

Pääomituksen markkinaehtoisuuden arviointi – kontrafaktuaalinen analyysi

Kaupungin tulee arvioida pohtiessaan omistamansa yhtiön pääomitusta vaihtoehtoisia skenaarioita, joissa tulee vertaillaan sijoituksen tuottoa tai tappioiden välttämistä tilanteeseen, jossa vastaava yksityinen sijoittaja toimisi samassa asemassa. Vaihtoehtoiset skenaariot ovat pääomituksen tekeminen ja siitä syntyvä voitto sekä pääomituksen tekemättä jättäminen ja siitä syntyvät seuraukset. Näitä kahta vaihtoehtoa tulee verrata toisiinsa ja arvioida mitä yksityinen sijoittaja tekisi. Rationaalisesti toimivan ja tappionsa minimoimaan pyrkivän yksityisen talouden toimijan voidaan olettaa arvioivan eri järjestelyjen taloudellisia vaikutuksia ja valitsevan vaihtoehtoista taloudellisesti edullisimman. Lähtökohtaisesti taloudellisesti edullisimpana vaihtoehtona pidetään suurimman tuoton tai pienimmän tappion tuottavaa vaihtoehtoa, mutta eri järjestelyihin sisältyvät taloudelliset riskit vaikuttavat myös arviointiin.

Esimerkiksi jos sijoitus ei synnytä tuottoa ja edellyttäisi lisäsijoituksia myöhemmin, sijoittajalle tulisi tappioiden näkökulmasta edullisemmaksi päästää yhtiö konkurssiin nyt kuin myöhemmin sen jälkeen, kun on sijoittanut ja lisännyt riskiään entisestään.

Valtuuston tulee pääomittamisen osalta arvioida EU:n komission tiedoksiannon (Komission tiedonanto Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen 107 artiklan 1 kohdassa tarkoitetusta valtiontuen käsitteestä (2016/C 262/01)) markkinatoimijatestin mukaan.

Jos transaktiota ei ole toteutettu tarjousmenettelyn kautta tai jos julkisyhteisöjen toimea ei toteuteta tasavertaisesti yksityisten toimijoiden toimien kanssa, tämä ei kuitenkaan automaattisesti tarkoita sitä, että transaktio ei ole markkinaehtojen mukainen. Tällaisissa tapauksissa markkinaehtojen mukaisuutta voidaan silti arvioida i) vertailuanalyysin (englanniksi benchmarking) tai ii) muiden arviointimenetelmien avulla (tiedoksiannon kohta 97).

Markkinataloustoimijatestiin liittyen niin komission tiedonannossa kuin unionin tuomioistuimen ratkaisukäytännössä on tunnistettu tilanne, jossa mahdollista valtiontukitoimenpidettä arvioidaan sellaisessa tilanteessa, jossa julkisyhtiöllä on jo aiempi taloudellinen riski suhteessa tuensaajayritykseen. Esimerkiksi jos vaikeuksissa olevalle julkiselle yritykselle myönnetty toimenpide koostuu omasta pääomasta tai velasta, tällaisen sijoituksen tuottoa olisi verrattava yrityksen likvidaatiota koskevan vaihtoehtoisen skenaarion mukaiseen odotettuun tuottoon. Jos likvidaatiosta johtuvat voitot ovat suuremmat tai tappiot pienemmät, järkevä markkinataloustoimija valitsisi tämän vaihtoehdon (tiedoksiannon kohta 107).

Aiemmat riskit on otettava huomioon markkinataloustoimijatestiä varten laadittavissa vaihtoehtoisissa skenaarioissa. Tätä arviointia on tehtävä aina mutta erityisesti taloudellisissa vaikutuksissa olevan yhtiön kohdalla. Tällöin on arvioitava yhtiön pääomittamista koskevassa vaihtoehdossa syntyvää tuottoa. Keskeistä on arvioida, miten yhtiöön tehty sijoitus parantaa yhtiön tilannetta ja synnyttää tuotto-odotuksia. Tällöin tulisi myös tietää, mitä pääomasijoituksella tullaan yhtiössä tekemään, jotta sillä saavutetaan tuotto-odotus. Toinen vaihtoehto perustuu sellaisen tilanteeseen arviointiin, jossa pääomitusta ei voitaisi toteuttaa. Tällöin arvioitavaksi tulisi se, miltä osin kaupunki tulisi saamaan omia velkojaan tai sijoituksiaan kokonaisuudessa takaisin yhtiöltä. Arvioinnissa keskeistä on se, kumpi näistä vaihtoehtoista on edullisempi tai tappioiltaan pienempi. Näin varmistetaan, että sijoitus on markkinaehtoinen.

