

LUONNOS 18.3.2016

HALLITUKSEN ESITYS EDUSKUNNALLE JOUKKORAHOITUSLAIKSI SEKÄ ERÄIKSI SIIHEN LIITTYVIKSI LAEIKSI

ESITYKSEN PÄÄASIALLINEN SISÄLTÖ

Esityksessä ehdotetaan säädettäväksi uusi erillislaki joukkorahoituksesta. Esityksessä ehdotetaan lisäksi muutettaviksi sijoituspalvelulakia, rahankeräyslakia, Finanssivalvonnasta annettua lakia, Finanssivalvonnan valvontamaksusta annettua lakia, vaihtoehtorahastojen hoitajista annettua lakia, sijoitusrahastolakia, panttilainauslaitoksista annettua lakia, maksulaitoslakia ja rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä annettua lakia. Näihin lakeihin tehtäisiin uudesta laista johtuvat tekniset muutokset.

Ehdotettu laki koskisi keskeisiltä osiltaan joukkorahoituksen välittäjiä. Riittäväntasoisien sijoittajansuojan varmistamiseksi laissa on lisäksi asetettu joukkorahoituksen saajalle velvoitteita ja vastaavasti sijoittaja-asiakkaalle tiettyjä oikeuksia.

Joukkorahoituksella tarkoitetaan suurelle yleisölle esitettäviä avoimia pyyntöjä kerätä varoja tiettyyn hankkeeseen. Joukkorahoitus on tapa kerätä rahoitusta henkilöiden ja organisaatioiden hankkeille sekä yritysten toimintaan. Rahoitus kerätään yleensä laajalta joukolta pieninä summina halutun rahoitusmäärän saavuttamiseksi, ja tyypillisesti internetissä toimivien palvelualustojen kautta.

Esityksen tavoitteena on selkiyttää lainsäädäntöä, parantaa sijoittajansuojaa, lisätä yritysten rahoitusvaihtoehtoja sekä monipuolistaa rahoitusmarkkinoita.

Lain soveltamisalaan kuuluvat ainoastaan elinkeinotoiminnan rahoituksessa hyödynnetyt laina- ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus. Muut joukkorahoituksen toimintamuodot on rajattu lain soveltamisalan ulkopuolelle.

Esityksen mukaan vain erityiseen rekisteriin merkitty toimija saisi tarjota tai välittää joukkorahoitusta. Rekisteri- ja valvontaviranomaisena toimisi Finanssivalvonta. Rekisteröinnin edellytykset määriteltäisiin laissa ja vaatimuksena olisi muun muassa, että ilmoituksen tekijä on luotettava ja että tällä on riittävä rahoitusmarkkinoiden tuntemus. Lisäksi laissa olisi säännökset muun ohessa rekisteriin merkittävistä tiedoista, asiakkaan suojasta, viranomaisvalvonnasta ja seuraamuksista.

Lait ovat tarkoitetut tulemaan voimaan 1 päivänä heinäkuuta 2016.

SISÄLLYS

ESITYKSEN PÄÄASIALLINEN SISÄLTÖ.....	1
SISÄLLYS.....	2
YLEISPERUSTELUT.....	5
1 JOHDANTO.....	5
1.1 Yleistä.....	5
1.2 Taloudellinen merkitys.....	7
2 NYKYTILA.....	12
2.1 Voimassa oleva lainsäädäntö.....	12
2.2 Kansainvälinen kehitys ja ulkomainen lainsäädäntö.....	22
2.2.1 Yleistä.....	22
2.2.2 Yhdysvaltalainen kehitys.....	22
2.2.3 Eurooppalainen kehitys.....	25
2.2.3 Pohjoismainen kehitys.....	41
2.3 Nykytilan arviointi.....	44
2.3.1 Euroopan tilanne.....	44
2.3.2 Suomen tilanne.....	60
3 ESITYKSEN TAVOITTEET JA KESKEISET EHDOTUKSET.....	64
3.1 Esityksen tavoitteet.....	64
3.2 Lakitekniset toteuttamisvaihtoehdot.....	68
3.2.1 Voimassa oleva sääntelykehikko ja lakitekniikka.....	68
3.2.2 Esityksen tavoitteiden ja taustan huomioon ottaminen.....	69
3.2.3 Erillislain tarve ja keskeinen sisältö.....	70
3.3 Esityksessä huomioon otettavia keskeisiä asiakokonaisuuksia.....	81
3.3.1 Asiakkaana kuluttaja, ammattimainen tai ei-ammattimainen sijoittaja.....	81
3.3.2 Suhteellisuusperiaate.....	83
3.3.3 EBA:n ja ESMA:n lausuntojen, ohjeiden ja suositusten noudattaminen.....	85
3.4 Lakikohtaiset keskeiset ehdotukset.....	88
3.4.1 Yleistä.....	88
3.4.2 Joukkorahoituslaki.....	89
3.4.3 Muut esitykseen sisältyvät lait.....	90
4 ESITYKSEN VAIKUTUKSET.....	90
4.1 Taloudelliset vaikutukset.....	90
4.2 Vaikutukset viranomaisten toimintaan.....	95
4.3 Yhteiskunnalliset vaikutukset, ympäristövaikutukset ja sukupuolivaikutukset.....	96
5 ASIAN VALMISTELU.....	97
5.1 Valmisteluvaiheet.....	97
5.2 Lausunnot ja niiden huomioon ottaminen.....	100
6 RIIPPUVUUS MUISTA ESITYKSISTÄ.....	101
YKSITYISKOHTAISET PERUSTELUT.....	102
1 LAKIEHDOTUSTEN PERUSTELUT.....	102
1.1 Joukkorahoituslaki.....	102
1 luku. Yleiset säännökset.....	102
2 luku. Oikeus välittää joukkorahoitusta.....	108
3 luku. Asiakkaansuoja.....	116
4 luku. Valvonta ja seuraamukset.....	120
5 luku. Erinäiset säännökset.....	124

1.2	Sijoituspalvelulaki.....	128
	1 luku. Yleiset säännökset	128
	2 luku. Oikeus tarjota sijoituspalvelua.....	128
	6 luku. Sijoituspalvelun tarjoamisen taloudelliset toimintaedellytykset ja talouden va- kauden valvonta	130
	10 luku. Menettelytavat asiakassuhteissa	130
	11 luku. Sijoittajien korvausrahoitus.....	130
1.3	Rahankeräyslaki.....	131
1.4	Laki Finanssivalvonnasta.....	131
	1 luku. Yleiset säännökset	131
	4 luku. Hallinnolliset seuraamukset.....	131
	5 luku. Asiakkaansuojan valvonta	131
	6 luku. Ulkomaisten valvottavien ja niiden Suomessa olevien sivuliikkeiden valvonta ja yhteistyö ulkomaan valvontaviranomaisten kanssa	132
1.5	Laki Finanssivalvonnan valvontamaksusta.....	132
1.6	Laki vaihtoehtorahastojen hoitajista	132
	1 luku. Yleiset säännökset	132
	2 luku. Määritelmät.....	132
	5 luku. Rekisteröinti.....	133
	19 luku. ETA-valtiot.....	133
1.7	Sijoitusrahastolaki.....	133
	1 luku. Yleiset säännökset	133
1.8	Laki panttilainauslaitoksista.....	133
1.9	Maksulaitoslaki	133
1.10	Laki rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä	134
2	TARKEMMAT SÄÄNNÖKSET JA MÄÄRÄYKSET	134
2.1	Tarkemmat säännökset.....	134
2.2	Tarkemmat määräykset.....	135
3	VOIMAANTULO.....	135
4	SUHDE PERUSTUSLAKIIN JA SÄÄTÄMISJÄRJESTYS.....	135
	LAKIEHDOTUKSET	140
	Joukkorahoituslaki	140
	Laki sijoituspalvelulain muuttamisesta	148
	Laki rahankeräyslain 2 §:n muuttamisesta.....	151
	Laki Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta	152
	Laki Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain 6 §:n muuttamisesta	153
	Laki vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain muuttamisesta.....	157
	Laki sijoitusrahastolain 3 a §:n muuttamisesta	159
	Laki panttilainauslaitoksista annetun lain 24 §:n muuttamisesta	159
	Laki maksulaitoslain 3 §:n muuttamisesta	160
	Laki rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä annetun lain 2 §:n muuttamisesta	160
	LIITE	162
	RINNAKKAISTEKSTIT	162
	Laki sijoituspalvelulain muuttamisesta	162
	Laki rahankeräyslain 2 §:n muuttamisesta.....	165
	Laki Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta	166
	Laki Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain 6 §:n muuttamisesta	168

Laki vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain muuttamisesta.....	171
Laki sijoitusrahastolain 3 a §:n muuttamisesta	174
Laki panttilainauslaitoksista annetun lain 24 §:n muuttamisesta	175
Laki maksulaitoslain 3 §:n muuttamisesta	175
Laki rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä annetun lain 2 §:n muuttamisesta	176

YLEISPERUSTELUT

1 JOHDANTO

1.1 Yleistä

Joukkorahoitus on tapa kerätä rahoitusta henkilöiden ja organisaatioiden erisisältöisille hankkeille sekä yritysten toimintaan. Rahoitus kerätään usein laajalta joukolta eli yleisöltä, monesti Internetissä toimivien palvelualueiden kautta. Ajatuksena on kerätä suhteellisen pieniä summia suurelta joukolta ihmisiä halutun rahoitusmäärän saavuttamiseksi. Joukkorahoituksessa palvelunvälittäjä tarjoaa usein eräänlaisen teknisen markkinapaikan rahoittajien ja rahoitettavien hankkeiden ja niiden takana olevien tahojen omaehtoiselle toiminnalle. Joukkorahoitukselle ei ole olemassa yhtä yleispätevää vakiintunutta oikeudellista määritelmää sen paremmin kansallisesti kuin EU-tasolla. Termi ”joukkorahoitus” on syntynyt toimialan luomana käsitteenä, ja sillä tarkoitetaan yleensä suurelle yleisölle esitettäviä avoimia pyyntöjä kerätä varoja tiettyyn hankkeeseen tai tietyn yhteisön toimintaan, ja osallistua muutenkin hankkeen tai rahoitusta hakevan yhteisön liiketoiminnan kehittämiseen.

Lakiehdotuksen soveltamisalaan eivät kuulu kaikki markkinoilla nykyisin esiintyvät joukkorahoituksen muodot, vaan ainoastaan rahoitusmarkkinoilla ilmenevät elinkeinotoiminnan rahoituksessa hyödynnetyt toimintamuodot eli laina- ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus, joilla nähdään olevan suurin potentiaali yritysten rahoitusmahdollisuuksien ja taloudellisen toimintaympäristön kehittämisessä ja parantamisessa. Muut joukkorahoituksen toimintamuodot (mukaan lukien kuluttajien välinen vertaislainaus) on rajattu lakiehdotuksen soveltamisalan ulkopuolelle. Viime vuosina erityisesti siemen-, kasvu- ja pienten ja keskisuurten yritysten (jäljempänä *pk-yritykset*) keskuudessa uusi rahoitusmuoto, joukkorahoitus, on saavuttanut kansainvälisesti ja myös Suomessa suurta kiinnostusta täydentävänä tai tietyissä tilanteissa jopa vaihtoehtoisena rahoituskanavana suhteessa yritysten perinteisiin rahoituslähteisiin. Internetin kehittyminen ja saavutettavuuden parantuminen sekä markkinoille tulleiden palvelualueiden nopea lisääntyminen ovat keskeinen selitys joukkorahoituksen ja sen suosion yleistymiselle. Kansallinen laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskeva suppea ja keveä puitelainsäädäntö varmistaa sen, että markkinoilla joukkorahoitusta välittävät yritykset voivat kehittyä ja kilpailla tasavertaisin edellytyksin perinteisten ja vakiintuneiden rahoitusmarkkinatoimijoiden kanssa.

Euroopan komission (jäljempänä *komissio*) 27 päivänä maaliskuuta 2014 julkistamassa tiedonannossa (*Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle – Joukkorahoituksen tarjoamien mahdollisuuksien hyödyntäminen Euroopan unionissa*) KOM(2014) 172 todetaan, että termillä ”joukkorahoitus” tarkoitetaan suhteellisen vakiintuneesti rahoituskanavaa, jota voidaan käyttää monin eri tavoin. Yleisöltä voidaan kerätä vastikkeettomia lahjoituksia tiettyyn hankkeeseen tietyn ajanjakson ajan mainostamalla keräystä Internetin ja sosiaalisen median välityksellä, jolloin on kyse lahjoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta (engl. *donation-based crowdfunding*). Joukkorahoituskampanjoissa voidaan kuitenkin tarjota rahoittajille myös jonkinlaista vastiketta. Tällöin puhutaan hyödyke-, vastike-, palkinto- tai ennakkomyyntimuotoisesta joukkorahoituksesta (engl. *rewards-based or pre-sales crowdfunding*), jossa rahoittajat saavat symbolisen vastikkeen, kuten mahdollisuuden osallistua rahoittamaansa kulttuurikokemukseen tai tuotteen, joka on kehitetty ja valmistettu kerätyillä varoilla. Kaikkia mainittuja joukkorahoitusmuotoja voidaan kutsua myös ”joukkosponsoroinniksi”.

Toisissa joukkorahoituskampanjoissa tarjotaan puolestaan jonkinlaista taloudellista tuottoa. Voitto-osuusjärjestelmissä (engl. *profit-sharing based crowdfunding*) rahoittajille luvataan osa rahoitettavan hankkeen tulevaisuudessa mahdollisesti tuottamista voitoista. Arvopaperi-, osake- tai sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa (engl. *securities-based or equity-based or investment-based crowdfunding*) rahoitusta hakevat yritykset tai muut tahot laskevat rahoittajia varten liikkeeseen osakkeita, velkakirjoja tai muita rahoitusvälineiksi luokiteltavia arvopapereita. Tämä poikkeaa listautumisannista muun muassa siten, että liikkeeseen lasketuilla osakkeilla ei yleensä käydä kauppaa jälkimarkkinoilla eikä niihin liity merkintätakuuta. Voitto-osuus-, osake- ja arvopaperimuotoista joukkorahoitusta voidaan kutsua ”joukkosijoittamiseksi” tai ”sijoitusmuotoiseksi joukkorahoitukseksi”. ”Joukkolainaamisessa”, lainamuotoisessa joukkorahoituksessa, vertaislainaamisessa tai luotonvälityksessä (engl. *crowdlending or peer-to-peer consumer/business lending*) kampanjan järjestäjät, rahoitusta hakevat yritykset tai yksityishenkilöt lainaavat sen sijaan yleisöltä rahaa ja lupaavat maksaa pääoman takaisin tietyillä ehdoilla korkoineen (tai joissakin tapauksissa ilman korkoa). Karkeasti eri joukkorahoitusmuodot voidaan myös jakaa vastikkeettomaan (lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus) ja vastikkeelliseen (kaikki muut joukkorahoitusmuodot) toimintaan.

Joukkorahoitus on yleistynyt nopeasti. Sen voimakkaan kasvun taustalla on nähty osaltaan sekä vuoden 2008 kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden kriisi, joka on johtanut muun muassa luottolaitoksia koskevien vakavaraisuus- ja maksukykyisyysvaatimusten kiristämiseen, että Internetin käytön räjähdysmäinen yleistymisen, joka on mahdollistanut laaja-alaisesti potentiaalisten ja laajojen rahoittajajoukkojen tavoittamisen kustannustehokkaasti. Finanssikriisin jälkeen pankkien vakavaraisuusvaatimusten kiristyminen on osaltaan lisännyt myös Suomessa tarvetta löytää yrityksille uusia rahoituslähteitä, vaikkei pankkien taseen kautta tulevan rahoituksen saanti olekaan toistaiseksi ollut yhtä ongelmallista kuin useissa muissa EU-valtioissa. Rahoituslaitoksia koskevan sääntelyn muutokset voidaan nähdä kasvuyritysten näkökulmasta eräissä tapauksissa rajoittavana tekijänä tehokkaasti toimivalle yritysrahoitukselle. Kasvu- sekä pk-yritysten rahoituksen saannin heikentymisestä on saatu viime aikoina viitteitä eri tilastoista myös Suomessa. Valtiovarainministeriön suorittamissa yritys- ja sijoittajakyselyissä on tullut esille, että yritysrahoituksen niin sanottuja kovenantteja eli erityisehtoja samoin kuin vakuuksia koskevat vaatimukset ovat kiristyneet ja lainojen korkomarginaalit ovat nousseet.

Alhaiset korot heikentävät pankkien liiketoiminnan kannattavuutta ja vähentävät läpinäkyvyyttä todellisesta asiakkaan maksettavaksi tulevasta rahoituksen hinnasta, mikä riippuu kukin asiakkaan taloudellisen tilan ja liiketoiminnan kannattavuuden lisäksi keskeisesti pankkien kulloinkin voimassaolevista varainhankintakustannuksista ja niiden toiminnassaan tavoittelemasta tuotosta ja kannattavuudesta. Pitkään jatkunut heikko ja epävarma taloustilanne on lisännyt pankkien luottotappioiden riskiä ja osittain tätä kautta vähentänyt niiden riskienottohalukkuutta.

Yritys- ja sijoittajakyselyjen perusteella erityisesti kasvuyritykset kohtaavat mikroyritysvaiheessa ja sen jälkeen muita hitaampaa kasvua ja korkeampia kasvun kynnyksiä. Yritysten kasvaessa edelleen niiden käytännön keinovalikoimasta puuttuu useimmiten mahdollisuus saada rahoitusta ja uusia omistajia listautumisen kautta. Vaihtoehtoisten rahoituslähteiden vähäinen tarjonta, osaamisen puute sekä listautumisprosessin kalleus ja siihen liittyvät yritysten ja niiden omistajien kielteiset asenteet hidastavat yritysten kasvupolkua Suomessa. Näin ollen kasvua tavoittelevien yritysten näkökulmasta pankkien taseen kautta tulevaa rahoitusta täydentävien tai sille vaihtoehtoisten rahoitusmahdollisuuksien, erityisesti riski- ja pääomarahoituksen kuten sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen, merkitys on kasvanut. Erityisesti innovatiivisten ja uutta teknologiaa soveltavien yritysten kasvun rahoituksessa joukkorahoituksella saattaa olla kasvava merkitys. Tämä pätee erityisesti silloin, kun yritys pyrkii uusille markkinoille tai kehittämään uusia tuotteita.

Vallitseva markkinatilanne on pakottanut myös sijoittajat etsimään uusia, korkeampaa tuottoa korkeammalla riskillä tarjoavia sijoituslähteitä, joita ei ole ollut saatavilla perinteisistä rahoituslähteistä, kuten pankkien taseen kautta tapahtuvan rahoituksen tai vakiintuneiden pääomamarkkinoiden kautta. Laina- ja sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen sisältyy paljon mahdollisuuksia erilaisia tuotto-riskisuhdetta etsiville sijoittajille. Sijoittajien näkökulmasta joukkorahoitus tarjoaa myös uuden tavan hajauttaa sijoituksiaan ja tavoitella sijoitukselleen markkinoilta keskimääräisesti saatavaa korkeampaa tuottoa korkeammalla riskiprofiililla. Myös Suomen osinkoverotus, missä sijoittaja saa edullisemmin verotettuja osinkoja listaamattomista yrityksistä kuin pörssiyhtiöistä, voi osaltaan lisätä erityisesti sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen houkuttelevuutta sijoittajien näkökulmasta.

1.2 Taloudellinen merkitys

Joukkorahoitus ei ole uusi tapa kerätä rahaa, mutta Internetin yleistynyt käyttö ja laajempi saavutettavuus ovat mahdollistaneet sen hyödyntämisen huomattavasti laajamittaisemmalla tavalla kuin aiemmin. Komission arvion mukaan joukkorahoituksella kerättiin vuoden 2012 aikana Euroopassa yhteensä 735 miljoonaa euroa erilaisiin kohteisiin. Kasvua vuodesta 2011 oli noin 65 prosenttia. Jo tuolloin markkinan koko on ollut lupaava verrattuna kutistuvaan eurooppalaiseen aloittavien yritysten riskipääomamarkkinaan (engl. *venture capital market*), jonka koko vuonna 2012 oli noin 3 miljardia euroa. Toisaalta joukkorahoitus oli tuolloin vielä yritysten rahoitusmuotona vaatimatonta verrattuna esimerkiksi eurooppalaiseen listautumismarkkinaan (engl. *initial public offering (IPO) markets*), jonka arvo vuonna 2012 oli noin 16,5 miljardia euroa. Alan kasvu on kuitenkin nopeutunut entisestään ja eri lähteiden (muun muassa Massolution ja Cambridgen yliopiston vaihtoehtoisen rahoituksen keskus) arvioiden mukaan Euroopan joukkorahoitusmarkkina olisi ollut vuonna 2013 jo noin 1,2 miljardia euroa. Vastaava arvio vuodelta 2014 on noin kolme miljardia euroa, mikä tarkoittaisi 144 prosentin kasvua vuoteen 2013. Markkinoilla olevien arvioiden mukaan Euroopan joukkorahoitusmarkkina olisi kasvanut vuonna 2015 noin kuuteen miljardiin euroon, jolloin vuosittainen kasvuprosentti olisi lähes sata. Komission 30 päivänä syyskuuta 2015 julkaisemassa tiedonannossa (*Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle – Pääomamarkkinaunionin luomista koskeva täytäntöönpanosuunnitelma*) KOM(2015) 468 todetaan, että Euroopan markkinoilla toimisi jo yli 500 joukkorahoitusta eri muodoissaan tarjoavaa tai välittävää palvelualustaa.

Suomen joukkorahoitusmarkkinan arvon kaikkine markkinoilla esiintyvine eri muotoineen on arvioitu olleen vuonna 2013 noin 30,2 miljoonaa euroa. Tästä sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen markkina-arvo on ollut noin 13,7 miljoonaa euroa (yleisöltä yrityksille kerätty osakemuotoinen pääoma), lainamuotoisen noin 16,3 miljoonaa euroa (kuluttajille välitettyjen vertaislainojen määrä noin 14,8 miljoonaa euroa ja yrityksille välitettyjen lainojen pääoma noin 1,5 miljoonaa euroa) ja hyödyke-, vastike- ja/tai palkintomuotoisen noin 227 000 euroa. Vastaava arvio vuoden 2014 joukkorahoitusmarkkinan arvosta on 57,1 miljoonaa euroa, josta sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen markkina-arvo on noin 8,14 miljoonaa euroa (yleisöltä yrityksille kerätty osakemuotoinen pääoma), lainamuotoisen noin 48,6 miljoonaa euroa (kuluttajille välitettyjen vertaislainojen määrä noin 35,27 miljoonaa euroa ja yrityksille välitettyjen lainojen pääoma noin 13,33 miljoonaa euroa) ja hyödyke-, vastike- ja/tai palkintomuotoisen noin 364 000 euroa. Toimialan kasvun on arvioitu edelleen jatkuneen voimakkaana vuonna 2015, joskin pienentyneen huomattavasti verrattaessa kasvulukuihin Euroopan, Yhdysvaltojen, Aasian tai koko maailman tasolla. Yhtenä syynä kasvun hiipumiseen Suomessa voidaan pitää toimialaa koskevaa osittain epäselvää ja sekavaa sääntely-ympäristöä. Markkinoilta kerätyn aineiston perusteella Suomen vuoden 2015 joukkorahoitusmarkkinan arvioidaan olleen kokonaisuudessaan noin 84,4 miljoonaa euroa. Tästä sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen markkina-arvo on noin 15,5 miljoonaa euroa (yleisöltä yrityksille kerätty osakemuotoinen

pääoma) ja lainamuotoisen noin 68,9 miljoonaa euroa (kuluttajille välitetyjen vertaislainojen määrä noin 46,3 miljoonaa euroa ja yrityksille välitetyjen lainojen pääoma noin 22,6 miljoonaa euroa). Hyödyke-, vastike- ja/tai palkintomuotoisen joukkorahoituksen suuruudesta ei ole saatavissa markkinoilta luotettavaa arviota. On syytä huomata, että toiminnassa käytetystä rahoitusvälineestä riippuen osa lainamuotoiseksi joukkorahoitukseksi ryhmitellyistä yrityksille suunnatusta lainojen välitystoiminnasta voitaisiin hyvin sisällyttää sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen piiriin erityisesti, jos lainaustoimintaa on harjoitettu sijoitusinstrumenteilla kuten joukkolainoilla tai hybridi-instrumenteilla. Suomessa joukkorahoituskampanjoiden koko on markkinatoimijoille tehdyn kyselytutkimuksen mukaan vaihdellut pienimillään muutamista tuhansista euroista aina muutamaan miljoonaan euroon riippuen pitkälti käytettävästä joukkorahoitusmuodosta. Kyselytutkimusten perusteella joukkorahoituskampanjoiden koon odotetaan kasvavan tulevaisuudessa.

Lahjoitusmuotoista joukkorahoitusta ei ole sisällytetty edellä mainittuun kokonaislukuun, koska se kuuluu tällä hetkellä rahankeräyslain (255/2006) soveltamisalaan. Sisäministeriön ja Poliisihallituksen mukaan vuonna 2010 myönnettyjen rahankeräyslupien bruttotuotto oli noin 240 miljoonaa euroa. Vastaava luku vuodelta 2011 on 130 miljoonaa euroa. Erot kokonaisbruttotuotoissa vuositasolla voivat olla suuria, koska laajaa rahankeräystoimintaa harjoittavien toimijoiden luvat ovat aiemmin olleet lähes poikkeuksetta kaksivuotisia (nykyään viisivuotisia). Toimijat ovat luultavasti keränneet rahaa tasaisesti koko voimassa olevan lupakauden, mutta keräyksen koko bruttotuotto on kirjattu sille vuodelle, jolloin lupa on myönnetty. On otettava huomioon, että toimiala ei Suomessa ole järjestäytynyt, joten mainittuihin suoraan toimialalta sähköpostitiedusteluihin kerättyihin lukuihin tulee suhtautua tietyllä varauksella. Ne antavat kuitenkin hyvän yleiskuvan toiminnan laajuudesta ja vuosittaisesta kasvusta Suomessa tällä hetkellä.

Taulukko 1. Eri joukkorahoitusmuodoilla kerätyt / välitetyt rahoitusmäärät ja vuosittainen kasvu Suomessa

Eri joukkorahoitusmuodoilla kerätyt / välitetyt rahoitusmäärät ja vuosittainen kasvu Suomessa			
	2013	2014	2015 (arvio)
Lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus	-	-	-
<i>Kasvu edellisvuoteen</i>	-	-	-
Hyödyke-, vastike- tai palkintomuotoinen joukkorahoitus	227 000 EUR	364 000 EUR	-
<i>Kasvu edellisvuoteen</i>	-	60 %	-
Lainamuotoinen joukkorahoitus	16,3 milj. EUR	48,6 milj. EUR	68,9 milj. EUR
<i>Kasvu edellisvuoteen</i>	-	198 %	42 %
Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus	13,7 milj. EUR	8,14 milj. EUR	15,5 milj. EUR
<i>Kasvua edellisvuoteen</i>	-	-41 %	90 %

Lähde: Valtiovarainministeriön kotimaisille markkinatoimijoille elokuussa 2014 ja lokakuussa 2015 sähköpostitse tekemä kyselytutkimus.

Maailmanlaajuisia joukkorahoitusmarkkinoita seuraavan Massolutionin vuoden 2015 kesällä julkaiseman raportin (*2015 CF – The Crowdfunding Industry Report*) mukaan maailmanlaajuisesti vuoden 2012 joukkorahoitusmarkkinan on arvioitu olleen kooltaan noin 2,7 miljardia Yhdysvaltojen dollaria. Vuoden 2013 osalta arvio markkinoiden koosta on noin 6,1 miljardia Yhdysvaltojen dollaria. Vuonna 2014 kasvu on edelleen kiihtynyt ja markkinoiden on arvioitu kasvaneen 16,2 miljardiin Yhdysvaltojen dollariin, jossa olisi kasvua edellisvuoteen noin 167 prosenttia. Markkinoilla olevien arvioiden mukaan joukkorahoitus jatkaa maailmanlaajuisesti vahvaa kasvuaan ja olisi vuonna 2015 noin 34 miljardia Yhdysvaltojen dollaria vuosittaisen kasvun lähennellessä näin 112 prosenttia. Kasvu on siis ollut globaalisti erittäin nopeaa. Maailmanpankki on raportissaan (*Crowdfunding's Potential for the Developing World*) arvioinut, että joukkorahoitusmarkkinan koko vuonna 2025 olisi noin 90–96 miljardia Yhdysvaltojen dollaria. Eräiden arvioiden mukaan joukkorahoitusmarkkina voisi kasvaa maailmanlaajuisesti vuoteen 2025 mennessä jopa 300 miljardiin Yhdysvaltojen dollariin, jos institutionaaliset sijoittajat lähtevät toimintaan laaja-alaisesti mukaan. Toteutuneiden kasvulukujen perusteella arviota voidaan pitää mahdollisena. Maailmanlaajuisesti joukkorahoitusmarkkinoilla on arvioitu toimivan vuoden 2014 lopulla jo noin 1 250 joukkorahoitusta eri muodoissaan tarjoavaa tai välittävää palvelualustaa.

On arvioitu, että vuonna 2013 Yhdysvaltojen joukkorahoitusmarkkina olisi jo yksin saavuttanut 3,8 miljardin Yhdysvaltojen dollarin suuruuden. Vastaava arvio vuodelta 2014 on 9,5 miljardia Yhdysvaltojen dollaria. Markkinoilla olevien arvioiden mukaan Yhdysvaltojen joukkorahoitusmarkkina kasvaisi vuonna 2015 noin 17 miljardiin Yhdysvaltojen dollariin, jolloin vuosittainen kasvu olisi noin 80 prosenttia. Yhdysvalloissa on arvioitu vuoden 2014 lopulla olleen noin 375 joukkorahoitusta eri muodoissaan tarjoavaa tai välittävää palvelualustaa. Yhdysvallat ja Eurooppa ovat tällä hetkellä alan eturintamassa, mutta joukkorahoitus laajenee globaalisti vauhdilla. Viimeisimpien arvioiden mukaan Aasia olisi ohittanut Euroopan markkinoiden koolla mitattuna vuonna 2014. Arvioiden mukaan ala olisi kasvanut Aasiassa vuodesta 2013 vuoteen 2014 jopa 320 prosenttia keräämällä yhteensä noin 3,4 miljardia Yhdysvaltojen dollaria markkinoilta. Markkinoilla olevien arvioiden mukaan Aasian joukkorahoitusmarkkina jatkaa vahvaa kasvuaan ja olisi vuonna 2015 noin 11 miljardia Yhdysvaltojen dollaria vuosittaisen kasvun lähennellessä näin 220 prosenttia. Tämä merkitsisi sitä, että Aasia ohittaisi Euroopan selvästi joukkorahoitusmarkkinoiden koossa mitattuna, mutta pysyisi edelleen suhteellisen selvästi Yhdysvaltojen takana. Aasiassa on arvioitu olleen vuoden 2014 loppuun mennessä noin 170 operatiivista joukkorahoitusta tarjoavaa tai välittävää palvelualustaa. Tällä hetkellä jo noin 160 maahan on arvioiden mukaan syntynyt joukkorahoitusta välittäviä yrityksiä. Uusia toimijoita ilmestyy jatkuvasti eri maissa, joten luku kasvaa tasaisesti koko ajan. Myös Suomessa alan kasvun voidaan arvioida olleen markkinan kokoon nähden suhteellisen nopeaa, vaikka välitetyt rahamäärät ovat vielä maltillisia.

Taulukko 2. Joukkorahoitusmarkkinoilla kerätyt / välitetyt rahoitusmäärät ja vuosittainen kasvu alueittain

Joukkorahoitusmarkkinoilla kerätyt / välitetyt rahoitusmäärät ja vuosittainen kasvu alueittain				
	2012	2013	2014	2015 (arvio)
Suomi	-	30,2 milj. EUR	57,1 milj. EUR	84,4 milj. EUR
<i>Kasvu edellisvuoteen</i>	-	-	89 %	48 %
Eurooppa	735 milj. EUR	1,2 mrd. EUR	3 mrd. EUR	6 mrd. EUR
<i>Kasvu edellisvuoteen</i>	-	63 %	144 %	100 %
Yhdysvallat	1,6 mrd. USD	3,8 mrd. USD	9,5 mrd. USD	17 mrd. USD
<i>Kasvu edellisvuoteen</i>	-	125 %	150 %	80 %
Aasia	33 milj. USD	810 milj. USD	3,4 mrd. USD	11 mrd. USD
<i>Kasvu edellisvuoteen</i>	-	2355 %	320 %	224 %
Maailma	2,7 mrd. USD	6,1 mrd. USD	16,2 mrd. USD	34,4 mrd. USD
<i>Kasvu edellisvuoteen</i>	-	126 %	166 %	112 %
Lähteet: Massolution: 2015CF – The Crowdfunding Industry Report (2015), Cambridge Centre for Alternative Finance, Cambridge University Judge Business School: Moving Mainstream – The European Alternative Finance Benchmarking Report (2015), European Commission: Communication - Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union COM(2014) 172 ja valtiovarainministeriön kotimaisille markkinatoimijoille elokuussa 2014 ja lokakuussa 2015 sähköpostitse tekemä kyselytutkimus.				

Massolutionin raportin mukaan kaikista markkinoilla ilmenevistä joukkorahoitusmuodoista lainamuotoinen joukkorahoitusmarkkina on tällä hetkellä selkeästi suurin. Vuonna 2014 lainamuotoisella joukkorahoituksella on arvioitu kerätyn ja/tai välitetyn noin 11 miljardia Yhdysvaltojen dollaria (kasvu edellisestä vuodesta noin 223 prosenttia). Vastaavasti lahjoitusmuotoisen joukkorahoitusmarkkinan on arvioitu olleen noin kaksi miljardia Yhdysvaltojen dollaria (kasvu edellisestä vuodesta 45 prosenttia), hyödyke- tai palkintomuotoisen noin 1,3 miljardia Yhdysvaltojen dollaria (kasvu edellisestä vuodesta 84 prosenttia) ja sijoitusmuotoisen noin 1,2 miljardia Yhdysvaltojen dollaria (kasvu edellisestä vuodesta 182 prosenttia). Hybridijärjestelyihin ja voitto-osuusmalleihin perustuvat joukkorahoitusmuodot ovat vielä markkinakooltaan suhteellisen pieniä, mutta vastaavasti niiden vuosittainen kasvuvauhti on selkeästi suurinta (noin 332 prosenttia).

Taulukko 3. Eri joukkorahoitusmuodoilla kerätyt / välitetyt rahoitusmäärät ja vuosittainen kasvu maailmanlaajuisesti

Eri joukkorahoitusmuodoilla kerätyt / välitetyt rahoitusmäärät ja vuosittainen kasvu maailmanlaajuisesti				
	2012	2013	2014	2015 (arvio)
Lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus	1 mrd. USD	1,34 mrd. USD	1,94 mrd. USD	2,85 mrd. USD
<i>Kasvu edellisvuoteen</i>	-	34 %	45 %	47 %
Hyödyke-, vastike- tai palkintomuotoinen joukkorahoitus	391 milj. USD	726 milj. USD	1,33 mrd. USD	2,68 mrd. USD
<i>Kasvu edellisvuoteen</i>	-	86 %	84 %	102 %
Lainamuotoinen joukkorahoitus	1,19 mrd. USD	3,44 mrd. USD	11,08 mrd. USD	25,1 mrd. USD
<i>Kasvu edellisvuoteen</i>	-	188 %	223 %	127 %
Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus	118 milj. USD	395 milj. USD	1,11 mrd. USD	2,56 mrd. USD
<i>Kasvua edellisvuoteen</i>	-	235 %	182 %	130 %
Muut joukkorahoitusmuodot (ml. hybridit ja voitto-osuusmallit)	-	176 milj. USD	760 milj. USD	1,2 mrd.. USD
<i>Kasvua edellisvuoteen</i>	-	-	332 %	58 %
Lähde: Massolution: 2015CF – The Crowdfunding Industry Report (2015).				

