisen omistajuuden keinoin.

Solidiumin osakesalkun kehittäminen ja sijoituskriteerit ja sijoituspäätökset

Solidiumin yhtiöjärjestyksen mukaan

- Solidium sijoittaa varoja yrityksiin, joilla katsotaan olevan kansallista merkitystä
- Solidiumin sijoitustoiminnan tavoitteena on kasvattaa pitkäjänteisesti omistaja-arvoa
- Solidiumin sijoitusten tulee olla taloudellisesti perusteltuja.

Toimiohjeen (2011) mukaan Solidiumilla on sekä oikeus että velvollisuus kehittää salkkuaan hallitusohjelman toteuttamiseksi. Sijoituspäätökset ovat aina taloudellisia, ja sijoituksia tehdään ja omistajasalkun rakennetta kehitetään kotimaisen omistuksen varmistamiseksi ja vahvistamiseksi sekä omistuksen arvon kasvattamiseksi.

Jos valtiolla on perusteltu syy osoittaa Solidiumille sijoituskohteita tai tehtäviä, joihin yhtiön hallitus ei näe perusteita, päätökset tulee tehdä yhtiökokouksessa talouspoliittisen ministerivaliokunnan linjausten pohjalta. Solidiumin toiminnan aikana tätä menettelyä ei ole käytetty.

Solidiumia ei ole perustettu yksinomaan omaisuuden ylläpitämistä tai myymistä varten, vaan yhtiön tulee saada mahdollisuudet myös uudistaa sijoitussalkkuaan sekä pienentämällä että kasvattamalla nykyisiä omistusosuuksiaan, luopumalla kokonaan joistakin yhtiöistä, että myös hankkimalla tarvittaessa osuuksia uusissa yhtiöissä.

Tavoitteena on pitkäjänteinen ja valtiolle vuotuista tuottoa tuottava omistaminen. Solidiumin toiminta on tärkeää pyrittäessä pitkäjänteiseen omistamiseen ja joustavaan reagointiin tavoitteen saavuttamiseksi.

Solidium toimii taloudellisin perustein ja turvaa kotimaista omistusta keskeisissä suomalaisissa pörssiyrityksissä, mutta Solidium ei ole elinkeinopoliittinen toimija. Solidium ottaa toimintansa huomioon kansallisen edun, joka käsittää muun muassa huoltovarmuusnäkökohdat, toimivien arvopaperimarkkinoiden jatkuvuuden sekä osakkuusyhtiöiden toiminnan kokonaistaloudelliset vaikutukset.

Solidium kattaa kulunsa tuloillaan ja tarvittaessa hankkii uutta markkinaehtoista omistusta tulo- ja lainarahoituksella.

Tehtävä	<ul style="list-style-type: none"> • Solidiumin tehtävä on vahvistaa ja vakauttaa kotimaista omistusta kansallisesti tärkeissä yrityksissä ja kasvattaa pitkäjänteisesti omistustensa taloudellista arvoa
Visio	<ul style="list-style-type: none"> • Olla haluttu omistaja, jonka ammattitaitoa, hallinnointitapaa ja arvонуontikykyä laajasti arvostetaan
Tavoitteet	<ul style="list-style-type: none"> • Kasvattaa osakesijoitusten arvoa pitkällä aikahorisontilla kustannustehokkaalla tavalla • Yhteistyössä muiden merkittävien osakkeenomistajien kanssa edellyttää salkkuyhtiöiltä tuloksellisuutta ja kehittää salkkuyhtiöitä niiden arvon kasvattamiseksi mm. tukemalla kasvuhankkeita • Aktiivisesti osallistua vastuullisen omistajuuden, hyvän hallinnointitavan ja pääomamarkkinoiden kehittämiseen Suomessa
Sijoitusstrategia	<ul style="list-style-type: none"> • Olla ankkuriomistaja, jolla on riittävä vaikutusvalta omistajan arvонуontisuunnitelmien kehittämistä ja toteuttamista varten • Keskittyä rajoitettuun määrään osakeomistuksia • Salkun allokatioita kehitetään Solidiumin tehtävän mukaisesti, markkinaolosuhteet huomioiden
Sijoituskriteerit	<ul style="list-style-type: none"> • Kansallisesti merkittävät pörssiyritykset ja listautumista valmistelevat yhtiöt keskeisillä toimialoilla • Merkittävä vähemmistöosuus riittävän vaikutusvallan turvaamiseksi • Arvonnousupotentiaali aktiivisen omistamisen kautta • Pitkä sijoitushorisontti

KUVIO 1. Solidium Oy:n oma toimintastrategia yhtiön mukaan (lähde: Solidium Oy, yhtiön verkkosivut).

3.1.2 Solidiumin hallintomalli poikkeaa muista valtionyhtiöistä

Valtion omistajapolitiikkaa koskevan valtioneuvoston periaatepäätöksen 3.11.2011 mukaisesti Solidiumille on määritelty talouspoliittisen ministerivaliokunnan käsiteltävänä olleet tavoitteet ja toimintaperiaatteet eli toimiohjeet.

Periaatepäätöksen mukaan valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston ja talouspoliittisen ministerivaliokunnan yleinen tehtävänjako omistajaohjaukseen liittyvissä päätöksissä perustuu siihen, että merkittävät valtion omistajapolitiikkaan tai valtion omistajaohjauksen toteutustapoihin liittyvät ratkaisut edellyttävät talouspoliittisen ministerivaliokunnan puolta. Lisäksi valtion arvoltaan tai muuten merkittävät osakeostot ja osakemyynnit käsitellään talouspoliittisessa ministerivaliokunnassa. Solidium osalta asia linjataan edellä mainitussa toimiohjeessa.

Toimiohjeen mukaan Solidiumin yleistä toimintaohjeistusta voidaan täsmentää omistajaohjauksesta vastaavan ministerin päätöksillä, jotka puolestaan perustuvat talouspoliittisen ministerivaliokunnan antamaan ohjeistukseen. Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston tulee hakea talouspoliittisen ministerivaliokunnan kanta, ennen kuin Solidium voi tehdä viiden alkupe- räisessä salkussa olleen yhtiön osalta tiettyjä osakejärjestelyjä.

Käytännön omistajaohjauksesta on toimiohjeessa todettu, että vastuuministeri keskustelee säännönmukaisesti hallituksen puheenjohtajan kanssa ja omistajaohjausosaston virkamiehet yhtiön toimitusjohtajan sekä avainhenkilöstön kanssa sen varmistamiseksi, että omistajalla ja yhtiöllä on riittävän yhdenmukainen käsitys Solidiumin tilanteesta ja toiminnasta.

Solidiumin hallintomallissa käsitys Solidiumin tilanteesta ja toiminnasta sekä valtion omistajaohjauksen tavoitteista välittyvät suullisesti kahden eri kanavan kautta kahdelle eri vastaanottajalle. Tällainen rakenne lisää riskiä siihen, ettei informaation välity samanaikaisena, samanlaisena ja riittävässä määrin kaikkien osapuolten välillä ja kesken.

3.2 Tuloutusvelvoite valtiolle ja myyntien ja ostojen epäsuhta ovat kasvaneet

3.2.1 Suuretkin pääomanpalautukset valtiolle yhtiökokouspäätöksellä

Noin 5,1 miljardin euron vapaan oman pääoman rahasto on mahdollistanut suuretkin pääomanpalautukset valtiolle tavallisella yhtiökokouspäätöksellä

Solidiumiin siirrettiin 11.12.2008 noin 5,3 miljardin euron arvoinen apporttiomaisuus, joka sisälsi valtion omistukset kahdeksassa pörssiyhtiössä: Kemira Oyj:ssä, Metso Oyj:ssä, Outokumpu Oyj:ssä, Rautaruukki Oyj:ssä, Sampo Oyj:ssä, Sponda Oyj:ssä, Stora Enso Oyj:ssä ja TeliaSonera AB:ssä.

Siirrettyjen osakkeiden markkina-arvo oli 28.11.2008 päätöskursseilla yhteensä noin 5,4 miljardia euroa. Solidiumin oma pääoma ennen ja jälkeen apporttisiirron muodostui seuraavasti:

TAULUKKO 1. Solidiumin oma pääoma ennen ja jälkeen apporttisiirron, euroa.

	Ennen	Jälkeen	(Huom.)
Osakepääoma	8 500 000,00	340 000 000,00	(lisäys 331,5 miljoonaa)
Vararahasto	11 682 551,17	11 682 551,17	-
Edellisten tilikausien voitto	88 111 845,75	88 111 845,75	-
Tilikauden voitto	1 072 104,27	1 072 104,27	-
Sijoitetun vapaan oman pääoman rahasto	0	5 093 463 909,00	(markkina-arvo /.. 331,5)
-----	-----	-----	
Oma pääoma yhteensä	109 336 500,19	5 534 330 409,19	

Sijoitetun vapaan oman pääoman rahaston suuruus oli noin 5,1 miljardia euroa

Osakepääoman korotus oli 331,5 miljoonaa euroa, mikä on noin 6 prosenttia apporttina sijoitettua pääomasta. Loppuosa (5 424 963 909 /.. 331 500 000 = 5 093 463 909) sijoitettiin vapaan oman pääoman rahastoon, josta se on tarvittaessa jaettavissa omistajalle tavallisella yhtiökokouspäätöksellä ilman yhtiöjärjestysmuutoksia ja osakepääoman alentamiseen liittyvää velkojain suojamenettelyä.

Rahasto on laskennallinen erä, jonka vastakirjaus on taseen pysyvissä vastaavissa oleva erä osakesijoitukset. Rahasto ei tarkoita, että Solidiumilla olisi sen suuruinen rahamäärä talletettuna pankkitilillä tai kassassa.

Elisan osakkeiden siirron jälkeen vuonna 2009 valtio ei ole siirtänyt enää muita osakkeita Solidiumin omistukseen

Valtioneuvosto päätti 11.6.2009 siirtää myös valtion omistamat osakkeet Elisa Oyj:ssä Solidiumiin sijoitetun vapaan oman pääoman rahaston korotuksena. Elisan osakkeen luovutusarvo oli julkisen kaupankäynnin päätöskurssi 11.6.2009 Helsingin pörssissä, 10,84 euroa/osake. Luovutuksen seurauksena Solidiumin omaa pääomaa korotettiin osakkeiden markkina-arvoa vastaavalla määrällä, 173 505 040 eurolla. Näin Solidiumin salkussa olevien yhtiöiden määrä nousi yhdeksään. Tämä oli osakesalkun sisältö Solidiumin ensimmäisen tilikauden päättyessä 30.6.2009.

Valtio ei ole siirtänyt muita suoria osakeomistuksiaan Solidiumin omistukseen. Muut muutokset Solidiumin osakesalkussa ovat tapahtuneet Solidiumin tekemien ostojen ja myyntien sekä salkkuyhtiöiden rakenne-, rahoitus- tai omistusjärjestelyjen seurauksena.

Varojen jako sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta

Osakeyhtiölain mukaan sallittuja tapoja jakaa yhtiön varoja ovat voitonjako (osinko), varojen jako vapaan oman pääoman rahastosta, osakepääoman alentaminen, omien osakkeiden hankkiminen ja lunastaminen sekä varojen jakaminen yhtiön purkamisen yhteydessä. Voittoa voidaan jakaa ja omia osakkeita hankkia ainoastaan yhtiön toiminnan tuottamalla ylijäämällä, ts. voitonjakokelpoisilla varoilla, tai jakamalla sijoitetun vapaan oman pääoman rahastossa olevaa varallisuutta.

Solidiumin sijoitetun vapaan oman pääoman rahasto on antanut valtiolle tavan nostaa voitonjakona itselleen tarvittavan rahamäärän riippumatta taseen voittovaroista. Samalla voi kuitenkin hämartyä voitonjaon käsite: valtio voi tulouttaa itselleen vuosittaisena voitonjakona tilikauden voitosta ja aiempina tilikausina kertyneistä voittovaroista maksettavan osingon ja lisäksi syödä yhtiön omaa pääomaa ottamalla pääoman palautusta sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta.

Per 30.6.2014 taseen omassa pääomassa olevan sijoitetun vapaan oman pääoman rahaston saldo oli noin 3,8 miljardia. Rahasto on pienentynyt vuodesta 2009 noin 1,3 miljardilla eurolla, joka on maksettu valtiolle pääomanpalautuksina.

3.2.2 Salkkuyhtiöiltä saatavat osingot ovat läpikulkueriä

Valtiolle tuloutetaan kaikki salkkuyhtiöiltä saadut osingot ja lisäksi vuosittainen pääomanpalautus

Solidiumin kannalta salkkuyhtiöiltä saatavat osinkotuotot ovat läpikulkueriä.

Solidiumin saamien osinkotuottojen ja osakkeiden myynnistä saatujen myyntituottojen tulospolitiikkaa on linjattu toimiohjeissa. Sekä vuoden 2008 että vuoden toimiohjeen 2011 mukaisena osinkopolitiikan lähtökohtana on, että koko Solidiumin salkkuyhtiöistään saama osinkotuotto tuloutetaan valtiolle sen jälkeen, kun yhtiön toiminnasta aiheutuvat kustannukset on katettu. Vuoden 2011 toimiohjeessa on tarkennettu, että jos Solidiumilla on osinkotuottojen lisäksi muita tuottoja (myyntivoitot, sijoitettujen varojen korkotuotot) niin yhtiön toimintakustannukset katetaan laskennallisesti ensin näistä muista tuotoista ja mahdollisimman suuri osa sijoituskohdeiden osingoista tuloutetaan valtiolle.

Mikäli Solidium joutuu merkittävässä määrin osallistumaan salkkuyhtiöidensä pääomittamiseen, myyntitulojen tuloutusvelvoitetta voidaan arvioida uudelleen muuten kuin vähimmäisvaatimuksen osalta. Tuloutusvelvollisuuden ylittävältä osalta Solidium sijoittaa osakemyynneistä saamansa varat uudelleen.

Tuloutuksen laskentakaava

Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto antoi 21.8.2012 yksityiskohtaisemman toimiohjeen (2012), joka koski Solidium Oy:n tuloutuksia valtiolle vuosina 2012–2015 ja niiden verstaamista talouspoliittisen ministerivaliokunnan käsittelemään linjaukseen. Tuloutuslaskelman lisäksi omistajalle esitetään vuosittain laskelma yhtiöiden pääomittamiseen käytetyistä varoista.

3.2.3 Valtiolle tuloutettu 1,8 miljardia euroa salkkuyhtiöiltä saatua enemmän

Solidium on saanut omilta salkkuyhtiöiltään voitonjakona 2,3 miljardia euroa ja tulouttanut valtiolle voitonjakona 4,1 miljardia euroa

Ajalla 1.1.2009–4.3.2015 Solidium on tulouttanut valtiolle voitonjakona 1,8 miljardia euroa enemmän kuin se on itse saanut salkkuyhtiöiltään voitonjakoa. Solidiumin salkkuyhtiöiltään saama voitonjako ja Solidiumin valtiolle maksama voitonjako mukaan luettuna pääomanpalautukset on esitetty taulukossa 2 vuosilta 2009–4.3.2015.

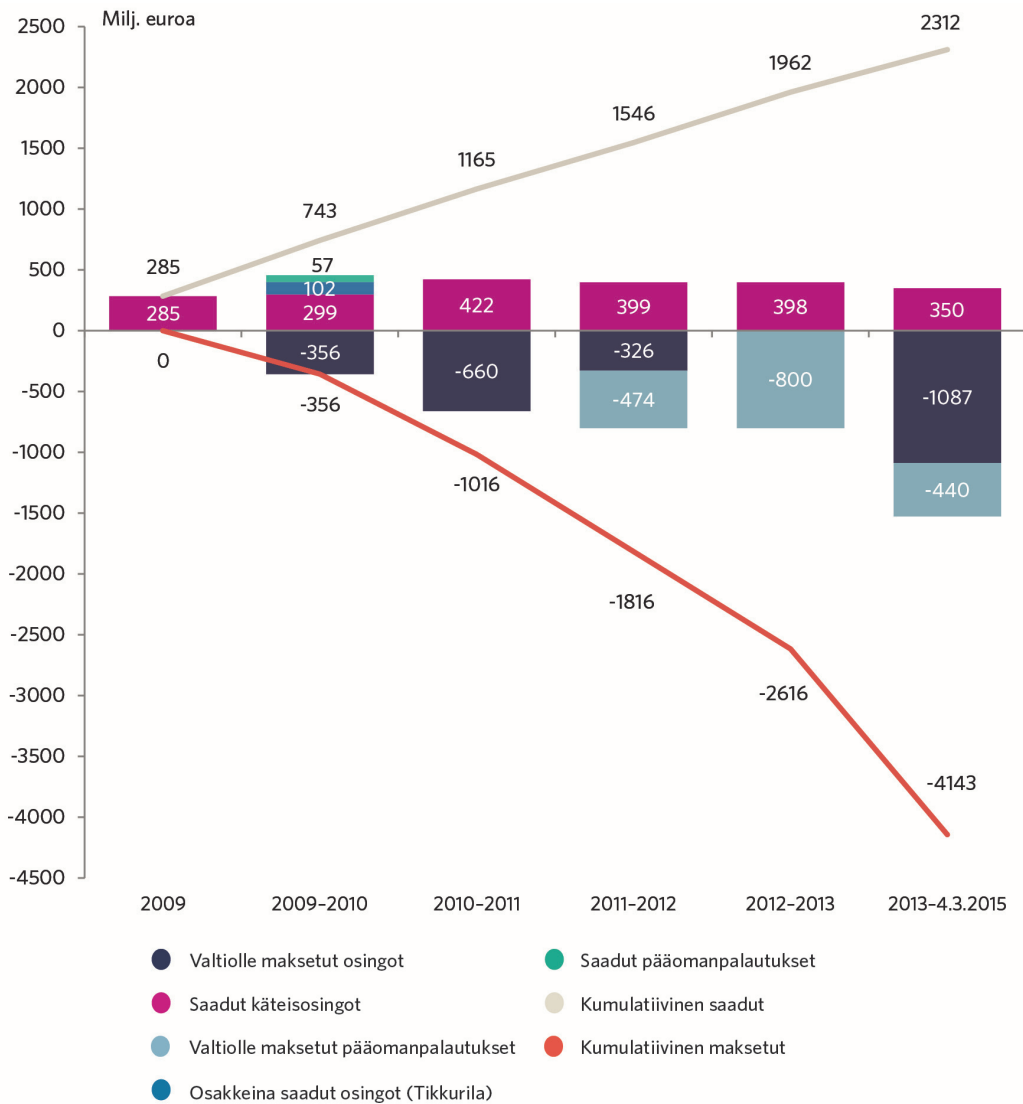
Solidiumin tilikausi ei ole kalenterivuosi vaan ajanjakso 1.7.–30.6. Taulukon luvut ovat ajanjaksolta 1.5.2009–4.3.2015. Viimeisessä sarakkeessa on tilikauden 1.7.2013–30.6.2014 lisäksi mukana myös ajanjakso 1.7.2014–4.3.2015.

Maksetut osingot ja pääomanpalautukset eivät ole taulukossa kassaperusteisia, vaan ne on merkitty sille tilikaudelle, jonka tuloksen perusteella osingot on päätetty maksaa ja jolla myyntitulot ovat kertyneet, so. jonka kauden voitonjaosta on kysymys.

Taulukkoon on merkitty myös Kemiralta Tikkurilan osakkeina saadut osingot arvoltaan 102 miljoonaa euroa, joka on osakkeiden laskennallinen arvo päivän kurssiin. Tikkurila-omistus ei olisi todennäköisesti ollut muutettavissa irrottamishetkellä 102 miljoonaksi euroksi käteistä.

TAULUKKO 2. Solidiumin salkkuyhtiöiltään saama voitonjako ja valtiolle maksama voitonjako 2009–4.3.2015, miljoonaa euroa (lähde: Solidium Oy:n aineisto ja yhtiön vuosikertomukset 2009–2014).

Tilikausi	2009	2009–2010	2010–2011	2011–2012	2012–2013	2013– 4.3.2015
Saadut käteisosingot	285	299	422	399	398	350
Osakkeina saadut osingot (Tikkurila)	0	102	0	0	0	0
Saadut pääoman palautukset	0	57	0	0	0	0
Kumulatiivinen saadut	285	743	1165	1546	1962	2312
Valtiolle maksetut osingot	0	-356	-660	-326	0	-1087
Valtiolle maksetut pääomanpalautukset	0	0	0	-474	-800	-440
Kumulatiivinen maksetut	0	-356	-1016	-1816	-2616	-4143



KUVIO 2. Solidiumin salkkuyhtiöiltään saama voitonjako ja valtiolle maksama voitonjako 2009–4.3.2015, miljoonaa euroa (lähde: Solidium Oy:n aineisto ja yhtiön vuosikertomukset 2009–2014).

Solidium on toimintansa aikana 2009–4.3.2015 maksanut valtiolle, ainoalle osakkeenomistajalle, voitonjakona noin 1,8 miljardia euroa enemmän kuin mitä Solidium on saanut voitonjakona omilta salkkuyhtiöiltään.