Yksi laajalti hyväksytty vakiomenetelmä, jolla (vuotuinen) sijoituksen tuotto voidaan määrittää, on sisäisen korkokannan laskeminen. Sijoituspäätöksen arviointiperustana voidaan käyttää myös nettonykyarvoa, jonka tulos vastaa useimmissa tapauksissa sisäistä korkokantaa (tiedoksiannon kohta 102).

Markkinatoimijatestissä on tärkeää selvittää, miten pääomitus tuottaa sen tekijälle tuotto-odotuksia esimerkiksi investoinnin kautta. Eli jos sijoitettavalle pääomalle saadaan muusta kohteesta parempi tuotto kuin sijoittamalla se pääomitettavaan yhtiöön, sijoitus on lähtökohtaisesti valtiontukea. Esimerkiksi sisäisen korkokannan näkökulmasta voidaan arvioida, että sijoituksen tuottaman sisäisen korkokannan tulisi lähtökohtaisesti ylittää komission määrittelemä diskonttokorko, jotta vastaavan kokoinen, tavanomaisissa markkinatalouden olosuhteissa toimiva yksityinen sijoittaja olisi tehnyt kyseisen sijoituksen samoissa olosuhteissa.

Viite- ja diskonttokorkojen määrittämisessä sovellettavan menetelmän tarkistamisesta annetun komission tiedoksiannon (2008/C 14/02) mukaan viitekorkoa käytetään myös diskonttokorkona laskettaessa nykyarvoja. Diskonttokorkona käytetään periaatteessa peruskorkoa, johon on lisätty 100 peruspisteen kiinteä marginaali. Tiedoksiannon mukaan peruskorko perustuu 12 kuukauden rahamarkkinakorkoihin, jotka ovat saatavilla lähes kaikissa jäsenvaltioissa. Valtiovarainministeriö on vahvistanut peruskoroksi 2,75 prosenttia heinä-joulukuulle 2026. 12 kuukauden euribor on tarkastuspäivänä 29.7.2026 ollut 2,941 prosenttia. Näiden perusteella diskonttokorko on noin 4 prosenttia.

Tässä tilanteessa Kemin kaupungin osalta on tarpeen huomioida, että pääomitustilanteessa ei arvioida lainkaan ratkaisuvaihtoehtojen alueellisia-, elinkeinopoliittisia- tai työllisyysvaikutuksia, vaikka niitä molempien ratkaisuvaihtoehtojen osalta luonnollisesti on. Arvioinnin tulee sen sijaan kohdentua yhtiön tuottoon, sen edellytyksiin tuottaa omistajalle sijoituksesta koitua tuotto tai hyöty ja/tai vaihtoehtoisesti miltä tilanne on riskienhallinnan ja niiden mahdollisten toteutumisen näkökulmasta omistajalle. Markkinataloustoimijatesti keskittyy puhtaasti markkinaehtojen tavanomaisuuden arviointiin.

Asiassa on hyvä huomioida, että The Icebreaking Company Oy (aiemmin Kemin Matkailu Oy) on ennen Koronan aiheuttamaa vaikutusta koko kansainväliselle matkailu toimialalle kannattava yhtiö. Korona ja sen seuraukset sekä aiempien vuosien Sammon korjausvelka sekä ennen koronaa tehdyt investoinnit vaikeuttivat oleellisesti yhtiön toimintaedellytyksiä Koronan vaikutusten osalta ja heikensivät yhtiön kyvykkyyttä toteuttaa liiketoimintaa. Koronan jälkeen tehdyt toiminnalliset muutokset ovat muuttaneet tilannetta ja yhtiön liikevaihdon kehitys on ollut erittäin voimakasta ja myös tuloksekasta. Tämä koko prosessi näkyy yhtiön liikevaihdon kehityksessä ja viimeisten tilinpäätösten osalta myös tuloksessa. Yhtiön liikevaihto on kasvanut merkittävästi viimeisen 4 toimintakauden aikana. Tilinpäätösten pohjalta voidaan todeta seuraavaa:

Tilikauden 2022 liikevaihto on 2 730 819 € ja tilikauden 2025 liikevaihto 11 814 609 €.

Liikevaihto on kasvanut noin 333 % tilikausien 2022–2025 aikana.

Liikevaihto on kasvanut 4,33-kertaiseksi (11,8 M€ vs. 2,7 M€).

Keskimääräinen vuosittainen kasvuvauhti (CAGR) on ollut noin 63 % vuodessa.

-->

Yhtiön liikevaihto on kasvanut noin 333 % viimeisen neljän toimintakauden aikana ja on samalla yli nelinkertaistunut 2,7 miljoonasta eurosta 11,8 miljoonaan euroon.