Joukkorahoitus on nopean yleistymisen seurauksena herättänyt niin maailmanlaajuisesti kuin Euroopassa monia lainsäädännöllisiä kysymyksiä. Keskeisenä ongelmana niin kansallisesti, EU-tasolla kuin maailmanlaajuisesti on, ettei alaa ole erikseen säännelty vaan sitä koskevia tai siihen jollain tavalla liittyviä säännöksiä, jotka eivät ota huomioon toimialan erityispiirteitä, on monissa eri kansallisissa laeissa sekä EU-tason direktiiveissä ja asetuksissa. Tästä johtuu, että joukkorahoituksen erityispiirteet huomioon ottavia kansallisia sääntelyhankkeita on vireillä ja voimaansaatettu sisällöllisesti hyvin eri muodoissa eri maissa. Yhdysvalloissa joukkorahoituksen toimintaedellytysten parantamiseen tähtäävä lainsäädäntöhanke on ollut vireillä vuodesta 2012 lähtien ja on todennäköisesti viimein tulossa kokonaisuudessaan voimaan vuoden 2016 keväällä. Vastaavasti Euroopassa monet EU-valtiot, kuten esimerkiksi Italia, Ranska, Iso-Britannia, Saksa, Espanja, Itävalta ja Portugali, ovat panneet täytäntöön joukkorahoitusta koskevia, toisistaan sisällöltään huomattavasti poikkeavia kansallisia lakeja. Joukkorahoitusta ja sen sääntelytarvetta käsitteleviä selvityksiä on myös parhaillaan tekeillä useissa muissa EU-valtioissa kuten Belgiassa, Alankomaissa ja Liettuassa. Kaikkiaan alan sääntely on eriytyneessä voimakkaasti eri EU-valtioiden kesken, mihin myös komissio on kiinnittänyt

huomiota sisämarkkinoita ja kansallisten joukkorahoitusta tarjoavien tai välittävien palvelu- alustojen kilpailukykyä sekä kansallisten markkinavalvojien toimintaa arvioidessaan. Toistaiseksi komissio ei ole julkistanut täsmällisiä suunnitelmiaan, vaan jatkaa tiedonkeruuta ja joukkorahoituksen kehityspiirteiden selvittämistä osana komission vuoden 2014 heinäkuussa julkistamassa ja vuoden 2015 syyskuussa konkretisoituneessa täytäntöönpanosuunnitelmassa pääomamarkkinaunionin kehittämistä. Komissio on ilmoittanut arvioivansa joukkorahoitusta koskevia kansallisia sääntelykehikoita ja parhaita käytäntöjä ja julkistavansa näiden pohjalta raportin vuoden 2016 toisella neljänneksellä. Raportin ja siitä käytävän keskustelun pohjalta komissio arvioi mahdollisuuksia edistää joukkorahoitustoimialan kehittymistä Euroopan unionissa.

Kansainvälinen arvopaperimarkkinoiden valvojien yhteistyöorganisaatio (*The International Organization of Securities Commissions*, jäljempänä *IOSCO*) on julkaissut maailmanlaajuisen selvityksen joukkorahoituksesta (*Crowdfunding – 2015 Survey Responses Report*) vuoden 2015 joulukuussa. Selvitys perustuu vuoden 2015 aikana järjestettyyn eri valtioiden markkinavalvojille lähetettyyn kyselyyn, johon vastasi markkinavalvoja 23 eri valtiosta. Kyselyyn vastasivat myös keskeiset EU-valtioiden, kuten Saksa, Ranska, Espanja, Iso-Britannia ja Italia, markkinavalvojat. On huomionarvoista, että kyseisissä EU-valtioissa on saatettu voimaan joukkorahoitusta koskevia erillisiä kansallisia sääntelykehikkoja. Vastaavia erillisiä lainsäädäntökehikkojaan olivat saattaneet tai saattamassa voimaan myös Kanada, Japani, Etelä-Korea ja Australia. Koska useimmat joukkorahoitusta koskevat erilliset lainsäädäntökehikot on saatettu voimaan vasta hiljattain, IOSCO ei katso voivansa vielä tässä vaiheessa esittää yhteistä kansainvälistä lähestymistapaa rahoitusmuodon sääntelylle tai valvonalle. IOSCO kuitenkin tuo kuitenkin selvityksessään esiin tiettyjä suosituksia ja näkökulmia, jotka on pyritty ottamaan huomioon myös tässä esityksessä.

2 NYKYTILA

2.1 Voimassa oleva lainsäädäntö

Yleistä

Joukkorahoituksesta ei ole olemassa erillistä kansallista tai EU-tason lainsäädäntöä, vaan sen eri toimintamuotoja koskevia tai niihin jollain tavalla liittyviä säännöksiä on monissa eri kansallisissa laeissa sekä EU-tason direktiiveissä ja asetuksissa, jotka on saatettu voimaan ennen kuin joukkorahoitus nousi laaja-alaiseen julkiseen tietoisuuteen. Ne eivät näin ollen ota millään tasolla huomioon joukkorahoitustoimialaan liittyviä erityispiirteitä eikä niitä voimaan saatettaessa ole otettu huomioon toimialan tehokkaiden toimintaedellytysten asettamia vaatimuksia.

Joukkorahoituksesta voidaan nykyisellään erottaa ainakin seuraavia toisistaan niin toiminnallisesti kuin taloudellisesti eroavia muotoja. Taulukko ei ole tyhjentävä, vaan kuvastaa tällä hetkellä markkinoilla yleisimmin esiintyneitä joukkorahoitusmuotoja. On todennäköistä, että tulevaisuudessa markkinoilla nähdään myös nykyisten rahoitusmuotojen välimuotoja, kuten välirahoituksella eli *mezzanine*-mallilla (esimerkiksi pääoma- tai vaihtovelkakirjalainan tai muun hybridijärjestelyn pohjalta) tai joukkolainamallilla (niin sanotut *minibondit*) toteutettuja joukkorahoitusjärjestelyitä. Myös muualla Euroopassa hyödynnettyjen erilaisten voitto-osuusmallien tulo Suomen markkinoille tulevaisuudessa on todennäköistä. Joukkorahoituksen merkityksen on arvioitu kasvavan lähitulevaisuudessa myös kiinteistöliiketoiminnassa ja uusiutuvaan energiaan liittyvissä hankkeissa. Joukkorahoituksen eri muodoilla on nykyisellään kytkentöjä ja liityntöjä moniin niin Suomessa kuin EU-tasolla voimassa oleviin säädöksiin,

jotka eroavat toisistaan merkittävästi muun muassa soveltamisalansa, sisältönsä ja säännöksiensä valvonnasta vastaavien toimivaltaisten viranomaisten kannalta.

Taulukko 4. Eri joukkorahoitusmuodot, markkinatoimijat ja voimassa oleva sääntelykehikko Suomessa

Eri joukkorahoitusmuodot, markkinatoimijat ja voimassa oleva sääntelykehikko Suomessa					
	Rahoitusmuoto	Palautuksen muoto	Rahoittajan motiivi	Esimerkklisiä toimijoita	Kotimainen lainsäädäntö
Lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus (engl. <i>donation-based crowdfunding</i>)	Lahjoitus	Ei palautusta (toimintavastikkeetonta)	Sosiaalinen, yhteisöllinen	-	Rahankeräyslaki
Hyödyke-, vastike- tai palkintomuotoinen joukkorahoitus (engl. <i>rewards-based or pre-sales crowdfunding</i>)	Lahjoitus, ennakkotilaus, ennakkosto, ennakkositoumus	Hyödyke, palkinto, vastike, palvelu, tuote	Sosiaalinen, mutta myös tietyn konkreettisen vastikkeen saaminen	Mesenaatti.me (FI), Kiririnki (FI), Rapport (FI), PocketVenture Oy (FI), Kickstarter (US)	Kuluttajansuoja- ja kauppalaki (ml. täydentävät säännökset)
Lainamuotoinen joukkorahoitus (engl. <i>peer-to-peer consumer/business lending or crowdlending</i>)	Laina (yksityisille tai yrityksille)	Laina korkoiseen, mutta sosiaalinen lainaus yleensä koroton	Taloudellinen, sosiaalinen	Lainaja.fi (FI), Fixura Ab Oy (FI), Fellow Finance Oy (FI), Fundu Oy (FI), Vauraus Suomi Oy (FI), Trust-Buddy AB (SE), Kiva (US), Lending Club (US)	Rahoitusmarkkina- ja kuluttajansuojalainsäädäntö (mm. AIFML, AML, LLL, SIPAL, MLL)

Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus (engl. <i>profit-sharing based or equity-based or investment-based crowdfunding</i>)	Sijoitus (usein osakkeisiin, joukkolainoihin tai hybridi-instrumentteihin)	Pääoman arvonnousu, jos yritys menestyy ja/tai osinko, mutta yrityksen sosiaalinen tukeminen myös ilman tuotto-odotuksia	Taloudellinen, sosiaalinen	Invesdor Oy (FI), Venture Bonsai (FI), Kansalaisrahoitus Oy (FI), PocketVenture Oy (FI), FundedByMe AB (SE)	Rahoitusmarkkina-lainsäädäntö (mm. AIFML, AML, LLL, SIPAL, MLL)
Lyhenteiden selitykset: AIFML: Laki vaihtoehtorahastojen hoitajista (162/2014), AML: Arvopaperimarkkinalaki (746/2012), LLL: Laki luottolaitostoiminnasta (610/2014), SIPAL: Sijoituspalvelulaki (747/2012) ja MLL: Maksulaitoslaki (297/2010).					

Joukkorahoituksen arviointia vaikeuttaa keskeisesti termin piirissä tapahtuvan toiminnan monimuotoisuus. Yhden määritelmän mukaan joukkorahoitus on tapa tehdä yhteistyötä ja saada huomiota sekä rahoitusta hankkeille, joiden rahoittaminen tapahtuu verkkopohjaisen palvelu-alustan välityksellä keskenään verkostoituvien ihmisten avulla. Perusajatuksena on usein kerätä suhteellisen pieniä summia suurelta joukolta ihmisiä halutun rahoitusmäärän saavuttamiseksi perustuen yleisölle esitettyyn avoimeen osallistumis- ja/tai rahoituspyyntöön. Joukkorahoituksessa palvelunvälittäjä eli palvelualusta tarjoaa näin eräänlaisen teknisen markkinapaikan rahoittajien ja rahoitusta hakevien toimijoiden omaehtoiselle toiminnalle. Rahoitus voi lähtökohtaisesti olla rahankeräyksen luonteista lahjoittamista, velkapohjaista joukkorahoitusta, ennakkomyyntiä tai -tilausta tai erisisältöisten arvopaperien vastaanottamiseen ja välittämiseen tai liikkeeseenlaskuun perustuvaa sijoitustoimintaa. Toiminta kattaa näin laajan joukon erityyppistä yleisön osallistumiseen perustuvaa erilaisten tavoitteiden ohjaamaa toimintaa. Usein joukkorahoitus perustuu jonkinlaiseen rahoitustoimintaan, josta toisaalta vain osaan liittyy tuotto- tai vastikeodotus.

Joukkorahoitus on näin ollen laajana yläkäsitteenä hyvin epämääräinen ja sen piiriin voi kuulua monenlaista toisistaan sisällöllisesti poikkeavaa toimintaa. Toimiala on lisäksi jatkuvassa muutoksessa, kun markkinat kehittävät säännöllisesti uusia liiketoimintamalleja niin Suomessa kuin kansainvälisesti. Suomessa voimassa oleva rahoitusmarkkina- ja muu lainsäädäntö on saatettu voimaan ennen joukkorahoitusilmiön yleistymistä ja näin ollen se ei ota huomioon rahoitusmuotoon ja sen eri toimintamuotoihin liittyviä erityispiirteitä. Voimassa olevaa lainsäädäntöä voidaan kuitenkin soveltaa joukkorahoitukseen ja sen yleisimpiin ilmenemismuotoihin. Tämä vaatii kuitenkin jokaisen markkinoilla toimivan joukkorahoituspalvelu-alustan käyttämän liiketoimintamallin tarkkaa, sekä aikaa että resursseja vievää tapauskohtaista arviointia, jotta voidaan yksilöidä, minkä voimassa olevan lainsäädäntökehikon alaan toiminta kulloinkin kuuluu.

Käytännössä joukkorahoitus voidaan määritelmällisesti jakaa vastikkeettomaan ja vastikkeelliseen joukkorahoitukseen. Tällöin vastikkeettomalla joukkorahoituksella tarkoitetaan lähtökohtaisesti lahjoitusmuotoista toimintaa eli Suomessa käytännössä rahankeräystä, ja vastikkeellisella joukkorahoituksella puolestaan laajaa joukkoa eri toimintamuotoja, joilla voi olla toisistaan huomattavasti poikkeavia erilaisia ilmenemistapoja, kuten esimerkiksi hyödyke-, laina- ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus.

Lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus

Lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus, jossa tiettyyn hankkeeseen tai projektiin rahasuorituksen tekevä taho ei saa mitään konkreettista vastiketta tekemänsä suorituksen vastikkeeksi, vastaa nykymuotoisen rahankeräyslain mukaista rahankeräyksen määritelmää. Rahankeräyksen määritelmä sisältyy rahankeräyslain 3 §:ään, jonka mukaan rahankeräyksellä tarkoitetaan toimintaa, jossa yleisöön vetoamalla kerätään vastikkeetta rahaa. Näin ollen rahankeräyksellä tarkoitetaan vastikkeetonta toimintaa. Ainoan poikkeuksen tästä muodostavat lainkohdan 2 momentissa tarkoitetut keräystunnukset, jollaisen saa antaa vastikkeeksi keräykseen osallistuvalla tiettyjen edellytysten täytyessä. Keräystunnuksen antaminen edellyttää muun muassa sitä, että se annetaan rahankeräykseen osallistujille lahjoitetun summan koosta riippumatta ja että keräystunnukseksi ehdotettu esine voidaan hyväksyä keräystunnukseksi eli sillä ei ole itsenäistä taloudellista vaihdanta-arvoa ja se symboloi keräystä tai keräyksen järjestäjää. Keräystunnuksen käyttö on myös sidottu myönnettyyn rahankeräyslupaan eli sen antaminen on sallittua vain, jos asiasta on määräys myönnettyssä rahankeräyslupassa. Myyntitoiminnan harjoittaminen eli keräystunnuksen myyminen rahankeräyslupan nojalla ei ole sallittua. Lahjoitusmuotoista joukkorahoitusta voidaankin nykymuodossaan kuvata Internetissä toimivan palvelualueen kautta tehtäväksi rahankeräykseksi. Vastaavasti hyödyke-, laina- ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus, joissa tiettyyn hankkeeseen tai projektiin rahasuorituksen tekevä taho saa konkreettisen, taloudellista tai muuta arvoa sisältävän vastikkeen tekemänsä suorituksen johdosta, rajautuvat jo käsitteellisesti rahankeräyslain soveltamisalan ulkopuolelle. Vastikkeellisena varojenkeräämismuotona joukkorahoitus ei siis kuulu rahankeräyslain soveltamisalaan, vaan muun muassa kuluttajansuojaa ja rahoitusmarkkinoita koskevan sääntelyn piiriin.

Rahankeräyslain mukaan rahan lahjoittajana keräykseen osallistujalle saa antaa vastikkeeksi ainoastaan rahankeräyslupan saajan tai keräyksen tunnuksen (keräystunnus), jolla ei ole itsenäistä taloudellista vaihdanta-arvoa. Jos vastikkeeksi tarjotaan mikä tahansa objekti, jolla on itsenäistä taloudellista vaihdanta-arvoa, toiminta ei ole rahankeräystä, vaan lähtökohtaisesti normaalia liiketoimintaa, jossa vaihdanta-arvoinen objekti vaihtaa omistajaa vastiketta eli käytännössä rahaa vastaan. Rajanveto voi kuitenkin käytännössä olla hankalaa, kuten on monessa yhteydessä käynyt ilmi. Muun muassa Senja Larsenin vetämä joukkorahoituskampanja, jonka tavoitteena oli ”*Senja opettaa sinulle ruotsia*” –kirjan tuottaminen ja toimittaminen projektia rahoittaneille yksityishenkilöille, katsottiin tuotteen ennakkomyynnin ja markkinointikampanjan sijaan rahankeräykseksi rahankeräyslain noudattamista valvovan Poliisihallituksen toimesta. Vastaavasti ilmaista Internetissä toimivaa tietosanakirja Wikipedia-sivustoa ylläpitävä yhdysvaltalainen Wikimedia-säätiö joutui Suomessa ongelmiin esitettyään avoimen yleisölle suunnatun lahjoituspyynnön Wikipedian suomenkielisillä Internet-sivuilla, jonka rahankeräyslain mukaisuutta myös selvitettiin Poliisihallituksen toimesta. Myös Radio Helsingin kuulijoilleen suuntaaman toimintansa ylläpitämiseen tähänneen lahjoituskampanjan rahankeräyslaimukaisuus nousi julkisuuteen vuoden 2014 aikana. Vaihdanta-arvo esimerkiksi kasvuyrityksen osakkeelle tai ennakkotilattavalle tavaralle voitaneen tapauskohtaisesti kuitenkin määritellä siten, että ratkaisevaa on osakkeen nimellisarvo ja ennakkotilattavan tavarantoimittajan odotettavissa oleva arvo. Oikeusvarmuuden näkökulmasta itsenäisen taloudellisen vaihdanta-arvon käsitteen mahdollisimman yksiselitteinen määrittely on kuitenkin välttämätöntä, jotta vastikkeeton joukkorahoitus voidaan luotettavasti ja kansalaisten sekä markkinatoimijoiden näkökulmasta ennakoitavasti erottaa vastikkeellisesta joukkorahoituksesta. Tuoreessa vuosikirjaratkaisussaan 12 päivänä tammikuuta 2015 (KHO:2015:4) korkein hallinto-oikeus on linjannut sallitun keräysvastikkeen käsitettä Poliisihallituksen omaksumaa ratkaisukäytäntöä vastaavalla tavalla.

Vaihdanta-arvo voi tietyissä tilanteissa jäädä jossakin määrin sijoituksen tekevän tahon subjektiivisten arvioiden varaan. Sijoituksen tekevän tahon subjektiivisen näkökulman huomioimista voidaankin perustella muun muassa sillä, että nykyään sijoituksen vastikkeeksi yhä

useammin tarjotaan jotakin aineetonta, kuten oikeutta ylimääräisiin sisältöpalveluihin verkkopohjaisissa peleissä tai musiikki- ja videopalveluissa esimerkiksi palvelun paremman tai käyttäjätajavallisemman toiminnan tai käytettävyyden kautta. Tällaisten palveluiden objektiivisen vaihdanta-arvon määrittely on vaikeaa, jollei mahdotonta. Näin ollen tällaisten palveluiden luontevana vaihdanta-arvona voitaneen pitää sitä, mitä kuluttajat ovat niistä valmiita markkinoilla maksamaan. Tämä on käytännössä usein palvelualueen palveluilleen ennakolta määrittämä ja asettama listahinta.

Vaihdanta-arvon nykyistä tarkempi määrittely helpottaa elinkeinotoiminnan rahoituksen ja yleishyödyllisen toiminnan rahoitusmuotona toimivan rahankeräyksen erottamista toisistaan. Näin pystytään myös välttämään vastikkeellisen joukkorahoituksen käyttäminen peiteltyyn rahankeräykseen, mikä menettely voi käytännössä aiheuttaa epäselvyyttä ja tulkinnallisuutta rahankeräystoiminnan arvioinnissa. Peitellyllä rahankeräyksellä tarkoitetaan toimintaa, jossa on tosiasiaa kyse rahankeräyksestä, mutta joka pyritään saamaan näyttämään joltain muulta toiminnalta (esimerkiksi kaupankäynniltä). Tällaisella peitellyllä rahankeräystoiminnalla on kielteinen vaikutus muun muassa yleishyödyllisten yhteisöjen ja säätiöiden toiminnan rahoitukseen ja sitä kautta niiden yhteiskunnallisesti tärkeän toiminnan mahdollistamiseen.

Peitellyn rahankeräystoiminnan mahdollistaminen on myös omiaan hämärtämään rahankeräystoiminnan merkitystä ja luonnetta nimenomaan yleishyödyllisen toiminnan rahoitusmuotona, mikä puolestaan voi aiheuttaa sekaannusta sekä rahankeräyksiä järjestävien yleishyödyllisten yhteisöjen ja säätiöiden että yleisemmin kansalaisten keskuudessa. Toisaalta on huomattava, että myös yleishyödyllistä toimintaa harjoittavat yhteisöt tai säätiöt saattavat harjoittaa elinkeinotoimintaa ja tässä roolissa myös niillä on mahdollisuus käyttää vastikkeellista joukkorahoitusta elinkeinotoimintansa rahoittamiseen. Asian ymmärtämistä vaikeuttaa entisestään se, että yleishyödylliset yhteisöt ja säätiöt voivat käyttää elinkeinotoiminnasta saamaansa tuottoa lähtökohtaisesti vapaasti, haluamallaan tavalla. Tämä tarkoittaa käytännössä usein sitä, että elinkeinotoiminnan tuottoa käytetään yhteisön tai säätiön yleishyödylliseen toimintaan, siis samaan tarkoitukseen, johon rahankeräysvaroja käytetään.

Hyödykemuotoinen joukkorahoitus

Hyödykemuotoinen joukkorahoitus (toisinaan myös palkinto-, ennakko-osto-, ennakkotilaus- tai vastikemuotoinen joukkorahoitus), jossa tiettyyn hankkeeseen tai projektiin rahasuorituksen Internetissä toimivan palvelualueen kautta tekevä taho saa vastikkeeksi esimerkiksi kopion hankkeen lopputuloksena aikaansaadusta hyödykkeestä (esimerkiksi cd-levy tai tietokonepeli) tai oikeuden nauttia projektin lopputuotteena aikaansaadusta palvelusta (esimerkiksi näytelmä), on lähtökohtaisesti kuluttajansuojalain (38/1978) alaista toimintaa silloin, kun hyödykettä tai palvelua markkinoi ja sen tuottaa elinkeinonharjoittaja suhteessa kuluttajaan. Jos kyseisenlaisia toimintaa harjoitetaan yksityisten tai elinkeinonharjoittajien välillä, toiminta on pitkälti sopimusvapauden piirissä, mutta myös kauppalaki (355/1987) voi tietyissä tilanteissa tulla sovellettavaksi tällaiseen toimintaan.

Hyödykemuotoiseen joukkorahoitukseen sisältyy tietynasteinen harmaa alue, jossa joudutaan pohtimaan toiminnan suhdetta peiteltyyn rahankeräykseen. Vastikkeellisen toiminnan tulisi olla aitoa, normaalia kaupankäyntiä, jossa suoritus ja sen vastasuoritus kohtaavat toisensa aidon kaupankäynnin tavoin ajallisesti, määrällisesti ja laadullisesti. Ongelmallisia ja tapauskohtaista harkintaa vaativia tilanteita ovat esimerkiksi ne, joissa rahasuoritusta vastaan annettava vastike on annettuun rahasummaan verrattuna arvoltaan aivan mitätön (suoritukset eivät vastaa arvoltaan toisiaan, jolloin rahan antajakin mieltää helposti antavansa lahjoituksen eikä ostavansa hyödykettä), vastikkeen saaminen ei tosiasiaa edellyttä rahasuoritusta (hankkeen lopputuloksena oleva hyödyke on kaikkien käytettävissä riippumatta siitä, onko osallistunut joukkorahoi-

tuskampanjaan vai ei eli tuote on saatavissa myös vastikkeetta), vastikkeen saa annettavan rahasuorituksen määrästä riippumatta (hyödykkeen arvo ei vastaa annettua rahasuoritusta ainakaan kaikissa tapauksissa, jolloin rahan antaja voi helposti mieltää antavansa lahjoituksen taikka ostavansa hyödykkeen ja antavansa sen lisäksi lahjoituksen) sekä tilanne, jossa rahaa vastaan annettavan vastikkeen valmistuminen on epävarmaa ja tapahtuu joka tapauksessa kaukana tulevaisuudessa (vastikkeen saamisen epävarmuus ja sijoittuminen kaukaiseen tulevaisuuteen saavat rahan antajan mieltämään, että kyseessä on lahjoitus).

Tulkintavaikkeudet koskevat nykyisin varsinkin aineetonta omaisuutta, kuten erilaisia fyysisiä palveluita tai sisältöpalveluita, joita tarjotaan elektronisten tai verkkopohjaisten hyödykkeiden sisällä tai rinnalla. Tällaisten palveluiden objektiivisen vaihdanta-arvon tai vastikkeellisuuden määrittely on vaikeaa, minkä takia painoa onkin annettava rahan antajan subjektiivisille näkemyksille ja yleiskäsitykselle siitä, mitä kuluttajat ovat tarkastelun kohteena olevista palveluista yleisesti ottaen valmiita markkinoilla maksamaan. Näin ollen aitona vastikkeena voitaneen lähtökohtaisesti pitää palvelualueen palveluilleen ennakolta määrittämää ja asettamaa listahintaa, jolleivät tapauskohtaiset olosuhteet anna aihetta arvioida asiaa toisin.

Lainamuotoinen joukkorahoitus

Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa yksityinen henkilö, yritys, muu yhteisö tai elinkeinonharjoittaja hakee korollista tai muutoin vastikkeellista vieraan pääoman ehtoista rahoitusta tietyksi lainaehdoissa tarkemmin sovituksi määräajaksi muilta yksityisiltä henkilöiltä, yrityksiltä, muilta yhteisöiltä tai elinkeinonharjoittajilta yleensä Internetissä toimivan lainamuotoista joukkorahoitusta välittävän palvelualueen kautta. Kyse on pohjimmiltaan luotonvälityksestä riippuen palvelualueen kulloisestakin roolista toteutetussa rahoitusjärjestelyssä.

Lainamuotoisella joukkorahoituksella, jossa yksityiset henkilöt lainaavat määrittämänsä riskiprofiilin mukaisesti varojaan palvelualueen välityksellä toisille yksityisille henkilöille, kutsutaan arkikielessä usein vertaislainaukseksi (engl. *peer-to-peer consumer lending*). Käytännössä kyseinen toiminta perustuu usein siihen, että palvelualueen ylläpitävä palveluntarjoaja välittää rahoitusta lainanantajilta lainanottajille (esimerkiksi vertaislainojen välittäminen). Tällaisella toiminnalla voi liiketoimintamallista riippuen olla liityntöjä kuluttajansuojalain 7 luvun mukaisiin kuluttajaluottoihin, joita koskevia säännöksiä sovelletaan sellaisiin lainoihin, joita elinkeinonharjoittajat myöntävät kuluttajille. Kuluttajaluotosta on kyse silloin, kun elinkeinonharjoittaja katsotaan sopimuksen osapuoleksi ja elinkeinonharjoittaja myöntää kyseisen sopimuksen perusteella luoton kuluttajalle. Näin ollen rahoitusta lainanantajilta lainanottajille välittävän palveluntarjoajan voidaan tietyissä tilanteissa katsoa toimivan luotonvälittämisen sijaan luotonantajana etenkin, jos se kokoaa laajalta sijoittajajoukolta saamansa varat yhdeksi massaksi, jonka se itsenäisesti välittää kunkin yksittäisen lainanantajan määrittämän riskiprofiilin mukaisesti eteenpäin lopullisille lainansaajille.

Asian arviointiin ja kuluttajansuojalain 7 luvun soveltumiseen vaikuttaa kulloinkin käytettävä sopimusrakenne ja muun muassa se, kuka tosiasiallisesti hoitaa normaaliin velanhoitoon liittyviä tehtäviä. Kuluttaja-asiamies on 16 päivänä joulukuuta 2014 julkaistussa uutiskirjeessä (6/2014) olevassa katsauksessaan (*Vertaislainat pikaluottomarkkinoilla*) kertonut tarkastelevansa vertaislainatoimintaa kokonaisarvioinnin pohjalta. Tähän liittyen kuluttaja-asiamies on kiinnittänyt huomiota sekä sopimussuhteen keskeisiin tunnusmerkkeihin että sopimussuhteen luomaan kokonaisvaikutelmaan. Merkittävä seikka arvioinnissa on se, miten velkakirjat on laadittu eli tietävätkö velkoja ja velallinen toisistaan vai ovatko he toisiinsa nähden anonyymeja. Anonyymia sopimussuhdetta voi lähtökohtaisesti pitää hyvin hankalana asetelmana, koska osapuolten on käytännössä mahdotonta tietää, keneen heidän tulisi kohdistaa sopimukseen liittyvät vaatimuksensa. Sopimussuhteen osapuolet jäävät näin ollen käytännössä toisilleen tun-

temattomiksi. Esimerkiksi velallinen – vertaislainan ottaja – ei pysty varmistumaan siitä, kuka on tosiasiallisesti vastapuolena. Suomalaisessa oikeusjärjestyksessä on perinteisesti katsottu, ettei anonyymisopimus ole lähtökohtaisesti velkasuhteessa mahdollinen. Kuluttaja-asiamies on kannanotossaan korostanut kiinnittävänsä arvioinnissaan huomiota myös sopimussuhteen oikeuksien ja velvollisuuksien jakautumiseen sekä määräysvallan käyttämiseen sopimussuhteessa. Jos palvelualustalle on käytännössä jätetty kaikki määräysvalta sijoittajalle (velkojalle) normaalisti kuuluvista oikeuksista ja velvollisuuksista solmituissa sopimussuhteissa (oikeudet päättää muun muassa luoton myöntämisestä ja lopullisesta luotonsaajasta, hallinnoida velkasopimusta, valvoa sen noudattamista sekä hoitaa viime kädessä vielä perintään liittyvät toimet), sitä on pidettävä luotonvälittäjän sijaan tosiasiallisesti luotonantajana ja järjestelyn sopimussopimuksen osapuolena. Suomen oikeusjärjestyksessä vakiintuneen periaatteen mukaan merkitystä ei ole sillä, miksi järjestelyä kulloinkin nimitetään, vaan ratkaisevaa on järjestelyn tosiasiallinen sisältö ja luonne. Lisäksi on otettava huomioon, että kuluttajansuojalain 7 luvun säännökset ovat kuluttajan suojaksi pakottavaa oikeutta. Kuluttaja-asiamies on 6 päivänä lokakuuta 2014 esittänyt Vertaislaina Oy:lle sitoumuspyynnön (KKV/2409/14.08.01.05/2014) edellä mainituin perustein. Vastaavankaltaiseen arvioon on päätynyt myös Rovaniemen hovioikeus 12 päivänä marraskuuta 2014 numerolla 514 (dnro S14/804) antamassaan ruotsalaista TrustBuddy AB:ta koskevassa tuomiossa. Tuomio on lainvoimainen, sillä TrustBuddy AB on korkeimman oikeuden myöntettyä sille valitusluvan, peruuttanut valituksensa, jonka perusteella asian käsittely korkeimmassa oikeudessa on rauennut. Korkeimman oikeuden Euroopan unionin tuomioistuimelle tekemä ennakkoratkaisupyyntö raukesi samalla. Myös Etelä-Suomen aluehallintovirasto on ryhtynyt samoin perustein toimenpiteisiin ja on Fixura Ab Oy:lle 7 päivänä huhtikuuta 2015 antamassaan päätöksessä (ESAVI/390/05.11.09/2015) todennut yhtiön harjoittavan luotonvälitystoiminnan sijaan luotonantotoimintaa ja kieltänyt toiminnan jatkamisen 10 000 euron uhkasakon nojalla, jollei yhtiö rekisteröidy aluehallintoviraston ylläpitämään luotonantajarekisteriin. Päätöksestä on valitettu Vaasan hallinto-oikeuteen.

Vastaavasti tilanteet, joissa yksityishenkilöt tai vastaavasti yritykset, muut yhteisöt tai elinkeinonharjoittajat antavat luottoa lainamuotoista joukkorahoitusta välittävän palvelualustan kautta yrityksille, muille yhteisöille tai elinkeinonharjoittajille, jäävät kuluttajansuojalain 7 luvun soveltamisalan ulkopuolelle ja muistuttavat nykymuotoista luotto- ja/tai sijoitustoimintaa (engl. *peer-to-peer business lending*). Näin ollen toiminta sijoittuu kuluttajansuojalain sijaan rahoitusmarkkinasääntelyn piiriin. Laissa luottolaitostoiminnasta (610/2014) luottolaitostoiminnalla tarkoitetaan liiketoimintaa, jossa yleisöltä vastaanotetaan takaisinmaksettavia varoja sekä tarjotaan omaan lukuun luottoja tai muuta rahoitusta. Edellä mainitun kaltaisissa tapauksissa palvelualustan toiminta tuskin täyttää luottolaitostoiminnalle asetettuja edellytyksiä pääasiassa sen takia, että toiminta pyritään usein räätälöimään niin, ettei palvelualusta vastaanota yleisöltä takaisinmaksettavia varoja. Lisäksi kyseisenlainen liiketoiminta näyttäisi muutenkin jäävän laajalti nykyisin voimassa olevan rahoitusmarkkinasääntelyn soveltamisalan harmaalle alueelle ja pääosin sen ulkopuolelle.

Tällainen toiminta ei ole kuluttajalta toiselle kuluttajalle tapahtuvaa varojen lainaamista, vaan muissa henkilösuhteissa, kuten kuluttajalta yritykselle ja yritykseltä yritykselle tapahtuvaa luotonanto- ja/tai sijoitustoimintaa. Rajanveto kuluttajansuojalakiin tapahtuu siten kahdessa suhteessa; yhtäältä kuluttajille suunnattu lainananto (niin sanottu vertaislainaus) on yksinomaan kuluttajansuojalain 7 luvun soveltamisalan piirissä ja toisaalta lainamuotoisessa joukkorahoituksessa sijoittajana ja velkojana voi olla myös kuluttaja. Joukkorahoituslakia sovelletaan tilanteissa, joissa kuluttajat ja muut sijoittajat lainaavat rahaa yrityksille joukkorahoitusta välittävän palveluntarjoajan myötävaikutuksella. Joukkorahoituksen välittäjä kerää toiminnassaan rahaa sijoittajilta ja sen jälkeen välittää rahat eteenpäin velallisille eli joukkorahoituksen saajille. Käytännössä varoja sijoittavalla taholla ei ole mahdollisuutta vaikuttaa saatavaan liittyvi-

en asioiden hoitoon (riskiprofiilin määrittelyä lukuun ottamatta) eivätkä sijoittaja ja velallinen eli joukkorahoituksen saaja ole yhteydessä toisiinsa. Sijoittajien toiminta vastaa näin ollen perinteistä sijoitustoimintaa verrattuna vertaislainaukseen, koska sijoittajien ainoa velvollisuus on rahan siirtäminen joukkorahoituksen välittäjälle edelleen lainattavaksi määrittämänsä riskiprofiilin tai sijoituskohteen mukaisesti.

Finanssivalvonta on 26 päivänä kesäkuuta 2014 julkaisemassaan tiedotteessa (9/2014 – *Vain osa joukkorahoituksen muodoista tällä hetkellä säänneltyä ja siten valvonnan piirissä*) todennut, että lainamuotoinen joukkorahoitus (erityisesti vertaislainojen välittäminen) ei nykyisin Suomessa esiintyvässä muodossaan lähtökohtaisesti vaadi toimilupaa eikä kuulu Finanssivalvonnan valvontaan. Jos palveluntarjoaja kuitenkin ottaa vastaan luottolaitostoiminnasta annetun lain mukaisia takaisinmaksettavia varoja ja antaa näistä varoista lainoitusta tai muuta rahoitusta toimijan omaan lukuun, toiminta edellyttää Finanssivalvonnan myöntämää luottolaitoksen toimilupaa ja on Finanssivalvonnan valvonnassa.

Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus

Sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa rahoitusta hakeva yritys laskee sijoittajia varten liikkeeseen osakkeita, velkakirjoja tai muita rahoitusvälineitä (mukaan lukien hybridi-instrumentit) usein Internetissä toimivan palveluntarjoajan ylläpitämän palvelualustan välityksellä ja antaa vastaavasti yleisölle mahdollisuuden merkitä tai ostaa näitä arvopapereita palvelualustan toiminnallisuuksia hyödyntäen. Toiminta poikkeaa normaalista listautumisannista muun muassa siten, että liikkeeseen lasketuilla osakkeilla ei yleensä käydä kauppaa jälkimarkkinoilla eikä niihin liity merkintätakuuta. Käytännössä sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa sijoituspäätöksen tekevä yksityinen henkilö, yritys, muu yhteisö tai elinkeinonharjoittaja tekee oman tai vieraan pääoman ehtoisen sijoituksen rahoitusta hakevaan yritykseen. Tämä tapahtuu usein niin, että sijoituksen tekevä taho tekee arvopaperimarkkinalain mukaista arvopaperia koskevassa merkintä-, sijoitus- tai niihin rinnastuvassa sopimuksessa määritellyn suuruisen sijoituksen hankkiakseen omistus-, velka- tai muun osuuden rahoitusta hakevasta yrityksestä tai muusta yhteisöstä Internetissä toimivan palvelualustan kautta. Suurimmassa osassa tapauksista sijoituksen kohteena oleva yritys tai muu yhteisö tuottaa itsenäisesti toimintaansa ja sijoitusta kuvaavan markkinointiaineiston, joka on saatavilla palvelualustan kautta alustalle rekisteröityneille sijoittajille.

Suomessa voimassa olevan kotimaisen sijoittajansuojaa ja väärinkäytösten estämistä koskevan lainsäädännön toimivuutta sekä vastaavan EU-sääntelyn soveltuvuutta sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen on arvioitu laajasti muun muassa valtiovarainministeriön ja Finanssivalvonnan toimesta. Sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen mahdollisesti soveltuvaan säädöshikkoon kuuluvat liiketoimintamallista riippuen ainakin (i) laki vaihtoehtorahastojen hoitajista, (ii) arvopaperimarkkinalaki, (iii) laki luottolaitostoiminnasta, (iv) sijoituspalvelulaki ja (v) maksulaitoslaki.