3.2.4 Osakkeiden myyntitulot 2,3 miljardia euroa osakkeiden hankintamenoja suuremmat

Ajanjaksona 1.1.2009–4.3.2015 salkkuyhtiöiden osakkeiden myyntituloina saatiin 3,5 miljardia euroa ja osakkeiden ostonon käytettiin 1,2 miljardia euroa

Solidiumin osakkeiden myynnistä saamat tulot ja osakkeiden ostomenot ajanjaksolta 1.1.2009–4.3.2015 on esitetty taulukossa 3. Solidiumin tilikausi ei ole kalenterivuosi vaan ajanjakso 1.7.–30.6. Taulukon luvut ovat ajanjaksolta 1.5.2009–31.12.2014. Viimeisessä sarakkeessa on tilikauden 1.7.2013–30.6.2014 lisäksi mukana myös ajanjakso 1.7.2014–4.3.2015.

Osakkeiden yhteenlaskettu kirjanpidollinen myyntivoitto ajalta 1.1.2009–4.3.2015 on noin 1,3 miljardia euroa.

TAULUKKO 3. Solidiumin salkkuosakkeiden myyntitulot ja ostomenot ajanjaksolla 1.1.2009–4.3.2015, miljoonaa euroa.

Tilikausi	2009	2009–2010	2010–2011	2011–2012	2012–2013	2013–4.3.2015
Myyntituotot osakemyynneistä	0	0	424	450	148	2493
Kumulatiiviset myyntituotot	0	0	424	874	1022	3515
<i>./.. Osakeostot:</i>						
Salkkuyhtiöiden pääomittaminen ¹	-74	-35	0	-322	-47	-199
Osakehankinnat markkinoilta	-7	-115	-63	-178	-64	-74
Kumulatiiviset ostot	-81	-231	-294	-794	-905	-1178
Kumulatiivinen erotus	-81	-231	+130	+80	+117	+2337

Solidiumin toiminnan aikana on osakeostoihin käytetty noin 2,3 miljardia euroa vähemmän kuin mitä on saatu osakemyyntituloina. Toimiohjeen (2011) mukaan valtio voi tulouttaa itselleen tilanteesta ja myyntitulojen määrästä riippuen jopa kaikki myyntituotot.

Myyntien ja ostojen välinen epäsuhta voi olla potentiaalinen ongelma vaikka osakesalkun arvo olisi kasvanut

Solidiumin pitkäjänteisen toimintakyvyn, vastuullisena ankkuriomistajana toimimisen ja osakeina olevan kansallisvarallisuuden arvon pitkäjänteisen kasvattamisen kannalta tämä myyntien ja ostojen epäsuhta voi edelleen jatkuessaan tuoda ongelmia.

Salkkuyhtiöistä saatu voitonjako on tuloutettu kokonaan valtiolle ja myös osakkeiden myyntitulot on pääosin tuloutettu valtiolle. Osakkeiden myynnin myötä myös niistä saatavat osingot jäävät pois ja osinkotuotto alenee merkittävästi.

Pitkällä tähtäimellä Solidiumin saamat osingot menestyvistä salkkuyhtiöistä ovat pitkäjänteistä ja kestävä tuloa, jota Solidium salkkuyhtiöihin kohdistaman aktiivisen omistajuuden keinoin voi kasvattaa. Jos uusiin, myyntiä korvaaviin osakehankintoihin ei voida käyttää Solidiumin tuloja, niin vaarana on negatiivinen kierre, jossa saatujen osinkojen riittämättömyys valtiolle tuloutettavaan voitonjakoon vaatii osakkeiden lisämyyntiä, mikä taas johtaa osinkotuoton alenemiseen jne. Toiminnan perusta ja tehtävän täyttäminen kotimaisen omistuksen turvaajana kansallisesti tärkeissä pörssi-yhtiöissä on vaarassa mureta, jos osakesalkku kuihtuu pikku hiljaa pois.

Solidiumin tilikautta 1.7.2013–30.6.2014 koskevassa tiedotteessa todettiin, että osakesalkun arvo on noussut huomattavasti viiden vuoden aikana, vaikka Solidium oli maksanut tuolloin julistetun 900 miljoonan euron voitonjaon lisäksi aikaisempina tilikausina 2,6 miljardia euroa voitonjakoa Suomen valtiolle. Solidiumin osakesalkun markkina-arvo oli 30.6.2009 tilinpäätöksen mukaan noin 6 miljardia euroa ja 30.6.2014 noin 8,6 miljardia euroa.

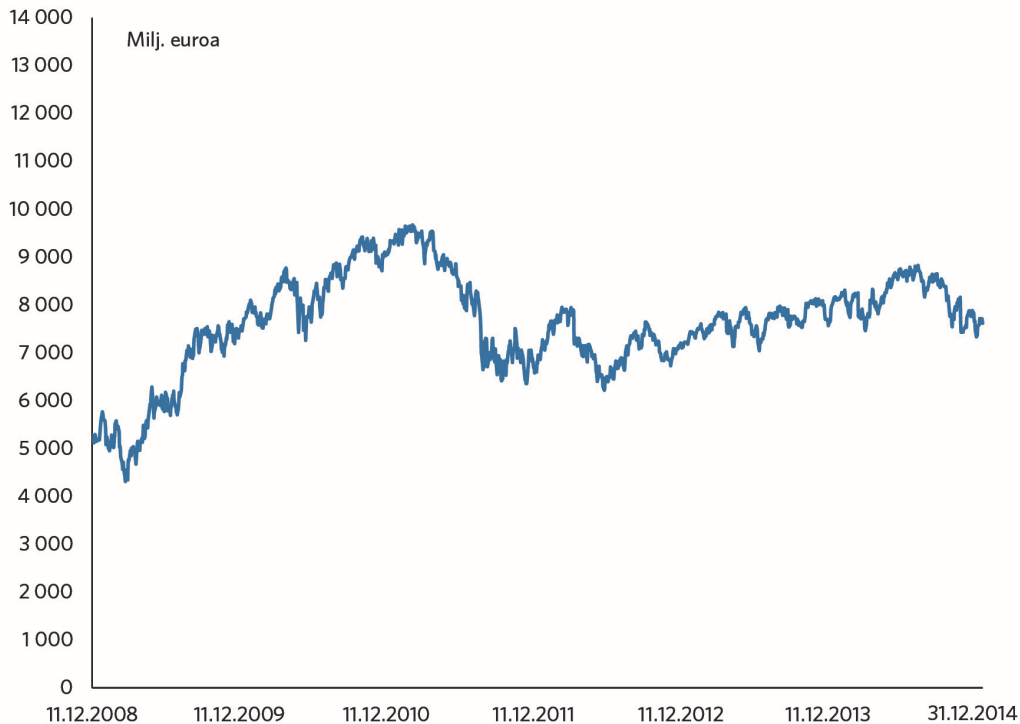
Vaikka edellä mainittu osakesalkun markkina-arvon nouseminen 2,6 miljardilla eurolla oli sinänsä hyvä uutinen, niin tällainen osakesalkun arvon vertailu sellaisenaan voi osittain peittää osakesalkun ja sen muodostaman kansallisvarallisuuden pienenemisen uhan. Vaikka salkusta olisi myyty merkittävässä määrin osakkeita, voi salkkuun jääneiden osakkeiden kurssinousu peittää osakeomistuksen määrän pienenemisen. Suotuisa markkinatilanne on mahdollistanut samanaikaisesti merkittävän voitonjaon ja Solidiumin toimintakyvyn ylläpitämisen. Toisenlaisella vertailujaksolla kuva ei välttämättä ole näin hyvä.

¹ Vuoden 2009 luvussa on mukana myös apporttiosakkeiden varainsiirtovero 3 miljoonaa euroa.

Helsingin pörssi oli 25.2.2009 alhaisimmalla tasollaan siihen asti sinä vuosikymmenenä (2000–2009). Esimerkiksi riippuen siitä otetaanko osakesalkun arvon vertailun aloituskohdaksi 4.6.2009 tai 7.8.2009, niin ero lähtösalkun arvossa on 1,2 miljardia euroa.

Lisäksi on otettava huomioon, että voitonjakoon sisältyvät myös pääomanpalautukset, jotka joudutaan maksamaan myyntituloista. Tämä osaltaan pienentää Solidiumin osakehankintoihin käytettävissä olevia tuloja.

Solidiumin puolivuotiskatsauksen 1.7.–31.12.2014 mukaan osakkeiden markkina-arvo oli 31.12.2014 noin 7,6 miljardia euroa eli miljardin vähemmän kuin puoli vuotta aikaisemmin. Vähennys johtui osakkeiden arvonmuutoksista ja osakkeiden myynnistä: Solidium vähensi omistustaan TeliaSonerassa myymällä osakkeita 547 miljoonalla eurolla.



KUVIO 3. Solidiumin osakesalkun arvon kehitys 11.12.2008–31.12.2014 (lähde: Solidium Oy:n aineisto).

3.3 Velanotto varovaista ja hallinnointikulusuhde alle yhden promillen

3.3.1 Solidium on ottanut 950 miljoonaa euroa velkaa

Solidiumin ottama velka ei näy valtion talousarviossa eikä kehyksissä, mutta luetaan valtion velkana mukaan niin sanottuun EDP-velkaan (julkisyhteisöjen velka). Solidiumin voitontulotukset valtiolle ovat mukana valtion talousarviossa ja kehyksissä.

Omistaja haluaa osan sijoituksista tehtäväksi velkarahalla

Toimiohjeessa (2011) on todettu, että valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto on arvioinut, että Solidium voisi toimia taloudellisesti tehokkaammin, jos sen toiminta perustuisi osaksi vieraan pääoman varassa tehtäviin sijoituksiin. Toimiohjeessa on siis esitetty, että Solidiumin olisi tarkoituksenmukaista käyttää niin sanottua velkavipua. Velkavipu tarkoittaa velan (vieras

pääoma) käyttöä osakeostojen rahoituksessa. Velkavipu on keino lisätä oman pääoman tuottoa. (Liitteessä 1 on kuvitteellinen esimerkki velkavivun käytöstä.)

Solidiumin velkaantumisaste on noin 17 %

Toimiohjeen (2011) mukaan velanottovaltuus määritellään omistajan kannalta turvalliselle tasolle.

Solidium on noudattanut varovaista ja pidättyväistä linjaa velan kasvattamisen suhteen. Solidiumin verrokkiyrityksistä muun muassa ruotsalaiset yhtiöt Investor ja Industrivärden käyttävät myös velkavipua parantamaan tuottoa. Solidium itse katsoo, että velkavipu ei saa olla korkea ja sen pitää olla pääsääntöisesti alhaisempi kuin verrokeilla:

- koska Solidium ”ylitulouttaa” ja siten velkavipu kasvaa tuloutuksen johdosta ajan myötä
- Solidiumin velkavivun pitää myös olla alhaisempi kuin teollisilla yrityksillä, koska velka on pääosin jo salkkuyhtiöissä
- lisäksi lisävelkaantumisen on oltava mahdollista tulevien hankkeiden rahoittamiseksi kaikissa tilanteissa.

Solidiumin velkaantumisaste ($[\text{korolliset velat} / \text{oma pääoma}] \times 100$) oli viimeisimmässä tilinpäätöksessä 30.6.2014 noin 17 %. Omistaja ei ole toistaiseksi ilmaissut, että velkaantumisastetta olisi tästä nostettava, vaikka toimiohje sallisi suuremmankin velkaantumisasteen.

Toimiohjeen (2011) mukaan Solidiumin velkaantuminen ei koskaan saisi rajoittaa yhtiön mahdollisuuksia osallistua omistusosuuttaan vastaavasti salkkuyhtiöiden pääomittamiseen, mikä on johdonmukaista kun ottaa huomioon Solidiumin tehtävän toimia pitkäjänteisenä ankkurinomistajana.

Solidiumin pitkäaikainen vieras pääoma koostuu kahdesta vakuudettomasta joukkovelkakirjalainasta, jotka ovat vaihdettavissa Solidiumin salkkuyhtiöiden osakkeisiin

Solidiumin taseen pitkäaikainen vieras pääoma per 30.6.2014 oli 950 miljoonaa euroa, joka koostuu kahdesta lainasta.

1. Syyskuussa 2015 erääntyvä 600 miljoonan euron laina ja lainaehdot:

Osakesijoitusten rahoittamiseksi ja osingonmaksukyvyyn turvaamiseksi, Solidium toteutti maaliskuussa 2012 TeliaSonera AB:n osakkeiden myynnin ja vuonna 2015 erääntyvän, TeliaSoneran osakkeisiin vaihdettavissa olevan joukkovelkakirjalainan liikkeeseen laskun.

Solidium laski maaliskuussa 2012 liikkeelle syyskuussa 2015 erääntyvän 600 miljoonan euron vakuudettoman joukkovelkakirjalainan, joka on vaihdettavissa TeliaSoneran osakkeisiin. Laina-aika on 3,5 vuotta ja kuponkikorko on 0,50 prosenttia. Vaihtohinta on euroina 6,44 eli noin 27 prosenttia korkeampi kuin osakekohtainen myyntihinta osakemyynissä. Lainan vaihto-oikeuden piirissä on noin 93 miljoonaa TeliaSoneran osaketta eli noin 2,1 prosenttia liikkeeseen lasketuista osakkeista.

Solidiumilla on myös oikeus, mutta ei velvollisuutta, käyttää TeliaSoneran osakkeita lainan takaisinmaksussa. Laina-aikana Solidium voi pitää lainaan kuuluvien osakkeiden osinkotuotot ja vaihto-oikeuden piirissä olevaa osakemäärää kasvatetaan vain, jos TeliaSoneran osakkeiden osinko ylittää 2,85 kruunua osakkeelta jonakin kalenterivuotena.²

2. Syyskuussa 2018 erääntyvä 350 miljoonan euron laina ja lainaehdot:

² Solidium Oy:n hallituksen toimintakertomus 1.7.2011–30.6.2012.

Solidium toteutti helmikuussa 2014 Sampo Oyj:n osakkeiden myynnin ja vuonna 2018 erääntyvän, Sammon osakkeisiin vaihdettavissa olevan joukkovelkakirjalainan liikkeeseen laskun.

Solidium laski helmikuussa 2014 liikkeelle syyskuussa 2018 erääntyvän 350 miljoonan euron vakuudettoman joukkovelkakirjalainan, joka on vaihdettavissa Sammon osakkeisiin. Laina-aika on 4,5 vuotta ja kuponkikorko on 0,00 prosenttia. Vaihtohinta on 48,1275 euroa eli 35 prosenttia korkeampi kuin osakekohtainen myyntihinta (35,65 euroa) osakemyynissä. Lainan vaihto-oikeuden piirissä on noin 7,3 miljoonaa Sammon osaketta eli noin 1,3 prosenttia liikkeeseen lasketuista osakkeista.

Solidiumilla on oikeus, mutta ei velvollisuutta, käyttää lainan takaisinmaksussa Sammon osakkeiden ja käteisen yhdistelmää. Laina-aikana Solidium pitää lainaan kuuluvien osakkeiden osinkotuotot ja vaihto-oikeuden piirissä olevaa osakemäärää kasvatetaan vain, jos Sammon osakkeiden osinko per osake ylittää tietyt kynnykset (1,65 euroa vuonna 2014, 1,80 euroa 2015 ja 1,95 euroa tämän jälkeisinä kalenterivuosina).³

Edellä mainittujen lainainstrumenttien etuja Solidiumin näkökulmasta ovat muun muassa:

- Lainainstrumentti tarjoaa tiettyjä hallinnollisia etuja verrattuna tavalliseen joukkovelkakirjalainaan, so. lainavalmistelut ovat kevyitä: ei tarvetta listalleottoesitteelle, ei vaadita IFRS:ää, eikä Solidiumille tule jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta.
- Taloudellisesti vaihto-option arvo on vähintäänkin täydellä arvolla alentanut kuponkikorkoa, koska kysyntä tämän tyyppisille instrumenteille on ollut hyvin suurta viime vuosina, so. vuosittain maksettava kuponkikorko on selvästi alhaisempi vaihto-oikeuden ansioista.
- Vaihdettava laina (lainan liikkeeseenlasku) voidaan tehokkaasti yhdistää osakemyyntiin, ja se on joustava takaisinmaksussa: lainapääoman takaisinmaksussa osakkeita voidaan käyttää maksuvälineenä.
- Solidiumilla säilyy mahdollisuus turvautua pankkilainaan kiireellisessä tilanteessa.

Huonona puolena Solidiumin kannalta on, että mikäli osakekurssi nousee yli konversiohinnan, lainanantajat saavat lainan erääntyessä osakkeita joiden arvo ylittää lainapääoman arvon.

Syyskuussa 2018 erääntyvän 350 miljoonan euron lainan konkreettisia etuja ja ominaisuuksia ovat:

- Lainalle ei makseta korkoa ja sijoittajien hinnoittelema riskitaso vain hieman korkeampi kuin suoraan Suomen valtiolla, vaikka lainalla ei ole valtion takausta.
- Vaihtohinta on 48,1 euroa eli 35 % yli osakemyyntihinnan (35,65 euroa).
- Solidium saa pitää osinkotuotot alla olevista osakkeista. Mikäli kuitenkin osinkotuotot ylittävät määritetyn tason (1,65–1,95 euroa / osake), ylittävä osa hyvitetään lainanantajille korjaamalla vaihtokurssia.

Solidiumilla on voimassa oleva yritystodistusohjelma ja sen rinnalla luottolimiitti, mutta luottolimiitti on ollut lähes käyttämättä eikä yritystodistuksia ole laskettu liikkeelle

Solidiumin rahoitussuunnitelmassa yritystodistusohjelmien katsotaan toistaiseksi olevan edullista vierasta pääomaa Solidiumille. Yritystodistusohjelmien rinnalle perustetaan yleensä luottolimiitti. Pankin myöntämä luottolimiitti takaa, että yritys pystyy tarvittaessa maksamaan yritystodistuksensa.

Solidiumilla oli 300 miljoonan euron luottolimiitti ja 400 miljoonan euron määräinen yritystodistusohjelma viimeisimmässä tilinpäätöksessä 30.6.2014.

Solidium uudisti 300 miljoonan euron suuruisen vakuudettoman luottolimiittisopimuksensa syyskuussa 2013. Sopimus on kommitoitu⁴ luottolimiitti, joka on tarkoitettu yrityksen yleisiin ra-

³ Solidium Oy:n hallituksen toimintakertomus 1.7.2013–30.6.2014.

⁴ Määrätarkoitukseen sidottu luotonnosto-oikeus.

hoitotarpeisiin ja yritystodistusohjelman varajärjestelyksi. Laina-aika on yksi vuosi ja sisältää lisäksi yhden vuoden jatko-option osapuolten erillisellä päätöksellä.

Solidiumin olemassa olevan yritystodistusohjelman koko on 400 miljoonaa euroa. Yritystodistusohjelman puitteissa yhtiö voi laskea liikkeelle alle vuoden mittaisia yritystodistuksia. Tilikauden lopussa 30.6.2014 luottolimiittä ei ollut tarvinnut käyttää, eikä yritystodistuksia ollut tarvinnut laskea liikkeelle.

Solidiumin lainanotto on laskennallisesti ollut asianmukaista suhteessa valtion talousarvion kehysmenettelyyn

Sijoitetun vapaan oman pääoman rahaston suuruus mahdollistaa periaatteessa varojen jakamisen valtiolle tavallisella yhtiökokouspäätöksellä niin suurena, että se voisi ylittää salkkuyhtiöistä saatujen osinkojen ja osakkeiden myynnistä saatujen tulojen yhteissumman.

Solidium on toiminta-aikanaan 2009–4.3.2015 sijoittanut osakkeisiin 1 277 miljoonaa euroa ja yhtiön pitkäaikainen bruttovelka on 950 miljoonaa euroa. Solidiumin varat eivät ole korvamerkittyjä, mutta periaatteessa laskennallisesti voidaan todeta, että koska sijoitukset osakkeisiin ovat olleet suuremmat kuin koko velkasumma, ei velkaa ole laskennallisesti otettu tai tarvinnut ottaa nimenomaan voitonjakoon.

3.3.2 Kustannustehokkuuden tuotostavoite on jäänyt täsmentämättä

Hallinnointikulusuhdevertailussa Solidium sijoittuu hyvin

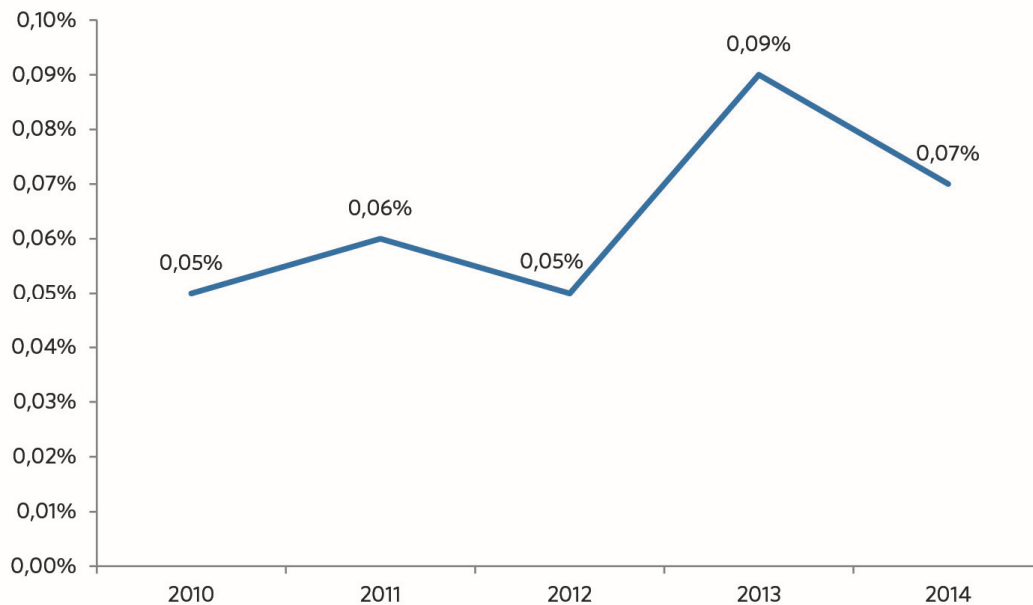
Aiemmassa toimiohjeessa (2008) todettiin, että yhtiön hallituksen puheenjohtajan kanssa valmistellaan omistajan ja yhtiön hallituksen hyväksyttäväksi malli, jolla yhtiön organisaatio ja kustannukset pidetään kohtuullisina ja samalla varmistetaan omistajaohjauksen osaamisen, kokemuksen ja resurssien hyödyntäminen vaarantamatta yhtiön itsenäistä päätöksentekoa.