Yhtiön kannattavuutta ja taloushaastetta olisi merkittävästi helpompaa arvioida kriittisesti, jos yhtiön liikevaihto ja nyt myös tulos ei olisi voimakkaan kasvuyhtiön tasolla. Päinvastoin omistajan tulee arvioida edellytyksiä omien sijoitustensa tuotto-odotukselle. Jos tilanteessa verrataan kehitysarviota edelliseen kasvun vuoteen niin mikään indikaattori ei tue sitä näkemystä, että yhtiö ei täyttäisi niitä edellytyksiä mitä yhtiöltä odotetaan. Tällä hetkellä yhtiön vahvistettu varaustilanne on lähes 2M€ paremmalla tasolla kuin viime vuonna samaan aikaan. Tulosodotus on tuloskaudelta merkittävästi parempi, vaikka se sisältää toiminnan käynnistämisen myös huippuvuorille, josta niinkään on odotettavissa merkittävästi kassavirtaa vahvistava tulosparannus viimeistään kaudelle 2027-2028.

Tässä suhteessa arvioiden tilanne vaikuttaa hyvin positiiviselta, etenkin kun huomioidaan yhtiön kausiluonteinen liiketoiminta. Laajennuksen Huippuvuorille odotetaan tuottavan yksinään n. 25% lisäyksen liikevaihtoon ja kun kyseinen lisäys tulee ajankohtaan, jossa aiemmin ei ole ollut vahvaa kassavirtaa (kesäkausi) on yhtiön tilanne poikkeuksellisen valoisa. Tästä näkökulmasta tarkastellen tuotto-odotus on 5% luokkaa. Tuotto-odotuksessa on syytä noudattaa varovaisuutta, mutta tavoite ei vaikuta olevan tuotto-olettamana yhtiöllä vaikea saavuttaa. Samalla luonnollisesti yhtiön arvo myös nousee taseen parantuessa. se on kuitenkin aina huomioitava, että missä tahansa liiketoiminnassa on myös riskejä. Riskitöntä yritystoimintaa ei ole olemassakaan. Aina on mahdollista, että jotakin ennalta-arvaamatonta tapahtuu ja sitä pyritään ennakoimaan riskienhallinnalla ja tunnistamaan ne ennalta, jotta niihin voidaan varautua. Tällä hetkellä sellaista riskiä mihin voidaan vaikuttaa ei ole näköpiirissä vaan kaikki indikaattorit näyttävät positiivisilta. Yhtiön pääomituksen tarve syntyy tällä hetkellä juuri siitä, että kasvun edellytysten ylläpito ja luominen edellyttää aiempien vuosien kustannusrakenteiden hoitamista ja sijoittamista kasvun turvaamiseksi.

3,0 miljoonan euron SVOP-sijoituksen 5 %:n vuotuinen tuotto-odotus tarkoittaa käytännössä noin 150 000 euron vuosittaista arvonlisäystä omistajalle. Tämä ei tarkoita yhtiön maksamaa korkoa, vaan sitä, että yhtiön toiminnan tulee pitkällä aikavälillä tuottaa omistajalle vähintään tämän verran lisäarvoa vuosittain.

Lisäarvo voi muodostua esimerkiksi:

- yhtiön kannattavuuden paranemisesta ja kertyvistä voittovaroista,
- yhtiön markkina-arvon kasvusta,
- tulevaisuudessa maksettavista osingoista,

tai siitä, että yhtiön omistuksen arvo kasvaa mahdollisissa tulevilla omistusjärjestelyissä.

5 %:n tuotto-odotus vastaa siten noin 150 000 euron vuotuista omistaja-arvon kasvua. Se ei edellytä, että yhtiö maksaisi vuosittain 150 000 euroa kaupungille, vaan että yhtiön kokonaisarvo ja taloudellinen asema kehittyvät vähintään tämän suuruisella tasolla.

Kaupunki on vahvistanut yhtiön omaa pääomaa tekemällä vuosina 2023–2025 yhteensä 3,1 miljoonan euron sijoitukset sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon (SVOP). Tämän ajanjakson aikana yhtiö on kasvanut merkittävästi sekä liiketoiminnan laajuudella että taloudellisilla tunnusluvulla mitattuna. Liikevaihto on kasvanut usean vuoden aikana voimakkaasti, liiketoiminta on laajentunut kansainväliseksi, operatiivinen kapasiteetti on kasvanut ja yhtiö on siirtynyt kannattavaan kasvuvaiheeseen. Toteutunut kehitys osoittaa, että omistajan aiemmat pääomasijoitukset ovat mahdollistaneet yhtiön strategian mukaisen kasvun ja vahvistaneet yhtiön pitkän aikavälin arvonmuodostusta.