Keskeistä soveltuvan lainsäädäntökehikon arvioinnissa on kiinnittää huomiota sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittävän palvelualustan rooliin ja tehtäviin rahoitusjärjestelyn kokonaisuudessa. Huomioon on otettava muun muassa se, mitä toimenpiteitä palvelualusta itse tekee eli myykö tai markkinoiko se itsenäisesti yksityisille henkilöille, yrityksille tai muille yhteisöille sijoituksen tekemistä rahoitusta hakevaan yritykseen vai tekeekö kyseiset toimenpiteet rahoitusta hakeva yritys itse hyödyntäen palvelualustan tarjoamia toiminnallisuuksia.

Erityisesti sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen lainsäädännöllistä arviointia vaikeuttaa sen monimuotoisuus. Sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa liiketoimintamallit ja järjestelyissä käytettävien rahoitusvälineiden muoto saattavat poiketa toisistaan huomattavasti, millä on eri-

tyisesti rahoitusmarkkinasääntelyn tapauskohtaisen soveltuvuuden kannalta suuri merkitys. Finanssivalvonta on ennen kesäkuussa 2014 julkaistua tiedotettaan (9/2014 – *Vain osa joukkorahoituksen muodoista tällä hetkellä säänneltyä ja siten valvonnan piirissä*) todennut kiinnittävänsä huomiota sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittäviä palvelualustoja ja näiden toimintaa arvioidessaan ennen kaikkea palveluntarjoajan asemaan rahoitusjärjestelyn kokonaisuudessa. Finanssivalvonnan tuolloin voimassa olleen tulkinnan mukaan sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittäminen ei ole sijoituspalvelulain mukaista toimintaa, jos palveluntarjoaja ei toimi rahoitusta hakevan yrityksen edustajana, vaan ainoastaan tarjoaa palvelualustansa kautta paikan, jossa yritykset selkeästi toimivat itsenäisesti hyödyntäen palvelualustan toiminnallisuuksia. Edellytyksenä on myös, että palvelualusta toimii selkeästi omana yrityksenään ja keskittyy ainoastaan palvelualustaan liittyvien toiminnallisuuksien ylläpitoon, kehittämiseen ja markkinointiin. Finanssivalvonta on todennut, että tämän kaltaisessa järjestelyssä palveluntarjoaja antaa rahoitusta hakevalle yritykselle mahdollisuuden hakea rahaa sijoittajilta palvelualustan ja sen tarjoamien toiminnallisuuksien kautta palvelualustaa koskevien sopimusehtojen mukaisesti, mutta palvelualusta ei itse aktiivisesti osallistu rahoituskierron järjestämiseen.

Finanssivalvonta on kesäkuussa 2014 julkaistussa tiedotteessaan arvioinut yksityiskohtaisesti sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen suhdetta voimassa olevaan rahoitusmarkkinasääntelyyn ja todennut, että sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa tulee ottaa huomioon toiminnan mahdollinen luvanvaraisuus ja muu sijoitustoimintaa koskeva sääntely, kuten esimerkiksi velvollisuus laatia arvopaperimarkkinalain mukainen esite ja arvopapereiden tarjoamiseen liittyvät muut tiedonantovelvollisuudet.

Finanssivalvonnan mukaan sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on toimiluvanvaraista sijoituspalvelua ja vaatii palveluntarjoajalta sijoituspalvelulain mukaisen toimiluvan, jos palveluun liittyvä sijoituskohde on sijoituspalvelulain 1 luvun 10 §:n mukainen rahoitusväline (esimerkiksi osake, joukkovelkakirjalaina tai muu arvopaperimarkkinalain mukainen arvopaperi) ja jos palvelua tarjoava toimija tarjoaa sijoituspalvelulain 1 luvun 11 §:ssä määriteltyä sijoituspalvelua.

Rahoitusvälineeltä edellytetään lähtökohtaisesti siirtokelpoisuutta. Lähtökohtana myös Suomen laissa on, että rahoitusväline tai arvopaperi on siirto- ja luovutuskelpoinen. Suomessa on kuitenkin perinteisesti katsottu, että muun muassa lain tai erillisen sopimuksen tai sopimusmääräyksen perusteella luovutusrajoituksen kohteena olevat arvopaperit, kuten usein esimerkiksi velkakirjalain (622/1947) 3 luvussa tarkoitettut tavalliset velkakirjat tai laissa avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä (389/1988) tarkoitettut kommandiittiyhtiön äänettömän yhtiömiehen yhtiöosuudet, eivät ole siirtokelpoisia eivätkä näin ollen myöskään sijoituspalvelulain 1 luvun 10 §:n mukaisia rahoitusvälineitä. On myös mahdollista, että osapuolet sitoutuvat ennakkollisesti olemaan luovuttamatta tai siirtämättä sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen kohteena olevaa rahoitusvälinettä kolmannelle esimerkiksi merkintä-, sijoitus- tai niihin rinnastuvassa sopimuksessa. Kyse on varallisuus oikeudellisista oikeustoimista annetun lain (228/1929) 1 §:n 1 momentin mukaisesta sopimusmekanismista, mikä on pätevästi osapuolten käytettävissä siihen liittyvine oikeusvaikutuksineen.

Lain mukaista toimiluvanvaraista sijoituspalvelua on rahoitusvälineisiin liittyvä toimeksiantojen vastaanottaminen ja edelleen välittäminen (sijoituspalvelulain 1 luvun 11 §:n 1 momentin 1 kohta). Tätä toimeksiantojen välittämistä on Finanssivalvonnan mukaan muun muassa palvelu, jonka tarkoituksena on saattaa rahoitusvälineeseen liittyvän liiketoimen osapuolia yhteen siten, että näiden välillä on mahdollista toteuttaa liiketoimi. Toimeksiantojen välittämistä on siten myös merkintäpaikkana toimiminen (emissionmyynti), jossa palveluntarjoaja ottaa esimerkiksi osakeannin yhteydessä vastaan merkintöjä yleisöltä ja välittää ne eteenpäin osakean-

nin järjestäjälle. Jos palveluntarjoaja toteuttaa toimeksiannon asiakkaan lukuun, toiminta on sijoituspalvelulain 1 luvun 11 §:n 1 momentin 2 kohdan mukaista toimiluvanvaraista toimeksiantojen toteuttamista.

Finanssivalvonnan mukaan sijoituspalvelulain 1 luvun 11 §:n 1 momentin 5 kohdan mukainen sijoitusneuvonnan toimilupa tarvitaan, jos sijoittajalle annetaan yksilöllisiä sijoittajan tarpeisiin soveltuvia suosituksia (neuvontaa) tiettyyn rahoitusvälineeseen liittyväksi liiketoimeksi, kuten tällaisen rahoitusvälineen ostamiseksi tai myymiseksi. Vastaavasti toiminta, jossa palveluntarjoaja tarjoaa rahoitusvälineen liikkeeseenlaskijalle palvelua sijoittajien hankkimiseksi, on sijoituspalvelulain mukaista toimiluvanvaraista liikkeeseenlaskun järjestämistä siinä merkityksessä, että tilanteessa palveluntarjoajan voidaan tietyin edellytyksin katsoa harjoittavan rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskun tai myynnin järjestämistä ilman merkintä- tai ostositoumuksen antamista (sijoituspalvelulain 1 luvun 11 §:n 1 momentin 7 kohta). Sijoituspalvelujen tarjoamisen toimiluvanvaraisuuden kannalta ei ole merkitystä sillä, onko kohteena oleva rahoitusväline listattu tai kaupankäynnin kohteena julkisella markkinapaikalla.

Finanssivalvonta on kiinnittänyt tiedotteessaan huomiota myös muihin rahoitusmarkkinasääntelyyn kuuluviin lakeihin, jotka tietyissä tilanteissa voivat soveltua sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen liiketoimintamallista riippuen. Arvopaperimarkkinalain esitteen julkaisemista koskevat säännökset tulevat sovellettavaksi, kun tarjotaan yleisölle arvopapereita, esimerkiksi osakkeita tai joukkovelkakirjoja, jolloin syntyy lähtökohtaisesti velvollisuus julkaista Finanssivalvonnan hyväksymä esite (arvopaperimarkkinalain 3—5 luvut). Ilman esitteen julkistamista on mahdollista tarjota yleisölle osakkeita esimerkiksi silloin, kun tarjous on alle 2,5 miljoonaa euroa tarjousta seuraavan 12 kuukauden aikana ja sijoittajille annetaan riittävät tiedot seiakoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan osakkeen arvoon. Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan arvioitaessa annettavien tietojen riittävyttä tilanteessa, jossa esitettä ei tarvitse julkaista, tiedonantovelvollisuuden taso suhteutetaan kohderyhmän sijoituskokemukseen, sijoittajien tietämykseen kyseisistä arvopapereista tai liikkeeseenlaskijoista sekä muihin mahdollisiin tarjoukseen liittyviin erityispiirteisiin. Annettavien tietojen laajuus lähenee kansallisen esitteen sisältövaatimuksia silloin, kun tietojen suppeampaa tasoa ei voida perustella kohderyhmän sijoituskokemuksella, tietämyksellä tai muilla erityisillä syillä (*Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet 6/2013*). Lisäksi Finanssivalvonta on kiinnittänyt huomiota siihen, että rahoitusmarkkinasääntelyn velvollisuuksien soveltumisesta riippumatta arvopaperimarkkinalain 1 luvun 3 §:n mukaan arvopapereiden ja muiden rahoitusvälineiden markkinoinnissa ei saa antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja.

Finanssivalvonnan mukaan myös vaihtoehtorahastojen hoitajista annettu laki voi joukkorahoituksen toimintamallista riippuen tulla sovellettavaksi ja toiminta saattaa näin ollen olla mainitun lain 3 luvun 1 §:n mukaista toimiluvanvaraista vaihtoehtorahastojen hoitamista. Joukkorahoitukseen saattaa lisäksi liittyä sellaista maksupalvelua, jonka tarjoaminen edellyttää maksulaitoslain 6 §:n tai 7 §:n ja/tai 7a §:n mukaista Finanssivalvonnan myöntämää toimilupaa tai rekisteröintiä. Finanssivalvonta valvoo maksupalvelulain (290/2010) soveltamisalaan kuuluvaa maksupalveluiden tarjoamista.

Finanssivalvonnan kesäkuussa 2014 julkaiseman tiedotteen jälkeinen tulkintakäytäntö on johdantanut siihen, että sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittävä palveluntarjoaja on käytännössä kategorisesti katsottu sijoituspalvelulain mukaiseksi toimiluvan tarvitseväksi sijoituspalveluyritykseksi ennen kaikkea liikkeeseenlaskun järjestämisen ja tietyissä tilanteissa myös toimeksiantojen vastaanottamisen ja välittämisen, toimeksiantojen toteuttamisen sekä sijoitusneuvonnan tarjoamisen perusteella. Lisäedellytyksenä luonnollisesti on, että palveluntarjoajan välittämässä ja/tai tarjoamissa rahoituskierroksissa käytetään sijoituspalvelulain mukaisia arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja siirtokelpoisia rahoitusvälineitä.

2.2 Kansainvälinen kehitys ja ulkomainen lainsäädäntö

2.2.1 Yleistä

Joukkorahoitus ei ole rahoitusmuotona uusi ilmiö. Samankaltaista toimintatapaa on hyödynnetty sijoituksiin liittyvien riskien hallinnassa jo ennen Internet-aikaa muun muassa merenkulussa, liittyen niin laivojen rakenteisiin kuin luonnonolosuhteisiin, kuten merenkäyntiin ja karikkoihin. Yksi vanhimpia riskienhallintatapoja ovat kauppiaiden ja varustamojen takuusopimukset, joissa on perinteisesti sovittu, että lastin menetyksen yhteydessä kaikki maksavat siitä osan tai jos lasti saadaan perille, niin sopimusosapuolet eli takaajat saavat oman suhteellisen osuutensa näin määrättyvästä voitosta. Kyseisellä toimintatavalla on saatu hankittua tarvittava rahoitus korkeariskisen hankkeen läpiviemiseen ja samassa yhteydessä on myös onnistuneesti hajautettu kyseiseen hankkeeseen liittyvää riskiä usean osapuolen kesken.

Yksi ensimmäisistä nykymuotoista joukkorahoituskampanjaa muistuttavista hankkeista toteutettiin Yhdysvalloissa vuonna 1885, kun Vapaudenpatsaan pystyttämistä New Yorkin edustalle Liberty Islandille koskeva projekti oli ajautunut pahoihin rahoitusvaikeuksiin. Muiden keinojen osoittautuessa tehottomiksi Joseph Pulitzer päätti aloittaa varainkeruukampanjan Vapaudenpatsaan jalustan pystyttämisen rahoittamiseksi omassa sanomalehdessään *The New York World*issa. Vastikkeeksi lahjoituksesta hän lupasi julkaista kaikkien lahjoittajien nimet lehdessään lahjoitetun summan suuruudesta riippumatta. Noin viidessä kuukaudessa yli 160 000 lahjoittajaa oli lahjoittanut tarvittavan yli 100 000 Yhdysvaltojen dollaria jalustan pystyttämiseksi. Suurin osa lahjoituksista oli määrältään hyvin pieniä – muutamista senteistä yhteen dollariin.

Joukkorahoitus alkoi yleistyä nykymuodossaan 2000-luvun alkupuolella. Rahoitusmuodon laaja-alaisemman hyödyntämisen ja leviämisen mahdollisti ennen kaikkea Internetin saavutettavuuden yleistymisen maailmanlaajuisesti niin yritystoiminnassa kuin kotitalouksissa, joka mahdollisti kustannustehokkaasti laajan ihmisjoukon tavoittamisen samanaikaisesti. ArtistShare oli yksi ensimmäisistä nykymuotoisista joukkorahoituspalveluista, kun se julkistettiin Yhdysvalloissa vuonna 2003. Kyseisen Internetissä toimivan palvelualueen kautta artisteilla oli, ja on edelleen, mahdollisuus hakea rahoitusta levytyskustannustensa kattamiseen laajalta yleisöltä, kuten muun muassa omilta kannattajiltaan. Sijoituksen tehnyt kannattaja saa suorituksensa vastikkeena esimerkiksi oikeuden ladata artistin levyn sen valmistuttua. ArtistShare-palvelualueen menestys on houkutelut alalle myös muita toimijoita, joista kenties tunnetuimmat ja menestyneimmät ovat hyödykemuotoista joukkorahoitusalueita ylläpitävät yhdysvaltalaiset Indiegogo vuodesta 2008 asti ja Kickstarter vuodesta 2009 asti.

Yritysten kasvun rahoituksessa joukkorahoituksen katsotaan yleensä sopivan siemen- ja kasvuvaiheessa olevien sekä erityisesti pienten yritysten alkuvaiheen rahoitukseen. Kerättävä rahoitus on usein pienimuotoista, kooltaan muutamasta kymmenestä tuhannesta eurosta muutama miljoonaan euroon. Joukkorahoitus nähdään tyypillisesti suuririskisenä väli-rahoituksen sekä vieraan tai oman pääoman ehtoisen rahoituksen muotona.

2.2.2 Yhdysvaltalainen kehitys

Yhdysvalloissa presidentti Barack Obaman 5 päivänä huhtikuuta 2012 allekirjoittama ja kongressin hyväksymä lakiesitys (engl. *The Jumpstart of Our Business Startups Act*, jäljempänä *JOBS Act*) on muodollisesti ja lainsäädännöllisesti tehnyt joukkorahoituksesta hyväksyttävän liiketoimintamuodon ja nostanut sen myös laajasti kansakunnan tietoisuuteen. *JOBS Act*in III kappale (*Crowdfunding*) sisältää keskeiset sisällölliset vaatimukset sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen harjoittamiselle Yhdysvalloissa ja sitä onkin kutsuttu liittovaltiotason joukkora-

hoituspoikkeukseksi (engl. *crowdfunding exemption*) voimassa olevasta Yhdysvaltojen liittovaltion arvopaperimarkkinasääntelystä (engl. *federal securities laws*), joka lähtökohtaisesti edellyttää jokaisen liikkeeseenlaskun tai annin rekisteröintiä Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinavalvojalle (engl. *the US Securities and Exchange Commission*, jäljempänä *SEC*) ja noudattamaan laissa määriteltyjä menettelytapa- ja tiedonantosaännöksiä. JOBS Actin mukaiset rahoitusvälineitä koskevat, laajalle yleisölle suunnatut varsinaiset joukkorahoitusaloitusten kautta toteutetut arvopaperitarjoukset ja -annit eivät voi alkaa ennen kuin SEC on hyväksynyt säännöt tällaisille liikkeeseenlaskuille ja vastaavasti itsenäinen, alan toimijoista koostuva rahoitusmarkkinoiden itsesääntelyelin (engl. *the Financial Industry Regulatory Authority*, jäljempänä *FINRA*) on laatinut ja hyväksynyt erityiset joukkorahoitusta välittävälle palvelualueille suunnatut ja näiden toimintaa ohjaavat säännöt. SEC ja FINRA ovat kumpikin julkaisseet alustavat sääntönsä 23 päivänä lokakuuta 2013. SEC on hyväksynyt omat sääntönsä pienin muutoksin 30 päivänä lokakuuta 2015. Hyväksytyt säännöt tulevat voimaan 180 päivän kuluttua siitä, kun ne on julkaistu liittovaltion rekisterissä (engl. *Federal Register*). Alustavan tiedon perusteella sääntöjen voimaantulon odotetaan tapahtuvan vuoden 2016 toukokuun alussa. Myös FINRA:n sääntöjen hyväksyntä on vireillä SEC:ssä ja niiden odotetaan vastaavasti tulevan voimaan vuoden 2016 alkuun mennessä. Sääntöjen voimaantulon jälkeen sijoitusmuotoinen joukkorahoitus voi hyödyntää JOBS Actin III kappaletta täysimääräisesti mahdollistaen tavallisten kansalaisten eli lähinnä ei-ammattimaisten sijoittajien (engl. *non-accredited investors*) suoran osallistumisen *start up*- ja muiden listaamattomien yhtiöiden rahoittamiseen. Joukkorahoitusta koskevien sääntöjen hyväksymisen yhteydessä SEC ehdotti muutoksia myös Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinalakiin (engl. *the Securities Act*) tavoitteena muun muassa edistää joukkorahoituksen sekä arvopapereiden tarjoamisen toimivuutta osavaltioiden ja alueiden sisällä. Näistä muutoksista SEC aloittaa julkisen 60 päivän kommentointikierron alkaen muutosten julkaisemisesta liittovaltion rekisterissä.

JOBS Actin II kappale (*Access to Capital for Job Creators*) kevensi Yhdysvalloissa jo vuodesta 1933 voimassa ollut historiallinen kielto avoimesti markkinoida suunnattuja arvopaperitarjouksia (engl. *private placements*) muille kuin ammattimaisille sijoittajille tietyiltä osiltaan. Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinalain säännökseen D (engl. *Regulation D*) otettu sääntö 506(c) (engl. *Rule 506(c)*) mahdollistaa 23 päivän suyskuuta 2013 jälkeen merkintätarjousten tekemisen Internetin tai muun laaja-alaisen jakeluverkoston kautta, mikäli arvopapereiden myyminen on rajattu ammattimaisiin sijoittajiin, jotka todistettavasti täyttävät heille lainsäädännössä asetetut nettotulo- tai nettovarallisuusvaatimukset. Useimmiten tällaiset arvopaperitarjoukset ja liikkeeseenlaskut toteutetaan meklareiden (engl. *broker-dealer*) välityksellä. Toisinaan kyseisenlaisia arvopaperitarjouksia ja liikkeeseenlaskuja toteutetaan epäsuorasti pääomasijoitus- tai *venture capital* -rahastojen perustamien erityisyhtiöiden (engl. *Special Purpose Vehicle*, jäljempänä *SPV*) kautta joko yksittäisinä tai yhdistettyinä (poolattuina) liikkeeseenlaskuina.

Koska JOBS Actin III kappaleen täytäntöönpano ei ole edennyt toivotulla tavalla, monet pk-yritykset ovat hyödyntäneet säännökseen D tuomia mahdollisuuksia pääomien hankkimiseen. Jobs Actin III kappaleen voimaantulon viivästyminen on osaltaan johtanut myös siihen, että monissa osavaltioissa on saatettu voimaan omia, osavaltion sisäisiä, sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen mahdollistavia lainsäädäntöpoikkeuksia. Kyseiset säännökset edellyttävät, että sekä liikkeeseenlaskijan että kaikkien sijoittajien kotipaikan on oltava kyseisessä osavaltiossa. Rahoitusta hakeva yritys voi laskea liikkeeseen enintään miljoonan Yhdysvaltojen dollarin edestä arvopapereita kunkin 12 kuukauden ajanjakson aikana, minkä lisäksi anti on usein rekisteröitävä SEC:lle. Lisäksi osavaltiot haluavat usein tutustua tarjousasiakirjoihin ennen kuin antiprosessin voi varsinaisesti aloittaa. Vuoden 2014 loppuun mennessä arviolta 13 osavaltiota on saattanut voimaan omat osavaltion sisäiset sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen laajalaisemman käytön mahdollistamiseen tähtäävät säännöksensä. SEC:n Yhdysvaltojen arvopa-

perimarkkinalakiin 30 päivänä lokakuuta 2015 esittämät muutokset kohdistuvat säännöksen D sääntöihin 147 ja 504. Muutoksilla annettaisiin rahoitusta hakeville yrityksille mahdollisuus tehdä osavaltion sisäinen liikkeeseenlasku nykyistä helpommin ilman, että ne samalla joutuvat rekisteröimään annin myös liittovaltion tasolla SEC:lle. Osavaltioiden sisäisiä (engl. *intrastate*) liikkeeseenlaskuja pyritään helpottamaan ja niille asetettuja edellytyksiä keventämään myös muilla tavoin. Lisäksi rahoitusta hakevan yrityksen liikkeeseen laskemien arvopapereiden enimmäisrajaa kunkin 12 kuukauden ajanjakson aikana esitetään nostettavaksi viiteen miljoonaan Yhdysvaltojen dollariin.

JOBS Actin III kappale edellyttää, että sijoitusmuotoisen joukkorahoitusannin tekee SEC:lle rekisteröitynyt (engl. *SEC-registered intermediary*) ja tietyissä tilanteissa myös FINRA:n jäseneksi liittynyt välittäjä, joka voi olla palvelualusta (engl. *portal intermediary*) tai meklari (engl. *broker-dealer*). Lomakkeet, joilla joukkorahoitusta välittävät palvelualustat voivat rekisteröityä SEC:lle, avautuvat SEC:n Internet-sivuilla 29 päivänä tammikuuta 2016. JOBS Actin III kappaleessa on asetettu palvelualustojen toiminnalle huomattavasti enemmän rajoitteita kuin meklareiden toiminnalle. Palvelualustojen ei muun muassa sallita vastaanottaa tai pitää hallussaan sijoittajien varoja tai arvopapereita. Palvelualustoilta on myös kielletty sijoitusneuvojen ja -suositusten antaminen sijoittajille (meklarit voivat antaa sijoitussuosituksia). Palvelualustat eivät voi myöskään käyttää omia työntekijöitään tai ulkopuolisia markkinoimaan tai myymään niiden Internet-sivuilla rahoitusta hakevien yritysten arvopapereita tai ylipäätään maksamaan onnistuneen annin järjestämisestä.

Erityisesti JOBS Actin III ja osin II kappale edellyttävät välittäjien (joko palvelualustan tai meklarin) ryhtyvän moniin toimenpiteisiin sijoittajien suojaamiseksi erityisesti, koska ne antavat rahoitusta hakeville yrityksille mahdollisuuden järjestää julkinen joukkorahoitusanti, jonka kohteena on myös muita kuin ammattimaisia sijoittajia. Tällaisia edellytyksiä ovat muun muassa varmistuminen siitä, että sijoittaja ymmärtää sijoittamiseen liittyvät riskit muun muassa täyttämällä asiaa koskevan kyselyn palvelualustan Internet-sivuilla, ja petosriskin minimointi muun muassa arvioimalla rahoitusta hakevan yrityksen taustalla olevien keskeisten henkilöiden, kuten johdon ja hallituksen jäsenten ammattitaitoa ja osaamista. Sijoittajille on myös annettava koulutusmateriaalia, tietoa sijoituskohteena olevasta yrityksestä sekä tarjolla olevista arvopapereista ja niihin liittyvistä riskeistä. Lisäksi sijoittajille on annettava mahdollisuus peruuttaa heidän tekemänsä sijoitussitoumukset niin kauan kuin sijoituskierros on vielä käynnissä. Välittäjän on myös pyrittävä kohtuullisella tavalla varmistamaan, että sijoittaja noudattaa tälle säännöissä asetettuja sijoitusrajoja.

Sääntöjen mukaan myös joukkorahoituksella rahoitusta hakevan yrityksen edellytetään antavan SEC:lle tietyt tiedot sekä jakavan ne vastaavasti myös välittäjälle sekä sijoittajille. Tällaisia tietoja ovat muun muassa kuvaus yrityksen liiketoiminnasta ja joukkorahoituksella kerättyjen varojen käyttötarkoituksesta, tiedot yrityksen taloudellisesta tilanteesta (tilinpäätös ja muu olennainen aineisto), tiedot yrityksen johdosta ja yrityksessä määräävässä asemassa olevista henkilöistä sekä joukkorahoitusannin keskeisistä ehdoista (annin suuruus ja kesto sekä annin kohteena olevien arvopapereiden hinta ja sen muodostuminen). Yrityksellä on velvollisuus pitää kyseiset tiedot ajan tasalla ja ilmoittaa tiedoissa tapahtuneista olennaisista muutoksista. Joukkorahoituspoikkeuksella rahoitusta hakevien yritysten on laadittava muun muassa edellä mainituista seikoista ja niiden toteutumisesta SEC:lle vuosittainen raportti, joka on toimitettava myös sijoittajille.

Sääntöjen mukaan on varmistettava, etteivät sijoittajat voi sijoittaa enempää kuin asiaa koskevissa toimintaohjeissa on säädetty. Rahoitusta JOBS Actin mahdollistamilla tavoilla hakeva yritys ei saa ylittää miljoonan Yhdysvaltojen dollarin liikkeeseenlaskun rajaa kunkin 12 kuukauden ajanjakson aikana. Sijoittajia koskevissa toimintaohjeissa säädetään sijoittajia koske-

vana kelpoisuustestinä (engl. *suitability test*) vuosittaisista sijoitusrajoista, joiden mukaan sijoittaja, jonka vuosittainen ansiotulo tai nettovarallisuus on alle 100 000 Yhdysvaltojen dollaria, voi sijoittaa enintään 2 000 Yhdysvaltojen dollaria tai 5 prosenttia vuosittaisista ansiotuloistaan tai nettovarallisuudestaan kunkin 12 kuukauden ajanjakson aikana. Jos sijoittajan vuosittainen ansiotulo on enemmän kuin 100 000 Yhdysvaltojen dollaria, tämä voi sijoittaa enintään 10 prosenttia vuosittaisista ansiotuloistaan tai nettovarallisuudestaan. Sijoittaja ei voi kuitenkaan vuositasona missään tilanteessa sijoittaa enempää kuin 100 000 Yhdysvaltojen dollaria joukkorahoituspohjaisiin julkisiin anteihin kunkin 12 kuukauden ajanjakson aikana. Sijoittajien edellytetään myös pidättäytyvän osakkeiden luovuttamisesta toteutunutta joukkorahoitusta seuraavan vuoden aikana.

Sääntöjen mukaan tietyt yritykset eivät voi hyödyntää joukkorahoituspoikkeusta oman rahoituksensa hankkimisessa. Tällaisia yrityksiä ovat: (i) Yhdysvaltojen ulkopuoliset yritykset, (ii) yritykset, jotka jo raportoivat SEC:lle, (iii) tietyt sijoitusyhtiöt, (iv) yritykset, jotka on säännöissä muuten määritelty kelpaamattomiksi joukkorahoituksen hyödyntämiseen, (v) yritykset, jotka eivät ole noudattaneet säännöissä määriteltyjä vuosittaisia raportointivelvollisuuksia, (vi) yritykset, joilla ei ole selvää ja yksityiskohtaista liiketoimintasuunnitelmaa ja (vii) yritykset, jotka ovat ilmoittaneet, että niiden liiketoimintasuunnitelma on hankkia tai sulautua määrittelemättömään yhtiöön.

JOBS Actin IV kappale (*Small Company Capital Formation*), johon yleisesti ottaen viitataan säännöksenä A+ (engl. *Regulation A+*), julkaistiin liittovaltion rekisterissä 20 päivänä huhtikuuta 2015. Kappale säännöksineen tuli voimaan 19 päivänä kesäkuuta 2015. Kyseisten säännösten nojalla yhtiöt voivat tarjota ja myydä osakkeita suoraan yleisölle enintään 50 miljoonan Yhdysvaltojen dollarin edestä minkä tahansa 12 kuukauden ajanjaksona edellyttäen, että ne täyttävät tietyt laissa säädetyt kelpoisuus-, tiedonanto- ja raportointivaatimukset. Säännös A+ auttaa erityisesti pk-yrityksiä niiden rahoituksen hankkimisessa, kun ne voivat tietyin edellytyksin kääntyä ammattimaisten sijoittajien sijaan suoraan piensijoittajien puoleen ilman hallinnollisesti raskasta prssilistautumista.

JOBS Act ei sääntele lainamuotoista joukkorahoitusta, vaan kyseinen toiminta Yhdysvalloissa perustuu liittovaltion arvopaperimarkkinalainsäädännön asettamiin rekisteröitymisvaatimuksiin ja osavaltioiden toimilupa- ja luotonantosääntelyyn.

SEC tulee arvioimaan JOBS Actin ja erityisesti sen III kappaleen (*Crowdfunding*) vaikutuksia pääomanmuodostukseen ja sijoittajansuojaan sekä JOBS Actille asetettuihin tavoitteisiin kolmen vuoden kuluessa joukkorahoitussääntelyn voimaantulosta. Arviosta tullaan julkaisemaan julkinen raportti.

On arvioitu, että vuonna 2013 Yhdysvaltojen sijoitusmuotoinen joukkorahoitus olisi jo yksin saavuttanut kolmen miljardin Yhdysvaltojen dollarin suuruuden. Vastaava arvio vuodelta 2014 on 9,5 miljardia Yhdysvaltojen dollaria ja vuodelta 2015 17 miljardia Yhdysvaltojen dollaria.

2.2.3 Eurooppalainen kehitys

Yleistä

Joukkorahoitus on yleistynyt myös Euroopassa nopeasti vuoden 2010 jälkeen ja monia eri liiketoimintamalleilla toimivia yrityksiä on tullut markkinoille eri puolilla maanosaa. Joukkorahoituksen näkökulmasta johtavana eurooppalaisena maana voidaan tällä hetkellä pitää Iso-Britanniaa, jossa toiminta on saanut vankan jalansijan ja ala kasvaa toimintamuodosta riippuen

sadasta jopa tuhanteen prosenttiin vuositasolla. Myös Ranskassa joukkorahoitus on yleistynyt sängen vauhdikkaasti ja sen toimintaedellytyksiä pyritään viranomaistoimin aktiivisesti parantamaan ja edistämään. Myös monet muut EU-valtiot ovat vähintään selvittäneet joukkorahoituksen tämänhetkistä asemaa voimassa olevassa kansallisessa ja EU:n lainsäädäntökehikossa. Koska EU-tason rahoitusmarkkinasääntely on pitkälti saatettu voimaan minimiharmonisointia edellyttävien direktiivien, on tämä jättänyt sängen laajan kansallisen harkintavallan EU-valtioille, mikä puolestaan on johtanut siihen, että eri EU-valtiot soveltavat ja tulkitsevat voimassa olevaa joukkorahoituksen eri muotoja koskevaa EU-lainsäädäntöä toisistaan hyvin poikkeavasti.

Komission 9 päivänä huhtikuuta 2013 antamalla vihreällä kirjalla (*Vihreä kirja Euroopan talouden pitkäaikainen rahoitus*) KOM(2013) 150 käynnistettiin laaja keskustelu eri tekijöistä, joiden avulla Euroopan talous voi kanavoida rahoitusta talouskasvun varmistamisen edellyttämiin pitkäaikaisiin investointeihin ja ottaa huomioon erityisesti kasvu- ja pk-yritysten rahoitustarpeet (E 82/2013 vp). Komission 27 päivänä maaliskuuta 2014 antamassa seurantatiedonannossa (*Komission tiedonanto neuvostolle ja Euroopan parlamentille Euroopan talouden pitkäaikaisesta rahoituksesta*) KOM(2014) 168 esitetään joitakin painopistealoja, joilla komissio aikoo tehdä aloitteita, joiden tavoitteena on auttaa pk-yrityksiä hankkimaan rahoitusta. Joukkorahoitus muodostaa tästä oman erillisen hankkeensa, mutta on kokonaisuutena tarkastellen osa tätä laajaa työsuunnitelmaa (E 71/2014 vp). Kyseisen seurantatiedonannon yhteydessä komissio julkisti edellä mainitun tiedonannon KOM(2014) 172 joukkorahoituksen tarjotamien mahdollisuuksien hyödyntämisestä EU:ssa ottaen huomioon muun muassa kasvu- ja pk-yritysten rahoitustarpeet rahoitusmarkkinoiden kriisin jälkeisissä oloissa (E 58/2014 vp). Tiedonanto perustui osaksi komission 3 päivänä lokakuuta – 31 päivänä joulukuuta 2013 välisenä aikana järjestämään joukkorahoitusta koskeneeseen julkiseen kuulemismenettelyyn, johon komissio sai yhteensä 893 vastausta.

Komissio hyödynsi tiedonantonsa valmistelussa myös Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (engl. *The European Securities and Markets Authority*, jäljempänä *ESMA*) ja Euroopan pankkiviranomaisen (engl. *The European Banking Authority*, jäljempänä *EBA*) vuonna 2013 EU-valtioiden markkinavalvojilta keräämiä tietoja voimassa olevien kansallisten sääntelykehikkojen soveltumisesta joukkorahoitukseen. Tiedonannon valmisteluun on vaikuttanut myös komission 3 päivänä kesäkuuta 2013 järjestämä joukkorahoitusta koskeva työpaja (*Workshop - Crowdfunding: Untapping its potential, reducing the risks*), jonka yhteydessä se kuuli laajasti kansallisia viranomaisia, markkinaosapuolia ja etujärjestöjä, joista erityisesti Euroopan joukkorahoitusverkoston (engl. *European Crowdfunding Network*) rooli on ollut myös tiedonannon jatkovalmistelussa keskeinen. Euroopan joukkorahoitusverkosto on aktiivisesti pyrkinyt lisäämään niin viranomaisten, yleisön kuin rahoitusta hakevien yritysten tietoa joukkorahoituksesta julkaisemalla muun muassa joukkorahoitusta käsitteleviä lainsäädäntövertailuja ja –katsauksia (*Review of Crowdfunding Regulation – Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel 2014*). Yleisesti ottaen voidaan todeta, että komission tiedonanto oli sisällöltään kokonaisuutena varsin yleisluonteinen eikä sisältänyt konkreettisia lainsäädäntöehdotuksia.

Tiedonannossaan komissio ilmoitti toteuttavansa vuoden 2014 aikana tutkimuksen, jolla se pyrkii saamaan paremman käsityksen siitä, miten joukkorahoitus sopii rahoitusmarkkinoiden laajempaan ekosysteemiin ja mikä joukkorahoitusmuoto soveltuu parhaiten mihinkin hankkeeseen. Tukeakseen joukkorahoitusta koskevien toimintalinjojen kehittämistä komissio ilmoitti lisäksi perustavansa eurooppalaisen sidosryhmäfoorumia (engl. *The European Crowdfunding Stakeholder Forum*, jäljempänä *ECSF*) asianomaisten sidosryhmien yhdistysten ja kansallisten viranomaisten korkean tason edustajien asiantuntijaryhmäksi. ECSF:n tehtävänä on muun muassa avustaa komissiota joukkorahoituksen osalta, lisätä tietoisuutta ja auttaa le-

vittämään joukkorahoitukseen liittyviä parhaita käytäntöjä. ECSF perustettiin 25 päivänä kesäkuuta 2014 ja sen ensimmäinen kokous järjestettiin 25 päivänä syyskuuta 2014. Toinen kokous oli 3 päivänä marraskuuta 2014, kolmas 4 päivänä maaliskuuta 2015 ja neljäs 17 päivänä helmikuuta 2016. Kokouksissa on toistaiseksi enimmäkseen keskitytty keskustelemaan joukkorahoituksesta sangen yleisellä tasolla muun muassa riski- ja potentiaalinäkökulmasta. Vasta vuoden 2016 aikana eri valtioiden toisistaan huomattavasti eroaviin sääntelyratkaisuihin ja joukkorahoitusmarkkinan hajaantumiseen EU-tasolla on alettu yksityiskohtaisesti kiinnittää huomiota. Suomen virallinen edustaja ja jäsen ECSF:n toiminnassa on valtiovarainministeriö.