Voimassa olevan toimiohjeen (2011) mukaan Solidiumin yhtiön hallintoa on hoidettava kustannustehokkaasti. Jos yhtiöllä on osinkotuottojen lisäksi muita tuottoja (myyntivoitot, sijoitet- tujen varojen korkotuotot), toimintakustannukset katetaan laskennallisesti ensin niistä ja mahdollisimman suuri osa sijoituskohteiden maksamista osingoista tuloutetaan valtiolle.

Solidiumin toiminnan hallinnointikulusuhde on pysynyt koko yhtiön toiminta-ajan alle promillen

Hallinnointikulusuhde voidaan laskea kaavalla, jossa toimintakulut (vuosikulut pl. rahoitusku- lut) suhteutetaan hoidettavana olevaan omaisuusmassaan:

$$\frac{\text{Henkilöstökulut + poistot ja arvonalent. + liiketoiminnan muut kulut}}{\text{Substanssiarvo (alkavan ja päättävän taseen keskiarvo)}} \times 100$$



KUVIO 4. Solidiumin hallinnointikulutusuhde tilikausilta 2010–2014 (lähde: Solidiumin vuosikertomukset).

Tavoiteltu läpinäkyvyys ja avoimuus toteutuu kuluksen osalta

Solidiumin vuosikuluista muita kuluja kuin rahoituskuluja voidaan pitää osakesalkun hallinnointikuluina.

Rahastoa hallinnoiva rahastoyhtiö, joka veloittaa rahaston hoitamisesta kiinteän hallinnointipalkkion sijoitusrahaston varoista, ei ole suoraan vertailukelpoinen Solidiumin toiminta-ajatuksen ja toimintatapojen kanssa. Jos kuluja kuitenkin vertaillaan niin voidaan todeta, että rahaston hallinnointipalkkio määritetään vuosittaisena prosenttiosuutena koko sijoitusrahaston arvosta.

Rahastoyhtiön perimä hallinnointipalkkio kattaa Suomessa vallitsevan käytännön mukaan lähes kaikki kustannukset, joita rahastoyhtiölle aiheutuu sijoitusrahaston sijoituksiin ja hallinnointiin liittyvien tehtävien hoitamisesta. Näitä ovat muun muassa kustannukset rahaston sijoitustoiminnan hoitamisesta ja rahaston varsinaisen hallinnon hoitamisesta kuten arvonalaskennasta ja osuusrekisterin ylläpidosta sekä rahaston markkinointikustannukset. Sijoitustoiminnan välityspalkkiot eivät kuitenkaan sisälly hallinnointipalkkioon.

Hallinnointipalkkion suuruus vaihtelee rahastotyyppin mukaan. Esimerkiksi lyhyen koron rahastoissa hallinnointipalkkio vaihtelee usein 0,2 prosentista 0,6 prosenttiin ja osakerahastoissa 0,4 prosentista 3,0 prosenttiin.⁵

Sekä vuoden 2008 että vuoden 2011 toimiohjeen mukaan omistajaohjausosaston suorittamassa Solidiumia koskevassa seurannassa ja raportoinnissa on osana jokin erikseen päätettävä kustannustehokkuusmittari; tässä kohdin on viitattu vertailuna vakuutusyhtiöiden vahinkosuhte- tai kulusuhdemittareihin. Toimiohjeen mukaista kustannustehokkuusmittaria ei kuitenkaan ole ollut käytössä.

Salkun tuoton osalta on vuoden 2008 toimiohjeessa mahdollisina verrokkeina mainittu esimerkiksi OMX Helsinki, työeläkeyhtiöiden salkut (Varma, Ilmarinen), ruotsalainen Investor AB ja Foundation Asset Management. Vuoden 2011 toimiohjeessa ei em. verrokkeja ole mainittu. Kustannusten osalta ei kummassakaan toimiohjeessa ole nimeltä mainittuja verrokkeja.

Luontevimmat vertailukohteet lienevät osakeyhtiömuodossa toimivat sijoitus- ja omistusyhtiöt. Ruotsissa Solidiumin kaltaisia sijoitus- ja omistajayhtiöitä on Suomea enemmän, mutta nii-

⁵ *Finanssivalvonnan verkkosivut.*

denkin toimintaperiaatteet ja sijoitusstrategiat sekä omistajuuden keinot voivat poiketa toisistaan ja Solidiumin toiminnasta.

TAULUKKO 4. Solidiumin hallinnointikulusuhteen vertailu ruotsalaisyhtiöihin, luvut vuodelta 2013 (lähde: yhtiöiden vuosi- ja osavuosisikertomukset ja Solidiumin aineisto).

Yhtiö	Henkilöstö- määrä	Toimintakulut milj. euroa	Salkkuyhtiöiden lkm	Nettovarallisuus keskim. milj. euroa	Hallinnointi- kulusuhde % ("hallinnointi- palkkio")
Solidium Oy	11	5,3	12	7 069	0,07 %
Melker Schörling AB	3	1,8	6	3543	0,05 %
Investor AB	91	41,5	11*)	22 550	0,18 %
Industrivärden AB	26	15,0	11	6397	0,23 %
Kinnevik AB	19	21,6	15	7 321	0,30 %

*) Investor omistaa näiden 11 yhtiön lisäksi myös ei-listattuja yhtiöitä

Vaikka Solidium sijoittuu kustannusvertailussa hyvin, ei valtio-omistajan toive siitä, että Solidiumin oman analyysityön ansiosta ulkopuolisilta neuvonantajilta tilattavia selvityksiä ei juuri tarvittaisi, ole toteutunut odotetusti. Toisaalta Solidium toimitti toimintansa alkuvaiheessa, marraskuussa 2009, omistajaohjausosastolle muistion yhtiön toiminta- ja rahoituskuluista. Muistion mukaan Solidiumin hallituksen hyväksymä kulubudjetti tilikaudelle 1.7.2009–30.6.2010 on noin viisi miljoonaa euroa (ilman rahoituskuluja) josta suurimmat erät ovat henkilöstö- ja hallituskulut sivukuluineen (2,3 miljoonaa euroa, liiketoiminnan muut kulut (0,7) ja projektikohtaiset asiantuntijapalkkiot (2,0 miljoonaa euroa). Liiketoiminnan muissa kuluissa suurimmat yksittäiset erät ovat toimitilakulut (0,2 miljoonaa euroa) ja matkakulut (0,1 miljoonaa euroa). Muistion mukaan asiantuntijapalkkioiden määrä riippuu luonnollisesti projektien lukumäärästä ja laadusta ja että kulujen arviointiin liittyy jonkin verran epävarmuutta koska kuluva tilikausi on yhtiön ensimmäinen täysi tilikausi.

Projektikohtaiset asiantuntijapalkkiot ovat kaikkina vuosina sittemmin jääneet alle edellä mainitun 2,0 miljoonan, korkeimman arvon ollessa noin 1,9 miljoonaa ja keskiarvon noin 1,0 miljoonaa.

Osasto ei ole ilmoittanut yhtiölle näkemyksiään kulutasosta, mutta Solidium-työryhmän 6.5.2015 raportin mukaan Solidiumia perustettaessa oletuksena oli yhtiöön rekrytoitavan henkilöstön kyky ja valmius suoriutua pääsääntöisesti itse hankkeissa tarvittavista selvityksistä ja analyyseistä, mutta tämä ei ole täysin toteutunut odotusten mukaisesti.

Kustannustehokkuuden tuotosta ei ole määritelty

Tuottavuus on mittari sille, kuinka tehokkaasti yrityksen resursseja käytetään tuotteiden ja palveluiden tuottamiseksi. Tuottavuus määritellään saatujen tuotosten ja käytettyjen panosten suhteena. Tuottavuus ilmaistaan usein määrinä. Jos laskennassa käytetään panoksena rahaa, puhutaan kustannustehokkuudesta. Kustannustehokkuudella mitataan rahamääräisesti yrityksen sisäistä tehokkuutta eli sitä, miten resursseja käytetään. Toimiohjeessa mainittu kustannustehokkuus mittaa siten rahapanosten tuottavuutta.

”Tavallisessa” yrityksessä tuottavuus ja kustannustehokkuus kuvaavat yritysjohtoon toimintaa voiton lisäämiseksi ja kilpailukykyyn parantamiseksi tehokkuutta kehittämällä. Kappaletavara-tuotantoa harjoittavan yrityksen tuottavuuden laskennassa tuotoksena on luontevaa käyttää val-

mistettujen tuotteiden määrää. Toimiohjeessa (2011) ei ole suoraan määritelty, mikä on omistajan tarkoittama tuotos ja tämän tuotoksen rahamääräinen mittari puhuttaessa Solidiumin kustannustehokkuudesta, mutta omistajaohjausosaston mukaan Solidiumin pitää pystyä kustannuksia vasten toimittamaan taloudellista lisäarvoa. Tämä on Solidiumin tuotos/tuote.

Toimiohjeessa (2011) ei ole asetettu numeroina ilmaistua tavoitetta tälle tuotokselle. Toimiohjeen (2011) mukaan omistajaohjausosaston suorittamassa Solidiumia koskevassa seurannassa ja raportoinnissa on osana taloudellisen lisäarvon kertyminen salkkuyhtiöistä Solidiumin tuottamana. Tällaista toimiohjeen mukaista mittaria ei kuitenkaan ole ollut jatkuvasti käytössä.

Solidium-työryhmän raportin mukaan Solidiumin tuottama lisäarvo on niin vähäinen, ettei se tue toteutunutta kustannustasoa, vaikka kustannuksia omaisuusmassaan verrattuna voidaan siinänsä pitää pienehkönä.

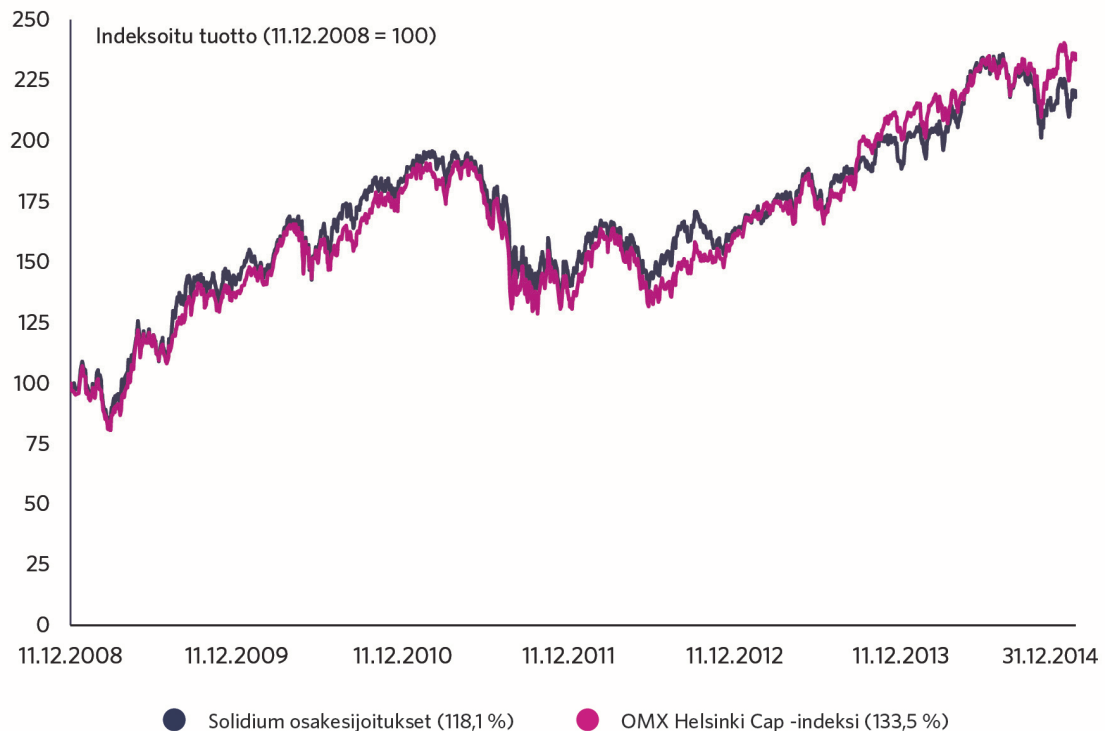
3.4 Osakesalkun tuottokäyrä ja indeksikäyrä ovat lähes kiinni toisissaan

3.4.1 Ajalla 11.12.2008–31.12.2014 osakesalkun kokonaistuotto oli 118 %

Vuotuinen tuotto⁶ Solidiumin osakesalkulle ajalla 11.12.2008–31.12.2014 on ollut 13,7 %, kun samanaikaisesti OMX Helsinki Cap indeksin mukainen vuotuinen tuotto on ollut 15,0 %.

OMX Helsinki Cap indeksin kokonaistuotto ajalla 11.12.2008–31.12.2014 on ollut 134 prosenttia ja Solidiumin osakesalkun 118 prosenttia.

Solidiumin osakesalkun tuotto on jäänyt alle indeksin mukaisen tuoton.

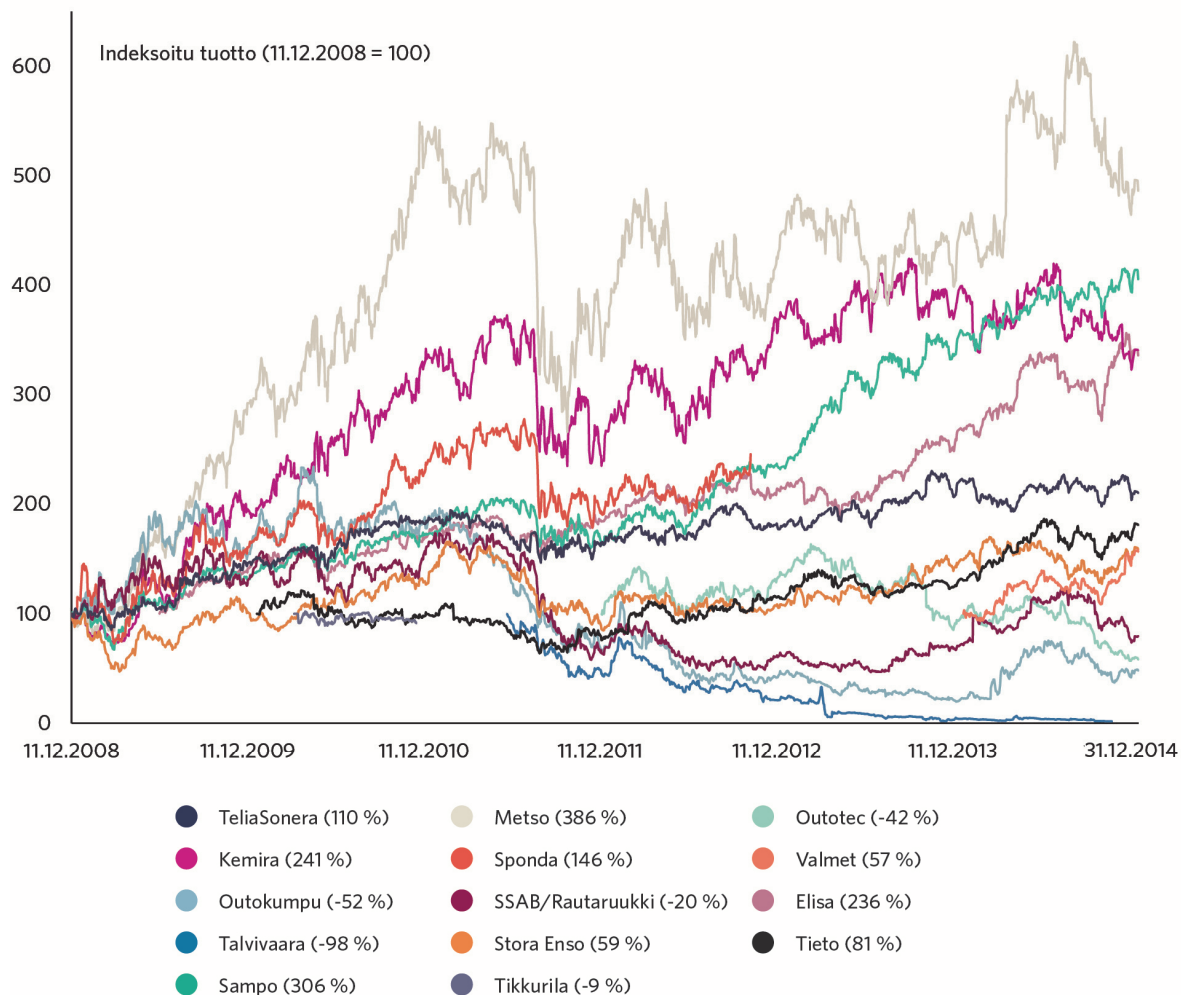


KUVIO 5. Solidiumin koko osakesalkun ja OMX Cap Helsinki -indeksin tuotot 11.12.2008–31.12.2014 (indeksoitu tuotto: 11.12.2008 = 100) (lähde: Solidium Oy ja Helsingin pörssi).

⁶ Osakkeen arvonnousu + osingot/pääomanpalautukset.

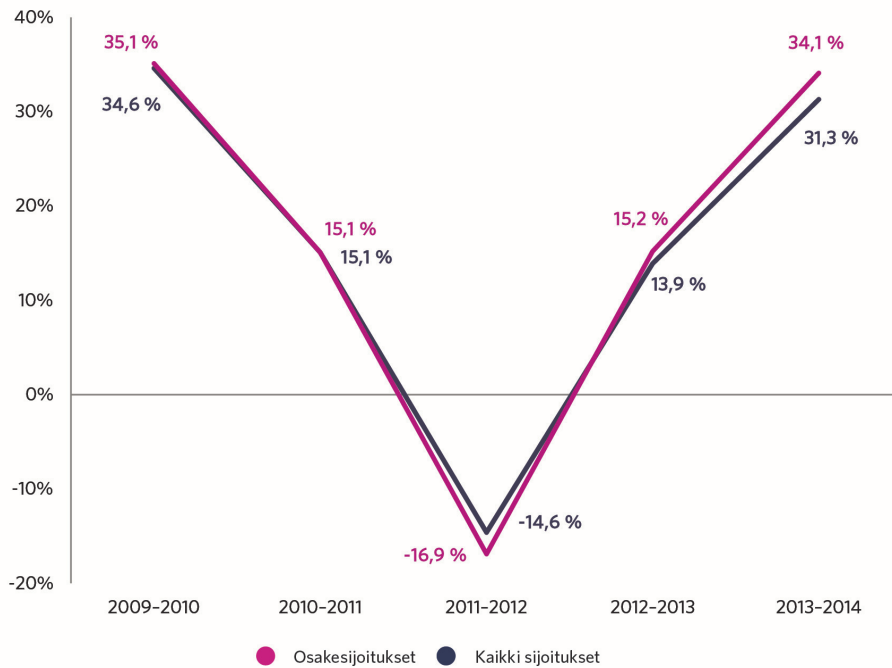
Ajalla 11.12.2008–31.12.2014 osakesijoitusten paras yhtiökohtainen kokonaistuotto on ollut Metson +386 % ja huonoin Talvivaaran –98 %.

Perintösalkkuun kuuluvien yhtiöiden lisäksi salkussa ovat tai ovat olleet mukana: Elisa 11.6.2009 alkaen, Outotec 14.12.2011 alkaen, Sponda 18.10.2012 asti, Talvivaara 1.6.2011 alkaen, Tieto 1.1.2010 alkaen, Tikkurila 17.3.2010–25.11.2010 ja Valmet 2.1.2014 alkaen.