Käsiteltävänä oleva 3,0 miljoonan euron uusi SVOP-sijoitus nostaisi kaupungin yhtiöön tekemien oman pääoman sijoitusten kokonaismäärän 6,1 miljoonaan euroon. Mikäli omistaja asettaa tälle kokonaisuudelle 5 prosentin vuotuisen tuotto-odotuksen, vastaa tämä noin 305 000 euron vuotuista omistaja-arvon kasvua.

Omistajan tuotto ei muodostu SVOP-sijoitukselle maksettavana korkona, vaan yhtiön pitkän aikavälin arvonkehityksen kautta. Tuotto voi muodostua erillään tai yhdessä esimerkiksi yhtiön markkina-arvon kasvusta, kannattavuuden paranemisesta ja kertyvistä voittovaroista, mahdollisista tulevista osingoista tai muista voitonjakomuoista, sijoitetun vapaan oman pääoman palautuksista lain sallimissa tilanteissa sekä omistuksen arvon realisoitumisesta mahdollisten tulevien omistusjärjestelyjen yhteydessä. Tuoton muodostumistapa riippuu myös siitä, millainen yhtiön omistusrakenne tulevaisuudessa on ja millä tavalla mahdolliset omistusjärjestelyt tai omistuksen laajentaminen toteutetaan.

Yhtiön toteutunut kehitys vuosina 2023–2026 osoittaa, että omistajan pääomasijoituksille asetettavissa oleva noin viiden prosentin vuotuinen tuotto-odotus on toteutuneeseen kehitykseen

nähdessä perusteltu. Vastaavasti yhtiön strategian mukainen vuoteen 2028 osoittaa liiketoiminnan, kannattavuuden ja yritysarvon edelleen vahvistuvan siten, että myös tulevaisuuden kehitys ylittää omistajan sijoitetulle pääomalle asetettavan tuotto-odotuksen. Näin tarkasteltuna kaupungin pääomasijoitusten tavoitteena ei ole ainoastaan vahvistaa yhtiön rahoitusasemaa, vaan kasvattaa pitkäjänteisesti omistaja-arvoa ja varmistaa, että sijoitetulle pääomalle muodostuu kilpailukykyinen tuotto yhtiön strategisen kasvun kautta.

Toisaalta on myös arvioitava, jos pääomitusta ei toteutettaisi. Mikäli kasvua tukevaa investointia ei tehtäisi, yhtiöllä ei olisi edellytyksiä jatkaa kasvun ja tulosparannuksen tiellä ja silloin myös edellytykset pysyä toiminnan menojen ja tulojen kanssa tasapainossa jouduttaisiin arvioimaan uudelleen. Tällöin tuotto-odotukset niin yhtiön tuloksen kuin arvonnousun osalta jäisivät väistämättä hyvin vaatimattomiksi ja riski sille, että yhtiö ei kykenisi vastaamaan velvoitteistaan todennäköisesti realisoituisi tai ainakin riski siihen nousisi merkittävästi. Omistajan on tässä suhteessa arvioitava mitä omistamaltaan yhtiöltä haluaa ja odottaa. Rahallisesti riski olisi huomattava niin omistajan velvoitteiden kuin yhtiön velvoitteiden osalta. Tässä suhteessa olisi vaikea nähdä perusteltua syytä miksi tämänkaltainen riski olisi hallitumpi tai sen realisointi olisi omistajalle kannattavaa.

On myös huomioitava, että kaupunki on päätöksellään käynnistänyt myös valmistelun yhtiön omistuspohjan laajentamiselle, jossa lähtökohtaisesti kaupunki pienentää omaa omistustaan. Nyt asiasta on käyty keskusteluja ja sillä on oleellinen vaikutus missä kehitysvaiheessa yhtiö on, kun sen arvoa arvioidaan sijoittajan näkökulmasta. Positiivinen tulosodotus on tässä suhteessa olennainen, kun asiasta käydään tunnustelua mahdollisten omistaja kandidaattien kanssa.

Jos tämän arvion kokonaisuutta koostaa niin jokainen sijoittaja tai omistaja pyrkii saamaan aikaan sellaisen tuloksen, että omistamalleen yhtiölle, sen arvolle tai siitä saatavalle tuotolle arvioidaan olevan mahdollisimman hyvät edellytykset. Tämän arvioinnin osalta omistajalle ja sijoittajalle on selkeästi kannattavampi vaihtoehto pyrkiä pysymään kasvussa ja tuotto-odotuksessa mukana ja saada ne toteutumaan kuin luopua siitä. Riskit ovat sen perusteella arvioitava suuremmiksi silloin, jos pääomitusta ei yhtiöön tehtäisi.

Kaupunginjohtaja Matti Ruotsalainen