Tiedonannossaan komissio totesi, että joukkorahoitukseen voidaan soveltaa voimassa olevaa EU:n lainsäädäntöä sen mukaan, mitä liiketoimintamallia toiminnassa kulloinkin tosiasiallisesti käytetään. Esimerkiksi menestyksekkäästi rahoitettaviin hankkeisiin rahaa keräävät alustat voivat harjoittaa sähköistä kaupankäyntiä ja kuulua siten sähköistä kaupankäyntiä koskevan direktiivin (2000/31/EY) soveltamisalaan. Harhaanjohtavasta ja vertailevasta mainonnasta annetulla direktiivillä (2006/114/EY) toteutetaan markkinointikäytäntöjen vähimmäistason yhdenmukaistaminen yritysten välisissä liiketoimissa. Kuluttajia suojellaan harhaanjohtavilta ja aggressiivisilta joukkorahoituskäytännöiltä sopimattomia kaupallisia menettelyjä koskevalla direktiivillä (2005/29/EY), jossa kielletään tietyt markkinointikäytännöt. Jos joukkorahoitusalan toimijoiden käyttämät vakioehdot ja -edellytykset sisältävät kohtuuttomia lausekkeita, ne eivät kuluttajasopimusten kohtuuttomista ehdoista annetun direktiivin (93/13/ETY) mukaan sido toimintaan osallistuvia kuluttajia. Joukkorahoitukseen sovelletaan myös EU:n valtiointuki- ja kilpailusääntöjä. Asiaankuuluvaan EU:n sääntelykehikseen sisältyvät myös esitteitä, maksupalveluja, rahoitusvälineiden markkinoita, luottolaitosten vakavaraisuutta, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia, kulutusluottoja ja rahoituspalvelujen etämyyntiä koskevat direktiivit sekä vakavaraisuutta, eurooppalaisia riskipääomarahastoja ja eurooppalaisia yhteiskunnalliseen yrittäjyyteen erikoistuneita rahastoja koskevat asetukset.

Laina- ja sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen liittyviä huolenaiheita on useissa EU-valtioissa (esimerkiksi Alankomaat, Tanska ja Belgia) pyritty käsittelemään toistaiseksi pitkälti ohjeistuksella. Toisissa EU-valtioissa (Italia, Iso-Britannia, Ranska, Espanja, Saksa, Itävalta ja viimeisimpänä Portugali) on toteutettu sääntelytoimia tämän uuden rahoitusmuodon toiminnan helpottamiseksi ja sen kasvun edistämiseksi, mutta samalla on pyritty myös suojelemaan sijoittajia asianmukaisesti. Baltian maissa (Viro, Latvia ja Liettua), Ruotsissa, Alankomaissa sekä Belgiassa on aloitettu ja osin saatu valmiiksi joukkorahoitusmarkkinoita ja niiden mahdollista sääntelyä koskevien viranomaisvelvoitteiden laatiminen. Liian hankalat ja ennenaikaiset sääntelytoimet voivat vaikeuttaa joukkorahoituksen kehitystä, mutta liian löyhät käytännöt voivat myös aiheuttaa sijoittajille tappioita ja tarpeetonta hankaluutta sekä heikentää kuluttajien luottamusta ja uskoa joukkorahoitukseen yhtenä varteenotettavana sijoituskohteena ja rahoituksen muotona. Tältä osin on pohdittava, onko nykyisessä kansallisessa tai EU:n lainsäädännössä otettu joukkorahoituksen tarpeet asianmukaisesti huomioon vai ovatko jotkin säännöt turhan hankalia joukkorahoituksen yhteydessä ja pitäisikö niitä mukauttaa käyttäjien tarpeisiin, jotta joukkorahoituksen tarjoamat mahdollisuudet voitaisiin täysimääräisesti hyödyntää erityisesti pk-yritysten näkökulmasta. Lainsäädäntöaloitteita tehneet ja toteuttaneet EU-valtiot ovat toistaiseksi ehdottaneet erilaisia ja toisistaan poikkeavia ratkaisuja edellä mainittuihin ongelmiin. Tämä voi luoda oikeudellista epävarmuutta siitä, mitä sääntöjä sovelletaan mihinkin rahoitusmuotoon, huolimatta viimeaikaisista EU-tason aloitteista, joiden tarkoituksena on kerätä oikeudellista kehitystä koskevia tietoja. Komission järjestämä julkinen kuuleminen on vahvistanut sen, miten tärkeää oikeudellinen selkeys on kaikille sidosryhmille. Epävarmuutta aiheuttaa myös se, että kansallisten sääntelykehysten erilaiset lähestymistavat voivat pirstoa sisämarkkinoita rajoittamalla joukkorahoituspalvelujen tarjoamista EU-valtioiden välillä ja näin heikentää rajat ylittävää ulottuvuutta ja tätä kautta vaikeuttaa joukkorahoituksen kasvua Euroopassa.

Komissio on ilmoittanut osana pääomamarkkinaunionin täytäntöönpanosuunnitelmaa arvioivansa joukkorahoitusta koskevia kansallisia sääntelykehikoita ja parhaita käytäntöjä ja julkistavansa niiden pohjalta raportin vuoden 2016 toisella neljänneksellä. Raportin ja siitä käytävän keskustelun pohjalta komissio arvioi mahdollisuuksia edistää joukkorahoitustoi- mialan kehittymistä Euroopan unionissa.

Komission arvopaperikomitea sekä ESMA:n ja EBA:n selvitykset

Komissio järjesti EU-valtioiden kansallisten asiantuntijoiden joukkorahoitusta koskevan ta- paamisen 18 päivänä joulukuuta 2014 Euroopan arvopaperikomitean (engl. *European Securi- ties Committee*) asiantuntijaryhmän kokouksen yhteydessä. Kokouksessa kansalliset asiantun- tijat esittelivät omia kansallisia sääntely- tai voimassa olevaa lainsäädäntöä koskevia tulkinta- ja soveltamisratkaisujaan sekä tulevia toimenpiteitä joukkorahoituksen sääntelemiseksi. Komissio kiinnitti huomiota EU-valtioiden kansallisten viranomaisten valitsemien lähestymis- tapojen keskinäiseen erilaisuuteen. Kansallisten joukkorahoitusta koskevien lainsäädäntörat- kaisujen nähtiin hajauttavan EU-tason markkinoita entisestään, minkä katsottiin perustelevan keskitetyn eurooppalaisen ratkaisun luomisen tarvetta lähitulevaisuudessa. EU-valtioiden asi- antuntijat olivat tapaamisessa erimielisiä keskitetyn ratkaisun tuomista eduista ja ylipäättään tällaisen lähestymistavan tarpeesta. Komissio totesi palaavansa asiaan selvitettyään ensin kat- tavasti eri EU-valtioiden valitsemia lainsäädäntöratkaisuja ja kartoitettuaan markkinoiden toi- mintaa yleisesti EU:n alueella.

Tapaamisessa ESMA kertoi hallintoneuvostonsa hyväksyneen sijoitusmuotoista joukkorahoit- tusta koskevan neuvon ja selvityksen 17 päivänä joulukuuta 2014 järjestetyssä kokouksessaan. ESMA:n näkemyksen mukaan kaikista olemassa olevista sääntelykehikoista Euroopan parla- mentin ja neuvoston direktiivi 2004/39/EY rahoitusvälineiden markkinoista sekä neuvoston direktiivien 85/611/ETY ja 93/6/ETY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2000/12/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivin 93/22/ETY kumoamisesta eli ensimmäi- nen rahoitusvälineiden markkinat -direktiivi (engl. *Markets in Financial Instruments Directi- ve*, 2004/39/EY, jäljempänä MIFID I) on toimivien, mutta ei ainoa mahdollinen lainsäädäntö- kehikko sijoitusmuotoiselle joukkorahoitukselle. ESMA totesi oman tulkintansa olevan, että sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on Euroopassa nyky muodossaan korostetusti rahoitusväli- neitä koskevien toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä. ESMA kiinnitti huomiota erityisesti siihen, että MIFID I tarjoaa mahdollisuuden rajat ylittävään toimintaan niin sanotun yhden toimiluvan periaatteen mukaisesti, minkä perusteella yhdessä Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa (jäljempänä *ETA-valtio*) toimiluvan saanut luottolaitos, rahastoyhtiö, si- joituspalveluyritys tai vakuutusyhtiö voi harjoittaa toimilupansa mukaista toimintaa kaikissa ETA-valtioissa joko perustamalla sivuliikkeen tai tarjoamalla palveluita rajan yli erillisen il- moitusmenettelyn (notifikaatio) puitteissa (jäljempänä *europassi*). Europassi antaa mahdolli- suuden laajentaa sijoitusmuotoinen joukkorahoitus rajat ylittäväksi EU-tason toiminnaksi pel- kän kansallisen toiminnan sijaan. Toisaalta ESMA myös korosti, että nykyisessä EU-tason lainsäädännössä on monia aukkoja eikä se ota joukkorahoituksen erityispiirteitä riittävästi huomioon. ESMA:n sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskeva lausunto ESMA/2014/1378 (engl. *Opinion. Investment-based crowdfunding*) ja neuvo ESMA/2014/1560 (engl. *Advice. Investment-based crowdfunding*), joiden pohjalta ESMA:n edustaja esityksensä piti, julkaistiin kokouksen kanssa samana päivänä ESMA:n Internet-sivuilla.

Samassa yhteydessä myös EBA:n edustaja kertoi EBA:n lainamuotoista joukkorahoitusta kos- keneesta selvityksestä, jonka valmistelu oli kokouksen aikaan kuitenkin kesken. Myös EBA ilmoitti pyrkivänsä kartoittamaan voimassa olevan EU-lainsäädännön soveltuvuutta lainamuo- toiseen joukkorahoitukseen sekä eri jäsenmaissa esiintyneisiin toisistaan poikkeaviin liiketoi- mintamalleihin. EBA arvioi kokouksessa, että sen selvitys valmistuu vuoden 2015 alkupuolel-

la ja että se tulee muistuttamaan muodoltaan ja sisällöltään pitkälti ESMA:n vastaavaa selvityskokonaisuutta keskittyen kuitenkin korostuneesti lainamuotoiseen joukkorahoitukseen.

Komissio järjesti EU-valtioiden kansallisten asiantuntijoiden joukkorahoitusta koskevan jatkokokouksen 10 päivänä helmikuuta 2016 Euroopan arvopaperikomitean asiantuntijaryhmän yhteydessä. Kokouksessa käsiteltiin eri EU-valtioiden tekemiä tai suunnitelmassa olevia joukkorahoitusta koskevia lainsäädäntöratkaisuja sekä joukkorahoituksen rajat ylittävän ulottuvuuden merkitystä ja toimivuutta EU-valtioiden välillä.

Iso-Britannia

Iso-Britanniassa sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on pitkälti MIFID I:n mukaista säänneltyä toimintaa (engl. *Regulation under the Financial Services and Markets Act 2000*). Iso-Britanniassa MIFID I:n 3 artikla, joka sisältää valinnaiset poikkeukset direktiivin soveltamisalaan, on saatettu voimaan MIFID I:n täytäntöönpanon yhteydessä. Myös Iso-Britanniassa toimiluvan hakeminen kansalliselta markkinavalvojalta (engl. *Financial Conduct Authority*, jäljempänä *FCA*) on kallis ja pitkäkestoinen prosessi, joka käytännössä velvoittaa palvelualustat noudattamaan monia FCA:n asettamia liiketoiminnan järjestämisvelvollisuuksia. Monet palvelualustat toimivat toimiluvallisten yhtiöiden nimettyinä edustajina, jolloin ne hyötyvät näille myönnettyistä lakisääteisistä toimiluvista mutta ovat sidottuja sopimusperusteisesti ainoastaan tiettyihin FCA:n sääntöihin. Myös Iso-Britanniassa tiedostetaan, että vaihtoehtoisesti moni muu lainsäädäntökehikko voi tulla sovellettavaksi sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen riippuen siitä, miten toiminta on järjestetty ja liiketoimintamalli käytännössä toteutettu. Iso-Britanniassa vaaditaan MIFID I:n soveltuvuustestin (engl. *appropriateness test*) noudattamista myös tilanteissa, joissa MIFID I ei suoraan sovellu palvelualustan toimintaan. Palvelualustan tehtävänä on varmistaa, että sijoitettavasta kohteesta annetaan riittävät tiedot yleisölle (velvollisuus ei siis ole sijoituksen kohteena olevalla yhtiöllä).

Lainamuotoista (ml. vertaislainat) joukkorahoitusta koskeva erillissääntely on saatettu Iso-Britanniassa voimaan 1 päivänä huhtikuuta 2014. Laki lisäsi säänneltyjen toimintojen listalle ”*lainaamiseen liittyvän sähköisen palvelualustan toiminnanharjoittamisen*”. Laki soveltuu vain lainoihin, joissa joko lainanantaja tai lainanottaja on yksityishenkilö. Lisäksi edellytetään, että laina on 25 000 puntaa tai vähemmän tai yksityishenkilö ei hae lainaa liiketoimintatarkoituksessa. Lain tavoitteena oli antaa innovatiivisen ja kasvavan markkinan kehittyä takaamalla samalla kuitenkin riittävä sijoittajansuoja. Iso-Britannian sääntely on pitkälti linjassa kuluttajaluottodirektiivin (2008/48/EY, engl. *Consumer Credit Directive*, jäljempänä *kuluttajaluottodirektiivi*) säännösten kanssa, joskin kuluttajaluottodirektiivin sääntely on monin kohdin ankarampaa. Lainamuotoista joukkorahoitusta koskeva erillislaki edellyttää (i) lainoja ja niiden suoriutumista koskevan historiallisen tiedon julkistamista, (ii) sijoittajansuojan järjestämistä palvelualustan liiketoiminnan epäonnistumisen varalta, (iii) pääomavaatimusta (20 000 – 50 000 puntaa), joka muuttuu kulloisistakin välitetyistä lainamääristä riippuen, (iv) asiakasvarojen erottelua palvelualustan omista varoista, (v) selvää, läpinäkyvää, oikeudenmukaista ja ei-harhaanjohtavaa tiedotusta lainanantajille ja (vi) nimettyä edustajakehikkoa. Iso-Britanniassa lainamuotoisessa joukkorahoituksessa velkasopimukset on laadittava sijoittajan ja lainaajan välillä, jolloin palvelualustalla ei ole velkasuhteessa sinänsä mitään roolia eikä palvelualusta ole rahoitusjärjestelyssä varsinainen sopimusosapuoli.

Iso-Britanniassa ei ole esitteen laatimis- ja julkaisuvelvollisuutta, jos arvopapereita tarjotaan merkittäväksi vastikkeeltaan alle 5 miljoonan euron suuruinen määrä 12 kuukauden aikana.

Iso-Britannian joukkorahoitusmarkkinan koko vuonna 2014 oli 2,3 miljardia euroa (noin 1,8 miljardia puntaa), missä kasvua edellisen vuoden 870 miljoonasta eurosta oli noin

168 prosenttia. Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus oli noin 37 miljoonaa euroa (noin 27 miljoonaa puntaa) vuonna 2013, mutta se on kasvanut noin 111 miljoonaan euroon (noin 81 miljoonaan puntaan) vuoden 2014 aikana (kasvua 420 prosenttia). Lainamuotoinen joukkorahoitus muodostaa selkeästi suurimman osuuden Iso-Britannian joukkorahoitusmarkkinasta välitettyjen lainojen vuonna 2014 ollessa yhteensä arviolta 1,75 miljardia euroa. Lainamuotoista joukkorahoitusta yksityisiltä yksityisille tarjoavat palvelualustat välittivät vuonna 2013 arviolta noin 376 miljoonan euron edestä lainoja. Vuonna 2014 vastaava luku oli 752 miljoonaa euroa, missä on kasvua edellisvuoteen 100 prosenttia. Lainamuotoinen joukkorahoitus yksityisiltä tai yrityksiltä yrityksille on kasvanut vauhdilla. Vuonna 2013 välitettyjen lainojen määrä oli 253 miljoonaa euroa, kun vuonna 2014 määrä oli kasvanut jo 998 miljoonaan euroon (kasvua 395 prosenttia). Iso-Britanniassa toimii yli 65 joukkorahoitusta välittävää palvelualustaa, joista sijoitusmuotoista (osake- ja joukkolainamuotoista) joukkorahoitusta välittää noin 20 palvelualustaa. Näistä suurin osa on hakeutunut MIFID I:n sääntelyn piiriin, joskin osa toimii MIFID I:n 3 artiklan puitteissa ja osa toimiluvan saaneen sijoituspalveluyrityksen sidonnaisasiamiehinä (engl. *tied agent*), jolloin ne eivät pysty hyödyntämään europassia toiminnassaan.

Italia

Italia on ensimmäinen EU-valtio, joka säänteli sijoitusmuotoista joukkorahoitusta. Sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskeva laki (it. *Decreto Crescita 2.0 (DL 179/2012 conv. con L 221/2012)*) annettiin 17 päivänä joulukuuta 2012 ja se tuli voimaan Italian markkinavalvojan (it. *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, jäljempänä *CONSOB*) säädöksellä (n. 18592) 26 päivänä kesäkuuta 2013. Lain tavoitteena on helpottaa korkeateknologisten yhtiöiden rahoituksensaantia Internetin kautta vaihtoehtoisella rahoituslähteellä. Lain soveltamisala koskee riskirahan keräämistä innovatiivisille *start-up* – yrityksille, jotka ovat rekisteröityneet yhtiörekisteriin erillislailla perustettuun erityisluokkaan. Tällaiset yhtiöt voivat tarjota osakkeitaan merkittäväksi yleisölle Internet-pohjaisen joukkorahoituspalvelualustan kautta edellyttäen, että palvelualusta on rekisteröitynyt CONSOB:in ylläpitämään erityisrekisteriin ja yhtiö ei tarjoa merkittäväksi omia osakkeitaan yli 5 miljoonan euron edestä. Italiassa joukkorahoituspalvelualustaa voivat ylläpitää ja hallinnoida pankit ja muut rahoitusyhtiöt, joilla on CONSOB:ilta saatu toimilupa rahoituspalvelutoiminnan harjoittamiseen sekä muut yritykset, jotka ovat saaneet CONSOB:ilta erillisen toimiluvan joukkorahoituksen harjoittamiseen kepoisuutta koskevien edellytysten tarkastamisen jälkeen (MIFID I:n 3 artiklan mukainen poikkeus). MIFID I ei sovellu toimintaan, jos luonnollisen henkilön yksittäinen sijoitus on alle 500 euroa / projekti ja kokonaissijoitukset vuoden aikana ovat alle 1 000 euroa. Vastaavat raja-arvot oikeushenkilöille ovat 5 000 euroa / projekti ja 10 000 euroa / vuosi. Sijoitustoimeksiannon vastaanottava pankki tai muu rahoitusyhtiö joutuu kuitenkin arvioimaan, onko sijoitus asianmukainen sijoituksen tekeville sijoittajille (engl. *appropriateness test*) MIFID I:n sääntöjen perusteella.

Innovatiivisen *start-up* -yrityksen määritelmä on Italian laissa sangen ahdas ja tätä on pidetty lain laajemman soveltamisen selkeänä ongelmana. Innovatiivinen *start-up* on määritelty hiljattain perustetuksi yhtiöksi, jonka keskeisenä tehtävänä on kehittää, valmistaa ja markkinoida innovatiivisia korkean teknologian tuotteita ja palveluita. Lisäksi edellytetään, että yritys on sijoittunut Italiaan ja on osakeyhtiömuotoinen. Yritys ei myöskään ole saanut olla toiminnassa yli 48 kuukautta eivätkä sen liikkeeseen laskemat rahoitusvälineet saa olla listattuna säännellyllä tai monenkeskisellä markkinalla (engl. *Multilateral Trading Facility*, jäljempänä *MTF*). Yhtiö ei myöskään saa jakaa osinkoa neljän ensimmäisen toimintavuotensa aikana eikä sen liiketoiminnan arvo saa ylittää viittä miljoonaa euroa. Italian sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevassa laissa palvelualustalle ei ole asetettu vähimmäispääomavaatimuksia. Italian laki hyödyntää lisäksi suhteellisuusperiaatetta, jonka perusteella MIFID I:n säännöt soveltuvat sellaisinaan palvelualustoja ylläpitäviin ja hallinnoiviin pankkeihin ja muihin rahoitusyhtiöihin

(engl. *financial intermediaries*), mutta CONSOB:ilta erillisen toimiluvan saaneille yrityksille (engl. *authorised managers*) ovat voimassa kevyemmät säännöt, jotka vastaavasti sisältävät paljon toimintarajoitteita ja velvollisuuksia (muun muassa kiellon antaa sijoitusneuvontaa, velvollisuuden antaa riittävät ja yksityiskohtaiset tiedot palvelualustasta ja sijoituskohteista sekä velvollisuuden hoitaa palvelualustaa huolellisesti, oikeudenmukaisesti ja läpinäkyvästi sijoittajien yhdenvertaisen kohtelun varmistamiseksi).

Italian laki antaa sijoittajalle myös oikeuden 7 päivän kuluessa vetäytyä palvelualustan kautta tekemästään sijoituksesta. Italiassa sijoituskohdetta koskeva esite on standardimuotoinen ja maksimissaan 5 sivun pituinen. Esitteen pitää antaa lyhyesti, mutta oikealla ja selvällä tavalla riittävät tiedot sijoitettavasta kohteesta. Kyseisen esitteen laatii sijoitusta hakeva yritys, jolla on myös velvollisuus päivittää ja julkaista se vuoden kuluttua alkuperäisestä merkintätarjouksesta. CONSOB ei ennakollisesti tarkista sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa käytettäviä esitteitä. Italiassa sijoitusmuotoisen joukkorahoituskierron toteutuminen edellyttää myös, että vähintään 5 prosenttia innovatiivisen *start up* – yrityksen joukkorahoituspalvelun kautta tarjoamista rahoitusvälineistä merkitään ammattimaisten sijoittajien lukuun.

Lainamuotoinen joukkorahoitus ei ole Italiassa erikseen säänneltyä. Toiminnan harjoittaminen edellyttää kuitenkin toimilupaa Italian keskuspankilta (it. *Banca d'Italia*).

Italiassa ei ole esitteen laatimis- ja julkaisuvelvollisuutta, jos arvopapereita tarjotaan merkittäväksi vastikkeeltaan alle 5 miljoonan euron suuruinen määrä 12 kuukauden aikana.

Vuoden 2014 lopussa Italiassa toimi 10 toimiluvan saanutta sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittävää palvelualustaa. Todellisuudessa ainoastaan neljä palvelualustaa on aloittanut aktiivisen liiketoiminnan. Yhteensä Italiassa on julkistettu 12 projektia, joista ainoastaan 3 on toteutunut. Vuoden 2014 loppuun mennessä Italiassa on sijoitusmuotoisella joukkorahoituksella kerätty miljoonan euron edestä varoja 131 sijoittajalta. Lainamuotoisen joukkorahoituksen markkinan koon arvioitiin olleen Italiassa noin 25 miljoonaa euroa vuoden 2013 lopulla. Italian sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevaa lakia on pidetty markkinoilla turhan rajoittavana ja monimutkaisena ja alustavien tietojen mukaan lakia ja sen toimivuutta tullaan tarkastelemaan uudelleen vuoden 2016 aikana.

Ranska

Ranskassa laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskeva lainsäädäntö (ransk. *Ordonnance n° 2014—559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif ja Décret n° 2014—1053 du 16 septembre 2014 relatif au financement participatif*) tuli voimaan 1 päivänä lokakuuta 2014. Tavoitteena oli tukea alan kehitystä ja lisätä oikeusvarmuutta palvelualustoille ja samalla taata riittävä sijoittajansuoja. Laina – ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevan lain voimaantulon yhteydessä tehtiin samalla poikkeuksia myös Ranskan pankkimonopoliin ja yleisölle suuntautuvien arvopaperitarjoustun sääntöihin.

Laki mahdollistaa sijoitusmuotoiselle joukkorahoituspalvelulle kaksi toimintamahdollisuutta: (i) toiminta joukkorahoitussijoitusneuvojana (ransk. *Conseil en Investissement Participatif* ja engl. *Crowdfunding Investment Adviser*, jäljempänä CIP) tai (ii) joukkorahoitussijoitusvälittäjänä (ransk. *Intermédiaire en Financement Participatif* tai engl. *Crowdfunding Investment Intermediary*, jäljempänä IFP). Toimintamuotojen käyttö on vapaaehtoista, mutta niiden käyttämistä suositellaan, koska ne lisäävät oikeusvarmuutta palvelualustojen toiminnassa. Toimintaa on edelleen mahdollista harjoittaa myös rahoituspalveluntarjoajana (ransk. *Prestataire de Services d'Investissement* ja engl. *Investment Service Provider*, jäljempänä PSI), joka oli toimintamuotona olemassa jo ennen joukkorahoitusta koskevan lainsäädännön voimaantuloa, tai

luottolaitoksena, jos palvelualusta täyttää näiden toimintamuotojen rekisteröitymiselle tai toimiluvulle asetetut edellytykset. Toimintamuodon valinta riippuu muun muassa palvelualustan harjoittaman toiminnan sisällöstä, koosta, monimutkaisuudesta ja projektien arvosta.

CIP:n toiminta ei edellytä toimilupaa, mutta sen pitää olla Ranskaan perustettu oikeushenkilö, jonka toimintaa valvoo Ranskan markkinavalvoja (ransk. *Autorité des Marchés Financiers*, jäljempänä *AMF*). Lisäksi CIP:lle on asetettu tiettyjä rekisteröitymisedellytyksiä ja toimintaraajoitteita. CIP:lla ei ole pääomavaatimuksia eikä se voi hakea europassia tarjotakseen palveluitaan Ranskan ulkopuolelle. CIP voi lisäksi vastaanottaa ja välittää vain tavallisia osakkeita (ransk. *actions ordinaires*) ja kiinteäkorkoisia joukkolainoja (ransk. *obligations à taux fixe*) (ei monimutkaisia rahoitusvälineitä) ja sitä koskeva liikkeeseenlaskijakohtainen arvopapereiden tarjoamisraja on miljoona euroa vuodessa. Käytännössä toiminta on sijoitusneuvontaa MIFID I:n 3 artiklan valinnaisten poikkeusten mukaisesti, johon on kytketty monia sijoittajansuojaa tukevia lisäedellytyksiä, kuten sijoittajien asemaa turvaavan vastuuvakuutuksen hankkiminen.

IFP on nimenomaan lainamuotoisille joukkorahoitusaloille luotu toimintamuoto. IFP:t ovat oikeushenkilöitä (ei välttämättä Ranskassa perustettuja, vaan ne voivat olla myös ulkomaisten yhtiöiden sivukonttoreita), jotka saattavat Internetin välityksellä yhteen projekteilleen rahoitusta hakevia ihmisiä kyseisenlaisiin projekteihin sijoittamisesta kiinnostuneiden ihmisten kanssa. IFP:n käyttäminen on pakollista lainamuotoiselle, mutta vapaaehtoista lahjoitus- ja hyödykemuotoiselle joukkorahoitukselle. IFP voi myös olla pankki- tai luottolaitos, maksulaitos, PSI ja jopa CIP, jos tämä ei ole hakenut maksupalvelujen välittäjän toimilupaa. IFP:lla ei ole vähimmäispääomavaatimuksia, mutta sen tulee täyttää tietyt sijoittajansuojan turvaamiseen tähtäävät edellytykset ja sillä tulee olla vastuuvakuutus. IFP:n kautta voi sijoittaa korotomiin lainoihin enintään 4 000 euroa/sijoittaja/projekti/vuosi. Lisäedellytyksenä on, että yhteen projektiin voi kerätä lainoja enintään miljoona euroa. Vastaavasti korollisiin lainoihin IFP:n kautta tehtävät sijoitukset ovat nykyään pankkimonopolista tehdyn poikkeuksen piirissä. Jokainen lainanantaja voi sijoittaa enintään 1 000 euroa/projekti/vuosi. Tällaisen lainan tulee olla kiinteäkorkoinen ja enintään seitsemän vuoden pituinen. Lisäedellytyksenä on, ettei lainarahaa voi kerätä IFP:n kautta enempää kuin miljoona euroa/projekti. IFP:llä on toiminnastaan ja harjoittamastaan liiketoiminnasta laaja tiedonantovelvollisuus sijoittajille, joka täytetään sen Internet-sivuilla julkistettavien tietojen kautta. Jos IFP saa toiminnassaan lainanantajilta tai lahjoittajilta asiakasvaroja haltuunsa, sen on myös haettava maksulaitoksen toimilupaa. Tällöin IFP:n on myös noudatettava 40 000 euron vähimmäispääomasääntöä, eikä se voi välittää enempää kuin 3 miljoonan euron edestä lainoja tai lahjoituksia vuoden aikana.

Palvelualusta voi olla sekä CIP että IFP, kunhan alusta ei itse vastaanota varoja. Käytännössä CIP:ä koskee sama lainsäädäntökehikko kuin sijoitusneuvoja (ransk. *Conseiller en investissement financier* ja engl. *Financial Investment Advisor*, jäljempänä *CIF*) ja toimintaa valvovat joko edustajayhteisöt (jos tällaisia on) tai AMF. Vastaavasti IFP:tä koskee käytännössä sama lainsäädäntökehikko kuin rahoituksenvälittäjiä (engl. *Banking Intermediaries*) ja toimintaa valvoo toinen Ranskan markkinavalvojista (ransk. *Autorité de contrôle prudentiel et de résolution*, jäljempänä *ACPR*).

PSI:lla on vähimmäispääomavaatimus 50 000 euroa ja se voi vastaanottaa ja välittää minkälaisia rahoitusvälineitä (myös monimutkaisia) tahansa. Myös PSI:lla liikkeeseenlaskijakohtainen arvopapereiden tarjoamisraja on miljoona euroa vuodessa ilman esitettä, mutta esitteen kanssa vastaavanlaista rajaa ei ole. PSI:n toiminnalle voidaan hakea europassia, jonka avulla se voi harjoittaa toimintaansa oman toimilupansa nojalla myös Ranskan ulkopuolella.

Lainsäädännössä on lisäksi asetettu erillinen esitepoikkeus CIP:lle ja PSI:lle, jotka harjoittavat laissa tarkoitettua joukkorahoitusta edellä mainituin edellytyksin. Poikkeuksen mukaan esitet-

tä ei tarvitse laatia alle miljoonan euron liikkeeseenlaskusta 12 kuukauden aikana. Tällöin sijoittajille (CIP) ja asiakkaille (PSI) pitää kuitenkin tarjota yksityiskohtaiset tiedot sijoituksesta ja siihen liittyvistä riskeistä. Käytännössä tiedonantovelvollisuus täytetään Internetissä palvelualustalla julkaistavalla normaalia esitettä huomattavasti kevyemmällä asiakirjalla, joka voi olla esimerkiksi kysymys- ja vastausmuotoon rakennettu, maallikon näkökulmasta ymmärrettävä noin 20-sivuinen asiakirja.

Ranskassa joukkorahoituksen markkina-arvo vuonna 2014 oli noin 66,4 miljoonaa euroa, missä on kasvua melkein 100 prosenttia verrattuna vuoteen 2013 (33 miljoonaa euroa). Vuoden 2014 alussa Ranskassa toimi noin 60 joukkorahoituspalvelualustaa. Tähän mennessä Ranskassa joukkorahoituksen kautta sijoituksen tehneitä on vuosien 2008—2014 aikana noin miljoona ihmistä, jotka ovat rahoittaneet yhteensä noin 44 000 eri projektia.

Saksa

Saksassa joukkorahoitusta koskeva erillislainsäädäntö tuli voimaan 10 päivänä heinäkuuta 2015. Joukkorahoitus nousi Saksassa ensimmäisen kerran poliittisella tasolla esille vuoden 2013 aikana. Tämä johti siihen, että 16 päivänä joulukuuta 2013 liittotasavallan hallitus määritteli hallitusohjelmassaan joukkorahoituksen nimenomaisesti yhtenä uutena rahoitusmuotona, joka tarvitsee uskottavan lainsäädäntökehikon. Tämän jälkeen myös Saksan rahoitusmarkkinavalvoja (saks. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, jäljempänä *BaFin*) otti joukkorahoituksen käsittelyyn ja julkisti asiantuntija-artikkelin siihen liittyvistä sääntelyvaatimuksista ja sijoittajan oikeuksista ja velvollisuuksista. Saksan hallitus esitteli 22 päivänä toukokuuta 2014 ensimmäisen toimenpidepaketin kuluttaja-sijoittajien suojaamiseksi (saks. *Massnahmenpaket zur Verbesserung des Schutzes von Kleinanlegern*), jolla olisi kuitenkin ollut markkinoiden mukaan erittäin huonoja vaikutuksia joukkorahoituksen kasvulle Saksassa. Tämän johdosta toimenpidepaketin sisältöä muutettiin ja ensimmäinen luonnos (saks. *Referentenentwurf*) laiksi Saksan kuluttaja-sijoittajien suojaamiseksi (saks. *Kleinanlegerschutzgesetz*) julkaistiin 28 päivänä heinäkuuta 2014. Kyseinen lakiluonnos sisältää ensimmäiset joukkorahoitusta koskevat säännökset Saksassa.

Täydennetty lakiluonnos (saks. *Regierungsentwurf*) julkistettiin 10 päivänä marraskuuta 2014. Saksan liittopäivät hyväksyivät lakiesityksen (18/3994, 18/4708, 18/4709) 23 päivänä huhtikuuta 2015 toisessa käsittelyssä valtiovarainvaliokunnan esittämässä muodossa. Lakia ja sen toimivuutta on tarkoitus tarkastella kattavan arvioinnin perusteella uudelleen vuoden 2016 aikana.

Lain keskeisenä tavoitteena on parantaa kuluttaja-sijoittajien suojaa joukkorahoituksessa. Entisestä poiketen uusi laki muun muassa lisää laajasti joukkorahoituksessa Saksassa aiemmin hyödynnetyt tuotto-osuuslainat (saks. *partiarische Darlehen* ja engl. *profit-participating loans*) ja alistetut lainat (saks. *Nachrangdarlehen* ja engl. *subordinated loans*) sijoitustuotteiksi ja ne tulevat näin Saksan sijoitustuotelain (saks. *Vermögensanlagengesetz* ja engl. *German Investment Products Act*) soveltamisalan piiriin. Myös muut vastaavat rahoitusvälineet, jotka antavat oikeuden vaatia sijoituksen takaisin maksua ja sille kertynyttä korkoa, luokitellaan sijoitustuotteiksi ja ne tulevat lähtökohtaisesti lain soveltamisalan piiriin. Kyseinen määritelmä kattaa mahdollisesti myös vertaislainat tietyissä tilanteissa.

Yleisesti ottaen niissä tilanteissa, joissa joukkorahoituspalvelualusta helpottaa arvopapereita, sijoitustuotteita tai yhteissijoitusyrityksen rahasto-osuuksia koskevien antien järjestämistä, palvelualusta tarjoaa rahoituspalveluja Saksan pankkilain (saks. *Kreditwesengesetz* ja engl. *German Banking Act*) mukaisesti ja tarvitsee toimintaansa varten lähtökohtaisesti toimiluvan BaFin:ltä. Jos joukkorahoituspalvelualusta kuitenkin järjestää tai välittää alustansa kautta ai-

noastaan alistettuja tuotto-osuuslainoja tai osuuksia kommandiittiyhtiöissä (engl. *silent partnership*), se voi hyödyntää laissa olevaa poikkeusta toimilupaedellytykseen. Tällöin vaatimuksena on, että (i) palvelualusta harjoittaa ainoastaan sijoitusten tai sopimusperäisten oikeuksien välittämistä, (ii) antien kohteena voivat olla ainoastaan sijoitustuotteet sijoitustuotelain merkityksessä tai yhteissijoitusyritysten rahasto-osuudet ja (iii) palvelualusta ei voi omistaa ja sillä ei voi olla hallussa asiakkaidensa varoja tai osakkeita (ilman erillistä toimilupaa). Tällaisissa tilanteissa palvelualustalle riittää kevyt ja yksinkertainen toimilupa Saksan elinkeino-, kauppa- ja teollisuussääntelyä koskevan lain (saks. *Gewerbeordnung* ja engl. *German Trade, Commerce and Industry Regulation Act*) mukaisesti. Kyseisenlainen toimilupa olisi riittävä joukkorahoitustoimijoille myös uuden lain voimaantultua tietyin edellytyksin.

Saksan laki sisältää muutoksia myös esitevaatimuksiin, joista on säädetty Saksan arvopaperiesiteläissa (saks. *Wertpapierprospektgesetz* ja engl. *German Securities Prospectus Act*) tai sijoitustuoteläissa. Jos arvopapereita tai sijoitustuotteita tarjotaan merkittäväksi vastikkeeltaan alle 100 000 euron suuruinen määrä 12 kuukauden aikana, näiden lakien mukainen täysi esitevelvollisuus (saks. *Volle Prospektpflicht*) ei koske tällaista antia. Täyden esitevelvollisuuden sijaan 100 000 euron alle jäävissä aneissa sijoittajien tiedonsaantioikeus on täytettävä erillisellä postitse lähetettävällä informaatioasiakirjalla. Aiemmin voimassa olleen sijoitustuotelain mukaan alisteiset tuotto-osuuslainat eivät olleet lain soveltamisalan piirissä, minkä takia myöskään esitettä ei tarvita. Tilanne on kuitenkin lain voimaantulon jälkeen muuttunut ja jos esitevelvollisuutta koskevat poikkeukset eivät sovellu, on esite laadittava ja hyväksyttävä BaFinillä.