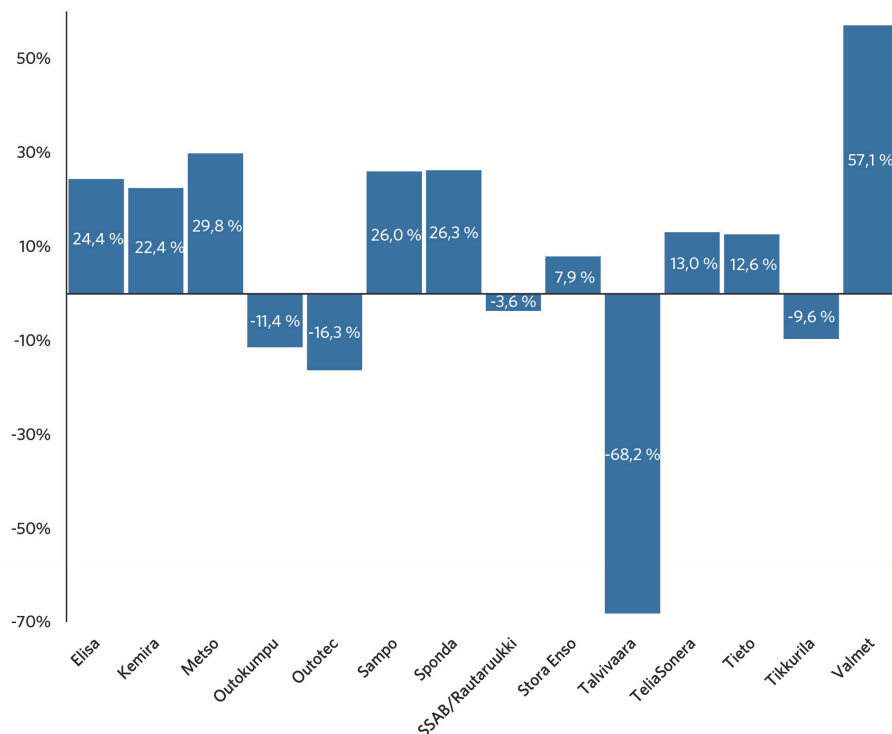
KUVIO 6. Solidiumin osakesijoitusten yhtiökohtainen kokonaistuotto (osaketuotto) 11.12.2008–31.12.2014 (indeksoitu tuotto 11.12.2008 = 100) (lähde: Solidium Oy).

Solidiumin osakesalkun vuotuinen tuotto on vaihdellut –15 %:n ja +35 %:n välillä tilivuosina 2009/2010–2013/2014.



KUVIO 7. Solidiumin kaikkien sijoitusten (osakkeet ja rahamarkkinasijoitukset) ja osakesijoitusten vuotuinen tuotto prosentti käyvin arvo in vuosina 2009–2014 (lähde: Solidium Oy:n aineisto, Solidiumin vuosikertomukset 2009–2014).

Solidiumin osakesijoitusten yhtiökohtainen vuotuinen tuotto ajalla 11.12.2008–31.12.2014 on vaihdellut –68 % ja +57 % välillä.



KUVIO 8. Osakesijoitusten yhtiökohtainen vuotuinen tuotto prosentteina (osaketuotto) 11.12.2008–31.12.2014. Huom. Elisa 11.6.2009 alkaen, Outotec alkaen 14.12.2011, Sponda 18.10.2012 asti, Talvivaara alkaen 1.6.2011, Tieto alkaen 1.1.2010, Tikkurila 17.3.2010–25.11.2010 asti ja Valmet alkaen 2.1.2014 (lähde: Solidium Oy).

3.4.2 Osakesijoitusten tuotto prosentti suurempi kuin valtion velan korkoprosentti

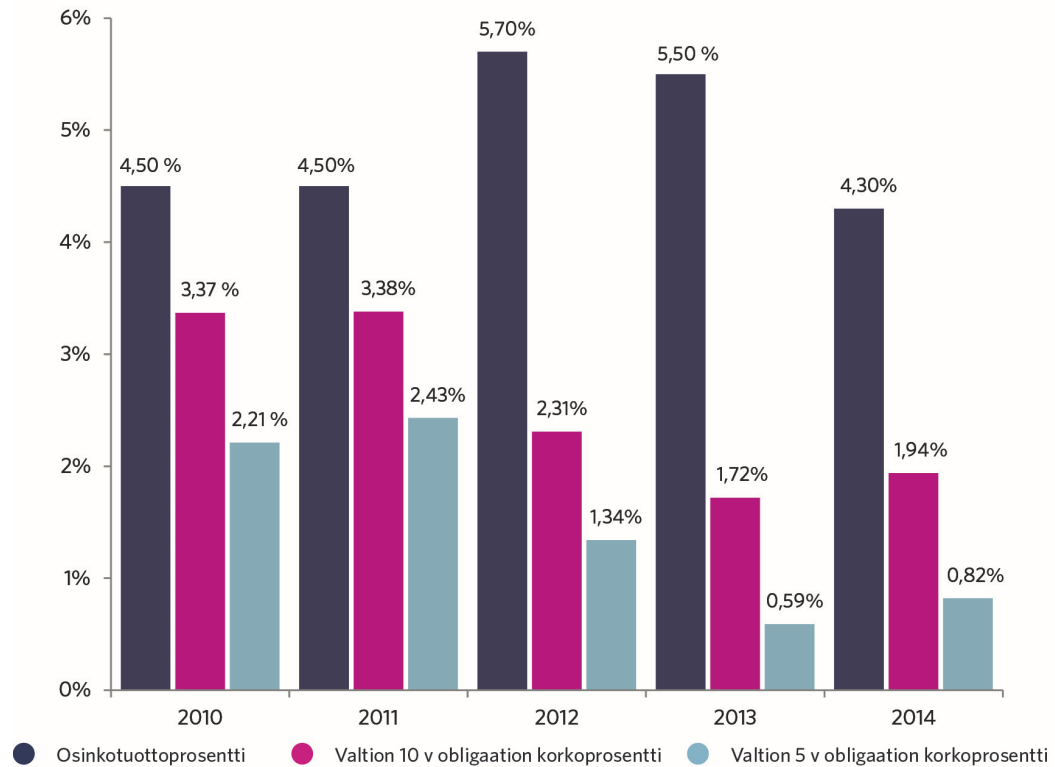
Indeksille voi toisinaan hävitä mutta salkkuyhtiöiltä on pitkällä tähtäimellä välttämätöntä saada riittävät käteisosingot

Osinkotuotto on ollut keskimäärin 5 prosenttia. Pitkäjänteisesti toimivalle omistajayhtiölle salkkuyhtiöistä saadut osingot ovat pitkällä aikavälillä vaadittavaa jatkuvaa tuloa ja kestäväntä edelleenjaettavaa voitonjakoa. Osakkeiden myyntitulot ja myyntivoitot ovat kertaluonteisia eriä, joiden varaan pitkäjänteisesti osakeomistustensa taloudellista arvoa kasvattavaa ja kotimaista omistusta kansallisesti tärkeissä pörssiyrityksissä vahvistavaa omistusta ei voi rakentaa.

Peukalosääntömäisenä vertailukohtana määriteltäessä valtion osakeomistusten vähimmäisosinkotuottovaatimusta pidetään usein valtion velan korkoa.

TAULUKKO 5. Solidiumin koko osakesalkun osinkotuotto vuosina 2010–2014 ja vertailu valtion viitelainojen korkoon, Q1/201X (lähde: Solidium Oy, Solidium Oy:n vuosikertomukset, Suomen Pankin verkkosivut: Suomen valtion viitelainojen korot).

	2010	2011	2012	2013	2014
Voitonjako salkkuyhtiöiltä, milj. euroa	356	422	399	398	350
Osakesalkun arvo 31.12. ed. vuonna, milj. euroa	7828	9275	7027	7176	8172
Osinkotuotto prosentti	4,5 %	4,5 %	5,7 %	5,5 %	4,3 %
Valtion 10 v obligaation korkoprosentti	3,37	3,38	2,31	1,72	1,94
Valtion 5 v obligaation korkoprosentti	2,21	2,43	1,34	0,59	0,82



KUVIO 9. Solidiumin koko osakesalkun osinkotuotto vuosina 2010–2014 ja vertailu valtion viitelainojen korkoon, Q1/201X (lähde: Solidium Oy).

Salkkuyhtiöiden Solidiumille maksamien osinkojen tarkastelussa on otettava huomioon, että yhtiöiden maksamat osingot ja osinkotuotto prosentit vaihtelevat sekä vuosittain että yhtiöittäin.

Solidium ei ole portfoliosijoittaja, joka tekee osto- tai myyntipäätöksiä jatkuvasti. Solidium on ankkuriomistaja, jonka on tarkoitus osallistua pitkäjänteisesti salkkuyhtiöidensä kehittämiseen.

Niin kauan kuin osakkeita ei myydä, laskennallinen osaketuotto tai tappio ja osakkeen markkina-arvo eivät realisoidu rahaksi, vaan Solidiumille tulevat rahat koostuvat salkkuyhtiöiden maksamista osingoista.

TAULUKKO 6. Solidiumin osakesijoitusten osinkotuotto (ml. pääomanpal.) tilinpäätöshetken markkina-arvoon, yhtiöittäin vuosina 2009–2014, miljoonaa euroa ja tuotto prosentti (saatu osinko/markkinarvo per 30.6 x 100).

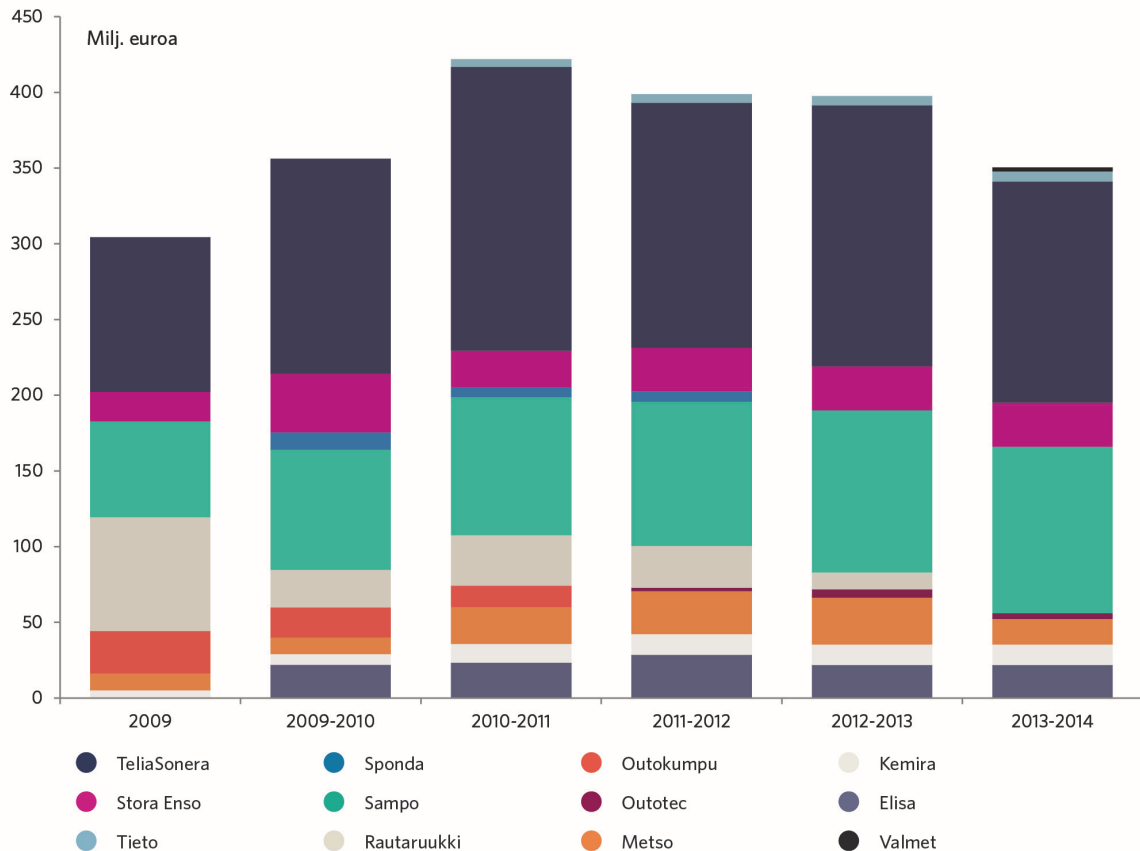
Tilikausi / Yhtiö	2009	2009–2010	2010–2011	2011–2012	2012–2013	2013–2014	Yht.
ELISA, osinko	x	22,0	23,4	28,6	21,8	21,8	118
osinkotuotto%	x	9,0 %	9,4 %	10,7 %	8,7 %	5,8 %	
KEMIRA, os. ⁷	5,2	7,0	12,4	13,7	13,7	13,7	66
osinkotuotto%	3,7 %	3,0 %	4,0 %	5,7 %	4,6 %	4,5 %	
METSO, os.	11,0	11,0	24,3	28,4	30,9	16,7	122
osinkotuotto%	5,3 %	2,6 %	4,0 %	6,3 %	7,1 %	3,4 %	
OUTOKUMPU, os.	28,2	19,8	14,1	0	0	0	62
osinkotuotto%	4,0 %	2,8 %	2,7 %	0 %	0 %	0 %	
OUTOTEC, os.	x	x	x	2,1	5,5	3,8	11
osinkotuotto%	x	x	x	1,9 %	3,3 %	2,6 %	
RAUTARUUKKI, os.	75,1	25,0	33,4	27,8	11,1	0	172
osinkotuotto%	9,5 %	3,7 %	3,9 %	10,1 %	4,5 %	0 %	
SAMPO, osinko	63,4	79,3	91,2	95,1	107,0	110,0	546
osinkotuotto%	5,9 %	5,8 %	5,2 %	5,9 %	4,5 %	4,5 %	
SPONDA, osinko	0	11,4	6,3	6,7	x	x	24
osinkotuotto%	0 %	4,8 %	3,7 %	5,4 %	x	x	
STORA ENSO ⁸ , o.	0	38,8	24,3	29,1	29,1	29,1	151
osinkotuotto%	0 %	6,6 %	3,4 %	5,5 %	5,4 %	4,2 %	
TALVIVAARA, os.	x	x	x	0	0	0	0
osinkotuotto%	x	x	x	0 %	0 %	0 %	
TELIASONERA, os.	102,0	141,9	187,4	161,6	172,2	146,0	911
osinkotuotto%	4,5 %	4,4 %	6,2 %	6,4 %	6,8 %	6,3 %	
TIETO, osinko	x	x	5,2	5,6	6,2	6,7	24
osinkotuotto%	x	x	6,0 %	6,0 %	5,7 %	4,2 %	
TIKKURILA ⁹ , os.	x	(x)	(x)	x	x	x	0
osinkotuotto%	x	(x)	(x)	x	x	x	
VALMET ¹⁰ , os.	x	x	x	x	x	2,5	3
osinkotuotto%	x	x	x	x	x	1,7 %	
						Yht.	2 210 milj. euroa

⁷ Mukana ei ole osinkona saatuja Tikkurilan osakkeita.

⁸ Stora Enso maksoi tilikaudelta 2008 pääomanpalautusta 19,4 miljoonaa euroa syksyllä 2009, mitä ei tässä taulukossa ole rinnastettu osinkoon.

⁹ Tikkurila eriytettiin Kemirasta omaksi pörssiyhtiöksi maaliskuussa 2010. Eriyttäminen toteutettiin jakamalla Tikkurilan osakkeita osinkona Kemiran osakkeenomistajille. Solidiumin täten Tikkurilan osakkeina saama laskennallinen osinko oli 102 miljoonaa euroa.

¹⁰ Valmet eriytettiin Metsosta itsenäiseksi pörssiyhtiöksi. Solidium omisti jakautumisen jälkeen 11,1 prosenttia sekä Metson että Valmetin osakekannasta.



KUVIO 10. Solidiumin osakesijoitusten osinkotuotto (ml. pääomanpalautukset) tilinpäätöshetken markkina-arvoon, yhtiöittäin (lähde: Solidium Oy).

Edellä olevassa taulukossa erottuu nollatuottoisena Talvivaara. Samoin nollatuottoinen Tikkurila oli Solidiumin omistuksessa vain lyhyen ajan: Tikkurila eriytettiin Kemirasta omaksi pörssi-yhtiöksi maaliskuussa 2010 ja eriyttäminen toteutettiin jakamalla Tikkurilan osakkeita osinkona Kemiran osakkeenomistajille. Tätä Kemira-konsernin kehittämisen tukemista voidaan pitää esimerkkinä toimiohjessa (2011) mainitusta yhteistyöstä muiden osakkeenomistajien kanssa kotimaisen omistuksen vahvistamiseksi ja yritysten kasvun tukemiseksi.

Konsernista eriytetty Tikkurila ei erillisenä yhtiönä enää täyttänyt Solidiumin sijoituskriteereitä, ja Solidium myi marraskuussa 2010 kaikki omistamansa Tikkurilan osakkeet nopeutetussa tarjousmenettelyssä bruttomyyntitulojen ollessa noin 98 miljoonaa euroa.

Osaketuotoissa euromääräisesti suurimmat tuotot ovat TeliaSonerasta ja Sammosta, jotka ovat yhdessä tuottaneet tähän asti yli 60 % osingoista. Näiden osingonmaksukykyisimpien yhtiöiden osakkeiden myynnin myötä Solidiumin saamat osinkotuotot voivat vähentyä merkittävästi tulevina vuosina. Osakkeiden myynnin seurauksena Solidiumin omistusosuus TeliaSonerassa on laskenut 13,7 prosentista 3,2 prosenttiin sekä omistusosuus Sammosta 14,1 prosentista 11,9 prosenttiin. Solidiumin mukaan:

- Helmikuun 2015 TeliaSoneran osakkeiden myynnistä saaduilla varoilla varauduttiin erään-tyvän 600 miljoonan euron vaihdettavan jvk-lainan takaisinmaksuun, osakesijoitusten rahoittamiseen ja rahoituksellisen joustavuuden edelleen parantamiseen, jolla ylläpidetään Solidiumin kykyä maksaa voitonjakoa jatkossakin.
- Marraskuun 2014 TeliaSoneran osakkeiden myynnistä saaduilla varoilla varauduttiin lähinnä voitonjakoon valtiolle.
- Helmikuun 2014 Sammon osakkeiden myynnistä saaduilla varoilla varauduttiin osakesijoitusten rahoittamiseen ja rahoituksellisen joustavuuden edelleen parantamiseen, jolla odote-

taan olevan positiivinen vaikutus Solidiumin kykyyn maksaa vakaata voitonjakoa jatkossakin.

- Syyskuun 2013 TeliaSoneran osakkeiden myynnistä saaduilla varoilla varauduttiin lähinnä voitonjakoon valtiolle.
- Maaliskuun 2012 TeliaSoneran osakkeiden myynnistä saaduilla varoilla varauduttiin osakesijoitusten rahoittamiseen ja rahoituksellisen joustavuuden lisäämiseen, jonka ansiosta myös Solidiumin osingonmaksukyky säilyy hyvänä.

Laskennallisesti TeliaSoneran ja Sammon osakkeiden myynnin seurauksena Solidiumin saamat osingot ovat keväällä 2015 arviolta noin 171 miljoonaa euroa¹¹ vähemmän kuin osingot olisivat olleet jos yhtään TeliaSoneran tai Sammon osaketta ei olisi vuosien aikana myyty.

Sijoitussalkun keskittyneisyys on riski, joka voi heikentää tuottoa ja mahdollisuuksia uusiin omistuksiin

Tuottoa tavoitellessaan sijoittaja voi vaikuttaa

- kuluihin
- allokointiin/hajautukseen (sijoitusvarallisuuden jakautuminen eri omaisuuslajeihin/sijoituslajeihin ja sijoituslajien sisäinen allokointi)
- yksittäisten sijoituskohteiden valintaan ja ajoitukseen

Solidiumin hallinnointikuluja on käsitelty edellä ja niitä voidaan pitää kohtuullisina. Solidiumin osakesalkku on kuitenkin niin suuri ja hallinnointikulujen suhteellinen ja absoluuttinen osuus osakesalkun arvoon nähden niin pieni, ettei kulujen osuus ole kovin merkittävä tekijä nettotuottojen näkökulmasta.

Allokointi on omaisuuslajin osalta jo päätetty Solidiumin puolesta yhtiön perustamisvaiheessa ja valtion toimiohjeessa: osakkeet ovat pääasiallinen omaisuuslaji/sijoituslaji, jota täydentävät rahamarkkinasijoitukset. Solidium sai apportina 9¹² suomalaisen pörssi-yhtiön osakkeita ja Solidium sijoittaa jatkossakin ensisijaisesti suomalaisiin pörssiosakkeisiin kotimaisen omistuksen varmistamiseksi ja vahvistamiseksi kansallisesti tärkeissä yrityksissä. Solidiumin liiketoiminnan kohteena on sijoituslajien sisäinen allokointi ja siihen liittyen yksittäisten sijoituskohteiden valinta ja ajoitus.

Vaikka Solidiumilla on omistajan tahdon mukaisesti mahdollisuus ja tehtävä myös uudistaa osakesalkkuaan, niin samalla omistajan tahdon mukaisesti osakesalkun sisäinen allokointi on luonteeltaan melko keskittävä. Tämä vaikuttaa myös yksittäisten sijoituskohteiden valintaan. Lisäksi valtion tuloutusvaatimukset vaikuttavat Solidiumin kykyyn, so. rahavaroihin, tehdä sijoituksia.