Uusi laki sisältää kokonaan uuden, joukkorahoitusta silmällä pitäen laaditun poikkeuksen esitevaatimukseen, joka koskee tuotto-osuuslainoja ja alistettuja lainoja. Poikkeus tulee sovellettavaksi, jos annin kokonaismäärä on enintään 2,5 miljoonaa euroa, anti koskee vain alistettuja lainoja tai tuotto-osuuslainoja ja annin markkinointi tapahtuu ainoastaan Internet-pohjaisten palvelualustojen kautta, joilla on tarvittava toimilupa. Tämän lisäksi on noudatettava sijoitusmääriä koskevia rajoitteita, jotka vaihtelevat 1 000—10 000 euron välillä/ei-ammattimainen sijoittaja/anti. Ammattimaiset sijoittajat on vapautettu edellä mainituista sijoitusmääriä koskevista rajoista. Näissä tapauksissa sijoittajille pitää toimittaa laissa sisällöltään ja muodoltaan tarkoin määritelty kolmesivuinen asiakirja (saks. *Vermögensanlageninformationsblatt* engl. *investment products information leaflet*) sijoituksen kohteena olevasta yhtiöstä tai projektista. Asiakirja voidaan toimittaa elektronisesti esimerkiksi palvelualustan toiminnallisuuksia hyödyntäen. Alkuperäinen lakiesitys vaikutti rajoittavan joukkorahoitusalan kautta tehtävien antien markkinointia. Sijoitustuotteiden mainostaminen oli mahdollista ainoastaan tietyissä tiedotusvälineissä, jotka käsittelevät talouteen liittyviä asioita. Tällöin mainostamista olisi voinut harjoittaa vain tällaisten tiedotusvälineiden paperi- ja Internet-versioissa. Hyväksytyssä lakiesityksessä markkinointiliitännäisiä asioita on kuitenkin kevennetty ja annin mainostaminen on mahdollistettu myös sosiaalisen median (Facebook, Twitter) kautta, kunhan tällainen mainonta sisältää riittävät tiedot sijoitukseen liittyvistä riskeistä. Lakiesitys myös takaa sijoittajille oikeuden vetäytyä sijoituksestaan 14 päivän kuluessa tekemästään sijoituspäätöksestä lukien (saks. *Widerrufsrecht*).

Saksassa sijoitusmuotoinen joukkorahoitus hyödyntää keskeisesti rahoitusvälineitä, jotka jäävät MIFID I:n soveltamisalan ulkopuolelle (kuten alisteiset tuotto-osuusosakeudet ja kommandiittiyhtiön äänettömän yhtiömiehen osuudet), koska ne eivät täytä siirtokelpoisen arvopaperin ja näin ollen rahoitusvälineen määritelmää MIFID I:n näkökulmasta. On huomionarvoista, että Saksassa sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on periaatteessa perustunut lainamuotoiselle joukkorahoitukselle, koska käytetyt rahoitusvälineet, kuten alisteiset lainat, tuotto-osuuslainat ja kommandiittiyhtiön äänettömän yhtiömiehen osuudet, eivät lähtökohtaisesti ole Saksassa oman pääoman ehtoisia sijoitustuotteita. Saksan laki koskee käytännössä vain alisteisia lainoja

ja tuotto-osuuslainoja, joten monissa arvioissa on pidetty todennäköisenä, ettei Saksaan synny uutta ja aitoa sijoitusmuotoista joukkorahoitusta uuden lain voimaantulon jälkeenkään.

Saksassa lainamuotoinen joukkorahoitus kahden yksittäisen toimijan välillä on sääntelemätöntä, mutta jos lainaa välitetään palvelualustan kautta useammalle lainanottajalle, kyseessä on lähtökohtaisesti lainsäädännössä määritelty kaupallinen toiminta, joka nykyisin rinnastuu pankkitoimintaan. Näin ollen Saksassa pankkitoimiluvan saaneen pankin täytyy olla mukana lainamuotoisessa joukkorahoituksessa niin, että pankki käytännössä myöntää lainan lainanantajalle ja sen jälkeen jakaa ja siirtää lainan yleisölle (lainanottajille).

Saksan joukkorahoitusmarkkinan koon on arvioitu olleen vuonna 2014 noin 154 miljoonaa euroa, jossa on kasvua edellisen vuoden 76 miljoonasta eurosta 103 prosenttia. Saksan sijoitusmuotoisen joukkorahoitusmarkkinan arvioitiin olleen kooltaan noin 9,5 miljoonaa euroa vuonna 2013. Markkina on kasvanut vuoden 2014 aikana 99 prosenttia 18,9 miljoonaan euroon. Lainamuotoinen joukkorahoitus on Saksassa selkeästi suurin joukkorahoituksen muoto. Markkina on kasvanut vuoden 2013 43 miljoonasta eurosta vuoden 2014 80 miljoonaan euroon, joten kasvu on ollut noin 86 prosenttia.

Espanja

Espanjassa laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittävät palvelualustat eivät voi harjoittaa toimintaa, joka on varattu sijoitusyhtiöille tai luotto- tai maksulaitoksille, kuten esimerkiksi rahojen keräämistä ja vastaanottamista maksutarkoituksiin. Vastaavasti ne eivät voi myöskään vastaanottaa, välittää ja panna täytäntöön rahoitusvälineisiin liittyviä toimeksiantoja asiakkaidensa puolesta ilman toimilupaa.

Espanjassa esiteltiin vuoden 2014 aikana iso yritysten rahoituksen saatavuuden parantamiseen tähtäävä projektilaki (esp. *Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial*), jonka V luku käsittelee joukkorahoitusta (esp. *régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa* ja engl. *crowdfunding or collective funding*). Laki käsittelee pankkiluoton saatavuutta, arvopaperistamista ja vaihtoehtoisia rahoituskanavia (kuten joukkorahoitusta). Lakiluonnoksesta on järjestetty julkinen konsultaatio maaliskuussa 2014, jonka jälkeen se on lähetetty parlamenttiin lokakuussa 2014. Lakiluonnoksen joukkorahoitusta koskevan luvun keskeinen tavoite on joukkorahoituksen edistäminen yhtenä vaihtoehtoisena rahoituskanavana suhteessa vakiintuneisiin rahoitusmuotoihin. Lakiesitys (5/2015) on hyväksytty Espanjan kongressissa 27 päivänä huhtikuuta 2015. Lakiesityksessä on huomionarvoista se, että se mahdollistaa mihin tahansa EU-valtioon rekisteröidyn yhtiön kerätä rahoitusta espanjalaisen paikallisen Internet-pohjaisen palvelualustan kautta.

Lakiesityksessä on tavoiteltu oikeusvarmuutta niin palvelualustoille, sijoittajille kuin kohdeyhtiöille (lainanottajille). Lakiesityksen tavoitteena on myös varmistaa riittävä sijoittajansuoja ottaen huomioon joukkorahoituksen muodostama korkean riskin sijoitusympäristö. Lakiesitys koskee ainoastaan laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta eli niin lahjoitus- kuin hyödykemuotoinen toiminta on jätetty sen soveltamisalan ulkopuolelle. Lakiesityksen mukaan laina – tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta harjoittavan palvelualustan on haettava toimilupa Espanjan arvopaperimarkkinavalvojalta (esp. *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, jäljempänä *CNMV*) ja lainamuotoiseen toimintaan joissakin tapauksissa Espanjan keskuspankilta (esp. *Banco de España*), joka valvoo lainamuotoista toimintaa ja tarvittaessa asettaa valvontansa tehosteeksi lakiesityksessä säädettyjä erinäisiä seuraamuksia. Lakiesitys asettaa siirtokelpoiset arvopaperit, kuten listattujen osakeyhtiöiden osakkeet ja joukkolainat (ilman esitetä), ja siirtokelvottomat arvopaperit, kuten listaamattomien yhtiöiden osakkeet ja lainat, keskenään yhdenvertaiseen asemaan. On huomionarvoista, että lakiesitys määrittää esityksen pii-

rissä olevan joukkorahoituksen MIFID I:n soveltamisalan ulkopuolelle jääväksi rahoitustoiminnaksi, vaikka toiminnassa sinänsä käytetään MIFID I:n soveltamisalan piiriin kuuluvia siirtokelpoisia arvopapereita eli rahoitusvälineitä.

Lakiesitys määrittelee säännellyn joukkorahoituksen taloudellista vastiketta odottavien sijoittajien ja rahoitusta projekteilleen hakevien projektinomistajien saattamiseksi yhteen elektronisen alustan kautta. Palvelualustan tarjoamien palvelujen täytyy olla tuotettu Espanjassa, jotta laki soveltuu toimintaan. Lakiesityksen mukaan palvelualustat eivät voi olla sijoituspalveluyrityksiä, koska ne toimivat lakiesityksen mukaisesti MIFID I:n soveltamisalan ulkopuolella. Lakiesityksen mukaan palvelualustojen ydintoimintana on joukkorahoitettavien projektien vastaanottaminen, valinta ja julkaisu. Lisäksi palvelualusta voi toimia viestintäkanavana sijoittajien ja projektinomistajien välillä. Palvelualusta voi tarjota myös tiettyjä lisätoimintoja, kuten projektinomistajien neuvontaa, projektien riskianalysointia sekä sijoittajien puolesta ja lukuun toimimista siirtokelvottomien arvopapereiden ja lainojen osalta, kunhan tällainen toiminta ei vaadi toimilupaa. Lain mukaan kiellettyä toimintaa on lähtökohtaisesti kaikki, mikä sisältyy muun muassa MIFID I:n ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2007/64/EY maksupalveluista sisämarkkinoilla, direktiivien 97/7/EY, 2002/65/EY, 2005/60/EY ja 2006/48/EY muuttamisesta ja direktiivin 97/5/EY kumoamisesta (engl. *Payment Services Directive*, jäljempänä *maksupalveludirektiivi*) tai muun toimilupaa vaativan sääntelyn piiriin (esimerkiksi sijoitusneuvonta, toimeksiantojen vastaanottaminen ja välittäminen, maksupalvelujen tarjoaminen, markkinatakauksen antaminen projekteille ja luoton antaminen sijoittajille).

Palvelualustoille on lakiesityksessä asetettu säännönmukainen raportointivelvollisuus ja vastaavasti näiden johdolle ammattitaito-, koulutus- ja kokemusvaatimuksia (engl. *fit & proper requirements*). Palvelualustoille on asetettu vähimmäispääomavaatimuksena 60 000 euroa tai vaihtoehtoisesti ammattimainen sosiaalinen vastuuvakuutus (engl. *social responsibility insurance*), joka kattaa vähintään 300 000 euroon asti vahinkoja koskevat kanteet ja vuositasolla 400 000 euroa minkä tahansa kanteen osalta (myös muut kuin vahinkokanteet). Lakiesityksessä on asetettu lisäedellytyksiä palvelualustoille. Palvelualustan omien pääomien on oltava yli 120 000 euroa, jos toimintaa on yli kahden miljoonan euron edestä edellisen 12 kuukauden aikana. Omaa pääomaa on lisättävä 0,1 prosentilla, jos toimintaa on yli viiden miljoonan euron edestä ja 0,2 prosentilla, jos toimintaa on yli 50 miljoonan euron edestä. Palvelualustoille on myös asetettu laajat tiedonantovelvollisuudet niin sijoittajille kuin rahoitusta hakeville yrityksille, eikä palvelualusta voi osallistua alustallaan olevan hankkeen rahoittamiseen kuin korkeintaan 10 prosentin osuudella.

Lakiesitys asettaa palvelualustan kautta rahoitusta hakevan yrityksen vastuulliseksi sijoituskohteesta annettavista tiedoista. Palvelualustalla ei myöskään voi kerrallaan olla meneillään kuin yksi saman yhtiön rahoituskampanja. Rahoitusta hakevan projektin koko ei voi myöskään ylittää 2 miljoonan euron rajaa paitsi siinä tapauksessa, että sijoittajina on yksinomaan vain ammattimaisia sijoittajia, jolloin projektin koko voi olla poikkeuksellisesti 5 miljoonaa euroa. Sijoittajilta ja rahoitusta hakevilta yrityksiltä edellytetään myös läpinäkyvyyttä suhteessa toisiinsa.

Espanjassa ei ole esitteen laatimis- ja julkaisuvelvollisuutta, jos arvopapereita tarjotaan merkittäväksi vastikkeeltaan alle 5 miljoonan euron suuruinen määrä 12 kuukauden aikana.

Lakiesitys tekee selkeän erottelun ammattimaisten ja ei-ammattimaisten sijoittajien välillä. Ammattimaiset sijoittajat eli esimerkiksi institutionaaliset sijoittajat tai keskikokoiset ja suuret yhtiöt, joilla on yli miljoonan euron edestä varoja, 2 miljoonan euron vuosittainen liikevaihto tai 300 000 euron oma pääoma, ja yksityiset, joilla on yli 50 000 euron vuosittaiset tulot tai vähintään 100 000 euron nettovarallisuus, voivat vapaasti tehdä sijoituksia joukkorahoit-

tusalustojen kautta tarjottaviin projekteihin. Sijoituksiin liittyvistä riskeistä on annettava kaikki riittävä tieto sijoittajille (muun muassa osingon ja omistusosuuden luudentumisen todennäköisyys, esitteen ja mahdollisen viranomaisvalvonnan puute ja niin edelleen). Lakiesityksessä on asetettu ei-ammattimaisille sijoittajille raja, jonka perusteella he eivät voi sijoittaa kuin enintään 3 000 euroa/projekti ja 10 000 euroa kaikkiin olemassa olevilla alustoilla oleviin projekteihin vuoden aikana. Ammattimaisille sijoittajille ei ole asetettu vastaavia määrällisiä sijoitusrajoja. Lisäksi ei-ammattimaisilta sijoittajilta vaaditaan, että he hyväksyvät kirjallisesti ymmärtäneensä joukkorahoitukseen liittyvät riskit.

Espanjan joukkorahoitusmarkkinan koon on arvioitu olleen vuonna 2014 noin 78 miljoonaa euroa, jossa on kasvua edellisen vuoden 46 miljoonasta eurosta 70 prosenttia. Espanjan sijoitusmuotoisen joukkorahoitusmarkkinan arvioitiin olleen kooltaan noin 6,2 miljoonaa euroa vuonna 2013. Markkina on kasvanut vuoden 2014 aikana 80 prosenttia 11,2 miljoonaan euroon. Lainamuotoinen joukkorahoitus (yrityksille) on myös Espanjassa selkeästi suurin joukkorahoituksen muoto. Markkina on kasvanut vuoden 2013 18,2 miljoonasta eurosta vuoden 2014 35,3 miljoonaan euroon, joten kasvu on ollut noin 94 prosenttia.

Belgia

Belgiassa ei ole voimassa erillistä joukkorahoituslainsäädäntöä, vaan olemassa olevaa lainsäädäntöä sovelletaan joukkorahoitukseen toimintamuodosta riippuen tapauskohtaisesti. Belgiassa on kuitenkin vireillä joukkorahoitusta koskeva lainsäädäntöhanke, jonka pitäisi tulla voimaan vuoden 2016 kesän aikana. Käytännössä Belgian markkinoilla ei tällä hetkellä toimi yhtään palvelualustaa, jotka tarjoaisivat asiakkailleen ”puhdasta” sijoitusmuotoista joukkorahoitusta MIFID I:n soveltamisalaan kuuluvilla rahoitusvälineillä. Näin ollen toimialalla ei tämänhetkisen tiedon perusteella myöskään toimi yhtään toimilupaa hakenutta ja saanutta palvelualustaa.

Sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa hyödynnetäänkin Belgiassa laajasti lainamuotoisen joukkorahoituksen liiketoimintamallia. Useimmiten rahoitusta hakeva yritys saa lainan yleisöltä tavallista velkakirjaa vastaan (engl. *loan note*). Toisessa yleisimmin käytetyssä liiketoimintamallissa palvelualustan toiminta lähentyy sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen toimintamallia, kun rahoitusta hakevan yrityksen rahoittamiseksi lasketaan liikkeeseen osallistumisoikeuksia (engl. *exit-sharing notes / participative notes*) tai vaihtoehtoisesti muita voitonjakoon oikeuttavia velkakirjoja erillisen holding-yhtiön kautta. Osallistumisoikeuksien perusteella maksetaan tuottoja vain, jos holding-yhtiön osakkeet (ammattimainen yritys, joka sijoittaa yhteistoiminnassa yleisön kanssa) saadaan myytyä 100-prosenttisesti (onnistunut rahoituskierron) tai kun rahoitettu yritys on likvidoitu (epäonnistunut rahoituskierron). Belgiassa tavallisia velkakirjoja ja osallistumisoikeuksia ei pidetä MIFID I:n näkökulmasta siirtokelpoisina rahoitusvälineinä, jolloin toiminta jää myös sijoituspalveluyrityksiä koskevan sääntelyn ulkopuolelle. On huomionarvoista, että tällaisissa järjestelyissä yleisöllä on tosiasiallisesti erittäin vähän vaikutusvaltaa tekemäänsä sijoitukseen ja kaikki vaikutus- ja toimintavalta on pitkälti ammattimaisesti yleisön rinnalla sijoittavalla holding-yhtiöllä.

Ainoa belgialainen palvelualusta, joka on tarjonnut suoria pääomasijoitusosuuksia joukkorahoituksen kautta rahoitettavissa yrityksissä, joutui lopettamaan toimintansa vuoden 2013 lopulla, koska Belgian markkinavalvoja (ransk. *L'Autorité des services et marchés financiers* ja engl. *The Financial Services and Markets Authority*) katsoi joukkorahoituslupien, joka sai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta asiakkailleen välittäessään toiminnastaan asiakkailtaan palkkion, sijoituspalvelua tarjoavaksi yritykseksi ja näin MIFID I:n mukaisen toimiluvan alaiseksi.

Maaliskuussa 2014 Belgian valtiovarainministeri julkisti joukkorahoitusaloitteen, joka oli keskeisesti suunnattu koskemaan julkisten tarjousten raja-arvoja. Aloitteen tarkoituksena oli tarkastella sekä toiminnanharjoittajien oikeudellista ja hallinnollista taakkaa että sijoittajansuojaa. Edelleen 17 päivänä toukokuuta 2014 tulivat voimaan säännökset, jotka sisälsivät muun muassa erityisesti joukkorahoitusta silmällä pitäen laaditun esitepoikkeuksen (engl. *crowdfunding exemption*). Säännösten on arvioitutehneen olemassa olevista esitepoikkeuksista joustavampia ja lisänneen sijoittajansuojaa. Esitteen laatimis- ja julkaisuvelvollisuuden raja-arvo korotettiin 100 000 eurosta 300 000 euroon, mutta samalla yksittäisen – ilman esitettä tehtävän – sijoituksen maksimiksi asetettiin 1 000 euroa/projekti. Lisäksi poikkeus mahdollistaa yksityisille henkilöille tai instituutioille poikkeuksen alaan kuuluvien arvopaperitarjousten välittämisen (engl. *intermediation*) ilman luottolaitoksen tai sijoituspalveluyrityksen toimilupaa, jos arvopapereita tarjotaan merkittäväksi vastikkeeltaan alle 2,5 miljoonan euron suuruisen määrän 12 kuukauden aikana.

Lainamuotoinen joukkorahoitus perinteisemmässä muodossaan (vertaislainaus), jossa kerätään talletuksia tai muita takaisinmaksettavia varoja yleisöltä erinäisin liikkeeseen laskettavin velkakirjoin, kuuluu Belgiassa pankkimonopolin piiriin ja vaatii toimiluvan. Kuten edellä on kuvattu, tätä vaatimusta voidaan kiertää keräämällä ei-takaisin maksettavia varoja tai käyttämällä tuoretta esitepoikkeusta ja sen alaan kuuluvia toimenpiteitä. Käytännössä pankkimonopolia koskeva Belgian markkinavalvojan tiukka tulkinta on estänyt vertaislainamarkkinan kehittymisen maahan eikä Belgiassa tämänhetkisten tietojen mukaan toimi yhtään vertaislainausta välittävää palvelualustaa.

Belgian markkinavalvoja on toistaiseksi hyväksynyt muutamia joukkorahoituspoikkeuksen perusteella laadittuja esitteitä. Markkina on myös muilta osin laajassa muutoksessa, kun muutama belgialainen pankki on aloittanut tai ilmoittanut aloittavansa joukkorahoituksen välittämisen.

Belgiassa joukkorahoituksella arvioidaan kerättävän noin 2 miljoonaa euroa vuoden 2014 aikana, mikä tarkoittaisi noin 80 prosentin kasvua vuoteen 2013, jolloin joukkorahoituksella kerättiin noin 1,2 miljoonaa euroa.

Alankomaat

Alankomaissa ei ole voimassa erillistä joukkorahoitusta koskevaa lainsäädäntöä. Joukkorahoitusta koskeva lainsäädäntöhanke on kuitenkin valmisteilla. Toiminnan kasvaessa Alankomaiden markkinavalvojat Alankomaiden keskuspankki (holl. *De Nederlandse Bank N.V.*, jäljempänä *DNB*) ja finanssimarkkinavalvoja (holl. *Stichting Autoriteit Financiële Markten*, jäljempänä *AFM*) ovat yhteistyössä julkaisseet lausuntoja omista joukkorahoitusta koskevista kannoistaan. Joukkorahoituksen näkökulmasta keskeinen laki on laki finanssivalvonnasta (holl. *Wet op het financieel toezicht*). Alankomaiden markkinavalvojen mukaan joukkorahoitus on keskeisesti välitystoimintaa ja, riippuen käytettävästä liiketoimintamallista ja -muodosta, toiminta on todennäköisesti myös säänneltyä olemassa olevien rahoitusmarkkinalakien puitteissa. Markkinavalvojat ovat myös korostaneet, että joukkorahoituksen välittäjät ovat niiden tulokinnan mukaan muita kuin pelkkiä välittäjiä, koska ne palvelevat markkinoiden kahta eri puolta (sijoittaja ja lainaaja), kun perinteisessä välitystoiminnassa välittäjällä on vain yksi asiakas (sijoittaja tai lainaaja).

Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus vaatii Alankomaissa käytännössä toimilupaa. Tämä johtuu siitä, että osakkeet ja joukkolainat ovat siirtokelpoisia rahoitusvälineitä ja tällaisilla rahoitusvälineillä operoiva palvelualusta on sijoituspalveluyritys MIFID I:n näkökulmasta. Käytän-

nössä palvelualusta tarvitsee toimiakseen sijoituspalveluyrityksen toimiluvan rahoitusvälineitä koskevien tarjousten vastaanottamiseen ja välittämiseen.

Alankomaissa lainamuotoinen joukkorahoitus on mahdollista AFM:n 24 päivänä marraskuuta 2014 joukkorahoitusaloille antaman poikkeuksen nojalla. Poikkeus sallii joukkorahoituspalvelualustojen välittää, hankkia ja lainata takaisinmaksettavia varoja (holl. *opvordebare gelden*) yleisöltä. Toiminta on säänneltyä ja välittäjä tarvitsee joko toimiluvan AFM:ltä tai poikkeuksen sijoituspalvelujen tarjoajana (välittäessään kuluttajaluottoja) tai edellä todetun erillispoikkeuksen, jonka perusteella yksittäiset joukkorahoitusaloitukset ovat voineet välittää yleisöltä saamiaan takaisinmaksettavia varoja eteenpäin. Tällä hetkellä AFM on asettanut kuluttajien suojaamiseksi seuraavat oikeudellisesti ei-sitovat rajat, joiden mukaan ei-ammattimainen sijoittaja ei voi sijoittaa sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa yli 20 000 euroa/palvelualusta (kertasijoituksen ollessa enintään 2 500 euroa) tai lainamuotoisessa joukkorahoituksessa yli 40 000 euroa/palvelualusta (kertasijoituksen ollessa enintään 5 000 euroa). Lisäksi ehdottomana rajana on enintään 100 sijoitusta joukkorahoitettuihin kampanjoihin ylipäättäen.

AFM julkaisi 19 päivänä joulukuuta 2014 Alankomaiden valtiovarainministeriön toimeksiantona valmisteleman raportin joukkorahoituksesta (*Crowdfunding – Towards a sustainable sector - A review of (supervision of) the crowdfunding sector*). Raportin perusteella joukkorahoitustoimialan toivotaan kasvavan Alankomaissa kestäväällä ja vastuullisella tavalla. AFM:n mukaan nykyinen Alankomaissa voimassa oleva lainsäädäntökehikko ei ota riittävästi huomioon joukkorahoitustoimialan erityispiirteitä ja erityisesti toimialan nopeaa kasvua. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin toimintasuosituksina AFM haluaa hyödyntää voimassaolevaa lainsäädäntökehikkoa, mutta ehdottaa siihen tehtäväksi muutoksia, jotka ottavat huomioon suhteellisuusperiaatteen mukaisesti alan toimijoiden koon ja toiminnan muodon. AFM ei myöskään enää tule hyödyntämään lainamuotoisessa joukkorahoituksessa käyttämäänsä lainojen välitystoiminnan mahdollistavaa poikkeusta, vaan tulee edellyttämään jatkossa kuluttajille lainoja välittäviltä palvelualustoilta toimilupaa, koska katsoo toiminnan olevan pitkälti rinnastettavissa kuluttajaluottojen antamiseen todellisen lainojen välittämisen sijaan. Pitkän aikavälin ratkaisuna AFM ehdottaa, että joukkorahoitustoimialalle luodaan kaksi uutta sääntelykehikkoa, laina- ja sijoitusmuotoiselle toiminnalle molemmille omansa. Näin toimialan erityispiirteet, riittävä sijoittajansuoja ja palvelualustoille asetetut toimintaedellytykset voitaisiin määrittää kaikkia osapuolia tyydyttävästi lain tasolla, mikä osaltaan edistää alan kehittymistä ja vakiintumista osaksi rahoitusmarkkinoita. Tavoitteena on tuoda sääntelyn piiriin ne toimijat, jotka ovat tällä hetkellä sääntelyn ulkopuolella. Raporttinsa lopussa AFM antaa suosituksia myös joukkorahoitussektorille läpinäkyvyyden lisäämiseksi, yhteistoiminnan parantamiseksi (itsesääntelyn ja itsesääntelytoimielimen kautta), sopimusten standardoimiseksi ja yleisön kouluttamiseksi.

Alankomaissa ei ole esitteen laatimis- ja julkaisuvelvollisuutta, jos arvopapereita tarjotaan merkittäväksi vastikkeeltaan alle 2,5 miljoonan euron suuruinen määrä 12 kuukauden aikana.

Joukkorahoitus on kasvanut Alankomaissa vauhdikkaasti. Kun vuonna 2012 joukkorahoituksella kerättiin markkinoilta yhteensä noin 14 miljoonan euron arvosta sijoituksia, oli vastaava luku vuonna 2013 jo noin 32 miljoonaa euroa. Vuoden 2014 ensimmäisellä puoliskolla joukkorahoituksella oli kerätty yhteensä 23 miljoonaa euroa eri sijoittajatahoilta ja odotusarvo on, että koko vuonna joukkorahoituksella kerätään noin 37 miljoonaa euroa.

Itävalta

Itävallassa joukkorahoitusta koskeva erillislainsäädäntö tuli voimaan 1 päivänä syyskuuta 2015. Taustalla oli vuoden 2014 syyskuussa Itävallan valtiovarain- ja opetusministeriöiden

teettämä selvitys joukkorahoituksen kasvun tarvitsemista lainsäädännöllisistä edellytyksistä ja nykyisin voimassa olevan lainsäädännön soveltuvuudesta joukkorahoituksen käytännön tarpeisiin (saks. *Warten auf attraktiven Rechtsrahmen für Crowdfunding, 2149/AB XXV. GP*). Lain tavoitteena on tarjota perinteistä pankkirahoitusta täydentävä rahoitusmuoto erityisesti kasvu- ja pk-yrityksille, jotta niillä on nykyistä parempi mahdollisuus päästä tavoittelemalleen kasvu-uralle.

Itävallan joukkorahoitusta koskeva lakiesitys (saks. *Alternativfinanzierungsgesetz, 210/BNR*) ja sen yhteydessä Itävallan pääomamarkkinalakiin (saks. *Kapitalmarktgesetz*) ehdotettu muutosesitys tulivat Itävallan kansallisneuvoston (saks. *Nationalrat*) käsiteltäväksi 19 päivänä toukokuuta 2015. Kansallisneuvosto päätti lakiesityksen hyväksymisestä 7 päivänä heinäkuuta 2015 ja Itävallan liittoneuvosto (saks. *Bundesrat*) puolestaan 23 päivänä heinäkuuta 2015. Laki (BGBl. I Nr. 114/2015) julkaistiin 14 päivänä elokuuta 2015.

Ennen lain voimaantuloa Itävallan pääomamarkkinalain mukaan Itävallassa ei ollut esitteen laatimis- ja julkaisuvelvollisuutta, jos arvopapereita tarjottiin merkittäväksi vastikkeeltaan alle 250 000 euron suuruinen määrä 12 kuukauden aikana. Itävallassa palvelualustan ei yleensä katsottu olleen vastuussa esitteen laatimisesta ja julkaisusta, koska sen ei katsottu aktiivisesti markkinoineen palvelualustallaan olevia sijoituskohteita. Myöskään alisteisten lainojen liikkeeseenlaskuun ei yleensä edellytetty esitteen laatimista ja julkaisua.

Lakiesityksen keskeiset muutokset liittyvät Itävallan pääomamarkkinalain mukaiseen esitteen laatimis- ja julkaisuvelvollisuuteen. Täydellisen esitteen (saks. *Volle Prospektpflicht*) laatimis- ja julkaisuvelvollisuuden rajaa nostettiin koskemaan vain tilanteita, joissa arvopapereita tarjotaan merkittäväksi vastikkeeltaan alle 5 miljoonan euron suuruinen määrä 12 kuukauden aikana (aiemmin 250 000 euroa). Tilanteissa, joissa arvopapereita lasketaan liikkeeseen 1,5 miljoonan euron ja 5 miljoonan euron välissä, vaaditaan lakimuutoksen jälkeen ainoastaan kevyt esite (saks. *Prospektpflicht light*). Vastaavasti 100 000 euron ja 1,5 miljoonan euron välillä tehtävissä liikkeeseenlaskuissa liikkeeseenlaskija velvoitetaan julkistamaan erillislaissa (saks. *Alternativfinanzierungsgesetz*) erikseen säädetyt tiedot sijoituksen kohteesta, mutta erillistä pääomamarkkinalain mukaista esitettä ei tarvitse laatia ja julkistaa. Alle 100 000 euron liikkeeseenlaskuista liikkeeseenlaskijan ei tarvitse julkistaa mitään tietoja.

Lakiesityksessä on asetettu sijoittajien suojaksi erillinen sijoitusraja, jonka perusteella sijoittaja ei voi lähtökohtaisesti sijoittaa kuin enintään 5 000 euroa/projekti/vuosi. Kyseinen summa voidaan ylittää, jos sijoittajan nettopalkka on yli 2 500 euroa/kuukausi, jolloin hän voi sijoittaa joukkorahoituksen kautta enintään kaksi kertaa kuukaudessa ansaitsemansa nettopalkan verran/projekti/vuosi. Jos sijoittajan rahoitusvarat ylittävät 5 000 euroa, tämä voi sijoittaa enintään 10 prosenttia tällaisesta varallisuudesta erillislaissa määriteltyyn joukkorahoitukseen. Lakiesityksessä sijoittajille on myös taattu oikeus vetäytyä sijoituksestaan kahden viikon kuluessa sijoituspäätöksen tekemisen jälkeen.

Lakiesityksen mukaan liikkeeseenlaskija ei voi kerätä enempää kuin 5 miljoonaa euroa pääomaa seitsemän vuoden ajanjakson aikana, jollei se laadi ja julkaise Itävallan pääomamarkkinalain mukaista täydellistä esitettä. Mainitusta 5 miljoonan euron rajasta voidaan vähentää sijoittajille kyseisen seitsemän vuoden aikana jo palautettu pääoma. Lakiesityksessä soveltamisala on määritelty niin, että laki tulee sovellettavaksi, kun sijoitus tehdään liikkeeseenlaskijana toimivan pk-yrityksen tai joukkorahoituksen välittäjän kautta.

Itävallassa liittovaltion laki arvopapereiden valvonnasta (saks. *Wertpapieraufsichtsgesetz*) käsittelee sijoituspalvelua (saks. *Wertpapierdienstleistungen*), sijoituspalveluiden oheistuotteita (saks. *Nebendienstleistungen*), rahoitusvälineitä (saks. *Finanzinstrumente*) ja sijoitusarvioita

(saks. *Veranlagungen*) koskevat säännöt. Joukkorahoituksen näkökulmasta keskeisiä ovat säännöt liittyen sekä rahoitusvälineisiin, jotka koskevat siirtokelpoisia arvopapereita (esimerkiksi osakkeet ja joukkolainat), että sijoitusarvioihin, jotka puolestaan koskevat määrittelemättömiä omistusoikeuksia, jotka edustavat yhden tai useamman sijoittajan suoraa tai epäsuoraa sijoitusta (yksin tai yhdessä liikkeeseenlaskijan kanssa) sijoituskohteessa edellyttäen, etteivät sijoittajat hallinnoi tällaisia omistusoikeuksia itsenäisesti (esimerkiksi määrittelemättömät osuudet, rajoitetut yhtiöosuudet tai suljetut (engl. *closed-end*) rahastot).

Liittovaltion laki arvopapereiden valvonnasta sisältää organisatoriset vaatimukset ja toimintaohjeet lain soveltamisalan piiriin kuuluville yhtiöille. Lain soveltamisalan piiriin kuuluvia palveluita tarjoavat yhtiöt ovat Itävallan markkinavalvojan (saks. *Finanzmarktaufsicht*) valvonnassa. Toimiluvanvaraista toimintaa on rahoitusvälineisiin liittyvän sijoitusneuvonnan antaminen, sijoitussalkun hallinnointi, toimeksiantojen hyväksyntä ja välittäminen liittyen yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen ja monenkeskisen markkinapaikan ylläpitäminen.

Muiden sijoituspalveluiden tai liitännäispalveluiden tarjoamiseen Itävallassa samoin kuin luottojen ja rahoituksen kaupalliseen välittämiseen sovelletaan liittovaltion pankkitoimintalakia (saks. *Bankwesengesetz*), joka voi myös edellyttää toimiluvan hakemista Itävallan markkinavalvojalta. Toimilupaa ei kuitenkaan tarvita, jos lainamuotoisessa joukkorahoituksessa sijoittajille annetaan vastikkeena markkinakelpoisia haltijavelkakirjoja tai rekisteröityjä joukkolainoja.

Itävallassa joukkorahoituksella kerättiin noin 1,2 miljoonaa euroa vuoden 2013 aikana. Markkinoilla toimii tällä hetkellä noin seitsemän joukkorahoitusta tarjoavaa palvelualustaa.

2.2.3 Pohjoismainen kehitys

Ruotsi

Ruotsissa ei ole voimassa sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevaa lainsäädäntöä eikä tällaista lainsäädäntöaloitetta ole myöskään vuoden 2015 loppuun mennessä vi-reillä. Ruotsin markkinavalvoja (ruots. *Finansinspektion*) on kuitenkin tehnyt selvitystä laina- ja sijoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta, mutta yleisesti ottaen erityisesti sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on Ruotsissa pitkälti sääntelemätöntä eikä siihen soveltu myöskään olemassa oleva rahoitusmarkkinalainsäädännön muodostama sääntelykehikko. Ruotsin hallitus antoi Ruotsin markkinavalvojalle 30 päivänä heinäkuuta 2015 nimenomaisen toimeksiannon valmistella markkina-analyysi laina- ja sijoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta vuoden 2015 loppuun mennessä, tavoitteena lisätä tietoa rahoitusmuodosta ja tukea toimialan tervettä ja kestäväää kasvua. Toimeksiannon mukaan Ruotsin markkinavalvojan tuli kartoittaa joukkorahoitusmarkkinoiden toimintaa ja kokoa Ruotsissa, eritellä rahoitusmuodon muista rahoitusmuodoista poikkeavia ominaisuuksia, arvioida kuluttajien ja sijoittajien tiedonsaantioikeutta ja –tasoa joukkorahoituksessa sekä selvittää niiden maiden kokemuksia, jotka ovat asettaneet toimialalle omaa erityissääntelyä. Ruotsin markkinavalvojan oli selvityksessään lisäksi kuvattava toimialan nykyistä valvontaa, selvitettävä joukkorahoitukseen liittyviä mahdollisia ongelmia ja tarvittaessa ehdotettava toimenpiteitä (mukaan lukien sääntely) rahoitusmuodon kehittämiseksi.

Ruotsin markkinavalvojan selvitys joukkorahoituksen tilasta Ruotsissa (*Finansinspektion: Gräsrotsfinansiering i Sverige – en kartläggning*) valmistui 15 päivänä joulukuuta 2015. Selvityksen mukaan joukkorahoitukseen liittyy perinteisiin rahoitusmuotoihin verrattuna huomattavasti korkeampi riski sijoittajille. Suhteessa korkeaan riskiin Ruotsissa puuttuu kuitenkin monessa suhteessa riittävän tasoinen lakisääteinen kuluttajien asemaa turvaava sijoittajan-

suoja, koska rahoitusmuoto on toistaiseksi vain osittain sääntelyn kohteena. Ongelman merkitystä vähentää kuitenkin se, että joukkorahoituksen asema rahoitusmarkkinoilla on toistaiseksi hyvin pieni. Koska joukkorahoitukseen sijoittavat tahot kuitenkin ovat usein piensijoittajia, olisi Ruotsin markkinavalvojan mukaan harkittava erillissääntelyn laatimista osake- ja velkamuotoiseen joukkorahoitukseen tai vähintään nykyisen sääntelykehikon täydentämistä ottaen huomioon joukkorahoituksen erityispiirteet. Keskeinen mahdollisessa jatkoselvityksessä arvioitava seikka on, miten yksityisiä osakeyhtiöitä (ruots. *privata aktiebolag*) koskevaa kielltoa levittää osakkeitaan (ruots. *spridningsförbudet*) markkinoimalla tai muulla tavalla useammalle kuin enintään 200 sijoittajalle tulkitaan joukkorahoituksen yhteydessä. Selvityksen mukaan olisi myös tarkemmin harkittava joukkorahoitusta tarjoaville palvelualueille lailla asetettavia tiettyjä markkinoille tulon minimivaatimuksia sekä tiedonantovelvollisuuksia suhteessa niin sijoittajiin kuin rahoitusta hakeviin yrityksiin. Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen osalta keskeiset arvioitavat säännökset liittyvät Ruotsin arvopaperimarkkinalakiin (ruots. *Lag om värdepappersmarknaden* ja engl. *Swedish Securities Market Act, 2007:528*), jonka sisältämän esitesääntelyn lisäksi tulisi kiinnittää huomiota toimeksiantojen vastaanottamiseen ja välittämiseen joukkorahoitustoiminnan yhteydessä. Myös kuluttajien sopimusoikeudelliseen asemaan ja suojaan joukkorahoituksessa tulisi kiinnittää nykyistä korostuneempaa huomiota. Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa on selvityksen perusteella myös Ruotsissa jossain määrin epäselvää, mitä tahoa on kulloinkin pidettävä lainasuhteen varsinaisena lainanantajana – palvelualueita vai yksittäistä lainanantajaa. Ruotsin markkinavalvoja jatkaa mahdollisen joukkorahoitusta koskevan erillissääntelyn sisällön ja tarpeen arviointia selvityksessä yksilöityjen ongelma-kohtien ratkaisemiseksi.

Ruotsin arvopaperimarkkinalaki sääntelee arvopaperien kauppaa, sijoitusten vastaanottamista ja välittämistä, sijoitusneuvontaa ja esitteen laatimis- ja julkaisuvelvollisuutta koskevia sääntöjä. Palvelualueita, jotka toteuttavat julkisesti osakeanteja uusien osakkeiden merkitsemiseksi tai olemassa olevien osakkeiden ostamiseksi, toimivat käytännössä markkinapaikkoina ja ovat näin ollen toimilupavelvollisuuden ja markkinavalvonnan alaisia. Palvelualueita, jotka tarjoavat osakeanteja vain suljetulle sijoittajaryhmälle (enintään 200 sijoittajaa), tarjoavat merkittäväksi yksityisten osakeyhtiöiden osakkeita, joita ei pidetä MIFID I:n mukaisina rahoitusvälineinä, koska ne ovat siirtokelvottomia arvopapereita tai toimivat yhteistyössä Ruotsin markkinavalvojan sääntelemän ja valvoman sijoituspalveluyrityksen kanssa, eivät tarvitse toimilupaa. Joukkorahoitusta tarjoavan palvelualueen liiketoimintamallista riippuen palvelualue voi olla velvollinen hakemaan toimilupaa myös muun muassa pankki- ja finanssiliikelain (ruots. *Lagen om bank- och finansieringsrörelse, 2004:297*) tai maksupalvelulain (ruots. *Lagen om betaltjänster, 2010:751*) perusteella.

Ruotsissa ei ole esitteen laatimis- ja julkaisuvelvollisuutta, jos arvopapereita tarjotaan merkittäväksi vastikkeeltaan alle 2,5 miljoonan euron suuruinen määrä 12 kuukauden aikana. Ruotsissa on lisäksi katsottu, ettei esitteen laatimisvelvollisuus muutenkaan koske palvelualueita, koska ne toimivat ainoastaan välittäjinä (engl. *intermediary*) tai oikeammin sosiaalisena Internet-pohjaisena kohtaamispaikkana tai medianana, joka saattaa potentiaaliset sijoittajat ja rahoitusta hakevat yritykset yhteen. Vastuu esitteen laatimisesta kuuluu tämän tulkinnan mukaan varsinaisesta osakeannista vastaavalle taholle eli käytännössä rahoitusta hakevalle yritykselle. Palvelualueen tulee kuitenkin muistuttaa rahoitusta hakevia yrityksiä näille kuuluvista velvollisuuksista.

Ruotsin osakeyhtiölaki (ruots. *Aktiebolagslag* ja engl. *Companies Act, 2005:551*) suhtautuu yksityisten osakeyhtiöiden osakkeisiin eri lailla kuin julkisten osakeyhtiöiden osakkeisiin. Käytännössä yksityisillä osakeyhtiöillä voi olla julkisia osakeyhtiöitä pienempi osakepääoma, mutta vastaavasti ne eivät voi hakea pääomaa julkisten osakeantien kautta markkinoimalla tai muulla tavalla tarjoamalla osakkeitaan merkittäväksi. Ruotsin osakeyhtiölaki kuitenkin sallii

poikkeuksellisesti yksityiselle osakeyhtiölle oikeuden hakea rahoitusta yleisöltä, kunhan tällainen osakeanti suunnataan alle 200 sijoittajalle (levittämiskielto), jolloin sitä ei pidetä julkisena osakeantina. Kyseinen Ruotsin osakeyhtiölaissa oleva poikkeus on osoittautunut merkittäväksi esteeksi sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen yleistymiselle ja start-up – yritysten rahoituksensaannille. Ruotsin markkinavalvoja on toistaiseksi arvioinut, että yksityisen osakeyhtiön on helpompi tarjota osakkeitaan joukkorahoitusta välittävän palvelualustan kautta. Ei ole kuitenkaan varmaa, riittääkö levittämiskieltoa koskevan poikkeuksen soveltumiselle se, että sijoittajat joutuvat erikseen kirjautumaan palvelualustan ylläpitämille sijoittajasivuille ja täyttääkö tällainen prosessi laissa säädetyn ehdon, jonka mukaan yksityisen osakeyhtiön osakkeita ei saa tarjota kuin enintään 200 sijoittajalle. Levittämiskiellon tietoinen rikkominen on laissa säädetty rangaistavaksi teoksi.

Ruotsissa tuli voimaan 1 päivänä heinäkuuta 2014 laki tietyistä kuluttajaluotoista (ruots. *lagen om viss verksamhet med konsumentkrediter* ja engl. *Act on Certain Credit to Consumers*, 2014:275). Tämän lain perusteella myös tietyt lainamuotoista joukkorahoitusta välittävät palvelualustat voivat olla velvoitettuja hakemaan toimilupaa Ruotsin markkinavalvojalta etenkin, jos ne välittävät luottoja kuluttajille. Lakiin sisällytettiin siirtymäaika vuoden 2015 alkuun. Laki edellyttää lisäksi, että lain mukaisissa kuluttajaluotoissa käytettävä luottosopimus sisältää selkeät luottoehdot, jonka lisäksi palvelualustoilla on myös muita lisätiedonantovelvollisuuksia. Kyseisen lain sijaan sovellettavaksi voi tietyissä tilanteissa tulla myös kuluttajaluottolaki (ruots. *Konsumentkreditlagen*, 2010:1846).

Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen markkina Ruotsissa oli vuonna 2013 noin kolme miljoonaa euroa, joka kerättiin käytännössä kahden palvelualustan kautta. Ruotsin markkinavalvojan selvityksen mukaan markkinoiden nykyistä kokoa on vaikea luotettavasti arvioida, mutta muutamalta suurimmalta palvelualustalta saadun tiedon mukaan toiminta kasvaa vauhdilla. Ruotsissa toimii Ruotsin markkinavalvojan julkaiseman selvityksen mukaan noin 13 laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittävää palvelualustaa.

Tanska

Tanskan elinkeinohallitus (tansk. *Erhvervsstyrelsen* ja engl. *The Danish Financial Business Authority*) julkaisi 18 päivänä marraskuuta 2013 joukkorahoitusta koskevan neuvontaraportin, joka koski olemassa olevaa rahoitusmarkkinalainsäädäntöä ja sen soveltumista tiettyihin joukkorahoitusmuotoihin.

Tanskan hallitus on arvioinut joukkorahoitusta koskevan kansallisen lain säätämisen tarvetta. Asiaa on käsitelty parlamentaarisessa komiteassa osana Tanskan hallituksen vuoden 2014 kasvuohjelmaa, jossa joukkorahoitus nähdään potentiaalisena rahoituslähteenä erityisesti pk-yrityksille. Tanskan elinkeinohallitus julkaisi 8 päivänä toukokuuta 2015 raportin joukkorahoituksesta (tansk. *Crowdfunding i Danmark*), jonka loppupäätelmä on se, että Tanskan lain-säädäntö kykenee tällä hetkellä riittävällä tasolla käsittelemään kaikkia Tanskan markkinoilla toistaiseksi käytettyjä joukkorahoitusmuotoja. Samassa yhteydessä raportin julkaisun yhteydessä Tanskan hallitus julkaisi aloitteen (tansk. *Vækstinitiativer 2015 - Øget kendskab til og brug af crowdfunding*), jonka perusteella Tanskan kasvurahasto (tansk. *Vækstfonden* ja engl. *Danish Growth Fund*) laajentaa antamansa lainatakaukset käsittämään myös Tanskan markkinavalvojan hyväksymät joukkorahoituslupamat. Tähän mennessä vastaava menettely on ollut avoinna ainoastaan pankeille Tanskassa.

Tanskassa ei tällä hetkellä toimi yhtään sijoitusmuotoista joukkorahoitusta harjoittavaa palvelualustaa. Tanskan rahoitustoimintalaki (tansk. *lov om finansiel virksomhed* ja engl. *The Danish Financial Business Act*) kuitenkin lähtee siitä, että jos joukkorahoitusta välittävä palvelu-

alusta edistää osakkeita tai muita rahoitusvälineitä koskevan annin järjestämistä, ja annin kohteena oleva yritys julkisesti hakee rahoitusta yksityisiltä sijoittajilta, palvelualusta käytännössä tarjoaa sijoituspalveluita ja on tällöin velvoitettu hakemaan toimilupaa Tanskan markkinavalvojalta (tansk. *Finanstilsynet*). Koska sijoitusmuotoista joukkorahoitusta ei Tanskassa ole, niin asiaa ei ole käytännössä arvioitu. Näin ollen mahdollisista rajanveto-ongelmista tai niiden ratkaisusta ei ole käytännön kokemusta.

Tanskassa mikä tahansa liiketoiminta, missä vastaanotetaan yleisöltä talletuksia tai muita takaisinmaksettavia varoja, edellyttää toimilupaa rahoitustoimintalain nojalla. Tanskassa lainamuotoinen joukkorahoitus on toistaiseksi perustunut toimintamalliin, jossa palvelualusta itse on huolehtinut sijoittajien tekemien sijoitusten takaisinmaksamisesta ja tällaisena toimintana se on edellyttänyt toimilupaa.

Tanskassa ei ole esitteen laatimis- ja julkaisuvelvollisuutta, jos arvopapereita tarjotaan merkittäväksi vastikkeeltaan alle miljoonan euron suuruinen määrä 12 kuukauden aikana.

2.3 Nykytilan arviointi

2.3.1 Euroopan tilanne

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (ESMA)

ESMA:n lausunto ja neuvo

ESMA:n sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevassa 18 päivänä joulukuuta 2014 annetuissa lausunnossa ja neuvossa on laaja-alaisesti arvioitu sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen tämänhetkistä asemaa eri EU-valtioissa ja yleisesti EU:n alueella. ESMA:n neuvo on suunnattu EU-valtioiden kansallisille markkinavalvojille ja lausunto vastaavasti EU-instituutioille (komissio, Euroopan parlamentti ja neuvosto) tarkoituksena korostaa sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen liittyviä ongelma- ja kehityskohtia, mitkä johtuvat voimassa olevasta EU-lainsäädännöstä. Yksi ESMA:n keskeisistä viesteistä on, että nykyisin voimassa olevaa EU-lainsäädäntöä ei ole saatettu voimaan joukkorahoitusta silmällä pitäen eikä se näin ollen ota huomioon joukkorahoitukseen toimialana ja rahoitusmuotona liittyviä erityispiirteitä.

Neuvossaan EU-valtioiden kansallisille markkinavalvojille ESMA arvioi sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen piirissä olevia erisältöisiä liiketoimintamalleja ja niihin mahdollisesti soveltuvia eri EU-lainsäädäntökehikkoja. Neuvo sisältää arvion siitä, miten yleisimmin esiintyvät sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen liiketoimintamallit sijoittuvat EU-lainsäädäntökehikkoon (muun muassa MIFID I, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/71/EY arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta (engl. *Prospectus Directive*, jäljempänä *esitedirektiivi*) ja vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annetun direktiivin (engl. *Alternative Investment Fund Managers Directive*, 2011/61/EU, jäljempänä *AIFMD*) ja muu rahoitus- ja pankkisääntely). ESMA:n neuvo ei oikeudellisesti velvoita EU-valtioiden kansallisia markkinavalvojia mutta yhtenäistää käytännössä niiden tulkintoja, mikä on ollut yksi ESMA:n julkituoma tavoite neuvon julkistamiselle.

Vastaavasti EU-instituutioille osoitettu lausunto korostaa niitä aukkoja ja asiakohtia, joita nykyisin voimassa olevaan EU-lainsäädäntöön joukkorahoituksen näkökulmasta sisältyy ja joissa lainsäädännöllisille toimenpiteille olisi tarvetta. ESMA:n lausunnon mukaan voimassa oleva EU-lainsäädäntö ei ota huomioon sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen erityispiirteitä, mikä vaikeuttaa voimassa olevan EU-lainsäädännön soveltamista monimuotoiseen ja -

sisältöiseen joukkorahoitustoimialaan. Tämä puolestaan on saanut monet EU-valtiot ja kansalliset markkinavalvojat laatimaan omia tapauskohtaisia tulkinta- ja arviointikäytäntöjään ja ehdottamaan sekä panemaan täytäntöön omia kansallisia sääntelyratkaisujaan käytännössä ilmenneiden tulkintaongelmien poistamiseksi. Lausunnon mukaan muun muassa esitedirektiiviin sisältyviä esiterajoja ja MIFID I:n pääomavaatimuksia tulisi tarkistaa, minkä lisäksi MIFID I:n 3 artiklan tarjoaman MIFID I:n soveltamisalaa koskevan valinnaisen poikkeuksen laaja-alaisempaa soveltamista tulisi pohtia. ESMA ehdottaa EU-instituutioille myös harkittavaksi EU-tason sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevan erillisen sääntelykehikon säätämistä riittävän tasoisen sijoittajansuojan varmistamiseksi ja toimialan kasvun edistämiseksi erityisesti niitä alan toimijoita silmällä pitäen, jotka toimivat nykyisen MIFID I:n sääntelykehikon ulkopuolella. ESMA:n neuvossa ja lausunnossa ei oteta kantaa MIFID II:n ja sen 3 artiklan soveltuvuuteen joukkorahoitukseen.

ESMA:n konsultaatiovastaus pääomamarkkinaunionia koskevaan vihreään kirjaan

Pääomamarkkinaunionia koskevan komission vihreän kirjan (*Vihreä kirja Pääomamarkkinaunionin muodostamisesta*) KOM(2015) 63 18 päivänä helmikuuta 2015 tapahtuneen julkistuksen ja siitä alkaneen 13 päivänä toukokuuta 2015 päättyneen konsultaation yhteydessä on kuitenkin esitetty, että MIFID II:n 3 artikla olisi liian laaja, raskas ja yksityiskohtainen joukkorahoituksen sääntelytarpeisiin. ESMA palanee asiaan MIFID II:n yhteydessä. ESMA on pääomamarkkinaunionia koskevaan komission vihreään kirjaan 13 päivänä toukokuuta 2015 antamassaan konsultaatiovastauksessa ESMA/2015/856 (engl. *ESMA response to the Commission Green Paper on Building a Capital Markets Union*) edelleen korostanut, että joukkorahoitusta tarjoavien palvelualustojen valvonta ja niitä koskeva sääntely poikkeavat laajasti eri EU-valtioiden kesken, mikä johtuu voimassa olevan EU-oikeuden erilaisista kansallisista tulkinnoista ja toisistaan poikkeavasti voimaan saatetusta kansallisesta lainsäädännöstä. ESMA on kiinnittänyt erityistä huomiota voimassa olevan EU-lainsäädännön aukkoihin ja puutteisiin, jotka voivat aiheuttaa ongelmia sijoittajansuojan näkökulmasta ja estää joukkorahoitusta saavuttamasta täysimääräisesti sille asetettuja odotuksia. ESMA:n mukaan keskeiset aukot ja ongelmat liittyvät (i) voimassa olevan EU-lainsäädännön aiheuttamaan hallinnolliseen taakkaan, (ii) mahdollisuuden järjestää joukkorahoitustoiminta niin, ettei voimassa oleva EU-lainsäädäntö sovellu siihen (toiminta siirtokelvottomilla rahoitusvälineillä, jolloin MIFID I ei tule sovellettavaksi), (iii) kansallisesti toisistaan huomattavasti poikkeavat esiterajat, (iv) palvelualustoille eri maissa asetettavat erisuuruiset pääomavaatimukset ja (v) MIFID I:n 3 artiklan valinnaisen poikkeuksen soveltamisen ja soveltamisalan eroavaisuudet EU-valtioiden välillä. Yhtenä ratkaisuna ilmenneiden ongelmien ratkaisemiseksi ESMA ehdottaa komissiolle erityisen joukkorahoitusta koskevan EU-tason sääntelyratkaisun luomista.

Sääntelyn hajautuminen EU-tasolla

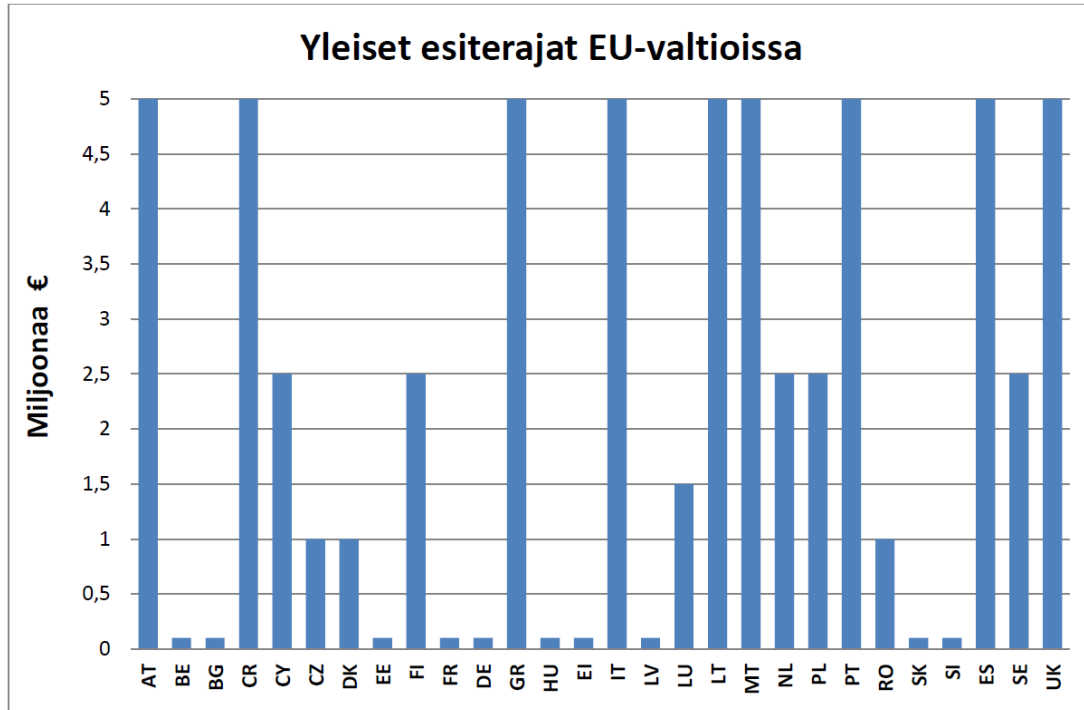
ESMA:n neuvon ja lausunnon sekä konsultaatiovastauksen perusteella on helppo havaita, miksi sijoitusmuotoista joukkorahoitusta on helpompi harjoittaa tietyissä EU-valtioissa ja vastaavasti vaikeampaa toisissa. Eri EU-valtiot ovat panneet täytäntöön rahoitusmarkkinasääntelyä sisältävät direktiivit (muun muassa MIFID I, esitedirektiivi ja AIFMD) hyvin erisisältöisinä, minkä takia toimialan toiminta- ja tätä kautta kasvuedellytykset vaihtelevat huomattavan paljon eri EU-valtioiden kesken. Lisäksi eri EU-valtioiden toteuttamat kansalliset joukkorahoitusta koskevat lainsäädäntöhankkeet ovat lisänneet lainsäädännöllistä fragmentaatiota toimialalla. Keskeinen syy kyseisten toimenpiteiden toteuttamiseen on kuitenkin useimmissa tapauksissa ollut tavoite kansallisen kilpailukyvyyn turvaamisesta ja parantamisesta. ESMA on konsultaatiovastauksensa liitteenä olleessa EU-valtioiden markkinavalvojien toimintaa kartoittaneessa erillisessä raportissa ESMA/2015/856 Ann 1 (engl. *Investment-based crowdfunding – Insights from regulators in the EU*) arvioinut sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen sääntelyä

ja eri EU-valtioiden markkinavalvojen sijoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta omaksumaa tulkintakäytäntöä. Raportti perustuu joulukuussa 2014 käytössä olleeseen ja markkinavalvojen ESMA:lle toimittamaan aineistoon. Raportin perusteella sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevaa EU-lainsäädäntöä on tulkittu huomattavan vaihtelevasti eri EU-valtioissa. ESMA arvioi tämän johtuvan ennen kaikkea kansallisten markkinavalvojen tekemistä ratkaisuksista, jotka ovat ennen kaikkea perustuneet niiden omaan arvioon, näkemykseen ja valintaan toimintaan parhaiten soveltuvasta lainsäädäntökehikosta (sekä toiminnan luokittelusta kyseisen lainsäädäntökehikon sisällä) kuin eroon eri EU-valtioissa toimivien sijoitusmuotoista joukkorahoitusta tarjoavien palvelualustojen liiketoimintamalleissa. ESMA toteaa tämän aiheuttavan EU-tasolla suuria haasteita kilpailuneutraliteetin (engl. *level playing field*) sekä sääntelyn ja valvonnan yhdenmukaisuuden (engl. *supervisory convergence*) näkökulmasta. Kansallisten markkinavalvojen eri EU-valtioissa tekemät toisistaan poikkeavat tulkinnat voimassa olevasta EU-lainsäädännöstä heikentävät kuitenkin ennen kaikkea EU:n sisämarkkinoiden tehokasta toimintaa, minkä takia ESMA on ilmoittanut keskittyvänsä vuosien 2016—2020 strategisessa suuntautumisessaan (engl. *Strategic Orientation for 2016—2020*) ensisijaisesti rahoitusmarkkinoiden valvonnan yhdenmukaistamiseen EU:ssa.

Esitedirektiivi

Hyvän esimerkin eri EU-valtioiden välillä olevista eroista tarjoaa esitedirektiivin ja siinä asetetun esitteen laatimis- ja julkaisuvelvollisuuden alarajan täytäntöönpano eri EU-valtioissa. Kuten edellä EU-valtioiden lainsäädäntövertailusta voidaan havaita, pelkän alarajan lisäksi on voitu kansallisesti asettaa myös muita erityisvaatimuksia liittyen esitteen julkaisemiseen. Lisäksi on voitu asettaa portaittaisesti kasvavia esiterajoja, joiden eri tasoille liittyy toisistaan poikkeavia tiedonantovelvollisuuksia (esimerkiksi Itävalta) tai rahoitusmuotokohtaisia esiterajapoikkeuksia (esimerkiksi Ranska, Belgia ja Saksa). Lähtökohtaisesti esitedirektiivi kattaa vain siirtokelpoiset arvopaperit sellaisina kuin ne on MIFID I:ssä määritelty. Jos käytetty rahoitusväline ei ole siirtokelpoinen arvopaperi, mutta on kuitenkin MIFID I:n mukainen muu rahoitusväline, tällöin tulee soveltaa MIFID I:n sisältämiä tiedonantovaatimuksia. Tilanteissa, joissa käytettävä rahoitusväline ei ole MIFID I:n mukainen rahoitusväline miltään osin, sovelletaan kansallista lainsäädäntöä, koska MIFID I ei tällöin sovellu miltään osin kyseiseen toimintaan.

Kuva 1. Yleiset esiterajat EU-valtioissa



Rahoitusvälineiden markkinat –direktiivi (MIFID I)

Myös MIFID I:n soveltuminen sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen poikkeaa suuresti eri EU-valtioiden välillä. ESMA on kiinnittänyt asiaan korostunutta huomiota pääomamarkkinaunionin konsultaatiovastauksensa liitteenä olleessa EU-valtioiden markkinavalvojien toimintaa kartoittaneessa erillisessä raportissa. Lähtökohtaisesti MIFID I soveltuu sijoituspalveluyrityksiin. Sijoituspalveluyritys on oikeushenkilö, jonka tavanomaisena ammatti- tai liiketoimintana on yhden tai useamman sijoituspalvelun ammattimainen tarjoaminen kolmansille osapuolille. Käytännössä MIFID I soveltuu sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittäviin palveluntarjoajiin silloin, kun ne toimivat sijoitusten välittäjinä (engl. *investment intermediary*). Tämä luonnollisesti edellyttää, että palvelualusta tarjoaa MIFID I:n mukaisia palveluita tai toimintoja liittyen MIFID I:n mukaisiin rahoitusvälineisiin eikä mikään MIFID I:n poikkeussäännös tapauskohtaisesti tule sovellettavaksi toimintaan (esimerkiksi MIFID I:n 3 artikla). MIFID I:n näkökulmasta rahoitusvälineitä ovat siirtokelpoiset arvopaperit. Tällä on sijoitusmuotoisen joukkorahoitukseen kannalta keskeinen merkitys, sillä MIFID I ei sovellu siirtokelvottomiin arvopapereihin. Siirtokelvoton arvopaperi on sellainen rahoitusväline, jota haltija ei voi luovuttaa edelleen. Luovutusrajoitus voi johtua laista tai erillisestä sopimusmääräyksestä. Jos joukkorahoituksen välittäjä välittää siirtokelvottomia rahoitusvälineitä, ei toiminta ole MIFID I:n soveltamisalan piirissä eikä palveluntarjoaja ole MIFID I:n määritelmän mukainen sijoituspalveluyritys.

Eri EU-valtioita koskevassa lainsäädäntövertailussa esiin tulleet vaihtoehdot paljastavat esimerkiksi, että tietyissä EU-valtioissa MIFID I ei sovellu lainkaan, koska sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa ja sitä harjoittavan palvelualustan toiminnassa on kysymys viestintäkanavana toimimisesta tai joukkorahoituksen ei muuten katsota kuuluvan MIFID I:n soveltamisalaan (Espanja, Portugali, Irlanti ja osin Ruotsi), jolloin palvelualustan ei myöskään katsota tarjoavan MIFID I:n mukaisia palveluita tai toimintoja. Voi myös olla, ettei MIFID I soveltu sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen, koska palvelualustan tai rahoitusta hakevan yrityksen sijoittajille vastikkeeksi tarjoama sijoitustuote ei nimenomaisesti ole MIFID I:n mukainen rahoitusväline (siirtokelpoinen arvopaperi) (Belgia, Saksa, Itävalta ja osin Ruotsi). Tietyissä EU-valtioissa MIFID I sinänsä soveltuu, mutta niissä on pantu täytäntöön valinnainen MIFID I:n 3 artikla, joka on luonut tietyin edellytyksin poikkeuksen MIFID I:n soveltamisalaan, mitä kansallisella lainsäädännöllä on laajennettu koskemaan laina – ja/tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittäviä palvelualustoja tietyiltä osin (Ranska, Italia ja osin Iso-Britannia). Joissakin EU-valtioissa on valittu MIFID I:n soveltuvuuden näkökulmasta raskain mahdollinen vaihtoehto, jolloin sääntelyä on sovellettu täysimääräisesti sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen (Alankomaat, Tanska, Suomi ja osin Iso-Britannia). Erot MIFID I:n kansallisessa soveltamisessa liittyvät sekä siihen, miten direktiivi on kansallisesti saatettu voimaan että siihen, mitä muussa kansallisessa lainsäädännössä on säädetty esimerkiksi MIFID I:n soveltamisalan keskiössä olevasta rahoitusvälineen (siirtokelpoisen arvopaperin) käsitteestä. Myös kansallisten markkinavalvojen voimassa olevaa kansallista ja EU-lainsäädäntöä koskevilla tulkinnolla on ollut suuri vaikutus siihen, miten ja mitä säännöksiä MIFID I:stä on eri EU-valtioissa sovellettu sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen. Yhtenä, joskaan ESMA:n raportin perusteella ei keskeisenä selittävänä tekijänä voidaan pitää myös sitä, että sijoitusmuotoinen joukkorahoitus ilmenee eri EU-valtioissa jossain määrin eri muodoissaan (liiketoimintamallit eroavat toisistaan), mikä vastaavasti vaikeuttaa toiminnan määrittelyä muun muassa MIFID I:n soveltamisalan näkökulmasta.

Taulukko 5. MIFID I:n soveltuvuus joukkorahoitukseen eri EU-valtioissa pääpiirteissään

MIFID I:n soveltuvuus joukkorahoitukseen eri EU-valtioissa pääpiirteissään				
	<u>Toimintamuoto</u>	<u>MIFID I</u>	<u>Markkinavalvoja (toimilupa / rekisteröinti)</u>	<u>Kommentteja</u>
<u>FI</u>	Liikkeeseenlaskun järjestäminen	Soveltuu	Finanssivalvonta	Tilanne muuttuu joukkorahoitusta koskevan erillislain voimaantulon jälkeen
<u>UK</u>	Toimeksiantojen vastaanottaminen ja välittäminen	Soveltuu (myös poikkeus artikla 3 voimassa)	FCA	Myös MIFID I:n 3 artikla implementoitu kansalliseen lainsäädäntöön – moni palvelualusta toimii MIFID I:n mukaisina sidonnaisasiamiehinä
<u>IT</u>	Toimeksiantojen vastaanottaminen ja välittäminen	Poikkeus (Artikla 3)	CONSOB	Vain innovatiivisille <i>start-up</i> -yrityksille
<u>FR</u>	Sijoitusneuvonta	Poikkeus (Artikla 3)	CIP yhdistys / AMF	Erillinen esitepoikkeus CIP:lle ja PSI:lle

<u>DE</u>	Liikkeeseenlaskun järjestäminen (Hyödynnetään siirtokelvottomia rahoitusvälineitä)	Ei sovellu	Yksinkertainen elinkeinotoimilupa / BaFin (jos rahoitusväline)	Perustuu lakimuutokseen, joka on tullut voimaan (saks. <i>Kleinanlegerschutzgesetz</i>)
<u>ES</u>	Sosiaalinen media (Vaikka käytetään siirtokelpoisia rahoitusvälineitä)	Ei sovellu	CNMV	Perustuu lakimuutokseen, joka on tullut voimaan (esp. <i>Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial</i>)
<u>BE</u>	Liikkeeseenlaskun järjestäminen (Hyödynnetään siirtokelvottomia rahoitusvälineitä)	Ei sovellu	-	Erillinen joukkorahoituspoikkeus esitteen julkaisuvelvollisuuteen – Belgiassa ei tällä hetkellä ole sijoitusmuotoista joukkorahoitusta
<u>NL</u>	Toimeksiantojen vastaanottaminen ja välittäminen	Soveltuu	AFM	AFM ehdottanut laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevien kansallisten lainsäädäntöhankkeiden aloittamista
<u>AT</u>	Liikkeeseenlaskun järjestäminen (Hyödynnetään siirtokelvottomia rahoitusvälineitä)	Ei sovellu	- / Finanzmarktaufsicht (jos rahoitusväline)	Erillislaki (saks. <i>Alternativfinanzierungsgesetz</i> , BGBl. I Nr. 114/2015) ja sen yhteydessä tehdyt muutokset Itävallan pääomamarkkinalakiin (saks. <i>Kapitalmarktgesetz</i>) keventäneet esiterajoja
<u>SE</u>	Sosiaalinen media (Hyödynnetään siirtokelvottomia rahoitusvälineitä)	Ei sovellu	-	Markkinavalvojan toimesta valmistunut markkina-analyysi laina- ja sijoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta 15 päivään joulukuuta 2015
<u>DK</u>	Toimeksiantojen vastaanottaminen ja välittäminen	Soveltuu	Finanstilsynet	Parlamentaarisen komitean lainsäädäntöselvitystyö käynnissä – Tanskassa ei tällä hetkellä ole sijoitusmuotoista joukkorahoitusta

Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen jäsentely MIFID I:n puitteissa

ESMA kiinnitti neuvossaan ja lausunnossaan erityistä huomiota siihen, että oli vaikea määrittää, mitä MIFID I:n alaista palvelua tai toimintaa sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittävät palvelualustat yleisesti ottaen eri EU-valtioissa tarjosivat ja mitkä pääomavaatimukset niiden toimintaan kohdistuivat. Neuvossaan ESMA korosti, että keskeinen MIFID I:n alainen toimintamuoto sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa on toimeksiantojen vastaanottaminen ja välittäminen, ja palvelualustoille näin useimmiten soveltuva pääomavaatimus tulisi olla 50 000 euroa tai riittäväksi arvioitava vastaavantasoinen ammattimainen vastuuvakuutus. ESMA on sitemmin pääomamarkkinaunionia koskevan konsultaatiovastauksensa liitteenä olleessa raportissa tarkemmin arvioinut sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen asemaa eri jäsenvaltioissa olemassa olevan sääntelykehikon puitteissa. ESMA totesi määrittelevänsä säännellyn toiminnan niin, että palvelualusta on saanut toimiluvan tai rekisteröitynyt suoraan kansallisen tai EU-lainsäädännön nojalla tai toimii sidonnaisasiamiehinä toimiluvallisille tai rekisteröityneille toimijoille. ESMA sai raporttia varten vastaukset kaikilta 28 EU-valtioiden markkinavalvojilta. Seitsemän markkinavalvojaa (Itävalta, Ranska, Saksa, Italia, Alankomaat, Espanja ja Iso-Britannia) ilmoitti ESMA:lle, että niiden alueella toimii säänneltyjä sijoitusmuotoista joukkorahoitusta tarjoavia palvelualustoja. Lisäksi kaksi markkinavalvojaa (Suomi ja Kreikka) ilmoitti, että ne olivat saaneet toimilupahakemuksia säännellyn toiminnan aloittamiseksi. Kansallisten markkinavalvojien tekemien ilmoitusten ja joulukuussa 2014 kerätyn aineiston perusteella EU:ssa toimi yhteensä 46 säänneltyä palvelualustaa. ESMA toteaa, että luku voi kuitenkin olla liian alhainen, koska siinä ei oteta huomioon niitä palvelualustoja, jotka toimivat yleisen MIFID I:n toimiluvan nojalla. Tällaista toimintaa ei ole välttämättä erikseen eroteltu tai yksilöity joukkorahoitukseksi. ESMA:n raportin mukaan säännellyistä palvelualustoista 15/46 toimii MIFID I:n 3 artiklan nojalla eikä niihin kohdistu mitään pääomavaatimuksia. Myös ne palvelualustat (12/46), jotka toimivat sidonnaisasiamiehinä, ovat vapautettuja pääomavaatimuksista, joskin niiden taustalla vaikuttavat toimiluvalliset sijoituspalveluyritykset ovat pääomavaatimusten piirissä. Lopuista 19 säännellystä palvelualustasta 14 palvelualustalle oli asetettu 50 000 euron, kolmelle 125 000 euron (asiakasvarojen hallinta) ja kahdelle 730 000 euron (kaupankäynti omaan lukuun) pääomavaatimus.