Solidium-työryhmän teettämän analyysin mukaan Solidiumin salkussa on tehty varsin vähän toimenpiteitä huolimatta toimialapainotuksen vinoudesta. Euromääräisesti suurin osa toimenpiteistä on ollut myyntejä. Toimenpiteiden vaikutukset tuottoon ovat olleet vaihtelevia, mutta analyysin mukaan suurimman osan toimenpiteistä voi kokonaisuutena arvioida perustelluiksi. Analyysin mukaan Solidiumin salkussa on molempia ääripäitä: hyvin tuottaneita yhtiöitä ja selvästi markkinoita huonommin tuottaneita yhtiöitä. Analyysin yhtiökohtaisen tarkastelun mukaan:

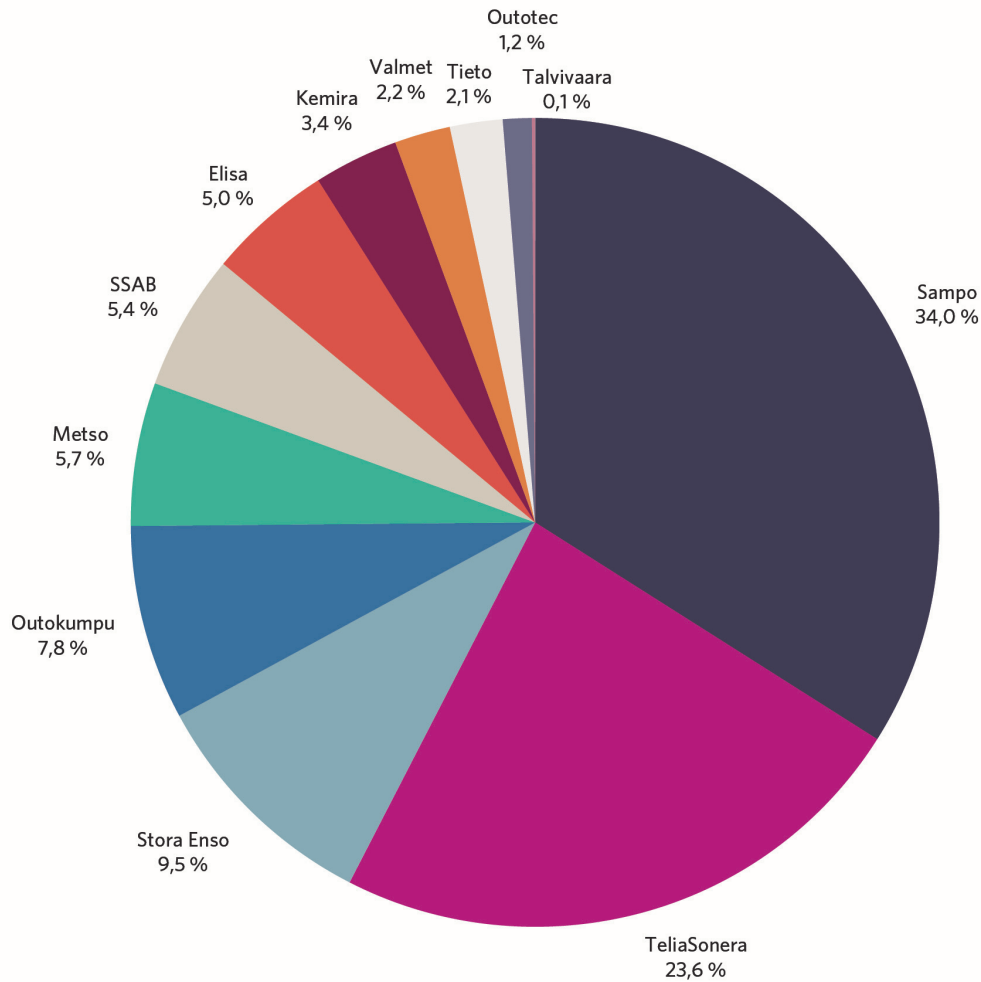
- Sammon tuotto on ollut loistava
- Metso ja siitä irronnut Valmet ovat olleet hyviä sijoituksia ja yhtiöiden jakautuminen on osoittautunut onnistuneeksi
- Outokumpu on ollut erittäin heikko
- TeliaSoneran kurssi ei viimeisen puolentoista vuoden aikana ole enää pysynyt indeksin

¹¹ Luvussa ei ole mukana TeliaSoneran takaisinostotarjouksen perusteella myydyt osakkeet.

¹² Mukaan on tässä laskettu myös Elisa Oyj:n osakkeet.

- eikä verrokkien perässä
- Talvivaara oli kokonaan tarkasteluajana hankittu omistus, jossa toteutuivat useat riskit: nikkelin hintariski, teknologiariski ja ympäristöriskit
 - Outotecin osakekehitys herättää kritiikkiä.

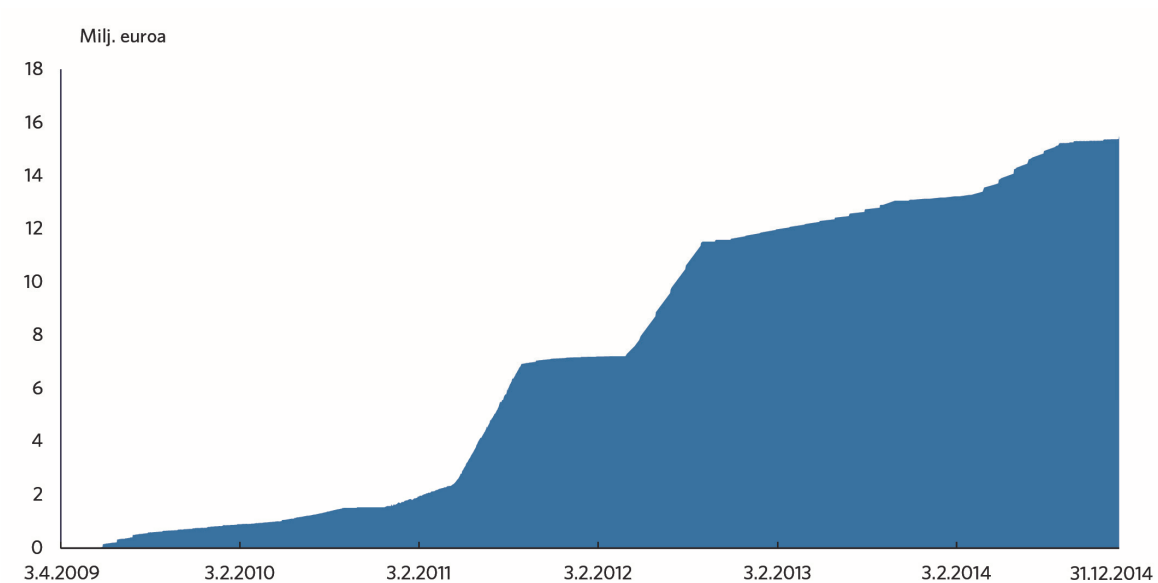
Analyyssissä yhtiöitä on arvioitu vain tuoton suhteen; ei kotimaisen omistuksen vahvistamisen ja vakautuksen suhteen.



KUVIO 11. Solidiumin osakesalkun jakauma 31.12.2014 (lähde: Solidium Oy).

3.4.3 Rahamarkkinasijoitusten kumulatiivinen tuotto 15 miljoonaa euroa

Rahamarkkinasijoitusten kumulatiivinen tuotto on ollut noin 15 miljoonaa euroa ajalla 3.4.2009–31.12.2014



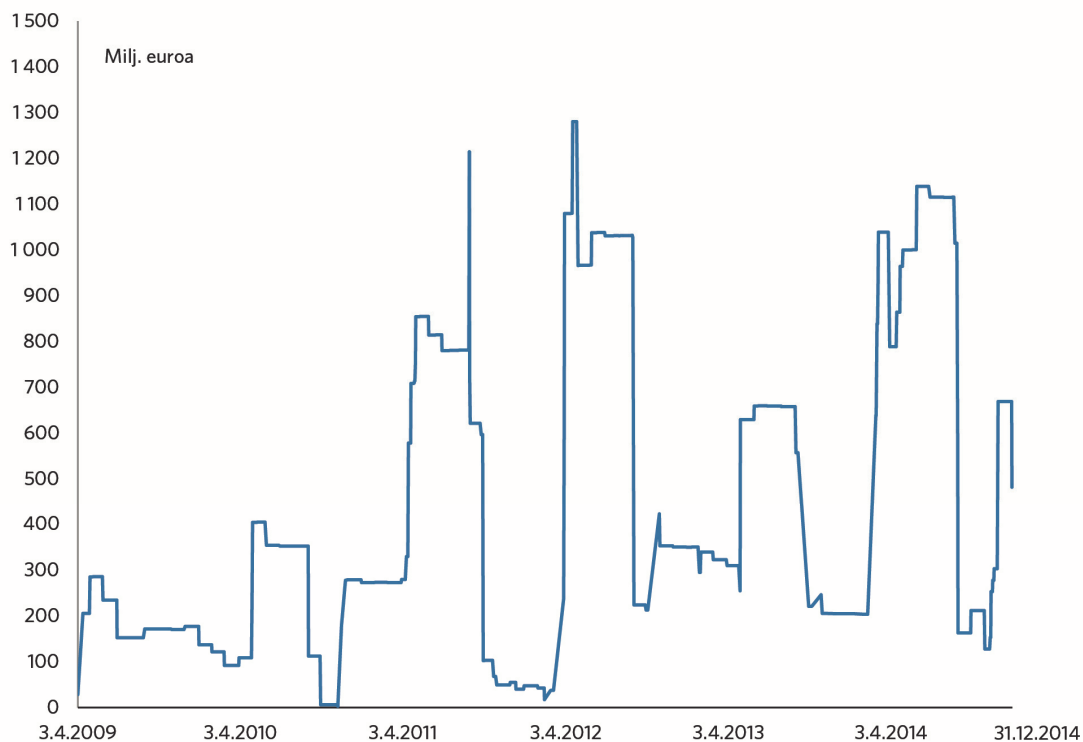
KUVIO 12. Rahamarkkinasijoitusten kumulatiivinen tuotto 3.4.2009–31.12.2014 (miljoonaa euroa) (lähde: Solidium Oy:n aineisto).

Korkotason lisäksi tuottoon vaikuttaa Solidiumin kassa-asema. Jos kassassa on paljon rahaa niin yhtiöllä on enemmän rahamarkkinasijoitusmahdollisuuksia/tarpeita ja suuremmat tuotot.

Solidiumin kassa-aseman kehitys tilikauden aikana on riippuvainen muun muassa seuraavista tekijöistä:

- Salkkuyhtiöiden voitonjaon määrä ja ajoitus
- Voitonjako valtiolle
- Osallistuminen salkkuyhtiöiden osakeanteihin
- Sijoitukset uusiin sijoituskohteisiin
- Myyntitransaktioiden määrä ja ajoitus

Solidiumin rahamarkkinasijoitusten määrä vaihtelee voimakkaasti mutta ennustettavasti

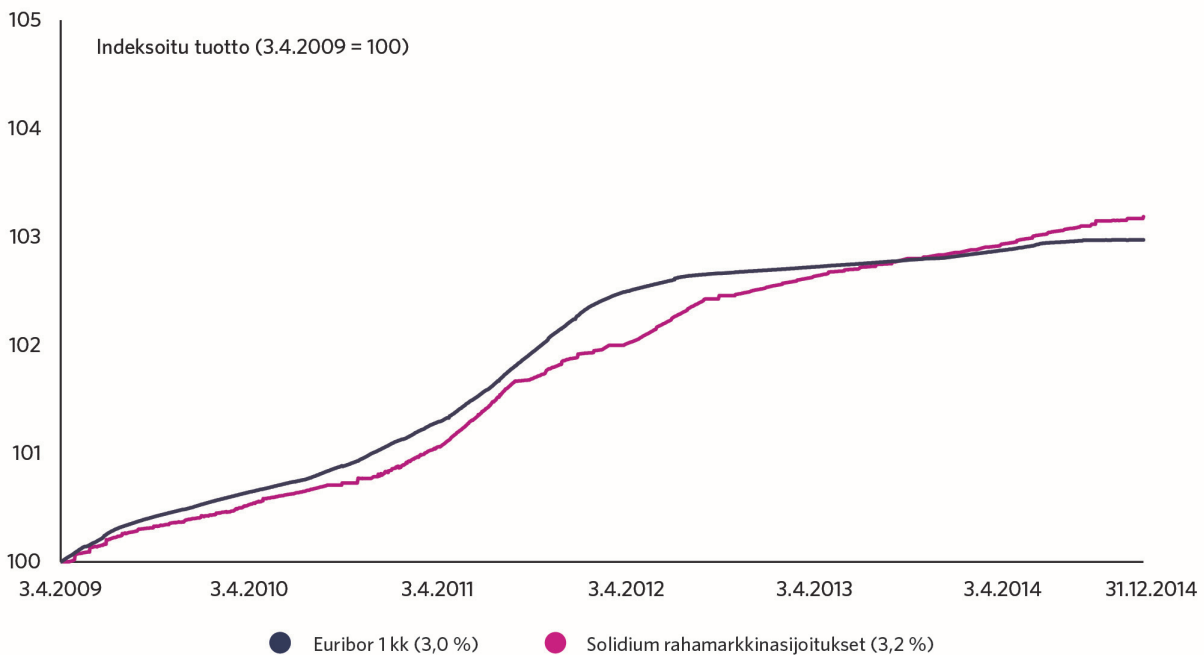


KUVIO 13. Solidiumin rahamarkkinasijoitusten arvo 3.4.2009–31.12.2014 (lähde: Solidium Oy).

Solidium on rahamarkkinasijoittajana luonteeltaan riskinkarttaja, joka sijoittaa kassavarojaan seuraavin sijoitusperiaattein:

- Tunnetut likviditeettitarpeet huomioiden ja kohtuullisen kassavalmiuden säilyttäen
- Usean eri sijoituskohteen ja varainhoitajan kesken hajauttaen
- Ilman valuuttakurssiriskiä
- Alhaisella korkoriskillä: enintään 370 päivää
- Alhaisella luottoriskillä: parhaan lyhyen luottoluokituksen omaavan tai Solidiumin hallituksen muutoin hyväksymän liikkeeseenlaskijan velkainstrumenttiin.

Vuotuinen rahamarkkinasijoitusten tuotto on ollut 0,55 % ja kokonaistuotto 3,2 % ajalla 3.4.2009–31.12.2014



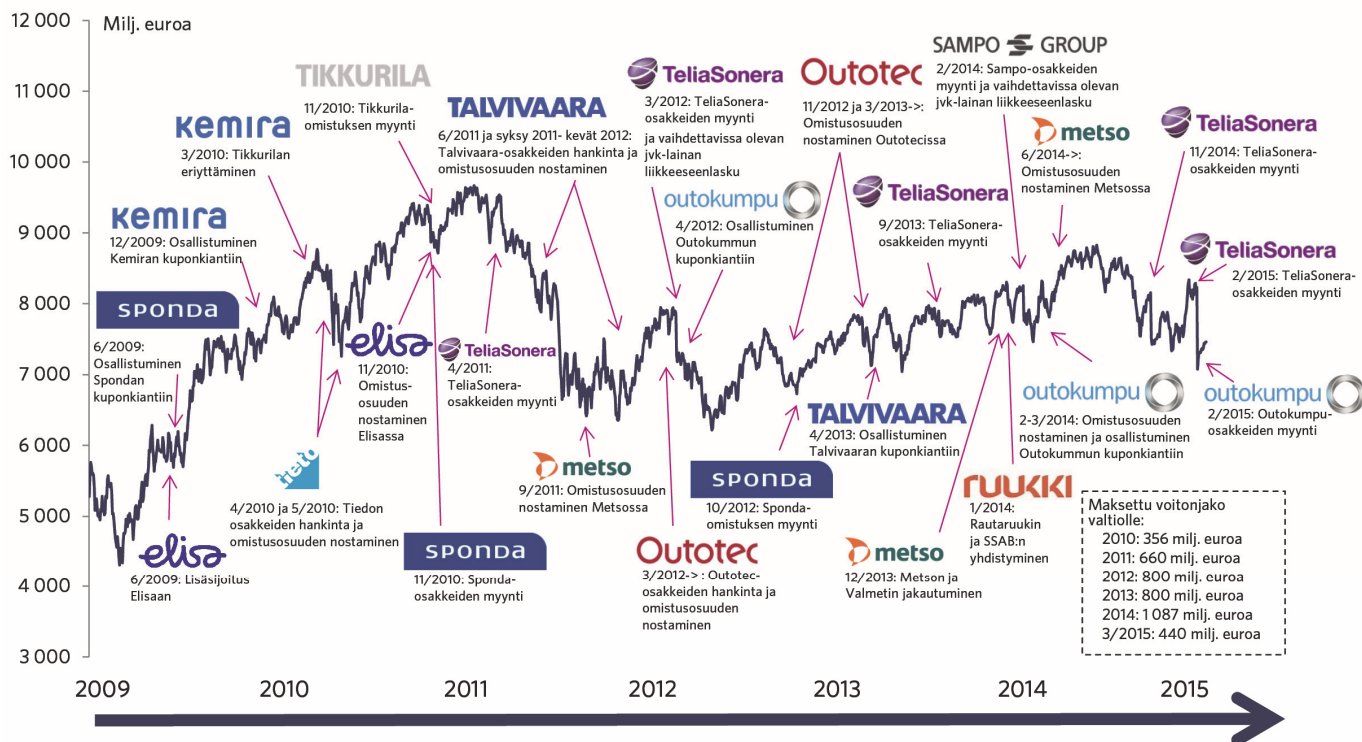
KUVIO 14. Rahamarkkinasijoitusten ja euribor 1 kk tuotot 3.4.2009–31.12.2014 (lähde: Solidium Oy).

Kokonaistuotto aikavälillä 3.4.2009–31.12.2014 on ollut Solidiumin rahamarkkinasijoituksille 3,2 % ja 1 kk euribor-koron tuotto on ollut 3,0 %.

Riskienhallinta on Solidiumin teettämän arvioinnin mukaan hyvällä tasolla

Ulkopuolisen asiantuntijan suorittama Solidiumin sisäisen valvonnan ja riskienhallinnan arviointi tehtiin viimeksi vuoden 2013 alussa. Arviointiraportissa todettiin, että Solidiumin sisäinen valvonta ja riskienhallinta ovat yleisesti ottaen hyvällä tasolla verrattuna yhtiön tehtävään ja muihin vastaaviin toimijoihin.

3.5 Murto-osa työstä näkyy julkisuudessa ja realisoituu transaktioiksi



KUVIO 15. Solidiumin toimintahistoria: osakesalkun kehitys ja ulospäin näkyvät toimet (lähde: Solidium Oy).

3.5.1 Solidium vastauksena kysyntään kotimaisista ankkuriomistajista

Kansainvälistymisen myötä osakeomistuksen kansallisuus on noussut yhä voimakkaammin esille: voittojen ja arvonlisäyksen kohdentuminen eri maihin riippuu osaltaan yrityksen pääkonttorin sijainnista, joka on puolestaan usein kytköksissä omistajuuteen.

Lakisääteisiä eläkesijoituksia hoitavat eläkerahastot ovat huomattava kotimainen toimija Suomen osakemarkkinoilla. Niiden yhteenlaskettu omistus on noin 10 prosenttia markkinoiden arvosta. Eläkerahastot eivät kuitenkaan voi ottaa kovin aktiivista roolia omistajana, koska niiden on toiminnassaan keskityttävä lähinnä portfolioriskien hallintaan ja sijoitusten tuottoon.

Suurin osa (53,4 %) eläkerahastojen osakesijoituksista oli vuonna 2000 vielä Suomessa, kun vuonna 2013 vastaava luku oli enää 21,3 prosenttia. Vuosina 2000–2013 eläkerahastojen osakesijoitukset kasvoivat yhteensä 56,3 miljardia euroa. Tästä summasta 10 prosenttia on sijoitettu suomalaisosakkeisiin ja 74 prosenttia euroalueen ulkopuolelle.¹³

Suomalaisessa yrityskentässä on suurten yritysten osalta puutetta vahvasta ja pitkäjänteisestä omistamisesta, joka takaisi mahdollisuuden yrityksen järkevään kehittämiseen. Yleisen pääomaköyhyyden vaivatessa suomalaista yrityssektoria on niin sanottujen ankkuriomistajien puute nähty erityisenä rasitteena. Ankkuriomistajiksi luokitellaan tahot, jotka ovat aktiivisesti mukana yrityksessä, ja joita voidaan siten pitää sijoittajien sijaan ennemminkin omistajina.¹⁴

¹³ Mukaillen: Omistus, omistajaohjaus ja määräysvalta suurissa suomalaisyrityksissä. Valtioneuvoston kanslian raporttisarja 5/2014.

¹⁴ Mukaillen: Omistus, omistajaohjaus ja määräysvalta suurissa suomalaisyrityksissä. Valtioneuvoston kanslian raporttisarja 5/2014.

Ankkuriomistajan puuttuessa yhtiö jää usein ilman selkeää isäntää, joka kantaisi vastuun yrityksen tulevaisuudesta ja jatkuvuudesta. Tämä ei ole hyvä lähtökohta yrityksen kehityksen ja suunnittelun kannalta. Jos yhtiöllä ei ole ankkuriomistajaa, yhtiön johdon voi olla vaikeaa laatia tulevaisuuteen suuntautuvia toimintaohjelmia, esim. mittavia investointiohjelmia, suuria yrityskauppoja ja omaisuuden realisointia.¹⁵

Solidiumin tavoitteena on olla vaikutusvaltainen mutta vastuullinen omistaja omissa salkkuyhtiöissään

Solidium on kansallinen omistusyhteisö, jonka tavoitteena on varmistaa itse tai yhteistyökumppanien kanssa, että Suomelle tärkeiden yhtiöiden omistus on riittävässä määrin kotimaisissa käsissä.