ESMA:n mukaan 46 säännellystä palvelualustasta 18 on säännelty MIFID I:n puitteissa, 15 toimii MIFID I:n 3 artiklan poikkeuksen nojalla ja vastaavasti 12 palvelualustaa toimii MIFID I:n mukaisina sidonnaisasiamiehinä toimiluvallisille sijoituspalveluyrityksille. Lisäksi yhden palvelualustan ilmoitettiin toimivan MIFID I:n 2 artiklan poikkeuksen varassa, mutta kyseinen palvelualusta oli toimiluvallinen kansallisen sääntelyn piirissä. MIFID I:n sääntelyn soveltamisalan laajuus ja sääntelystä johtuva hallinnollinen taakka riippuvat pitkälti siitä, millaista MIFID I:n mukaista säänneltyä toimintaa sijoitusmuotoista joukkorahoitusta tarjoavan palvelualustan katsotaan harjoittavan. Palvelualusta voi luonnollisesti harjoittaa useaa MIFID I:ssä säänneltyä toimintaa esimerkiksi niin, että se tarjoaa toimeksiantojen vastaanottamisen ja välittämisen lisäksi sijoitusneuvontaa, minkä takia alla käytettävä vertailuluku 53 eroaa 46 säännellyn palvelualustan määrästä. ESMA toteaa, markkinavalvojilta kerättyyn tietoon viitaten, että säänneltyjen palvelualustojen katsotaan tarjonneen alustansa välityksellä pääasiassa MIFID I:n mukaista toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä. Toimeksiantojen vastaanottaminen ja välittäminen identifioitiin tarjotuksi palveluksi kaikkiaan 40/53 tapauksessa. Toiseksi yleisimmäksi säänneltyjen palvelualustojen tarjoamaksi MIFID I:n sääntelemäksi toiminnaksi raportissa yksilöidään sijoitusneuvonta (6/53). ESMA:n raportin mukaan säänneltyjen palvelualustojen tarjoaman toiminnan on vain harvoin katsottu täyttävän MIFID I:n sääntelemää rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskun tai myynnin järjestämistä ilman merkintä- tai ostopäätöksen antamista koskevaa toimintaa (3/53). Yksittäisissä tapauksissa säänneltyjen palvelualustojen katsottiin harjoittavan myös toimeksiantojen toteuttamista, kaupankäyntiä omaan lukuun ja liikkeeseenlaskun takaamista. Erot sijoitusmuotoisen joukkorahoit-

tuksen kohtelusta eri EU-valtioissa näyttävät ESMA:n mukaan perustuvan enemmän kansallisten markkinavalvojien olemassa olevasta sääntelykehikosta ja sen soveltuvuudesta tekemiin tulkintoihin kuin eri EU-valtioissa toimivien sijoitusmuotoista joukkorahoitusta tarjoavien palvelualustojen liiketoimintamallien erilaisuuteen.

Taulukko 6. Säänneltyjen joukkorahoitusta tarjoavien / välittävien palvelualustojen tarjoamat MIFID I:n mukaiset palvelut EU:ssa

Säänneltyjen joukkorahoitusta tarjoavien / välittävien palvelualustojen tarjoamat MIFID I:n mukaiset palvelut EU:ssa		
Palvelu	Määrä	Missä
Toimeksiantojen vastaanottaminen ja välittäminen	40	Iso-Britannia, Ranska, Italia
Toimeksiantojen toteuttaminen	2	Iso-Britannia
Kaupankäynti omaan lukuun	1	Italia
Omaisuuksien hoito	-	-
Sijoitusneuvonta	6	Ranska
Liikkeeseenlaskun takaaminen	1	Italia
Liikkeeseenlaskun järjestäminen	3	Saksa ja Alankomaat (sekä Suomi)
Monenkeskisen kaupankäynnin järjestäminen	-	-
Rahoitusvälineiden säilyttäminen	-	-

Huomio: tarjottujen MIFID I:n mukaisten palvelujen määrä eroaa säänneltyjen palvelualustojen määrästä, koska osa palvelualustoista tarjoaa useampaa kuin yhtä MIFID I:n mukaista palvelua.

Sijoitusmuotoista joukkorahoitusta harjoittavien palvelualustojen toiminta

ESMA:n mukaan suurin osa säännellyistä palvelualustoista (30/46) tarjoaa sijoittajille ylläpitämänsä palvelualustan välityksellä suoria oman pääoman ehtoisia sijoituksia rahoitusta hakeviin kohdeyrityksiin. Osa näistä palvelualustoista tarjoaa myös muita joukkorahoituksen muotoja, kuten sijoituksia kohdeyritysten liikkeeseen laskemiin joukkolainoihin, debenttureihin tai erilaisiin hyödykemuotoista joukkorahoitusta hyödyntäviin kohteisiin. Kansallisten markkinavalvojien tekemien ilmoitusten perusteella EU:ssa näyttäisi tällä hetkellä toimivan viisi säänneltyä palvelualustaa (kolme Ranskassa ja kaksi Iso-Britanniassa), jotka tarjoavat sijoittajille epäsuoria sijoituksia sijoittajien ja sijoituskohteen välissä toimivan erityisyhtiön (jäljempänä *SPV*) kautta. Kyseissä toiminnassa hyödynnetään kahta toisistaan poikkeavaa toimintamallia. Ensimmäisessä mallissa *SPV* sijoittaa projektin omaan pääomaan (esimerkiksi osakkeisiin) ja vastaavasti sijoittajat omistavat osuuden *SPV*:stä tai osuuteensa oikeuttavan määrän *SPV*:n liikkeeseen laskemista rahoitusvälineistä. Toisessa mallissa *SPV* sijoittaa omaisuuden (esimerkiksi kiinteistöihin) ja vastaavasti sijoittajat omistavat osuuden *SPV*:stä ja saavat mahdollisesti lisäksi oikeuden *SPV*:n tekemien sijoitusten tulevaisuudessa toteutuviin rahavirtoihin (esimerkiksi kiinteistön vuokrauksesta tuleviin vuokratuloihin tai niiden osuuteen). Lisäksi

kahdeksan säänneltyä palvelualustaa näyttäisi tällä hetkellä tarjoavan suoria sijoituksia vieraan pääoman ehtoihin rahoitusvälineisiin, kuten joukkolainoihin tai debentureihin, joita rahoitusta hakevat kohdeyritykset ovat palvelualustan kautta laskeneet liikkeeseen.

Asiakasvarojen hallinta

ESMA:n raportin mukaan yksikään MIFID I:n 3 artiklan pohjalta toimiva (15/46) sijoitusmuotoista joukkorahoitusta tarjoava palvelualusta ei kansallisten markkinavalvojen ilmoituksen mukaan pitänyt asiakasvaroja hallinnassaan. Tämä on ymmärrettävää, koska MIFID I:n 3 artiklan sanamuoto nimenomaisesti kieltää asiakasvarojen hallussapidon, kun kyseisen artiklan sallimaa EU-valtioille valinnaista poikkeusta sovelletaan. EU-valtiot voivat sen sijaan sallia sidonnaisasiamiehinä toimivien palvelualustojen (12/46) pitää asiakasvaroja hallinnassaan, mutta kansallisten markkinavalvojen ilmoituksen mukaan vain yksi säännelty palvelualusta käytännössä toimii näin. Muiden säänneltyjen palvelualustojen osalta kansalliset markkinavalvojat ilmoittivat, että seitsemällä oli oikeus pitää asiakasvaroja hallussaan ja vastaavasti 13 palvelualustalle ei tällaista oikeutta ollut myönnetty.

ESMA:n suosittelema lainsäädäntökehikko

ESMA totesi neuvossaan pitävänsä sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittävillä palvelualustoille suositeltavana toimimista MIFID I:n muodostaman lainsäädäntökehikon puitteissa. Tämä mahdollistaa toiminnan laajentamisen muihin EU-valtioihin europassin avulla, mikä on ESMA:n näkökulmasta olennaista toimialan Euroopan laajuiselle kasvulle. Toisaalta itsekin kasvuvaiheessa olevien yritysten kasvaminen saman tien EU-tason toimijoiksi ei käytännössä välttämättä ole suoraan mahdollista, vaan voi edellyttää ensin kansallisten markkinoiden halluunottoa, johon liittyen myös kansallisilla joukkorahoitusta koskevilla lainsäädäntöratkaisuilla voi olla merkittävä vaikutus. ESMA on pääomamarkkinaunionin konsultaatiovastauksessaan korostanut, ettei MIFID I:n muodostama kehikko kuitenkaan ole riittävä kaikissa tapauksissa, kuten silloin kun toimitaan sen soveltamisalan ulkopuolelle jäävillä siirtokelvottomilla rahoitusvälineillä. Tulevaisuutta silmällä pitäen tulisi kartoittaa sijoitusmuotoiselle joukkorahoitukselle räätälöityjen, yhdenmukaistettujen ja suhteellisuusperiaatetta ilmentävien tiedonantovaatimusten säätämistä erityisesti niitä tilanteita silmällä pitäen, joissa esitedirektiivi ja sen sisältämät säännökset eivät syystä tai toisesta tule sovellettavaksi.

AIFMD

ESMA arvioi neuvossaan lisäksi myös muun muassa AIFMD:n soveltumista sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen ja sitä välittäviin palvelualustoihin. ESMA:n näkemyksen mukaan monet palvelualustat, jotka tarjoavat epäsuoraa sijoitusmahdollisuutta niiden välittämiin hankkeisiin, toteuttavat tämän useimmiten hyödyntämällä SPV:tä, jonka toiminta on suunniteltu nimenomaan kutakin yksittäistä hanketta silmällä pitäen. AIFMD:n sääntelyä sovelletaan erityyppisiin toimijoihin, jotka hoitavat esimerkiksi *hedge*-rahastoja, pääomarahastoja, kiinteistörahastoja tai hyödykerahastoja, joten yksittäistä hanketta ja sen rahoittamista varten perustettu erityisyhtiö ei todennäköisesti täytä edellä mainittua soveltamisalaehtoa. AIFMD:n soveltamisalasta todetaan lisäksi, että sitä sovelletaan vaihtoehtorahastoja säännöllisenä liiketoimintanaan hoitaviin yhteisöihin, jotka hankkivat pääomaa useilta sijoittajilta sijoittaakseen ne määritellyn sijoituspolitiikan mukaisesti sijoittajien eduksi. Kun sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa sijoituspäätös yksittäisiin hankkeisiin on tullut loppusijoittajilta itseltään, ja erityisyhtiö on perustettu tämän sijoituspäätöksen toteuttamiseksi, ei AIFMD näyttäisi soveltuvan tälläkään perusteella toimintaan. Kokonaisuudessaan AIFMD:n soveltuvuutta sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen ei voida ESMA:n mukaan sulkea pois, vaan asia riippuu aina tarkastelun kohteena olevasta liiketoimintamallista ja sen tapauskohtaisesta arvioinnista. Ylei-

sesti ottaen AIFMD:n sisältämät sängen korkeat pääomavaatimukset saattavat kuitenkin kannustaa muotoilemaan sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskeva liiketoimintamalli MIFID I:n tai jonkin muun toimintaan soveltuvan direktiivin muodostaman sääntelykehikon mukaisesti. Palvelualustat, jotka tarjoavat sijoittajille epäsuoria sijoituksia sijoittajien ja sijoituskohteen välissä toimivan SPV:n kautta, voivat tietysti edellytyksin kuulua AIFMD:n soveltamisalan piiriin.

Maksupalveludirektiivi

ESMA totesi neuvossaan, että sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen kannalta myös maksupalveludirektiivi voi tietyissä tilanteissa olla olennainen. Direktiivi asettaa säännöt maksupalveluntarjoajien erottamisesta kuuteen eri kategoriaan sekä säännöt niistä maksupalveluista, joita kyseisiin kategorioihin kuuluvat toimijat voivat tarjota. Direktiivi edellyttää ensinnäkin maksulaitosten toimiluvanvaraisuutta, mikä koskee erityisesti niitä maksupalveluntarjoajia, jotka eivät ole toimiluvallisia luottolaitoksia tai sähköisen rahan liikkeeseenlaskijalaitoksia. Maksupalveludirektiivin mukaan maksulaitos on oikeushenkilö, jolle on annettu toimilupa tarjota ja toteuttaa maksupalveluita koko EU:n alueella. Maksupalveludirektiivissä vahvistetaan myös säännöt, jotka koskevat maksupalveluehtojen avoimuutta ja tiedonantovaatimuksia sekä maksupalvelunkäyttäjien ja maksupalveluntarjoajien oikeuksia ja velvollisuuksia, kun maksupalveluja tarjotaan tavanomaisena ammatti- tai liiketoimintana. Maksupalveludirektiivin soveltaminen ei näin ollen tule välttämättä kyseeseen, jos maksupalvelujen tarjoaminen ei ole toimijan tavanomaista ammatti- tai liiketoimintaa. Yhtenä tähän suuntaan osoittavana tekijänä voidaan ESMA:n mukaan pitää palvelualustan MIFID I:n mukaista sijoituspalveluyrityksen toimilupaa. Vaikka maksupalvelut olisivatkin keskeinen osa palvelualustan toimintaa, sisältää maksupalveludirektiivi myös muita poikkeuksia, joiden perusteella se saattaa jäädä soveltumatta joukkorahoitustoimintaan. Joukkorahoituksen näkökulmasta keskeisiä poikkeuksia ovat muun muassa kaupallisen asiamiehen (engl. *commercial agent*) toiminta ja maksupalvelujen tarjoamista tukevat palvelut tietyissä tilanteissa. Lisäksi ESMA kiinnittää huomiota siihen, että maksutapahtumat, jotka liittyvät sijoituspalveluyritysten, luottolaitosten, sijoituspalveluja tarjoavien yhteissijoitusyritysten tai rahastoyhtiöiden ja muiden sellaisten yhteisöjen, jotka tarjoavat sijoituspalveluita, tai tahojen, jotka voivat pitää arvopapereita säilytyksessä, harjoittamaan arvopapereiden omaisuudenhoitoon, mukaan lukien osingot, tuotot tai muut suorituset, taikka lunastukseen tai myyntiin, rajautuvat maksupalveludirektiivin soveltamisalan ulkopuolelle. Joukkorahoituksessa keskeiset maksupalvelut ovat ESMA:n mukaan: (i) palvelut käteisen tallettamiseksi maksutilille sekä kaikki maksutilin hoitamisen edellyttämät operaatiot, (ii) palvelut käteisen nostamiseksi maksutililtä sekä kaikki maksutilin hoitamisen edellyttämät operaatiot, (iii) maksutapahtumien toteuttaminen, mukaan luettuna varojen siirto käyttäjän maksupalveluntarjoajan tai jonkin muun maksupalveluntarjoajan ylläpitämälle maksutilille, (iv) maksuvälineiden liikkeeseenlasku ja/tai tapahtumahyvitys, ja (v) rahansiirrot.

ESMA:n näkemyksen mukaan joukkorahoitustoiminta liittyy edellä mainittuihin maksupalveluihin seuraavilla tavoilla: (i) palvelualusta voi hyväksyessään maksuja asiakkaalta tavalla, joka edellyttää tätä kohdistamaan saamansa maksun tiettyyn asiakkaaseen, ylläpitää maksutiliä siitä riippumatta, meneekö maksu palvelualustasta erilliselle tilille vai ei, (ii) sijoittaja voi tehdessään kertaluontoisen suorituksen palvelualustan välityksellä liikkeeseenlaskijalle – tarkoituksena suorituksen välitön eteenpäin välittäminen liikkeeseenlaskijalle – käytännössä toteuttaa rahansiirtoa koskevaa maksupalvelua, (iii) palvelualusta voi, pitäessään varoja tilillä, josta se vapauttaa niitä saatuaan asiakkaaltaan lisäohjeita, käytännössä toteuttaa maksutapahtumien toteuttamisen edellytykset, ja (iv) palvelualustan voidaan joissakin tapauksissa myös katsoa hankkivan maksutapahtumia markkinoilta. Jos palvelualustan katsotaan toimivan maksupalveludirektiivin mukaisena maksulaitoksena, sitä koskevat direktiivin mukaiset pääomavaatimukset. EU-valtioille on annettu mahdollisuus poiketa monissa kohdin maksupalveludirektiivin

vaatimuksista, joten se on pitkälti minimiharmonisointia. Maksupalveludirektiivin soveltuminen riippuu palvelualustan liiketoimintamallista ja sen tapauskohtaisesta arvioinnista.

ESMA on sittemmin perustanut kansallisten valvojen edustajista koostuvan verkoston ESMA:n finanssi-innovaatiokomitean (engl. *Financial Innovation Standing Committee*) alaisuuteen, jossa valvojat vaihtavat tietoja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen sääntelyyn ja valvontaan liittyvistä kysymyksistä ja seuraavat toimialan kehitystä. Verkoston tuloksista, lukuun ottamatta ESMA:n konsultaatiovastauksen liitteenä ollutta EU-valtioiden markkinavalvojen toimintaa kartoittanutta erillistä raporttia, ei toistaiseksi ole julkistettu tietoja.

Euroopan pankkiviranomainen (EBA)

EBA:n lainamuotoista joukkorahoitusta koskevassa 26 päivänä helmikuuta 2015 annetussa lausunnossa EBA/Op/2015/03 (*Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*) on laaja-alaisesti arvioitu lainamuotoisen joukkorahoituksen tämänhetkistä asemaa voimassa olevan EU-lainsäädäntökehikon puitteissa sekä toiminnasta eri markkinaosapuolille (lainanantajat/sijoittajat, lainaajat/rahoitusta hakevat kohdeyritykset ja palvelualustat) aiheutuvia mahdollisia riskejä. EBA:n lausunto on suunnattu osin EU-valtioiden kansallisille markkinavalvoille tavoitteena lisätä EU-valtioiden markkinavalvojen toiminnan ja tulkintakäytäntöjen yhdenmukaisuutta sekä luoda EU-tasolle lainamuotoista joukkorahoitusta koskeva nykyistä yhtenäisempi toimintakenttä pyrkimyksenä tätä kautta välttää sääntelyarbitraasin syntymistä eri EU-valtioiden välille. Ennen kaikkea lausunto on kuitenkin osoitettu EU-instituutioille (komissio, Euroopan parlamentti ja neuvosto) tarkoituksena osoittaa lainamuotoiseen joukkorahoitukseen liittyviä ongelma- ja kehityskohtia, mitkä johtuvat voimassa olevasta EU-lainsäädännöstä ja sen erisisältöisistä tulkinnoista ja täytäntöönpanosta eri EU-valtioissa. EBA:n keskeinen viesti on, että toimialan yhdenmukaistamisen tulisi perustua voimassa olevaan EU-lainsäädäntöön. Tältä osin EBA kuitenkin suosittelee, että komissio selvittää voimassa olevan, direktiiveihin ja asetuksiin perustuvan, sääntelykehikon soveltuvuutta lainamuotoiseen joukkorahoitukseen. EBA pyytää lausunnossaan EU-lainsäätäjältä eli käytännössä komissiolta selvennystä maksupalveludirektiivin tulkintaan seuraavien kysymysten osalta: (i) milloin maksupalvelujen tarjoaminen katsotaan toimijan tavanomaiseksi ammattitai liiketoiminnaksi (tavoitteena direktiivin yhdenmukainen soveltaminen eri EU-valtioissa), (ii) miten direktiivissä listattuja poikkeuksia tulisi soveltaa - erityisesti kaupallista asiamiestä koskevaa artikla 3 (b):tä ja (iii) miten direktiivin liitteessä olevaa maksupalvelujen määritelmää tulisi käytännössä tulkita.

Internet-pohjaisena toimintana joukkorahoituksella on suuri mahdollisuus edistää rajat ylittävää rahoitustoimintaa EU:ssa. Erilaiset lähestymistavat ja kansalliset lainsäädäntöratkaisut EU-valtioiden välillä aiheuttavat kuitenkin haasteita rajat ylittävän toiminnan laajamittaiselle ja nykyistä tehokkaammalle hyödyntämiselle. Tässä yhteydessä ja mahdollisen tulevan joukkorahoitusta koskevan erillisen EU-tason lainsäädäntökehikon näkökulmasta lausunto esittää harkittavaksi useita sääntelytoimenpiteitä, jotka koskevat erityisesti rahoitusta hakevien yritysten ja rahoitusta välittävien palvelualustojen tiedonantovelvollisuutta, yritystarkastuksen (engl. *due diligence*) sisältöä ja laajuutta sekä yleisten toimialan toimintaan liittyvien ja erityisesti rahoitettavia hankkeita koskevien riskien julkistamista sekä palvelualustojen sisäisten toimintamekanismien luotettavuuden parantamista. Lisäksi EBA suosittelee, että myös olemassa olevat joukkorahoitusta koskevat kansalliset sääntelyratkaisut ja niiden luomat sääntelykehit otetaan ratkaisuja tehtäessä huomioon viitaten erityisesti Ranskan, Espanjan ja Iso-Britannian kansallisiin lainsäädäntötoimenpiteisiin.

EBA:n mukaan voimassa olevasta EU-lainsäädännöstä maksupalveludirektiivi näyttäisi helppoin soveltuvan nimenomaan lainamuotoiseen joukkorahoitukseen, koska kyseinen toiminta

tamuoto kattaa käytännössä useimmissa tapauksissa kaikki joukkorahoitustoimialan maksuliitännäiset asiakokonaisuudet. Maksupalveluliitännäisistä asioista direktiivi voi soveltua myös muihin joukkorahoitusmuotoihin (kuten sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen). EBA kuitenkin korostaa, ettei voimassa oleva EU-lainsäädäntö kata lainamuotoiseen joukkorahoitukseen liittyviä nimenomaan lainaustoimintaa koskevia näkökohtia, minkä johdosta monet joukkorahoitustoimintaan liittyvät riskikokonaisuudet jäävät nykyisin sääntelemättä. Lisäksi EBA toteaa, etteivät lainamuotoista joukkorahoitusta tarjoavat palvelualustat ja näiden liiketoimintamallit EBA:n tekemän arvon perusteella nykyisellään täytä EU-lainsäädännön mukaisen luottolaitoksen ja sen säännellyn liiketoiminnan määritelmää. Toiminnassa ei näin ollen ole kyse luottolaitostoinnasta eivätkä lainamuotoisen joukkorahoituksen kautta lainatut varat ole takaisin maksettavia talletuksia, joten ne eivät näin ollen kuulu myöskään EU:n talletus-suojan piiriin.

EU-lainsäädännöstä EBA käsittelee lausunnossaan tarkemmin Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2013/36/EU oikeudesta harjoittaa luottolaitostoimintaa ja luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten vakavaraisuusvalvonnasta, direktiivin 2002/87/EY muuttamisesta sekä direktiivien 2006/48/EY ja 2006/49/EY kumoamisesta (2013/36/EU, engl. *Capital Requirements Directive*, jäljempänä *CRD IV -direktiivi*), vakavaraisuusasetusta (EU N:o 575/2013, engl. *Capital Requirements Regulation*, jäljempänä *CRR*), sähköistä rahaa koskevaa direktiiviä (2009/110/EU, engl. *Electronic Money Directive*), rahanpesudirektiiviä (2005/60/EY, engl. *Anti-Money Laundering Directive*, jäljempänä rahanpesudirektiivi), kuluttajaluottodirektiiviä, asuntoluottodirektiiviä (2014/17/EU, engl. *Mortgage Credit Directive*, jäljempänä *asuntoluottodirektiivi*) ja maksupalveludirektiiviä. EBA:n mukaan suurin osa sen tarkastelemista EU-säädöksistä ei nykytilanteessa näyttäisi soveltuvan markkinoilla käytössä oleviin lainamuotoista joukkorahoitusta koskeviin liiketoimintamalleihin maksupalveludirektiiviä lukuun ottamatta. Kuluttajaluottodirektiivi ja asuntoluottodirektiivi eivät sovellu lainamuotoiseen joukkorahoitustoimintaan, koska lainaa antavat tahot (esimerkiksi kuluttaja-sijoittajat) eivät useinkaan ole ammattimaisia toimijoita, mikä rajaa toiminnan kuluttajaluottodirektiivin ja asuntoluottodirektiivin soveltamisalan ulkopuolelle. Myöskään luottolaitokset eivät ainakaan toistaiseksi ole toimineet laajassa mittakaavassa joukkorahoitusmarkkinoilla tekemällä esimerkiksi suoria sijoituksia ja/tai lainausoperaatioita olemassa olevien palvelualustojen kautta tai perustamalla omia palvelualustojaan, minkä takia CRD:n ja CRR:n käytännön merkitys toimialalle on jäänyt vähäiseksi.

EBA korostaakin tapauskohtaisen arvioinnin ja palvelualustan liiketoimintamallin yksityiskohtaisen selvittämisen merkitystä. Yhdenmukaisen lähestymistavan saavuttaminen joukkorahoitukseen näyttäisi edellyttävän, että komissio kertoo yksiselitteisesti, miten voimassa olevaa EU-lainsäädäntöä sovelletaan lainamuotoiseen joukkorahoitukseen ja samalla indikoi, miten muun muassa EBA:n esiin nostamat lisävaatimukset toimialan uskottavuuden parantamiseksi ja toimintaan liittyvien riskien ottamiseksi nykyistä paremmin huomioon saatetaan käytännössä voimaan. Lausuntonsa lopussa EBA korostaa, että joukkorahoitusta tarjoavat palvelualustat rahoittavat tyypillisesti pk-yrityksiä ja ovat itsekin usein vastikään perustettuja ja kehitysvaiheensa alussa olevia kasvuyhtiöitä, minkä johdosta tulisi tarkoin harkita suhteellisuusperiaatteen mukaista sääntelyllistä lähestymistapaa toimialaa kohtaan. Tätä kautta voitaisiin edistää toimialan kasvua yhtenä uutena vaihtoehtoisena rahoituslähteenä niin, että voitaisiin varmistaa sekä markkinauskottavuus että riittävän tasoinen suoja kaikille markkinoilla toimiville eri osapuolille.

Komission selvitykset ja pk-yrityksille suunnattu joukkorahoitusopas

Komissio pyysi julkisella tarjouspyynnöllä markkinoilta vuoden 2014 syksyllä tarjouksia joukkorahoitusta koskevan selvityksen laatimiseksi. Tarjouskilpailun voitti SpaceTec Capital

Partners GmbH, joka julkaisi vuoden 2014 lopulla loppuraportin tekemästään selvityksestä (*Crowdfunding innovative ventures in Europe – The financial ecosystem and regulatory landscape*). Raportin tehtävänä oli selvittää joukkorahoitustoimialan tilaa eri EU-valtioissa. Raportti viittaa komission Yrittäjyys 2020 -toimintasuunnitelmaan (engl. *Entrepreneurship 2020 Action Plan*), jonka keskeisenä tavoitteena on kasvattaa työllisyyttä vahvistamalla yrittäjyyttä Euroopassa. Kyseisessä toimintasuunnitelmassa EU-valtioita pyydetään arvioimaan tarpeita täydentää kansallista lainsäädäntöä vaihtoehtoisten rahoituskanavien toiminnan edistämiseksi erityisesti laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen osalta. Joukkorahoitusta koskevan ilmiön ja sen suhteellisen yleisluontoisen käsittelyn lisäksi raportissa arvioidaan myös toimialan tulevaisuuden suuntaa ja trendejä. Raportin mukaan joukkorahoituksen menestyminen Euroopassa riippuu pitkälti siitä, että palvelualustat saavuttavat ensin vahvan aseman paikallisesti esimerkiksi kansallisilla kotimarkkinoillaan. Tämän tavoitteen saavuttamista tukevat joukkorahoitusta koskevat, tietyissä EU-valtioissa jo voimaan saatetut, kansalliset lainsäädäntökehikot, jotka usein pyrkivät kodifioimaan toimialaa koskevat parhaat käytännöt ja tätä kautta lisäämään oikeusvarmuutta palvelualustojen ja sijoittajien näkökulmasta. Raportti korostaa, että joukkorahoituksen todellisen potentiaalin hyödyntäminen ja toimialan kasvun mahdollistaminen edellyttää alaa koskevan selvän, yksinkertaisen ja riittävän sijoittajansuojan takaavan lainsäädäntökehikon luomista. Tämä edellyttää voimassa olevien kansallisten lainsäädäntökehikoiden ja soveltuvien osin jo täytäntöön pantujen EU-direktiivien sopeuttamista niin, että ne ottavat nykyistä paremmin huomioon joukkorahoituksen erityispiirteet. Raportti kannustaa kansallisia viranomaisia selkeyttämään omaa kansallista joukkorahoitusta koskevaa lainsäädäntöään ja kehottaa myös komissiota ryhtymään toimiin yhtenäisen EU-tason joukkorahoitusta koskevan lainsäädäntöratkaisun saavuttamiseksi.

Komissio järjesti toisen julkisen tarjousmenettelyn keväällä 2015, jonka perusteella se päätyi 1 päivänä huhtikuuta 2015 tilaamaan toisen selvityksen kartoittaakseen joukkorahoitusmarkkinoiden EU-tason toiminnan kokoa ja joukkorahoituksella toteutettujen hankkeiden määrää. Selvityksen laatijoiksi valittiin tarjouskilpailun perusteella Crowdsurfer Ltd. yhdessä kansainvälisen tilintarkastustoimisto Ernst & Young LLP:n kanssa. Selvitys (*Crowdfunding: Mapping EU markets and events study*) valmistui 30 päivänä syyskuuta 2015 ja julkistettiin komission verkkosivuilla. Selvitys arvioi keskeisiä trendejä EU:n joukkorahoitusmarkkinoilla vuosien 2013–2014 aikana ottaen huomioon eri joukkorahoitusmuodot (hyödyke-, laina- ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus). Selvitys toteutettiin keräämällä tietoa ja aineistoa palvelualustoilta kvantitatiivisen analyysin laatimiseksi markkinoista, niiden kasvusta ja koosta arvioinnin kohteena olleella aikavälillä. Kyseisellä aikavälillä EU:ssa toimi kerätyn aineiston perusteella 510 joukkorahoitusta kerännyttä / välittänyttä palvelualustaa. Näistä 193 antoi hankkeitaan ja toimintaansa koskevan datan selvityksen laatijoiden käyttöön. Eniten palvelualustoja oli Iso-Britanniassa (143), jonka jälkeen seuraavat Ranska (77), Saksa (65), Hollanti (58) ja Italia (42). Kaikissa EU-valtioissa oli jonkinlaista joukkorahoitustoimintaa tarkastelun kohteena olleena aikavälinä. Vaikka kerätyn datan kattavuus vaihteli eri EU-valtioiden välillä suuresti, niin selvityksen perusteella viisi suurinta EU:n joukkorahoitusmarkkinaa olivat Iso-Britannia, Ranska, Saksa, Hollanti ja Espanja. Selvityksessä on erikseen tarkasteltu joukkorahoitustoiminnan tilaa ja aktiivisuutta Iso-Britanniassa, Ranskassa ja Italiassa sekä ennen että sen jälkeen, kun kyseiset EU-valtiot saattoivat voimaan omat kansalliset joukkorahoitusta koskevat erilliset lainsäädäntökehikkonsa. Kyseisten EU-valtioiden lainsäädäntökehikot ovat sisällöltään ja lähestymistavaltaan toisistaan poikkeavia, mikä johtuu muun muassa markkinoiden toisistaan eroavasta kehitysvaiheesta sääntelykehikkojen voimaansaattamisen hetkellä, markkinatoimijoille järjestettyjen kuulemisten mittakaavasta ja ennen joukkorahoitusta koskevien erillisten sääntelykehikkojen antamista vallinneista sääntelyoloista. Selvityksen perusteella johtopäätökset kyseisten EU-valtioiden markkinoiden kehityksestä ovat monimutkaisia ja vaihtelevia. Kaikki kolme EU-valtiota ovat kuitenkin tehneet tai ehdottaneet uusia ohjelmaloitteita lainsäädäntötoimenpiteidensä jälkeen. Tämä viittaa siihen, että joukkorahoitusta kos-

kevat erilliset lainsäädäntötoimenpiteet ovat tukeneet laajempaa joukkorahoituksen (sekä palvelualustojen että markkinan) edistämiseen pyrkivää politiikkaa, mitä kyseisissä EU-valtioissa on korostettu.

Komissio on myös julkaissut joukkorahoitusoppaan aloittaville yrityksille (*Crowdfunding Explained – A Guide for Small and Medium Enterprises on Crowdfunding and how to use it*) vuoden 2015 keväällä. Opas on tarkoitettu pk-yrityksille kertomaan konkreettisesti ja käytännön esimerkkien kautta, mitä joukkorahoitus on ja miten sitä voi yritystoiminnassa ja sen kehittämisessä hyödyntää. Opas sisältää tietoa eri joukkorahoitusmuodoista ja niiden saatavuudesta ja käytettävyydestä. Komission tarkoituksena on lisätä siemen-, kasvu- ja pk-yritysten tietämystä vaihtoehtoisista rahoituslähteistä ja niiden tarjoamista mahdollisuuksista tulevaisuudessa muun muassa osana pääomamarkkinaunionia sekä muun aktiivisen tiedottamisen kautta.

Cambridgen yliopiston raportti Euroopan vaihtoehtoisen rahoituksen markkinasta

Cambridgen yliopiston vaihtoehtoisen rahoituksen keskus (*Cambridge Centre for Alternative Finance, Cambridge University Judge Business School*) julkaisi yhdessä kansainvälisen tilintarkastusyhteisön Ernst & Youngin kanssa helmikuussa 2015 raportin Euroopan vaihtoehtoisen rahoituksen markkinasta (*Moving Mainstream – The European Alternative Finance Benchmarking Report*). Tavoitteena oli kartoittaa Internet-pohjaisen vaihtoehtoisen rahoituksen (raportissa käytetty määritelmä käsittää käytännössä kaikkien eri joukkorahoitusmuotojen lisäksi mikrorahoituksen ja laskusaatavien jälleenrahoituksen) markkinaa keskeisissä EU-valtioissa markkinoiden koon, kasvun ja monimuotoisuuden näkökulmasta. Kartoitusta toteutettiin itsenäisin, systemaattisin ja luotettavin tutkimuskeinoin tavoitteena informoida ja kouluttaa lainsäätäjiä, markkinavalvojia, lehdistöä ja yleisöä vaihtoehtoisen rahoituksen markkinasta. Tietoa kerättiin yhteensä 255 johtavalta eurooppalaiselta palvelualustalta pääasiassa Internet-pohjaisen kyselytutkimuksen kautta. Kyselyn arvioitiin kattavan noin 85–90 prosenttia Euroopan vaihtoehtoisen rahoituksen markkinasta. Raportissa esitetyjä lukuja on hyödynnetty myös tässä esityksessä, koska tutkimuksen metodologiaa kerätyn aineiston vahvistamisineen, yhdenmukaistamisineen ja ristiintarkistamisineen voidaan pitää tieteellisesti pätevänä ja yhtenäisenä, minkä lisäksi tutkimuksessa käytettyä kerättyä aineistoa voidaan pitää kattavimpana ja ajantasaisimpana eurooppalaista vaihtoehtoisen rahoituksen markkinaa kuvaavana tietolähteenä.

Raportti esittelee joukkorahoituksen eri muodot ja niiden osuuden keskeisten EU-valtioiden vaihtoehtoisessa rahoitusmarkkinassa. Raportti korostaa, ettei Euroopassa ole toistaiseksi yhtä hyväksyttyä ja universaalia tapaa kuvailla, määrittää ja erottaa eri joukkorahoitusmuotoja toisistaan, minkä lisäksi toimialaa koskevaa empiiriseen tutkimukseen perustuvaa tietoa on erittäin heikosti saatavilla. Eri joukkorahoitusmuotojen koon ja kasvun lisäksi raportissa tarkastellaan verrattavissa olevia tietoja eri maiden vaihtoehtoisen rahoituksen transaktioiden määristä. Verrattaessa vaihtoehtoisen rahoituksen transaktioiden kokonaisvolyymia vuonna 2014 huomataan, että Suomi sijoittuu kahdeksanneksi. Edellä ovat isot EU-valtiot (Iso-Britannia, Ranska, Saksa ja Espanja) sekä Ruotsi, Alankomaat ja Viro. Suhteutettaessa sama verrokkitutkimus EU-valtion asukasluvuun Suomen sijoitus nousee viidenneksi, jolloin edelle jäävät vain Iso-Britannia, Viro, Ruotsi ja Alankomaat. Vaihtoehtoisen rahoituksen markkinalle näyttäisi Suomessa siis jo nykyisin olevan sekä kysyntää että tarjontaa.