Valtio-omistaja on määrittänyt Solidiumin perustehtäväksi vahvistaa ja vakauttaa suomalaista omistusta kansallisesti tärkeissä yrityksissä ja kasvattaa pitkäjänteisesti omistusten taloudellista arvoa. Tämä on pitkäjänteisen sijoittaja- ja omistajayhtiön tehtävä, jossa onnistumisen katsotaan hyödyttävän kansantaloutta, valtiontaloutta ja yksittäisten pörssiyhtiöiden taloutta. Vaikka Solidium on pitkäjänteinen ankkuriomistaja, tulee sen valtio-omistajan mukaan voida irrottautua pysyväisluonteisesti (= ei suhdanneluonteisesti) kannattamattomaksi arvioituista omistuksista salkun toimialajakoa hajauttamalla.

Tämän lisäksi Solidiumilla on voitontuloutusten kautta tärkeä rooli valtion talousarvion tulojen pitkäjänteisenä ja jatkuvana tuottajana sekä erityisesti valtiontalouden nykytilassa myös valtion muun tulopohjan korvaajana ja täydentäjänä.

Solidiumin roolin osingonmaksajana on oltava tasapainossa yhtiön perustehtävästä huolehtimisen kanssa. Jos perustehtävää ei pystytä hoitamaan kunnolla, niin pitkällä tähtäimellä ei tehtävää osingonmaksajanakaan pystytä hoitamaan. Pörssiosakkeet ovat moneen muuhun omaisuudenlajiin verrattuna likvidimpää omaisuutta, joka voidaan muuttaa rahaksi hyvinkin nopeasti. Samalla on kuitenkin otettava huomioon, että lyhytjänteinen ja ennakoimaton osakkeiden myynti nopealla aikataululla yleensä merkitsee, että osakkeista saatava hinta on matalampi. Lisäksi kun osakkeet on myyty, niin myös tulevat osinkotulot on menetetty.

3.5.2 Solidiumin toiminnan luonne sijoitus- ja omistajayhtiönä

Solidiumin rooli eroaa aktiivisesta portfoliosijoittajayhtiöstä

Osasyynä ankkuriomistajien puuttumiseen on se, että useimmiten instituutiot (vakuutusyhtiöt, eläkerahastot, sijoitusrahastot) omaksuvat portfoliosijoittajan roolin ennemmin kuin ankkuriomistajan ja omistusyhtiön roolin. Suurten sijoittajien osakkeenomistus on hajautettu satoihin yrityksiin eri puolilla maailmaa. Niillä ei ole omistuksia, jotka antaisivat niille vaikutusvallan tai määräävän aseman yrityksissä. Omistusyhtiössä osakeomistuksia on yleensä hajautettu vain sen verran, että mikään yksittäinen sijoituskohde ei yksinään pysty kaatamaan yhtiötä.

Jos jonkin sijoitussalkkuun kuuluvan yrityksen näkymät heikkenevät, portfoliosijoittaja myy osakkeensa eli äänestää jaloillaan. Sen sijaan pitkäjänteisen aktiivista omistajavaltaa käyttävän sijoittajan ja omistajan on yleensä pakko jatkaa omistajana ja yrittää auttaa yritystä vaikeiden aikojen yli, mikä voi sisältää myös osakeantiin osallistumisen.

Ankkuriomistajan asema saattaa käydä portfoliosijoittajan näkökulmasta kalliiksi, sillä lisäkustannuksia pitkäjänteisesti sijoittavalle ja olemassa olevaa salkkua hoitavalle omistajayhtiölle aiheuttaa sekä omistusten keskittäminen että niiden epälikvidi luonne. Portfolioteorian mukaan

¹⁵ Mukaillen: *Omistus, omistajaohjaus ja määräysvalta suurissa suomalaisyrityksissä*. Valtioneuvoston kanslian raporttisarja 5/2014.

sijoittaja voi kasvattaa odotettavissa olevia tuottoja tietyllä riskitasolla hajauttamalla sijoituksia. Siten salkun puutteellinen hajauttaminen muodostuu kustannuseräksi. Se, että omistaja on usein käytännössä sidottu sijoitukseensa pitkäksi aikaa, aiheuttaa myös lisäkuluja. Vaikka näitä kustannuksia onkin vaikea kvantifioida, ne eivät kuitenkaan ole mitättömiä.

Solidium-työryhmän teettämän analyysin mukaan Solidiumin salkku on alusta lähtien poikennut tyyppillisen instituutiosijoittajan salkusta. Selkein poikkeama on kahden yhtiön, TeliaSoneran ja Sammon, suuri paino salkussa.

Myös sisäpiirikauppoihin liittyvät rajoitukset ja ongelmat vähentävät portfoliosijoittajan kiinnostusta toimia ankkuriomistajana. Suora osallistuminen esimerkiksi rakennejärjestelyihin ja niihin liittyvään sisäpiiritietoon saattaa rajoittaa sijoittajan mahdollisuuksia käydä kauppaa yrityksen osakkeilla. Tällöin sijoittajat eivät voisi noudattaa tavanomaista strategiaansa, joka edellyttää omistusten aktiivista hallintaa, so. nopeita ostoja tai myyntejä tarpeen tullen.¹⁶

Aktiivisen omistajuuden toimintatavat ovat erilaisia eri sijoitusyhtiöissä

Solidiumin tehtävänä on edistää omistamiensa yhtiöiden arvonkehitystä aktiivisen omistajuuden keinoin. Kuviossa 16 on esitetty Solidiumin näkemys yhtiön käytössä olevista aktiivisen omistajuuden toiminta-alueista ja keinoista.

	Toiminta-alueet	Työkalut
Aktiivinen omistaminen	Yritystuntemus	<ul style="list-style-type: none"> Tunnetaan yhtiöiden <ul style="list-style-type: none"> Liiketoimintamallit Talous Toimintaympäristö Yritysvastuuasiat
	Hyvä hallintotapa	<ul style="list-style-type: none"> Hallitusjäsenien valinta ja palkkiot Tavoitteiden ja markkinapaineen luominen hallitustyöhön Solidiumin talouden ja sijoitusten kokonaisraportointi omistajalle (kansalle) Omistamisen kulttuurin kehittäminen Omistajien välinen dialogi
	Strateginen näkemys	<ul style="list-style-type: none"> Suuret strategiset kysymykset: jakautumiset, yrityskaupat Omistajastrateginen näkemys arvosta kasvusta Päätökset osakeomistuksen suhteen
	Rahoitusratkaisut	<ul style="list-style-type: none"> Päätökset osakeomistuksen suhteen Pääomarakenne Osinkonäkemys Osakeannit ja muut osaketransaktiot

KUVIO 16. Solidiumin toimialueet ja työkalut (lähde: Solidium Oy).

Ruotsalaisista sijoitus- ja omistajayhtiöistä luonteivimmat vertailukohteet ovat Investor AB ja Industrivärden AB.

Solidiumin ja ruotsalaisyhtiöiden välillä on kuitenkin eroja toimitavoissa kuten osallistumisessa salkkuyhtiöiden hallitustyöskentelyyn, vaikuttamisessa salkkuyhtiöiden strategiaan ja omistajan yhtiölle itselleen asettamissa tavoitteissa.

Solidiumin asiantunteva organisaatio mahdollistaa nopean reagoinnin tapahtumiin. Solidiumin toimintatapa on kuitenkin jossain määrin erilainen kuin ruotsalaisissa verrokkiyhtiöissä.

¹⁶ Mukaillen: *Omistus, omistajaohjaus ja määräysvalta suurissa suomalaisyrityksissä*. Valtioneuvoston kanslian raporttisarja 5/2014.

Solidium osallistuu aktiivisesti hallitusjäsenien valintaan. Mutta Solidium ei ruotsalaisyhtiöiden lailla aseta tai esitä omaa johtoaan tai oman hallituksensa jäseniä salkkuyhtiöidensä hallitukseen eikä näin ollen suoraan vaikuta salkkuyhtiöidensä strategiatyöskentelyyn ja strategiavalintoihin, vaikka voikin ottaa omasta aloitteestaan keskusteluissa salkkuyhtiöiden edustajien kanssa myös yhtiöiden strategiseen kehitykseen liittyviä asioita.

Myös Solidiumin omistajan ja toisaalta ruotsalaisyhtiöiden omistajien tavoiteasettelussa omalle yhtiölleen on eroja. Valtio on antanut Solidiumille toimiohjeissa tavoitteet ja tehtävät, mutta ei suoraan konkreettisia tavoitearvoja tuotoille tai kustannuksille. Toisin kuin Solidium ovat Investor ja Industrivärden listattuja sijoitusyhtiöitä, joten on luontevaa että ko. yhtiöt tavoittelevat omille osakkeenomistajilleen vertailuindeksiä korkeampaa tuottoa. Investorin tuottovaatimus omalle listatulle osakkeelleen ja listatuille salkkuyhtiöilleen on absoluuttinen 8–9 % (riskitön korko + osakeriskipreemio). Industrivärden tavoittelee omalle osakkeelleen kokonaistuottoa, joka ylittää indeksin. Tämä ylituotto on ollut noin kaksi prosenttiyksikköä.

Industrivärden kuvaa itseään aktiiviseksi kontrolliomistajaksi. Tuoreen tutkimuksen mukaan¹⁷ suomalaisessa yritysmaailmassa on puutetta vahvasta ja pitkäjänteisestä kontrolliomistamisesta, joka takaisi mahdollisuuden yrityksen järkevään kehittämiseen.

Kontrolliomistus tarkoittaa, että suuromistajalla tai suuromistajilla yhdessä on hallussaan niin suuri omistusosuus, että ne pystyvät yksin tai yhdessä kontrolloimaan yritystä. Näillä omistajilla on siten tosiasiallinen määräysvalta, vaikkei tällainen kontrolliomistaja useinkaan ole enemmistöomistaja siten, että sillä olisi hallussaan yli puolet yhtiön osakkeiden yhteenlasketuista äänistä. Pörssiyrityksissä omistus on yleensä hajaantunut niin monien osakkeenomistajien kesken, että suuromistajalle kontrolliomistamiseen voi riittää noin 10–25 prosentin äänivaltaosuus.

Industrivärden'in aktiivisen omistajuuden ja omistaja-arvon kasvattamisen keskeisenä keinona on hallitusedustus, so. vaikutusvallan keinona ovat omat jäsenet salkkuyhtiöiden hallituksissa. Industrivärden'illä on hallituksen nimityskomitean puheenjohtajuus useimmissa salkkuyhtiöissä, hallituksen puheenjohtajuus lähes kaikissa salkkuyhtiöissä ja 1–5 omaa hallituksen jäsentä kussakin salkkuyhtiöissä. Salkkuyhtiöiden hallitusten puheenjohtajat voivat olla Industrivärden'in hallituksen jäseniä. Industrivärden'in äänivaltaosuus sen salkkuyhtiöissä on 10 %–29 %.

Industrivärden'in omat osakkeenomistajat ovat myös pitkäjänteisiä sijoittajia/omistajia. Pääomistajana on Handelsbanken ryhmä, jolla on yli kolmannes äänistä.

Valtio ei ole toimiohjeessaan (2011) luokitellut Solidiumia suoranaiseksi kontrolliomistajaksi. Tavoitteeksi on asetettu, että Solidiumin tulisi voida järjestää omistuksiaan siten, että se on jatkossa omistajana useammassa yhtiössä ja että Solidiumin omistusosuudet ovat tällöin enemmän vakauttavia kuin määräysvaltaan oikeuttavia. Äänivaltaprosentteina tämän todetaan yleensä edellyttävän vähintään 10 % ja enintään 15–20 % osuutta.

Lisäksi on ohjeistettu, edellä mainittuun tavoitteeseen nähden hieman ristiriitaisesti omistusosuuksien osalta, että Solidium pyrkii ensisijaisesti ankkuriomistuksen tai vaikutusvaltaintressin tavoitteluun eli olemaan omistaja 10–29,9 % osuuksilla.

Investor kuvaa itseään pitkäjänteiseksi sijoittajaksi ja johtavaksi vähemmistöomistajaksi tai johtavaksi omistajaksi salkkuyhtiöissä. Toimintamallina on salkkuyhtiöiden hallitusten kautta työskentely eli oma aktiivinen hallitusedustus kussakin salkkuyhtiössä. Investorin salkkuyhtiöihin kuuluu myös useita Investorin kokonaan omistamia yhtiöitä. Investorin toimintamalliin eivät kuulu kumppanuusomistukset muiden osakkeenomistajien kanssa potentiaalisten intressiristiriitojen takia. Investorin pääomistaja on Wallenberg säätiö.

Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto ja muut valtionyhtiöitä ohjaavat ministeriöt noudattavat valtion omistajapolitiikkaa koskevaa valtioneuvoston periaatepäätöstä: pääsääntönä

¹⁷ *Omistus, omistajaohjaus ja määräysvalta suurissa suomalaisyrityksissä. Ulf Jakobssonin ja Timo Korkeamäen tutkimus. Valtioneuvoston kanslian raporttisarja 5/2014.*

on, että valtiolla on suora edustus ainakin kaikkien sellaisten yhtiöiden hallituksissa, jotka ovat kokonaan valtion omistuksessa, joissa valtio on enemmistöomistaja tai joissa valtio on niin merkittävä vähemmistöomistaja, että sillä on tosiasiallinen määräysvalta. Periaatepäätöksen mukaan hallituksen jäsenenä oleva virkamies ei saa osallistua yhtiötä koskeviin omistajaohjaustehtäviin liittyvään valmisteluun ja päätöksentekoon tai yhtiötä koskevien omistajapoliittisten ratkaisujen tekemiseen. Omistajaohjausosaston suorassa omistajaohjauksessa olevista valtion-enemmistöisistä osakeyhtiöistä, Finnairissa, Fortumissa ja Neste Oil:ssa ei valtiolla kuitenkaan ole suoraa edustusta.

Toimiohjeessa (2011) on salkkuyhtiöiden hallitusvalintojen osalta annettu Solidiumille tehtäväksi vaikuttaa aktiivisesti yhdessä muiden tärkeiden osakkeenomistajien kanssa salkkuyhtiöidensä hallitusvalintoihin ja lisäksi muihin osakkeenomistajille kuuluviin yritysten toiminnan kannalta tärkeisiin asioihin sekä seurata aktiivisesti salkkuyhtiöidensä toiminnan kehittymistä. Toisin kuin edellä mainitussa omistajapoliittisessa periaatepäätöksessä, toimiohjeessa ei ole ohjeistettu suoriin hallitusjäsenyyksiin.

Valtio-omistaja on kuitenkin pitänyt mahdollisena, että Solidiumin johtoa/henkilöstöä tai hallituksen jäseniä voisi olla salkkuyhtiöiden hallituksissa esimerkiksi omistajatasapainon saavuttamiseksi tilanteissa, jossa yhtiöissä on muita merkittäviä omistajia hallituksessa.

Solidium ei ole ottanut keinovalikoimaansa suoria hallitusjäsenyyksiä salkkuyhtiöissään. Solidium katsoo kuitenkin ruotsalaisten verrokkiyhtiöiden tapaan, että salkkuyhtiöiden hallitusvallinat ovat Solidiumille keskeinen vaikutuskanava, vaikkei hallitukseen nimitetäkään Solidiumin suoraa edustusta. Solidium analysoi systemaattisesti hallitusten kokoonpanoa ja toimintaa ja katsoo, että nimitystoimikunnan jäsenyys on tehokas tapa vaikuttaa hallituksen kokoonpanoon. Yhtiö on panostanut toiminnassaan hallitusten nimitystoimikuntiin/-valiokuntiin. Sampoa lukuun ottamatta Solidiumin johdon tai hallituksen jäsen on kaikissa salkkuyhtiöissä nimitystoimikunnan/-valiokunnan jäsenenä ja puheenjohtajana noin puolessa toimikunnista/valiokunnista.

Solidiumin mukaan yhtiökohtaiseen ja tilannekohtaiseen lähestymistapaan ja omistajaohjauksen malliin vaikuttavat muun muassa

- Solidiumin omistusosuus salkkuyhtiössä
- Muiden suurten omistajien omistusosuudet
- Solidiumin omistuksen historia
- Salkkuyhtiön hallituksen puheenjohtajan suhtautuminen corporate governance kysymyksiin
- Keskusteluyhteys hallituksen puheenjohtajan ja muun hallituksen kanssa
- Solidiumin omistaja-agendalla olevat asiat

Suora hallitusjäsenyys ei ole yksiviivaisesti hyvä ja tarpeellinen tai huono ja tarpeeton toimintakeino. Jos vertailukohtana pidetään valtion suoria osakeomistuksia, niin vähemmistöosuuksien osalta pääsääntönä on ollut, että valtiolla on suora edustus sellaisten yhtiöiden hallituksissa, joissa valtio on niin merkittävä vähemmistöomistaja, että sillä on tosiasiallinen määräysvalta. Hallituksen jäsenenä oleva virkamies ei kuitenkaan saa osallistua yhtiötä koskeviin omistajaohjaustehtäviin liittyvään valmisteluun ja päätöksentekoon tai yhtiötä koskevien omistajapoliittisten ratkaisujen tekemiseen.

Solidium on vähemmistöomistajana 12 pörssiyhtiössä, joista puolessa se on suurin¹⁸ omistaja. Solidiumilla on eittämättä vaikutusvaltaa, mutta harvassa jos missään yhtiössä sillä on yksinään tosiasiallinen määräysvalta. Valtion antamassa toimiohjeessa (2011) tavoitteeksi on asetettu, että Solidiumin tulisi voida järjestää omistuksiaan siten, että se on jatkossa omistajana useammasa yhtiössä ja että Solidiumin omistusosuudet ovat tällöin enemmän vakauttavia kuin määräysvaltaan oikeuttavia.

Jos Solidium ottaisi keinovalikoimaansa suorat hallitusjäsenyydet salkkuyhtiöissään, niin hallitustiedon käyttämisessä ja ilmaisemisessa olisi tiedostettava lainsäädännön vaatimukset ja

¹⁸ Osuus kaikkien osakkeiden äänistä.

säännösten vastaisen menettelyn riski sekä Solidiumille että hallituksen jäsenenä toimivalle toimihenkilölle henkilökohtaisesti. Hallitustiedon käyttäminen voisi edellyttää tapauskohtaista tai yleisluontoista sopimusta kohdeyhtiön hallituksen kanssa ja Solidiumin edustaja voisi silti olla esteellinen tietyissä tilanteissa.

Toisaalta suorien hallitusjäsenyyksien mahdollisena etuna voisi joidenkin tiettyjen salkkuyhtiöiden osalta olla se, että Solidium olisi ja näkyisi muille sijoittajille entistä aktiivisempänä ja asiaansa ajavana omistajana. Omistajana, joka vaikuttaisi entistä suurempaan salkkuyhtiöidensä päätöksentekoon kasvattaakseen pitkäjänteisesti osakeomistustensa taloudellista arvoa. Solidiumilla olisi lainsäädännön puitteissa tiedossaan ja käytössään salkkuyhtiön hallitustietoa tukemassa salkkuyhtiötä koskevaa valmistelua ja päätöksentekoa. Salkkuyhtiöt puolestaan voisivat hyötyä entistä enemmän Solidiumin osaamisesta.

Omistamisen ja siihen liittyvän aloitteellisuuden ja omistajan aktiivisuuden aste sekä osallistumistapa salkkuyhtiön hallituksen valinnassa ja hallituksen toiminnassa tuli esille Talvivaaran tapauksessa, jota on käsitelty luvussa 3.5.6.

- Oliko Talvivaaran johdossa ja hallituksessa oikeat henkilöt ja oltiinko yhtiön johtamiskulttuurista riittävän tietoisia?
- Olisiko suorasta hallitusjäsenyydestä ollut etua tai olisiko koko hallitus ja toimitusjohtaja pitänyt vaihtaa?
- Mitä muita keinoja olisi vielä voitu käyttää, että yhtiötä olisi voitu ohjata paremmin?
- Olisiko Talvivaara pitänyt laittaa saneeraukseen jo aikaisemmin?

3.5.3 Keskeisin työtehtävä on nykysalkun hyvä hoito

Henkilökunnan ajankäytöstä noin kaksi kolmasosaa on varattu nykysalkun 12 yhtiön hoitoon ja niiden arvon kasvattamiseen

Solidiumin toimintamalli aktiivisena omistajana edellyttää merkittäviä panostuksia yhtiöiden ja niiden toimialojen ymmärtämiseen. Tarkastushavaintojen mukaan Solidiumin toimintatapana on perehtyä syvällisesti kunkin salkkuyhtiön ja sen toimialan tilanteeseen ja muodostaa käsitys omistaja-arvon kannalta keskeisistä strategisista kysymyksistä.

Solidiumin hallitus käsittelee sijoitusstrategiaan ja salkkuyhtiöihin liittyviä asioita kaikissa kokouksissaan.

Kokous (kalenterikuukausi)	8	10	11	12	1	3	4	5	6
Tilinpäätös, raportit, riskienhallinta									
Tuottoraportti									
Kulubudjetti- ja seuranta									
Tilintarkastajien raportointi									
Tilinpäätös									
Riskienhallinta									
Strategia, sijoitusstrategia									
Salkkuyhtiöiden hallitusvalinnat									
Salkkuyhtiöiden arvonmääritykset									
Salkkuyhtiöiden johdon palkitseminen									
Viestintä									
Puolivuosikatsaus									
Vuosikertomus									
Viestinnän vuosianalyysi									
Yritysvastuu									
Yritysvastuun vuosiraportti									
Salkkuyhtiöiden olennaisuusanalyysi									
Henkilöstöasiat									
Henkilöstötutkimus									
Henkilöstöasioiden vuosiraportointi									
Palkitseminen									
Hallituksen toiminnan arviointi									

KUVIO 17. Solidiumin hallituksen vuosikello 2014–2015 (lähde: Solidium Oy).

Salkun hoito perustuu salkkuyhtiöiden toiminnan ymmärtämiseen ja yhteydenpitoon yhtiöiden kanssa

Solidium pitää säännöllisesti yhteyttä kunkin salkkuyhtiön hallitukseen, toimitusjohtajaan ja muuhun johtoon omistajatavoitteidensa toteuttamiseksi. Solidiumin näkemyksen mukaan yhteydenpito on Solidiumin omistajatyön tehokkaimpia keinoja yhtiöiden kehittämiseksi.¹⁹

Jatkuvassa sijoituskohdeseurannassa on toistakymmentä potentiaalista yhtiötä

Solidium sijoittaa yrityksiin, joissa sillä on mahdollisuus hankkia riittävä omistusosuus (10 %–20 %) ja vaikutusvalta arvonluontisuunnitelmien kehittämistä ja toteuttamista varten. Solidium sijoittaa pääsääntöisesti Helsingin pörssissä listattuihin yhtiöihin, mutta voi sijoittaa myös listautumassa oleviin yhtiöihin ja muissa pörsseissä listattuihin yhtiöihin, joilla on merkittävää toimintaa Suomessa.

Tarkemmassa analyysivaiheessa on yleensä yhtäaikaa 1–3 yhtiötä

Solidiumin hallitus päättää sijoituskohdeseurannassa olleen yhtiön siirtämisestä tarkempaan analyysivaiheeseen, jossa selvitetään, täyttääkö yhtiö Solidiumin sijoituskriteerit ja mitkä ovat sijoitukseen liittyvät riskit. Tässä vaiheessa ei hankita sisäpiirintietoa, joka saattaisi estää sijoituksen tekemisen.

Analysoitavia asioita ovat muun muassa:

1. Kansallinen merkitys
(esim. osaamista jonka ei haluta lähtevän pois Suomesta)
2. Ankkuriomistajan tarve

¹⁹ Solidium Oy:n verkkosivut.

- (esim. nykyiset suuret omistajat, omistuksen hajautuneisuus, yritysoston uhan tason arviointi: onko jonkun ostolistalla)
3. Solidiumin salkun näkökulma
(esim. hajauttaisiko osto Solidiumin salkun rakennetta toivotusti)
 4. Rahoitettavuus ja toteutettavuus
(esim. paljonko maksaa tämänhetkisellä kurssilla 10 % osuus)
 5. Taloudellinen kiinnostavuus
(tärkein on Solidiumin muodostama oma näkemys yhtiön tulevaisuuden näkymistä ja arvosta; tämän lisänä voi olla esim. ulkopuolisen asiantuntijan laatima Business Due Diligence)
 6. Solidiumin omistajastrategia ja vaikutusvalta yhtiössä
 7. Solidiumin toivottavuus omistajana
(esim. yhtiö on indikoinut, että Solidium olisi toivottava omistaja)
 8. Yhtiön palkitsemispolitiikka
(esim. suhteessa valtion suosituksiin ja yleisiin käytäntöihin)
 9. Yritysvastuuasiat
 10. Ulkopuolisen neuvonantajan tarve

Kaikista osaketransaktioista päättää aina Solidiumin hallitus

Osakesijoituksesta päättää esittelystä Solidiumin hallitus. Solidiumin johtoryhmä päättää analyysivaiheessa olevaa yhtiötä koskevan sijoitusesityksen tekemisestä hallitukselle. Sijoitusesityksen valmistelee projektitiimi toimitusjohtajan johdolla ja sijoitusesityksen tukena käytetään tarvittaessa ulkopuolisen neuvonantajan tuottamaa analyysiä ja materiaalia.

Sijoitusesitys sisältää analyysin muun muassa seuraavista kokonaisuuksista:

- kohdeyrityksen liiketoimintamalli ja strategia
- markkinat ja kysynnän ajurit, toimialan kilpailutilanne
- kohdeyrityksen kilpailuedut ja -asema
- näkemys yhtiön taloudellisesta kehityksestä ja arvosta
- hallitus, toimiva johto ja organisaatio
- näkemys yhtiön kansallisesta merkityksestä
- omistaja-arvoon vaikuttavat yritysvastuuasiat

Sijoitusesitystä vastaavaa analyysia ylläpidetään kaikista Solidiumin salkussa olevista yhtiöistä.

Sijoituksen tekemisessä otetaan huomioon lisäksi muun muassa:

- markkinanäkemys yleisesti ja kyseisen arvopaperin osalta,
- omistusosuuden kasvattamiseen liittyvät viestintä- ja julkisuusnäkökohdat,
- vastapuoliriskin hallinta sekä
- kokonaistaloudellisuus hankinnan toteuttamisessa.

3.5.4 Sijoittanut 6 osakeannissa 4 salkkuyhtiönsä 700 miljoonaa euroa

Solidiumin on pystyttävä omistusosuutensa mukaisesti (pro rata) vastaamaan salkkuyhtiöidensä pääomahuollosta ja osallistumaan niiden osakeanteihin

Solidium on osallistunut kuuteen osakeantiin ja sijoittanut niissä neljään salkkuyhtiönsä yhteensä noin 700 miljoonaa euroa.

Toimiohjeen (2011) mukaan Solidiumin on pystyttävä vastaamaan salkkuyhtiöidensä pääomahuollosta ja osallistumaan niiden osakeanteihin tai muihin rahoitusjärjestelyihin omistusosuutensa mukaisesti. Aiempaan toimiohjeeseen (2008) tätä velvoitetta ei ollut kirjattu.

Velvoitteessa konkretisoituu Solidiumin toiminnan luonne pitkäjänteisenä sijoittajana ja omistajayhtiönä sekä salkkuyhtiön näkökulmasta vastuullisena ankkuriomistajana.

Solidiumin rahankäytön näkökulmasta tämä merkitsee sitä, että Solidium on tavallista sijoittaa tiukemmin kiinni ja sitoutunut salkkuyhtiöidensä oman pääoman ehtoiseen rahoittamiseen. Tämä edellyttää, että Solidiumilla on likvidejä varoja tai valmiiksi sovittu luottolimiitti, jotta se pystyy vastaamaan valtio-omistajan sille asettamaan vastuuseen Solidiumin salkkuyhtiöiden pääomahuollosta.

Solidiumin salkussa olevien yhtiöiden osakeanteihin osallistumattomuus saattaisi merkitä myös omistusosuuden pienentymistä, jolloin tavoite Suomelle tärkeiden yhtiöiden omistuksen pitämisessä riittävässä määrin kotimaisissa käsissä saattaisi vaarantua. Solidium on toisaalta niin merkittävä omistaja useissa salkkuyhtiöissään, että käytännössä huomattava oman pääoman kerääminen ilman Solidiumin osallistumista ei olisi mahdollista.

TAULUKKO 7. Solidiumin osakepääomasijoitukset salkkuyhtiöiden osakeanneissa v. 2009–2014 (lähde: Solidium Oy:n aineisto ja yhtiön vuosikertomukset 2009–2014).

Ajankohta	Yhtiö	Osakeannit	Milj. euroa	Omistuksen muutos, %	Varojen käyttö
Kesäkuu 2009	Sponda Oyj	Osallistuminen merkintäetuoikeusantiin	71,4	0,0 %	Taseen vahvistaminen
Joulukuu 2009	Kemira Oyj	Osallistuminen merkintäetuoikeusantiin	34,6	0,2 %	Kasvustrategian ja Tikkurilan eriyttämisen mahdollistaminen
		Uusi toimiohje 22.12.2011			
Helmikuu 2012	Talvivaaran Kaivososakeyhtiö Oyj	Osallistuminen instituutiosijoittajille suunnattuun antiin	6,8	0,0 %	Taseen vahvistaminen
Huhtikuu 2012	Outokumpu Oyj	Osallistuminen merkintäetuoikeusantiin	315,0	0,3 %	Merkittävän yrityshankinnan rahoittaminen
Huhtikuu 2013	Talvivaaran Kaivososakeyhtiö Oyj	Osallistuminen merkintäetuoikeusantiin	47,2	7,8 %	Taseen vahvistaminen
Maaliskuu 2014	Outokumpu Oyj	Osallistuminen merkintäetuoikeusantiin	198,8	0,0 %	Taseen vahvistaminen
Yhteensä			673,8 milj. euroa		

Spondan ja Kemiran osakeannit sujuivat hyvin ja Solidiumin näkökulmasta sekä antien tavoitteet että toimiohjeen tavoitteet ja velvoitteet täyttyivät

Myös Outokummun alkuvuodesta 2014 järjestetty toinen osakeanti, joka tehtiin Outokummun rahoitusaseman parantamiseksi, on ollut nykykursseilla arvioituna Solidiumin näkökulmasta jossain määrin menestyksellinen. Sen sijaan alkuvuonna 2012 tehty Outokummun ensimmäinen osakeanti, joka oli tarkoitettu Inoxum-oston rahoitukseen, ei ollut menestyksellinen. Erityisesti EU:n kilpailuviranomaisten kanta aiheutti Outokummulle ongelmia ja taloudellisia menetyksiä.

Outokummun osakeannin tavoite saksalaisen Inoxumin hankkimiseksi pitkittyi ja mutkistui – EU:n kilpailuviranomaisten kielteinen kanta tuli yllätyksenä

Vuoden 2014 alussa toteutetussa, alkuperäisestä suunnitelmasta poikenneessa uudessa järjestyksessä Solidium oli keskeisessä roolissa ostaessaan ThyssenKruppilta 8,1 prosenttia Outokummun osakekannasta ja sitoutuessaan osallistumaan osakeantiin uuden omistusosuutensa mukai-

sen 29,9 prosentin osalta eli 199 miljoonalla eurolla. Samassa yhteydessä Outokumpu neuvotteli valtaosan pankkilainoistaan uudelleen pidentäen niiden takaisinmaksuaikaa vuoteen 2017 asti.

Uusi järjestely paransi merkittävästi Outokummun rahoitusasemaa ja samalla ratkaistiin Terinin hankala pakkomyyntitilanne, joka perustui kilpailuviranomaisten ehtoon Inoxum-järjestelyn yhteydessä.²⁰

Solidiumin näkemyksen mukaan nämä järjestelyt antoivat Outokummulle lähivuosiksi taloudellista liikkumavaraa toteuttaa toimet kannattavuuden parantamiseksi.²¹ Tehdyt mittavat rahoitus- ja yritysjärjestelyt mahdollistavat tulevat toimet Outokummun kannattavuuden palauttamiseksi lähivuosina.²²

Solidium-työryhmän raportin mukaan Solidiumin suurin taloudellinen menetys liittyy Outokumpu Oyj:n Inoxum-kauppaan vuonna 2012.

Rakennejärjestelyissä Rautaruukista tuli ruotsalaisen SSAB:n tytäryhtiö

Rakennejärjestelyistä poikkeaa kotimaisuuden osalta Rautaruukin ja ruotsalaisen SSAB:n yhdistyminen. SSAB:n kotimaa on Ruotsi ja sen osakkeiden ensisijainen noteerauspaikka on Tukholman pörssi ja toissijainen Helsingin pörssi. SSAB osti Rautaruukin ja maksoi osakevaihtona vaihtamalla Rautaruukin osakkeet SSAB:n osakkeisiin.

Toimiohjeen (2011) mukaisesti tällaiseen Rautaruukkia koskevaan järjestelyyn tarvittiin myös asian käsittely talouspoliittisessa ministerivaliokunnassa.

Solidiumilla oli 29,9 % äänivalta ja osakeosuus Rautaruukista ja sillä on nyt 10,1 % äänivalta SSAB:stä ja 17,7 % osuus osakkeista. SSAB:n pääomistajan ja toisen ankkuriomistajan, ruotsalaisen Industrivärden'in äänivalta on 17,7 % ja osuus osakkeista 10,7 %

Solidium tuki Rautaruukki Oyj:n ja SSAB AB:n yhdistymistä ja katsoi, että ratkaisu oli hyvä vaikeassa tilanteessa olevalle salkkuyhtiölle niin osakkeenomistajien, henkilöstön kuin asiakkaidenkin näkökulmasta.

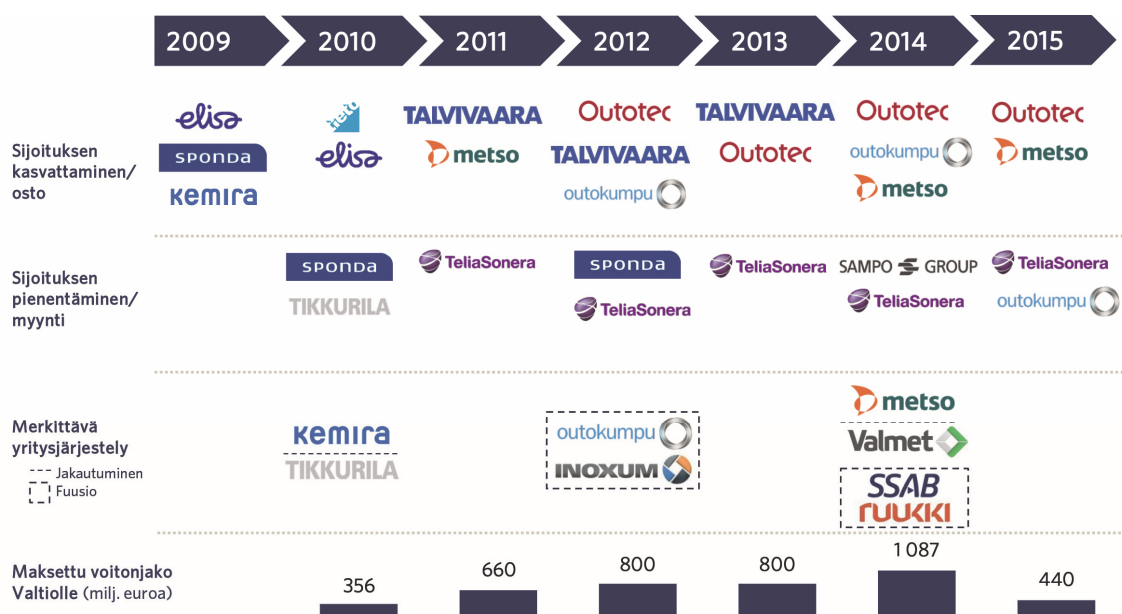
Solidiumilla oli jo ennen SSAB:tä salkussaan toisen ruotsalaisen yhtiön, TeliaSoneran osakkeita. Toimiohjeen (2011) mukaan Solidium osallistuu tarvittaessa salkkuyhtiöidensä kansainväliseen laajentumiseen. Solidium voi hankkia myös ulkomaisen yhtiön osakkeita, kun tällaisella kansallisesti tärkeällä yrityksellä on merkittävää toimintaa Suomessa. Yrityksen kotimaan ei siten tarvitse olla Suomi. SSAB on maailmanlaajuisesti toimiva teräsyhtiö, jonka päätuotantolaitokset ovat Ruotsissa, Suomessa ja Yhdysvalloissa.

²⁰ Solidium Oy:n hallituksen toimintakertomus 1.7.2013–30.6.2014.

²¹ Solidium Oy:n vuosikertomus 1.7.2013–30.6.2014.

²² Solidium Oy:n vuosikertomus 1.7.2013–30.6.2014.

3.5.5 Heikkona kohtana on ollut uusien osakkeiden osto



KUVIO 18. Solidiumin toimintahistoria toiminnoittain eriteltyinä (lähde: Solidium Oy).

Sijoituksia kolmeen uuteen yhtiöön, joista yksi epäonnistui lisäpanostuksista huolimatta

Osakesalkun kehittäminen uusien yhtiöiden osakkeita ostamalla on ollut toiminnan heikko kohta.

Toimiohjeen (2011) mukaan Solidium toimii markkinaehtoisesti ja keskittyy osakeostoissa sellaisiin osake-eriin, jotka takaavat Solidiumille

1. riittävän vaikutusvallan aktiivista omistajuutta varten,
2. jotka ovat kansallisen edun kannalta perusteltuja
3. ja jotka ovat taloudellisesti riittävän tuottopotentiaalin omaavia hankintahetken arvion mukaan.

1-kohdan osalta tavoitteena on yleensä 10–20 % omistus- ja äänivaltaisuus. Tämä toteutui kaikissa uushankinnoissa: Outotec, Talvivaara ja Tieto.

2-kohdassa ja 3-kohdassa on toimiohjeen (2011) mukaan kansallisen intressin määrittelyssä ja sijoituksen taloudellisia perusteita arvioitaessa kiinnitettävä huomiota muun muassa seuraaviin seikkoihin:

- Onko sijoitus kyseiseen toimialaan ja yhtiöön perusteltu ja mikä on yhtiön asema toimialalla
- Sijoituksen taloudellinen perustelu ja sen varmistaminen, että sijoituskohteella on solidi rahoitusasema
- Sijoituksen yhteiskunnallinen vaikuttavuus (toimiala, mahdolliset infrastruktuuri- ja huoltovarmuuskysymykset)
- Sijoituksen ajallinen ulottuvuus sekä kansallisen intressin että taloudellisen odotuksen näkökulmasta.

Tarkastuksessa havaittiin, että niin sijoituskohdeseurannassa, tarkemmassa analyysivaiheessa kuin sijoitusesityksissäkin arvioitiin edellä mainittuja seikkoja ja analyysit ja päätökset perustuivat laajaan aineistoon.

Solidiumin merkittävä riski on sijoituspolitiikassa ja uusien sijoituskohteiden valinnassa

Keskimääräiseksi sijoitustahdiksi on toistaiseksi jäänyt yksi uusi yhtiö joka toinen vuosi.

Solidiumin riskikartan säännöllisen päivityksen yhteydessä vuoden 2014 alussa yhtiön hallitus totesi, että muiden riskikartoituksessa esiintuotujen seikkojen lisäksi suuri riski on Solidiumin (osakkeiden) sijoituspolitiikassa ja uusien sijoituskohteiden valinnassa.

Talvivaaran osalta riski realisoitui ja osakkeisiin sijoitetut 149 miljoonaa euroa menetettiin, vaikka Solidium teki aktiivisena vähemmistöomistajana paljon töitä auttaakseen Talvivaaran jaloilleen. Talvivaaran tapaus toi konkreettisesti esiin rajat sille, mitä Solidium tai yleisemminkin yksittäinen vähemmistöomistaja pystyy tekemään. Isojen yritysten vakavat, yrityksen elinkel- poisuuden vaarantavat ongelmat, joita yritys ei itse pysty ratkaisemaan, jäävät viime kädessä valtion huoleksi suoraan tai välillisesti. Usein esimerkiksi työttömyyden muodossa, mutta Tal- vivaaran tapauksessa myös ympäristöriskien kautta.

Riskinä voidaan pitää myös sitä, jos toimiohjeeseen kirjattu valtio-omistajan tavoite ja tahto ei toteudu riittävästi: ” ..Solidiumia ei ole perustettu yksinomaan omaisuuden ylläpitämistä tai myymistä varten vaan sen tulee saada mahdollisuudet myös uudistaa sijoitussalkkuaan sekä pie- nentämällä nykyisiä omistusosuuksiaan, luopumalla kokonaan joistakin yhtiöistä, että myös hankkimalla tarvittaessa osuuksia uusissa yhtiöissä... Solidiumin tulisi voida järjestää omistuk- siaan uudestaan siten, että se on jatkossa omistajana useammassa yhtiössä...”

Solidiumin hallituksen agendalla ja työskentelyn fokusoinnissa vuonna 2015 on yhdeksi pää- tehtäväksi määritelty keskittyminen uusien sijoituskohteiden valintaan ja analyysiin.

Miten pitkäjänteinen ankkuriomistaja Solidiumin on oltava?

Uuden osakesijoituksen riskiä lisää se, että Solidiumin toiminta-ajatuksena on toimia pitkäjän- teisenä ankkuriomistajana. Lähtökohtaoletuksena on, että suomalaiset yritykset tarvitsevat pit- käjänteisten omistajien tukea liiketoiminnassaan kasvuhankkeiden toteuttamisessa ja kilpailu- kyvyn säilyttämisessä. Solidiumin on myös pystyttävä vastaamaan salkkuyhtiöidensä pääoma- huollosta ja osallistumaan niiden osakeantoihin tai muihin rahoitusjärjestelyihin omistusosu- tensa mukaisesti. Kerran sijoituksen tehtyään Solidium on siten tiukasti sidottu tähän sijoituk- seensa.

Toisaalta Solidiumin sijoitukset tehdään aina taloudellisin kannattavuusperustein. Ankku- riomistajana Solidium tukee yhtiötä myös vaikeina aikoina, mutta silloin olettamuksena on, että yhtiön menestyksen ja kannattavuuden aika on edessä; esimerkiksi rakennejärjestelyjen avulla. Mutta milloin ankkuriomistaja voi myydä osakkeet pois, vaikka vaikeuksista ei vielä olisi selvit- ty ja vaikka yhtiötä pidettäisiin edelleen kansallisesti tärkeänä?

3.5.6 Case Talvivaara: 149 miljoonan euron sijoitus jouduttiin kirjaamaan arvottomaksi

Solidium sijoitti Talvivaaran osakkeisiin noin 149 miljoonaa euroa vuosina 2011–2013 ja kirjasi osakeomistuksensa arvottomaksi välitilinpäätöksessä 31.12.2014.

Tarkastuksessa havaittiin, että päätös alun perin sijoittaa Talvivaaran osakkeisiin tehtiin asiaan perehtyen. Solidiumin hallituksessa asiaa oli ensimmäisen kerran käsitelty jo kaksi vuotta ennen sijoituksen tekemistä ja asiaa seurattiin ja analysoitiin. Alkuperäisen sijoituksen hetkellä kevääl- lä 2011 Talvivaaran tilanne ja tulevaisuus vaikutti analyysien perusteella lupaavalta.

Sijoitusta jälkikäteen omasta näkökulmasta tarkastellessaan (lessons learned) Solidium nosti esiin muun muassa seuraavia näkökohtia tapauksesta opitusta ja vastaisuudessa huomioon otet- tavaksi:

1. Oikeanlaisen johtajuuden merkitystä ei voi korostaa liikaa; tämä on ollut yksi keskeisiä haasteita Talvivaaran kohdalla.

2. Millaiset edut ja haitat ovat perustajayrittäjän suuressa roolissa ja toimintatyylissä yhtiön kehityksen eri vaiheissa?
3. Tällaisen hankkeen luonne edellyttää (pitkäjännitteistä) riskinottovalmiutta, mikä on omiaan vaikuttamaan toimintakulttuuriin.
4. Merkittävien sijoitusten yhteydessä (erityisesti uusiin yhtiöihin) on mahdollisimman laaja itsenäinen due diligence tarpeellinen. Mikäli tähän ei ole mahdollisuutta niin silloin keskustelut yhtiötä, tuotantomenetelmiä ja toimialaa tuntevien yksittäisten asiantuntijoiden kanssa.
5. Yhtiön johdon esittämien näkemysten ja ongelmiin tarjottujen selitysten haastaminen on tärkeää.
6. Tarkempi due diligence (esim. management consulting –yhtiön tekemä selvitys yhtiöstä ja kysyntänäkymistä) voisi tuoda riskitekijöitä vielä paremmin esille.
7. Virheet ja laiminlyönnit ympäristö- ja turvallisuusasioiden hoidossa sekä epäonnistuminen viestinnässä voivat olla kohtalokkaita salkkuyhtiön arvolle.
8. Salkussa oleva ongelmayhtiö sitoo merkittävän määrän resursseja ja toimintatavat täytyy sovittaa tilanteeseen.
9. Valtiokonsernin toiminta ongelmatilanteissa vaatii hyvää koordinaatiota ja viestinnän selkeyttä.

Otteita hallituksen pöytäkirjoista:

5.6.2009

Päätettiin perehtyä sijoitukseen tarkemmin ja tarvittaessa palkata neuvonantaja avustamaan tutkimuksessa. Sijoitukseen tulisi ottaa alustavan aikataulun mukaan kantaa loka-marraskuun 2009 aikana.

7.8.2009

Todettiin, että Solidium jatkaa perehtymistä toimialaan ja ehdotettuihin järjestelyihin tarpeellisissa määrin eikä tässä vaiheessa vielä muodosta kantaansa tehtyihin ehdotuksiin.

5.10.2009

...sijoitus Talvivaaraan saattaisi olla sijoituksena hyvä, mutta kuitenkin riskipitoinen eikä se edustaisi ns. kansallista intressiä. Päätettiin, että Solidiumin osuus Talvivaarassa jää toistaiseksi odottamaan.

29.11.2010

...kysymyksessä on mielenkiintoinen kokonaisuus, jota tulee seurata. Tämän vuoksi päätettiin, että asian selvittelytyötä jatketaan ja pyritään laatimaan kokonaisuudesta ns. tilannekuva.

13.12.2010

...että kysymys on mielenkiintoisesta arvoketjukokonaisuudesta [huom. keskustelu koski kairoklusteria kokonaisuudessaan], jonka seuraamista Solidium jatkaa ottaen kuitenkin huomioon, että Solidiumin on sijoitustoiminnassaan noudatettava yhtiön tarkoitusta ja yhtiölle vahvistettua toimintasuunnitelmaa.

4.3.2011

Todettiin, että Solidiumin aktiivisuustasoa nostetaan Talvivaaran suhteen ja toimitusjohtaja valtuutetaan jatkamaan neuvotteluja ja tekemään mahdollisen sijoitusehdotuksen hallitukselle.

Otteita päätöksenteon pohjana olleista analyyseistä ja niistä myöhemmin tehdyistä yhteenvedoista sijoituksen toteutumisen jälkeen:

Tuotanto oli ennätystasolla, vaikkakin arviota oltiin korjattu alaspäin.

– Vuoden 2011 ensimmäisellä neljänneksellä tehtiin uusi tuotantoennätys metallien talteenot-
tolaitoksen teknisistä haasteista huolimatta: Kauden aikana tuotettiin 4 215 tonnia nikkeliä (+10
% vs. ed. kvartaali).

”Seuraava tavoitteemme on varmistaa tuotannon kasvun jatkuminen toteuttamalla huolto- ja
parannusohjelma metallien talteenottolaitoksella. Hanke on jo aloitettu ja sen tavoitteena on
kasvattaa tuotantokapasiteettia ja lisätä toimintavarmuutta myös vaikeissa sääolosuhteissa. Saa-
vutimme tammi-maaliskuussa myös uuden kvartaalikohtaisen liikevaihtoennätyksen. Tähän
vaikuttivat osaltaan lisääntyneet toimitukset sekä nikkelin korkea hinta, joka pysyi noin 24 000–
28 000 dollarissa tonnilta koko katsauskauden ajan.”

– Biokasaliuotus toimi hyvin ja liuoksen nikkelpitoisuus oli keskimäärin 2,3 g/l

– Sinkin osalta oli tuotannossa teknisestä viasta aiheutuneita ongelmia, mutta nämä korjattiin.

– Vuoden 2011 tuotantoennusteeksi oli huhtikuussa muutettu 22 000–28 000 t nikkeliä (ai-
emmin 30 000–35 000 t).

– Tuotannon laajentamisen selvittämiseen (Operation Overlord) perustettiin 7-henkinen pro-
jektiryhmä.

Liikevaihto kehittyi positiivisesti ja yhtiö teki positiivista liiketulosta.

– Vuoden 2011 ensimmäisellä neljänneksellä liikevaihto oli 66,5 milj. euroa ja liikevoitto 11,6
milj. euroa.

– Kassavirta investointien jälkeen oli kuitenkin noin 24 milj. euroa negatiivinen.

Rahoitustilanne oli vakaa

– Nyrstarin kanssa oli tehty alkuvuonna 2010 merkittävä ennakkomaksusopimus sinkkiin liit-
tyen, jolla korvattiin toimintaa rajoittavaksi koettu projektilaina.

– Joulukuussa 2010 Talvivaara oli laskenut onnistuneesti liikkeelle 225 milj. euron vuonna
2015 erääntyvän vaihtovelkakirjalainan.

– Talvivaara ja Cameco Corporation olivat allekirjoittaneet helmikuussa 2011 uraanin myynti-
ja ostosopimuksen, jolla Talvivaara sai 60 miljoonaa euroa rahoitusta.

1) Analyyysin havainnot tuotantoprosessista sijoitusta valmistellessa keväällä 2011

Louhinta ja murskaus:

– Talvivaaran ensimmäiset vastoinkäymiset olivat ongelmat murskauskapasiteetissa.

– Kesällä 2009 laitteiston käytettävyydessä havaittiin edistystä ja murskauspiirin muutokset
tehtiin Q3/2009. Tämän jälkeen ongelmat vähenivät ja ongelman koettiin olevan ratkaistu
vuonna 2010.

– Muuten louhintaa ja murskausta pidettiin ”yksinkertaisena” vaiheena.

Biokasaliuotus:

– Liuotukseen menetelmänä ei katsottu kuuluvan tuntemattomia riskejä, vaikka sitä käytettiin
ensi kertaa nikkeliissä johtuen laajasta käytöstä kuparin tuotannossa.

– Todettiin, että

liuotukseen tarvittava aika voi vaihdella mm. murskan karkeudesta, ilmastoinnista ja kasan
muodosta johtuen. Pidentynyt aika pidentää kasaan sitoutuneen pääoman kiertoa ja

liuoksen kemikaaleilla voidaan lisätä metallin saantoa, kemikaalit kuitenkin maksavat.

– Talvivaaran nykyinen metallisaanto oli tilanteessa, jossa kaikkia liuotuskasvoja ei ole vielä
täydessä kierrossa (4 ensisijaista kasaa ja 2 toissijaista). Kasojen rakennus alkoi 2008, ja en-
simmäisissä kasoissa tehtiin virheitä (murska liian hienojakoista, jolloin kasa pakkautui liian tii-
viiksi).

Metallien talteenottolaitos:

– Metallin talteenottolaitoksen toiminnan ylösajo on prosessin säätämistä, riskit liittyvät tuotannon optimoimiseen.

– Solidiumin näkemyksen mukaan taloudellinen riski oli siinä, että arvioidut investoinnit eivät riitä, vaan tarvitaan esim. 50–100 milj. euron lisäinvestoinnit. Tämä ei kuitenkaan muuta näkemystä sijoituksen taloudellisesta kiinnostavuudesta. Solidiumin omassa arvonnäkemysessä on käytetty

50 % korkeampia investointeja kuin yhtiön arvioimat (huom. kaikkien investointien osalta).

2) Analyysin havainnot nikkelin hintakehityksestä

Keväällä 2011 nikkelin markkinahinta oli yli 27 000 USD / tonni.

Nikkelin hintaennusteet olivat pidemmällä aika välillä erittäin optimistiset, mutta vuosille 2013–2014 odotettiin noin 16 000 USD / tonni hintaa. Tämän jälkeen alan konsultti Brook Hunt (nykyinen Wood Mackenzie) ennusti jyrkästi nousevaa nikkelin hintaa ja vuosikymmenen loppupuolella saavutettaisiin jo yli 30 000 USD / tonni taso.

Nickel Pig Iron (”NPI”) oli tunnistettu ja tuotanto kasvamassa, mutta sen tuotantokustannus oli tällöin kustannuskäyrän kalliissa päässä ja ulkopuolisen neuvonantajan näkemyksen mukaan oli vaikea nähdä tilannetta, jossa NPI:n tarjonta nousisi niin merkittäväksi, että sillä olisi vaikutusta nikkelin kysyntä/tarjonta-tasapainoon.

Nikkelin hinta laski kuitenkin selkeästi nopeammin ”pohjatasolle” kuin oli odotettu johtuen mm. NPI:n tuotantoteknologian kehityksestä ja nikkelin odotettua huonommasta kysyntäkehityksestä.

3) Analyysin havainnot muista tunnistetuista riskeistä

Muut tunnistetut riskit:

- valuuttariski (tuotot pääosin dollareissa ja suuri osa kuluista euroissa)
- ei osinkoa alussa
- tuotteiden hintojen vaihtelut ja vaikea ennustettavuus
- riippuvuus yhdestä tuotantopisteestä (katastrofit, väärät arviot varannoista ja toimintalupien menetykset)
- riippuvuus Norilsk Nickelistä
- Talvivaaran politisoituminen valtio-omistajuuden takia (mm. luvitusasiat).

Ympäristöasiat olivat jonkin verran pinnalla, niihin perehdyttiin ja kaikkiin havaittuihin ongelmiin saatiin vastaukset, jotka vakuuttivat että ongelmat ovat vähintään ajan kanssa ja investoinneilla korjattavissa.

– Havaittuja ongelmia ja sattuneita tapahtumia olivat mm. kipsisakka-altaan murtuminen vuonna 2010, hajuhaitat rikkivetypäästöistä keväällä 2011, havaitut metallipitoisuudet (lähinnä natriumsulfaatti ja mangaani) lähijärvissä keväällä 2011 ja pölypäästöt.

– Vesitaseen osalta ongelmana nähtiin tuotantoprosessin vaatima veden määrä (haihdunta niin suurta kasoilla, että raakavettä tarvitaan erittäin paljon lähivesistöistä), mikä oli täysin päinvastoin kuin vuoden 2012 alkupuolelta tilanne sittemmin oli.

4) Analyysin havainnot arvioista tuotannon ylösajosta ja kustannuksista

Tuotannon ylösajon osalta oltiin positiivisia keväällä 2011, vaikka yhtiön tavoittelema tuotannon ylösajon oletettu nopeus ja siihen asti tapahtuneet viivästykset ylösajossa herättivät kysymyksiä.

– Tuotannon pullonkauloja oli identifioitu useita, mutta nämä kaikki nähtiin mahdollisena ratkaista lähitulevaisuudessa

Tuotannon ylösajon aikataulu:

– Huhtikuussa 2011 vuodelle 2011 tavoiteltiin 22 000–28 000 tonnin nikkeli tuotantoa ja yhtiö uskoi pääsevänsä täyteen 50 000 tonnin tuotantoon vuonna 2012

– Tässä vaiheessa tuotantotavoitteita oli jouduttu muuttamaan jo useamman kerran, viimeksi 7.4.2011 kun vuoden 2011 tuotantotavoitetta laskettiin edellä mainitulle 22 000–28 000 tonnin tasolle aiemmasta 30 000 tonnista.

– Ulkopuolisen neuvonantajan peruskenaarion mukaan ylösajossa myöhästyttäisiin edelleen vuodelle ja vuonna 2013 päästäisiin 46 000 tonnin tasolle. Solidiumin omassa arvonmäärityksessä käytetyt oletukset olivat

2011: 25 000 tonnia, 2012: 38 000 tonnia ja 2013: 50 000 tonnia.

– Tuotannon kaksinkertaistamisen (Operation Overlord) uskottiin valmistuvan vuonna 2020 sekä ulkopuolisen neuvonantajan että Solidiumin omassa ennusteissa, kaksi vuotta yhtiön arvioimaa myöhemmin.

Arvioidut tuotantokustannukset (sekä ulkopuolisen neuvonantajan että Solidiumin omassa arvioissa) eri tuotantovolyymeilla vastasivat varsin hyvin nykyistä käsitystä tuotantokustannuksista. Yhtiön arvioima kustannustaso oli tätä alhaisempi

Ulkopuolisen neuvonantajan näkemyksen mukaan yhtiön arvio tarvittavista investoinneista oli maltillinen. Neuvonantajan mallinnuksessa käytettiin 25 % korkeampia investointeja kuin yhtiö viesti. Solidium käytti 50 % korkeampia investointeja

5) Ulkopuolisen neuvonantajan yhteenveto

a) Positiiviset pitkän tähtäimen hintanäkymät...

Nikkelin hintaodotukset ovat pitkällä tähtäimellä selkeästi positiivisia mutta vuosina 2011–2014 hintojen odotetaan laskevan.

– Toisaalta on tärkeä ymmärtää että nikkelin hinnat ovat olleet historiallisesti epävakaita ja ennusteiden tarkkuus on ollut tästä syystä heikko.

b) ...ja Talvivaara on kansainvälisesti erittäin kilpailukykyinen kaivos...

Talvivaara näyttää olevan erittäin kilpailukykyinen kaivos – millään muulla nikkelin kehitysyhtiöllä ei ole vastaavaa operaatiota jonka koko ja kustannustaso olisivat vertailukelpoisia suurten kaivosyhtiöiden projektien kanssa.

c) ...mutta eteneekö tuotannon ylösajo suunnitellusti?

Talvivaaran teknologia on jo osoittanut toimivuutensa - nikkelin biokasaliuotus toimii teollisessa mittakaavassa. Seuraavaksi Talvivaaran täytyy osoittaa tuotantoprosessin pystyvän saavuttamaan johdon tavoitteleman tuotantotason 50,000 tonnia nikkeliä vuodessa.

d) Pääomamarkkinat uskovat Talvivaaran mahdollisuuksiin, joskin viimeaikaiset haasteet tuotannon ylösajossa ovat lisänneet varovaisuutta

Osakeanalyytikot ja sijoittajat suhtautuvat varovaisesti johdon ennusteisiin - suurin osa ei usko täyden kapasiteetin olevan käytössä ennen vuotta 2013 – vuotta myöhemmin kuin johdon tämänhetkinen arvio.

- e) Talvivaaran nykyinen markkinahinta näyttää houkuttelevalta analyysin perusteella ja Projekti Overlord saattaa tuoda suunnitelmien mukaan toteutuessaan vielä merkittävää lisäarvoa

Talvivaaran nykyinen markkinahinta on n.15 % alle arvioidun käyvän arvon (Base Case DCF).

Jos otamme lähitulevaisuuden laajennushankkeet (Projekti Overlord) mukaan arvonmäärittämiseen, on Talvivaaran kurssi n. 45 % alle arvioidun käyvän arvon (Base Case DCF).

- f) Harvalukuinen joukko ostajakandidaatteja, jotka olisivat tällä hetkellä kiinnostuneita Talvivaarasta...

Vähemmän kuin viisi merkittävää länsi-eurooppalaista mahdollista ostajakandidaattia, jotka olisivat kiinnostuneita nikkeli- ja kuparikaivoksista ja näistä harva näyttäisi olevan valmis tekemään ostotarjousta Talvivaarasta

- g) ...mutta tilanne voi muuttua tuotannon ylösajon edetessä

Useat ostajakandidaatit joiden kanssa olemme käyneet keskusteluja ovat aikaisemmin epäilleet biokasaliotuksen toimivuutta – on epätodennäköistä että nämä olisivat valmiita tekemään ostotarjousta tuotannon ylösajon ollessa käynnissä, vaikka liuotustekniikka onkin jo osoittanut toimivuutensa.

Liitteet

Liite 1. Kuvitteellinen esimerkki velkavivun käytöstä

Sijoitusyhtiö tekee yritykseen 100 000 euron sijoituksen, josta lainarahaa on 50 000 (50 %) ja omaa pääomaa 50 000 euroa (50 %). Jos irtautumisvaiheessa sijoituksen arvo on noussut 200 000 euroon, on tuotto yhteensä on 100 000 euroa eli +100 %. Oman pääoman, so. 50 000 euron, tuotto on sama 100 000 euroa eli +200 % miinus korot 50 000 euron velalle sijoitusaikana.

Velkavivun avulla voi oman pääoman tuotto kasvaa, mutta velkavivun käyttö kasvattaa myös riskiä. Sijoitusajan piteneminen tai lainakoron nousu kasvattaa lainatulle rahalle maksettavien korkojen määrää ja siten pienentää tuottoa. Jos sijoituksen arvo ei nouse alkuperäisestä 100 000 eurosta, muodostuu sijoitusyhtiön tuotto negatiiviseksi, sillä sen täytyy kuitenkin maksaa korot ottamalleen lainalle.

Lähteet

1. Lait, asetukset ja muut normit sekä hallituksen esitykset ja eduskunnan valiokuntien lausunnot

Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi. HE 109/2005 vp.

Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta. HE 80/2007 vp.

Laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta. 21.12.2007. L 1368/2007.

2. Muu kirjallinen aineisto

Omistus, omistajaohjaus ja määräysvalta suurissa suomalaisyrityksissä. Ulf Jakobssonin ja Timo Korkeamäen tutkimus. Valtioneuvoston kanslian raporttisarja, 5/2014.

Solidium-työryhmän raportti 6.5.2015. Valtioneuvoston kanslia, omistajaohjausosasto.

Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi. (Corporate Governance) 2010. Arvopaperimarkkinayhdistys ry 15.6.2010.

Valtion omistajapolitiikkaa koskeva valtioneuvoston periaatepäätös 7.6.2007 liitteineen (Liite 1: VNK:n omistajaohjausosaston ja ministeriöiden yhteistyö markkinaehtoisesti toimivien valtiolle strategisesti tärkeiden yhtiöiden omistajaohjauksessa. Liite 2: VNK:n omistajaohjausosaston rooli valtion erityistehtävää hoitavien yhtiöiden omistajaohjauksessa).

Valtion omistajapolitiikkaa koskeva valtioneuvoston periaatepäätös 3.11.2011 liitteineen (Liite 1: VNK:n omistajaohjausosaston ja ministeriöiden yhteistyö valtiolle strategisesti tärkeiden kaupallisesti toimivien yhtiöiden omistajaohjauksessa. Liite 2: VNK:n omistajaohjausosaston ja ministeriöiden yhteistyö valtion erityistehtäviä hoitavien yhtiöiden omistajaohjauksessa. Liite 3: Listaamattomien valtio-omisteisten yhtiöiden yritys vastuun raportointimalli).

Valtion omistajaohjauksen valvonta ja raportointi eduskunnalle. Eduskunnan tarkastusvaliokunnan julkaisu 2/2010. Tutkimuksen tekijät: Jari Kankaanpää, Lasse Oulasvirta ja Jani Wacker, Tampereen yliopistosta.

Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomukset 2012,2013.

Valtion omistajaohjauksen perusteet ja kehittäminen 2011–2015. Liite julkaisussa "Politiikan johtaminen 2010-luvulla. Valtioneuvoston kanslian tulevaisuuskatsaus." Valtioneuvoston kanslian julkaisusarja, 19/2010.

3. Keskustelut

Syyskuu 2014–tammikuu 2015: Solidium Oy, 4 henkilöä

Helmi–huhtikuu 2015: Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto, 2 henkilöä.

4. Tarkastuskertomuksesta annettu lausunto

Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto, 18.5.2015, VNK/876/50/2015.



VALTIONTALOUDEN TARKASTUSVIRASTO
ANTINKATU 1, PL 1119, 00101 HELSINKI
PUH. 09 4321, WWW.VTV.FI

ISBN 978-952-499-291-6 (PDF)