Raportti tuo hyvin konkreettisesti esiin vaihtoehtoisen rahoituksen merkityksen kasvu- ja pk-yritysten rahoituksen lähteenä finanssikriisin jälkeisessä Euroopassa. Raportin mukaan vaihtoehtoisella rahoituksella on kerätty noin 385 miljoonaa euroa miltei 10 000 eurooppalaiselle

yhtiölle vuosien 2012—2014 välisenä aikana. Raportin mukaan Internet-pohjainen vaihtoehtoinen rahoitus yhtiöille on kasvanut volyymiltaan noin 75 prosentin vuositahtia ja oli vuonna 2012 66 miljoonaa euroa, vuonna 2013 117 miljoonaa euroa ja vuonna 2014 201 miljoonaa euroa. Vaihtoehtoista Internet-pohjaista rahoitusta käyttäneiden yhtiöiden määrä on kasvanut vieläkin nopeammin, sillä vuosikasvu on ollut keskimäärin noin 133 prosenttia viimeisten kolmen vuoden aikana. Vuonna 2012 rahoitusta vaihtoehtoisen Internet-pohjaisen rahoituskanavan kautta sai noin 1 000 yhtiötä, kun vuonna 2014 luku oli jo lähempänä 5 800 yhtiötä. Raportti antaa hyvän kuvan vaihtoehtoisen rahoituksen merkityksestä kasvu- ja pk-yrityksille nykyisessä taloudellisessa tilanteessa ottaen huomioon pankkeihin kohdistuneet jatkuvasti kiristyvät sääntelyvaatimukset ja uuden teknologian ja erityisesti digitalisaation tarjoamat mahdollisuudet niin sijoittajille kuin rahoitusta tarvitseville tahoille. Raportin mukaan vaihtoehtoinen rahoitus tarjoaa monimuotoisemman ja läpinäkyvämmän tavan välittää rahoitusta sitä tarvitseville ja tätä kautta se edistää innovaatiotoimintaa, luo epäsuorasti työpaikkoja ja tuo rahoitukseen myös sosiaalista ulottuvuutta. Raportin keskeinen lopputulos on, että vaihtoehtoisesesta rahoituksesta on tullut pysyvä ilmiö, joka siirtyy askel kerrallaan kohti valtavirtaa. Esimerkiksi Yhdysvalloissa ja osin Iso-Britanniassa vaihtoehtoisen rahoituksen markkina on houkutellettu mukaan laajan joukon institutionaalisia sijoittajia, mikä on odotettava lopputulos myös muiden isoimpien EU-valtioiden markkinoilla.

Yhteenvedo eri EU-valtioiden tilanteesta

Suomen, kymmenen muun EU-valtion ja Yhdysvaltojen laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevan lainsäädäntökehikon nykytilanteen arvioinnin yhteenvedona voidaan todeta, ettei joukkorahoituksen sääntelylle ole esitettävissä yhtä oikeaa lähestymistapaa. Eri maissa valitut lainsäädäntöratkaisut ja niiden sisältö vaihtelevat monissa olennaisissa kohdissa toisistaan. Keskeisenä ratkaisevana tekijänä tehdyille lainsäädäntöratkaisuille vaikuttavat joukkorahoitusta koskevalle lainsäädännölle asetetut tavoitteet. Koska kyseessä on uusi rahoitusmuoto, jolle on asetettu paljon odotuksia erityisesti siemen-, kasvu- ja pk-yritysten rahoituksensaannin edistämisen näkökulmasta, olennaista on kaikkien toimialalla vaikuttavien etuhajojen erisuuntaisten intressien tasapuolinen huomioon ottaminen. Kyse on tasapainon hakemisesta riittäväksi arvioidun sijoittajansuojan ja toimialan kehittymisen mahdollistavan, hallinnollisesti kevyen ja helppolukuisen sääntelyn välillä ottaen huomioon voimassa olevan EU-sääntelyn kansallisten toimenpiteiden laajuudelle asettamat rajoitteet. Eri EU-valtioissa lainsäätäjät ovat tehneet omia arvioitaan, jotka poikkeavat edellä mainituin tavoin jossain määrin toisistaan. Toisaalta myös yhteneväisyyksiä voi löytää monelta osin. Käytännössä kaikissa niissä EU-valtioissa, joissa on käyty keskustelua tai on jo ehdotettu tai pantu täytäntöön kansallinen laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskeva sääntely, tavoitteena on ollut tukea toimialan kehitystä, lisätä oikeusvarmuutta niin palvelualustoille kuin joukkorahoituksen kautta rahoitusta hakeville yrityksille ja samalla taata riittävä sijoittajansuoja. Keskeiset erot eri maiden lähestymistavoissa liittyvät juuri painotuksiin toimialan toimintaedellytysten edistämispyrkimysten korostamisessa suhteessa sijoittajansuojaan ja keinoihin kyseisten asetettujen tavoitteiden saavuttamiseksi.

Tilanteessa, jossa ESMA on neuvossaan ja lausunnossaan sekä pääomamarkkinaunionia koskevassa komission vihreään kirjaan antamaansa konsultaatiovastaukseen sisältyneessä liitteessä olleessa EU-valtioiden markkinavalvojen toimintaa sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen osalta kartoittaneessa erillisessä raportissa tuonut esiin oman arvionsa nykyisin voimassa olevan EU-lainsäädännön soveltavuudesta sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen, EBA omassa lausunnossaan vastaavan arvion lainamuotoisesta joukkorahoituksesta ja eri EU-valtiot ovat enenevässä määrin kiinnittäneet huomiota joukkorahoitukseen ja sen toiminnan kansalliseen

edistämiseen omien kansallisten lainsäädäntöhankkeidensa kautta, on todennäköistä, että EU-tason joukkorahoitusmarkkina tulee hajautumaan entisestään ennen kuin komissio tulee yhtenäistämään joukkorahoitusta koskevaa EU-tason sääntelyä tai jopa ehdottamaan toimialaa koskevaa keskitettyä EU-sääntelyä. Asia on suhteellisen selvästi havaittavissa yhdentoista EU-valtion välisestä laina- ja sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen soveltuvasta lainsäädäntövertailusta, joka osoittaa huomattavia eroja eri EU-valtioiden valitsemien lähestymistapojen välillä. Myöskään ESMA:n ja EBA:n kansallisille markkinavalvojille osoittamat neuvot eivät ainakaan alustavien arvioiden mukaan ole yhdenmukaistaneet eri EU-valtioiden kansallisten markkinavalvojien laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevia tulkintakannanottoja. Keskeinen syy tälle lienee se, että laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevaa EU-lainsäädäntöä on tulkittu huomattavan eri tavalla eri EU-valtioissa. ESMA arvioi tämän johtuvan kansallisten markkinavalvojien tekemistä ratkaisuksista, jotka ovat perustuneet niiden omaan arvioon, näkemykseen ja valintaan toimintaan parhaiten soveltuvasta lainsäädäntökehikosta (sekä toiminnan luokittelusta kyseisen lainsäädäntökehikon sisällä) eikä niinkään eroon eri EU-valtioissa toimivien sijoitusmuotoista joukkorahoitusta tarjoavien palvelualueiden liiketoimintamalleissa. Kansallisten markkinavalvojien samoista voimassa olevista EU-direktiiveistä tekemiä, toisistaan huomattavasti poikkeavia tulkintoja samoilla liiketoimintakonsepteilla eri EU-valtioissa toimivista palvelualueista voidaan pitää erittäin ongelmallisenä erityisesti rajat ylittävän liiketoiminnan ja eri EU-valtioissa toimivien tasavertaisten liiketoimintamahdollisuuksien näkökulmasta.

Ennen komission mahdollisia keskitettyjä toimenpiteitä on EU-valtioiden kansallisilla viranomaisilla keskeinen mahdollisuus selkeyttää toimialaa koskevaa sääntelyä kansallisesti ja näin tukea toimialan kasvua lyhyellä aikavälillä. Joukkorahoituksen kansalliseen lainsäädännölliseen arviointiin vaikuttavat EU-sääntelyn voimaansaattamistapa, olemassa oleva muu kansallinen sääntely, kussakin EU-valtiossa esiintyvät liiketoimintamalleiltaan erilaiset laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen muodot, kansallisen markkinavalvojan joukkorahoitusta koskevat tulkintakannanotot ja jossain määrin joukkorahoitukseen omaksuttu lähestymistapa osana rahoitusmarkkinoiden kokonaisuutta. Toimialaa koskevan kansallisen sääntelyn selkeyttäminen voi olla merkittävä kilpailuetu tilanteessa, jossa toimialan potentiaali siemen-, kasvu- ja pk-yritysten rahoituksen lähteenä on laajalti tunnustettu ja ala on kansainvälisesti erittäin voimakkaassa kasvussa.

Kaikki edellä mainittu on osaltaan johtanut toimialan ja sisämarkkinoiden fragmentoitumiseen, kun EU-valtiot ovat omia kansallisia etuja turvatakseen esitelleet ja panneet täytäntöön omia, joukkorahoitusta koskevia kansallisia lakihankkeitaan edistääkseen toimialan kasvua omassa maassaan, saadakseen toimialan ylipäättään sääntelyn piiriin ja turvatakseen kansalaisilleen riittävän sijoittajansuojan. Lainsäädäntövertailun perusteella on selvää, että tietyissä EU-valtioissa tavoite toimialan kansallisesta edistämisestä on korostunut, kun toisissa taas sijoittajansuojaan liittyvät näkökohdat ovat olleet vahvemmin esillä. Joukkorahoitusta koskevien EU-tason sisämarkkinoiden, rajat ylittävän joukkorahoituksen ja kaikki EU-valtiot kattavan sääntelykehikon tarpeellisuuden arviointi ja luominen jää viime kädessä komission harkittavaksi osana pääomamarkkinaunionin kehittämistä koskevaa laaja-alaista eurooppalaista hanketta. Ennen konkreettista EU-tason esitystä kansallisten toimenpiteiden merkitys toimialan menestymiselle ja kasvulle tulee korostumaan.

Komissio on osana pääomamarkkinaunionin täytäntöönpanosuunnitelmaa ilmoittanut arvioivansa joukkorahoitusta koskevia kansallisia sääntelykehikoita ja parhaita käytäntöjä ja julkistavansa näiden pohjalta raportin vuoden 2016 toisella neljänneksellä. Raportin ja siitä käytävän keskustelun pohjalta komissio arvioi mahdollisuuksia edistää joukkorahoitustoimialan kehittämistä Euroopan unionissa.

2.3.2 Suomen tilanne

Yleistä

Suomessa oli vuoden 2014 lopussa arviolta 13 joukkorahoitusta eri muodoissaan tarjoavaa tai välittävää palvelualustaa. Lahjoitusmuotoista joukkorahoitusta ei tarjonnut Suomessa yksikään toimija, mikä johtuu markkinoilla esiintyneiden arvioiden mukaan lähinnä voimassa olevasta rahankeräyslaista, siihen ja sen soveltamiseen liittyvistä epäselvyyksistä ja lain vireillä olleesta uudistustyöstä. Hyödykemuotoista joukkorahoitusta tarjoavat Suomessa ainakin Pocket-Venture Oy, Mesenaatti.me, Kiririnki ja Rapport. Lainamuotoista joukkorahoitusta yksityisten välisen vertaislainatoiminnan kautta (engl. *peer-to-peer consumer lending*) tarjoavat muun muassa Fixura Ab Oy, Fellow Finance Oy ja Vertaislaina Oy (lainaaja.fi). Vertaislainausta myös Suomessa harjoittanut ruotsalainen TrustBuddy AB on asetettu konkurssiin lokakuussa 2015. Lainamuotoista joukkorahoitusta yrityksille (engl. *peer-to-peer business lending*) tarjoaa tällä hetkellä ainakin Fundu Oy ja Vauraus Suomi Oy. Sijoitusmuotoista joukkorahoitusta eri liiketoimintamalleilla ja kohdeasiakkailta tarjoavat Invesdor Oy, Kansalaisrahoitus Oy, PocketVenture Oy ja tietyillä kriteereillä arvioituna Innovestor Oy sekä ruotsalainen Funded-ByMe AB. Vuoden 2014 aikana toimintansa aloitti arviolta neljä joukkorahoituksen välittäjää ja toimintansa lopetti väliaikaisesti tai kokonaan kaksi alan toimijaa.

Suomessa joukkorahoitukseen on alettu suhtautua huomattavasti vakavammin vuoden 2014 aikana muun muassa runsaan tiedotusväline- ja viranomaishuomion seurauksena. Keskustelu joukkorahoituksesta ja sen asemasta olemassa olevassa rahoitusmarkkinainfrastruktuurissa ja kotimaisessa sääntelykehikossa on edelleen tiivistynyt vuoden 2015 alkupuoliskolla. Eri joukkorahoitusmuotoihin on kiinnitetty korostunutta huomiota eri viranomaisten toimesta vuoden 2015 aikana, mikä on selkeyttänyt viranomaisten kantoja eri joukkorahoitusmuotoihin. Toisaalta monet näistä selkeytyneistä kannoista ovat tulleet yllätyksenä joukkorahoitustoimijoille ja aiheuttaneet näille paikoin huomattavaa taloudellista lisärasitusta kiristyneiden vaatimusten tai muuttuneen laintulkinnan kautta. Joukkorahoitusta koskevaa sääntely-, valvonta- ja tulkin-taympäristöä voi hyvin kuvata volatiiliseksi viimeisten vuosien aikana. Innovaatorahoituskeskus Tekes on julkaissut Kalifornian Piilaakson -toimistossaan laaditun suomenkielisen joukkorahoitusoppaan 12 päivänä marraskuuta 2015. Oppaassa esitellään Suomessa käytetyimmät joukkorahoituksen eri muodot ja pyritään edistämään suomalaisyritysten rahoituksenhankintaa sekä kotimaan että Yhdysvaltojen markkinoilta.

Lahjoitus- ja hyödykemuotoinen joukkorahoitus

Rahankeräyslain soveltuvuus ja vastikkeen määritelmä joukkorahoituksen yhteydessä on myös ollut laajan ja pitkäkestoisen keskustelun kohteena. Asia oli tarkoitus ratkaista sisäministeriön 28 päivänä elokuuta 2014 asettamassa lainsäädäntöhankkeessa (SM025:00/2014), jonka tehtävänä oli valmistella ehdotus rahankeräyslain uudistamiseksi muun muassa joukkorahoituksen näkökulmasta. Hallituksen esitysluonnos rahankeräyslain kokonaisuudistukseksi valmisteltiin sisäministeriön lainsäädäntöhankkeessa ja lähetettiin laajalle lausuntokierrokselle 5 päivänä marraskuuta 2014. Lausuntokierroksen palautteen perusteella sisäministeriö julkisti tiedotteen 15 päivänä tammikuuta 2015, jossa todettiin, että valmistelua on syytä jatkaa rahankeräyksen luotettavuuden säilyttämiseksi. Tuoreessa vuosikirjaratkaisussaan 12 päivänä tammikuuta 2015 (KHO:2015:4) korkein hallinto-oikeus on selkeyttänyt keräysvastiketta koskevaa linjanvetoa, mutta onko se riittävää lahjoitusmuotoisen joukkorahoituksen ja hyödyntämismahdollisuuksien kansalliseksi selkeyttämiseksi, jää nähtäväksi. Asialla on merkitystä myös hyödykemuotoisen joukkorahoituksen ja sen toimintaedellytysten näkökulmasta, koska kyseisessä liiketoimintamuodossa yleisöltä kerätään usein ensin sijoituksia (rahaa) ja niiden pohjalta aikaansaatua hyödyke (esimerkiksi cd-levy, tietokonepeli tai vastaava muu aineellinen tai ainee-

ton hyödyke) tai palvelu (esimerkiksi näytelmä) on hyödynnettävissä vasta myöhemmin. Keskeistä hyödykemuotoisen joukkorahoituksen toimivuudelle on, että vastikkeen määritelmä ei aiheuta epäselvyyttä voimassa olevan vastikkeeton toimintaa säätelevän rahankeräyslain kannalta, vaan myös aineettomat vastikkeet ovat ilman epäselvyyksiä hyödynnettävissä liiketoiminnassa. Lähtökohtaisesti vastikkeellisessa hyödykemuotoisessa joukkorahoituksessa ei pitäisi olla epäselvyyttä sen kuuluessa nykymuodossaan joko kuluttajansuojalain tai kauppalaain soveltamisalan piiriin. Useat suomalaiset yritykset ovat hankkineet etenkin hyödyke- ja ennako-ostomuotoista joukkorahoitusta Yhdysvaltojen markkinoilta. Syyksi toiminnalle on esitetty kotimaisen lainsäädännön tietynasteinen epäselvyys suhteessa kansainvälisiin rajat ylittäviin joukkorahoituskampanjoihin, Yhdysvaltojen suuremmat ja likvidimmät markkinat, joilta on nopeampaa ja helpompaa saada rahoitusta erilaisiin projekteihin sekä suurimpien kansainvälisten joukkorahoitusta tarjoavien palvelualustojen sijoittumisesta Yhdysvaltoihin.

Lainamuotoinen joukkorahoitus

Vastaavasti kuluttaja-asiamiehen sekä kilpailu- ja kuluttajaviraston sitoumuspyyntö yhdessä Etelä-Suomen aluehallintoviraston päätöksen ja Rovaniemen hovioikeuden tolainvoimaisen ratkaisun kanssa ovat johtaneet lainamuotoista joukkorahoitusta yksityisiltä yksityisille tarjoavien (engl. *peer-to-peer consumer lending*) palvelualustojen kannalta epäselvään tilanteeseen. Useat toimijoista ovat olleet markkinoilla jo vuosia ja perustaneet liiketoimintamallinsa viranomaisten kanssa käymiinsä keskusteluihin ja tältä pohjalta tehneet myös tarvittavat tietotekniset ja muut investoinnit. Viranomaisten tuoreen tulkinnan mukaan näiden vertaislainoja välittävien toimijoiden toiminnalla voi liiketoimintamallista riippuen olla liityntöjä kuluttajansuojalain 7 luvun mukaisiin kuluttajaluottoihin. Monet markkinoilla toimivat – omasta mielestään vertaislainoja välittävät – palvelualustat onkin viranomaisten tuorein ratkaisuin rinnastettu kuluttajansuojalain 7 luvun mukaisiksi kuluttajaluottoja myöntäviksi tahoiksi. Palvelualustojen on tietyissä tilanteissa katsottu toimivan luotonvälittämisen sijaan luotonantajina etenkin, jos ne ovat koonneet laajalta sijoittajajoukolta saamansa varat yhdeksi massaksi, jotka ne ovat itsenäisesti välittäneet lainanantajien määrittämän riskiprofiiliin mukaisesti eteenpäin lopullisille lainansaajille. Tilanne on markkinoilla toimivien yritysten oikeusturvan ja yritystoimintaan liittyvän lainsäädännön ennakoitavuuden näkökulmasta ongelmallinen ja vaatii selvennystä joko lainsäädännön tai korkeimman oikeuden antaman ennakkopäätöksen kautta. Vertaislainoja välittävien tahojen asemaan odotettiin saatavan selvennystä korkeimmalta oikeudelta, sillä Rovaniemen hovioikeuden numerolla 514 (dnro S14/804) antama ruotsalaista TrustBuddy AB:ta koskevasta tuomiosta myönnettiin valituslupa korkeimpaan oikeuteen. Korkein oikeus katsoi oikeuskysymyksen liittyvän EU-lainsäädännön tulkintaan ja päätyi hakemaan asiasta ennakkoratkaisua Euroopan unionin tuomioistuimelta. Ruotsalainen TrustBuddy AB ehti ennen konkurssiaan kuitenkin perua valituksensa, jonka perusteella asian käsittely korkeimmassa oikeudessa ja Euroopan unionin tuomioistuimessa on rauennut. Myös oikeusministeriössä arvioidaan asuntoluottodirektiivin täytäntöönpanon yhteydessä vertaislainoja välittävien toimijoiden asemaa. Asuntoluottodirektiivin täytäntöönpanoa valmistelemaan on asetettu oikeusministeriön työryhmä (*Asunto-omaisuuteen liittyvät kuluttajaluotot – työryhmä*), jonka toimikausi päättyi 30 päivänä lokakuuta 2015. Näin ollen on oletettavaa, että asia saattaa selkeytyä myös lainsäädännön tasolla asuntoluottodirektiivin täytäntöönpanon (OM 4/471/2005 EU/2005/1220) yhteydessä.

Vastaavia ongelmia ei toistaiseksi ole esiintynyt tilanteissa, joissa yksityishenkilöt tai vastaavasti yritykset, muut yhteisöt tai elinkeinonharjoittajat antavat lainaa lainamuotoista joukkorahoitusta välittävän palvelualustan kautta yrityksille, muille yhteisöille tai elinkeinonharjoittajille (engl. *peer-to-peer business lending*). Toiminta jää kuluttajansuojalain 7 luvun soveltamisalan ulkopuolelle ja muistuttaa nykymuotoista pankki- ja/tai sijoitustoimintaa. Finanssivalvonta on arvioinut, ettei lainamuotoinen joukkorahoitus (erityisesti vertaislainojen välittä-

minen yksityisiltä tai yrityksiltä rahoitusta hakeville yrityksille) tällä hetkellä Suomessa esiintyvässä muodossaan lähtökohtaisesti vaadi toimilupaa eikä kuulu Finanssivalvonnan valvontaan. Finanssivalvonta on kuitenkin vuoden 2015 lopussa ja vuoden 2016 alussa kiinnittänyt huomiota lainamuotoisen joukkorahoituksen mahdolliseen asemaan erityisesti maksulaitoslain ja laajemmin maksupalveludirektiivin soveltamisalan näkökulmasta, mutta ei ole toistaiseksi julkistanut asiaa koskevaa tulkintakannanottoaan. Suomen markkinoilla onkin useita toimijoita, jotka tarjoavat lainamuotoiseen joukkorahoitukseen perustuvia sijoitus- ja rahoituksenhan- kintamahdollisuuksia. Toimijat käyttävät liiketoiminnassaan usein siirtokelvottomia arvopape- reita, kuten velkakirjalain 3 luvussa tarkoitettuja tavallisia velkakirjoja, joiden luovutuskelpoi- suutta on sopimusmääräyksin rajoitettu, tai muuten luovutus- tai siirtokelvottomiksi räätälöity- jä arvopapereita, jolloin toiminta ei lähtökohtaisesti kuulu sijoituspalvelulain eikä osin myös- kään arvopaperimarkkinalain soveltamisalaan. Näin ollen keskeinen ongelma on, ettei toimin- ta nyky muodossaan välttämättä ole minkään – niin kuluttajansuojaa kuin sijoittajansuojaa – koskevan sääntelyn piirissä. Tätä voidaan pitää sijoittajien suojan, alan uskottavuuden ja toi- mintaedellytysten, rahoitusmarkkinoiden tasapuolisten kilpailumahdollisuuksien ja viran- omaisten toimintaedellytysten näkökulmasta puutteena. On kaikkien markkinoilla toimivien edun mukaista, että myös tämänkaltaisen toiminta saatetaan kevyen, mutta riittävän sijoitta- jansuojan takaavan ja viranomaisvastuut selkeyttävän sääntelyn piiriin.

Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus

Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen arviointia vaikeuttaa edellä mainituin tavoin toiminnan monimuotoisuus. Suomessa tilanne selkeytyi kesäkuussa 2014, kun Finanssivalvonta julkaisi arvionsa, jonka mukaan sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on lähtökohtaisesti liikkeeseenlas- kun järjestämistä ja näin ollen toimiluvanvaraista sijoituspalvelua, joka vaatii toimintaa har- joittavalta palvelualustalta sijoituspalvelulain mukaisen toimiluvan. Tulkintaa voidaan pitää ESMA:n selvityksen (sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on lähtökohtaisesti toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä) ja kansainvälisen lainsäädäntövertailun näkökulmasta sangen ankarana. Kun otetaan huomioon ESMA:n pääomamarkkinaunionia koskevan konsultaa- tiovastauksen liitteenä ollut EU-valtioiden markkinavalvojen toimintaa sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen osalta kartoittanut erillinen raportti ja siinä esitetyt arviot sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen sääntelystä ja eri EU-valtioissa omaksutusta tulkintakäytännöstä, voidaan Finanssivalvonnan tulkintaa pitää EU-tasolla suhteellisen ainutlaatuisena. ESMA on raportis- saan kiinnittänyt huomiota siihen, että palvelualustojen lainsäädännöllinen kohtelu eri EU- valtioissa ei ole riippuvainen niiden liiketoimintamalleista, joiden katsottiin olevan pitkälti yh- tenevät kaikissa EU-valtioissa. Sen sijaan eroavaisuudet palvelualustojen lainsäädännöllisessä kohtelussa huolimatta yhtenäisestä EU-lainsäädännöstä näyttäisivät ESMA:n mukaan johtu- van kansallisten markkinavalvojen tekemistä tulkintaratkaisuihin. Vertailtaessa millaista toi- mintaa kansalliset markkinavalvojat ovat tulkinneet sijoitusmuotoista joukkorahoitusta tarjoa- vien tai välittävien palvelualustojen tarjoavan sijoittajille ja rahoitusta hakeville yrityksille, voidaan havaita, että Finanssivalvonnan tulkinta toiminnasta MIFID I:n mukaisena liikkee- seenlaskun järjestämisenä on EU-tasolla erittäin poikkeuksellinen. Vastaava arvio on ESMA:n mukaan tehty ainoastaan kolmessa muussa tapauksessa 46 säännellyn palvelualustan joukosta. Missään kyseisistä tapauksista palvelualustan ei katsottu tarjoavan ainoastaan MIFID I:n mu- kaista liikkeeseenlaskun järjestämistä, vaan käytännössä jokaisessa tapauksessa pääasiallisena toimintamuotona oli toimeksiantojen vastaanottaminen ja välittäminen, jota tuettiin liikkee- seenlaskun järjestämistä koskevalla palvelulla. Suurin osa kansallisista markkinavalvoista oli ESMA:n näkemyksen kanssa yhtenevästi tulkinnut sijoitusmuotoista joukkorahoitusta tarjoa- vien tai välittävien palvelualustojen tarjoavan ennen kaikkea toimeksiantojen välittämistä ja vastaanottamista (40/46) joissain tapauksissa yhdessä muiden MIFID I:n mukaisten palvelui- den kanssa.

Ottaen huomioon toimijoiden suhteellisen pieni koko suhteessa vakiintuneisiin markkinatoimijoihin ja pääsääntöisesti vähäiset hallinnolliset resurssit sekä toimialan suhteellisen pieni osuus rahoitusmarkkinoilla kerätystä tai välitetystä rahan määrästä, muodostaa toimilupavaatimus ja tähän liittyvä prosessi sängen suuren alalle tulon kynnyksen eikä edistä kehitysvaiheessa olevan rahoitusmuodon kehittymistä kotimaan markkinoilla tai sen kilpailukykyä suhteessa vakiintuneisiin rahoitusmarkkinatoimijoihin. Finanssivalvonnan EU-tasolla tekemän poikkeuksellisen tulkinnan johdosta markkinoilta on poistunut toimijoita ja vastaavasti uusia yrittäjiä ei ole markkinoille juuri ilmaantunut. Finanssivalvonnan tekemän voimassa olevaa lainsäädäntöä koskevan tulkinnan ainutlaatuisuus liittyy erityisesti siihen, että liikkeeseenlaskun järjestäjäksi sijoituspalvelulain näkökulmasta arvioitu palvelualusta on velvollinen kuluun sijoittajien korvausrahastoon, mikä aiheuttaa palveluntarjoajalle huomattavaa niin hallinto- kuin kustannuspohjaista rasitetta. Tämän lisäksi liikkeeseenlaskua järjestävälle palvelualustalle on sijoituspalvelulaissa asetettu 125 000 euron vähimmäispääoma. Jos palvelualustan katsottaisiin liikkeeseenlaskun järjestämisen sijaan harjoittavan toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä, tällöin velvollisuutta kuulua sijoittajien korvausrahastoon ei olisi, minkä lisäksi sijoituspalvelulain mukainen vähimmäispääomavaatimus asettuisi 50 000 euroon. Palvelualustan harjoittaman toiminnan tulkinnalla MIFID I:n sääntelykehikon mahdollistamien palvelumuotojen välillä on näin ollen suuri vaikutus alalle tulon kynnykseen, toimintaa harjoittavan palvelualustan hallinto- ja muihin kustannuksiin ja koko rahoitusmuodon menestymiselle ja kasvulle. Nykytila osaltaan puoltaa vaihtoehtoisten kevyempien sääntelyratkaisujen kartoittamisen tarvetta, jotta toimiala ei Suomessa hiipuisi alalle tulon kynnyksen ollessa liian suuri Finanssivalvonnan EU-tasolla poikkeukselliselta vaikuttavan tulkinnan lisäksi sen takia, ettei voimassa oleva kotimainen sääntelykehikko tunnista joukkorahoitustoimintaan liittyviä erityispiirteitä.

Toisaalta yksi merkittävä sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskeva uutinen niin Suomessa kuin koko Euroopassa on saanut alkunsa Finanssivalvonnan edellä mainitusta tulkinnasta ja siitä alkaneesta prosessista. Invesdor Oy oli yksi ensimmäisistä Suomessa toimineista sijoitusmuotoista joukkorahoitusta tarjonneista toimijoista. Finanssivalvonnan kesäkuussa 2014 julkaiseman tulkintakannanoton jälkeen se päätti hakea sijoituspalvelu-yrityksen toimilupaa Finanssivalvonnan julkaisemien tulkintaohjeiden pohjalta. Noin 9 kuukauden toimilupaprosessin jälkeen Invesdor Oy sai vuoden 2015 huhtikuussa MIFID I:n mukaisen sijoituspalvelu-yrityksen toimiluvan Finanssivalvonnalta. Yhtiö on ilmoittanut aikovansa tarjota joukkolainaja osakemuotoisia joukkorahoituspalveluja kaikissa 31 ETA-valtiossa. Huomionarvoista on, että Invesdor Oy on arvioiden mukaan toistaiseksi ensimmäinen vastaavantasoisien sijoitusneuvonnan, toimeksiantojen vastaanottamisen ja välittämisen sekä rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskun mahdollistavan sijoituspalvelu-yrityksen toimiluvan saanut joukkorahoitusta välittävä yritys koko Euroopassa.

Yhteenveto

Joukkorahoitustoimiala on kokonaisuutena tullut tiedotusvälineiden kautta laajan yleisön tietoisuuteen viimeisten vuosien aikana. Toimiala on voimakkaassa kehitysvaiheessa ja tavoittelee vakiintuneilta rahoitusmarkkinatoimijoilta markkinaosuutta eri keinoin kulloinkin tarkasteltavana olevasta joukkorahoitusmuodosta riippuen. Toimialan tilanteen ei voida tällä hetkellä arvioida olevan Suomessa kovin hyvä. Joukkorahoitusmuodosta riippumatta toimialan suhde voimassa olevaan lainsäädäntöön vaikuttaa epäselvältä, mikä heikentää niin joukkorahoitusta välittävän tai tarjoavan palvelualustan, sijoittajan kuin rahoitusta palvelualustan kautta hakevan yrityksen asemaa. Joukkorahoitus on toimialana poikkeuksellisen laaja ja monimuotoinen. Toimialalla on yhtymäkohtia moneen eri lainsäädäntökehikkoon, minkä takia vastuuviranomaisesta voi monessa kohdin olla epäselvyyttä. Toimialan edistäminen ja sille asetettujen kunnianhimoisten siemen-, kasvu- ja pk-yrityksiä palvelevien rahoitustavoitteiden toteu-

tuminen näyttäisi vaativan olemassa olevan lainsäädäntökehikon ja sen soveltamisen selkeyttämistä eri joukkorahoitusmuotojen näkökulmasta. Näin erityisesti, jos toimialan potentiaalia halutaan Suomen nykyisessä vaikeassa taloudellisessa tilanteessa hyödyntää mahdollisimman täysimääräisesti. Tulkintaepäselvyyksien purkaminen ja sääntelyn selkeyttäminen palvelee niin palvelualustoja tekemällä näiden elinkeinotoiminnasta hyväksyttävää, uskottavaa ja ennakoitavampaa kuin sijoittajia takaamalla näille riittävän tasoisen sijoittajansuojan ja nykyistä paremman tavan hajauttaa sijoituksiaan rahoitusmarkkinoilla asemansa vakiinnuttaneeseen suhteellisen korkea riskiseen rahoitusmuotoon. Myös rahoitusta hakevat yritykset ja viranomaiset hyötyvät, kun toimialaa koskevat pelisäännöt ja osin päällekkäiset, paikoin epäselvät tulkintakannanotot saadaan ratkaistua lainsäädännön tasolla. Finanssivalvonnan EU-tasolla poikkeuksellinen tulkinta sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen asemasta MIFID I:n sääntelykehikossa edellyttää myös lainsäädäntötoimia, jotta kotimaisella joukkorahoitustoimialalla on vastaavat kilpailunedellytykset kuin muissa EU-valtioissa. Kaikki nämä syyt perustelevat ehdotetun lainsäädännön kaltaista ratkaisua, jota tukee oikeusministeriön asuntoluottodirektiivin täytäntöönpanon yhteydessä säädettäväksi aiottu vertaislainan välittäjiä koskeva sääntely, jolla laajennettaisiin eräiden luotonantajien rekisteröinnistä annetun lain (747/2010) soveltamisalaa, sekä mahdollinen rahankeräyslain kokonaisuudistus.

3 ESITYKSEN TAVOITTEET JA KESKEISET EHDOTUKSET

3.1 Esityksen tavoitteet

Laina- ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus tarjoavat monenlaisia etuja erilaisille käyttäjäryhmille ja ovat lupaavia rahoitus- ja sijoituslähteitä monentyyppisille toimijoille, jotka eivät löydä rahoitus- tai sijoitustarpeisiinsa soveltuvia ratkaisuja perinteisistä rahoituslähteistä, kuten pankkien taseen kautta tapahtuvasta rahoituksesta tai vakiintuneilta pääomamarkkinoilta. Joukkorahoitukseen sisältyy paljon mahdollisuuksia erityisesti rahoitusta hakevien siemen-, kasvu- sekä pk-yritysten näkökulmasta. Sijoittajien näkökulmasta joukkorahoitus tarjoaa uuden tavan hajauttaa sijoituksiaan ja mahdollisuuden saada sijoitukselleen keskimääräistä korkeampaa tuottoa korkeammalla riskillä. Myös Suomen osinkoverotus, missä sijoittaja saa edullisemmin verotettuja osinkoja listaamattomista yrityksistä kuin pörssiyhtiöistä, voi osaltaan lisätä joukkorahoituksen houkuttelevuutta sijoittajien näkökulmasta.

Joukkorahoituksessa sijoitetaan yleensä suhteellisen pieniä rahasummia. Lisäksi kysymys on paljolti kasvuyrityksiin ja pk-yrityksiin tehtävistä sijoituksista, joihin sisältyy esimerkiksi pörssiosakkeita suurempi riski sijoituksen menettämisestä. Kasvuyhtiösijoituksissa rahoittajan motiivi ei läheskään aina ole pelkästään taloudellinen vaan enemmänkin sosiaalinen. Joukkorahoitus ei ylipäätään sovellu puhtaasti pelkän tuoton tavoitteluun, mikä tekee siitä poikkeuksellisen vaihtoehdon ammattimaisille sijoittajille. Pienten kohdeyritysten toiminnan läpinäkyvä määrittömyys nostaa informaation hankinnan kustannuksia. *Startup*-yritysten arvostaminen on ammattimaiselle sijoittajallekin yhdistelmä kokemusta ja yrittäjien improvisoimien talousmallien analyysia. Käytännössä ratkaisevinta sijoituspäätöksen tekemisessä on *startup*-tiimin kokemus ja osaaminen. Edellä mainitut seikat ovat sangen laajasti yleisön tiedossa eikä vastuuta mahdollisesta sijoituksen menettämisestä ainakaan täysimääräisesti ole tarkoituksenmukaista siirtää pois enkelisijoittajalta (bisnesenkeli) tai muulta sijoittajalta itseltään.

Toisaalta joukkorahoitus on ilmiönä suhteellisen uusi ja käsittää monenlaisia, toisistaan poikkeavia ja erisisältöisiä rahoitusmuotoja. Joukkorahoituksen monimuotoisuudesta ja alan vakiintumattomuudesta johtuu, että toimintaan liittyy monenlaisia riskejä ja haasteita erityisesti sijoittajansuojan näkökulmasta. Näihin riskeihin on esityksessä pyritty varautumaan määrittämällä yksiselitteisesti kutakin eri joukkorahoituksen toimintamuotoa koskevat vastuuviran-

omaiset ja asettamalla joukkorahoituspalvelualustalle soveltuvin osin MIFID I:n mukaiset sijoittajansuojaa koskevat ja sen toteutumista tukevat vaatimukset. Tämän lisäksi joukkorahoitus on sen toiminnan monimuotoisuuden ja mahdollisten liityntäpintojen vuoksi pyritty laajalaisesti kytkemään soveltuvin osin olemassa olevaan rahoitusmarkkinalainsäädäntöön.

Ala on nähtävä osana laajempaa rahoitusmarkkinoiden kokonaisuutta, toistaiseksi suhteellisen pienimuotoisena, mutta yhtenä suurta kasvupotentiaalia omaavista täydentävistä ja osin vaihtoehtoisista rahoituslähteistä. Työtä täydentävien ja vaihtoehtoisten yritysrahoituksen kanavien kehittämiseksi pankkien taseen kautta tulevan rahoituksen rinnalle tulee jatkaa. EU-tasolla alkanut työ komission julkistaman pääomamarkkinaunionin kehittämiseksi vaatii myös EU-valtioilta aktiivista otetta omien vakiintuneiden rahoitusmarkkinoiden kehittämiseksi sekä vanhakantaisten tai tehottomien toimintatapojen uudistamiseksi. Suomessa muun muassa joukkolainamarkkinoiden ja oman pääoman ehtoisen rahoituksen laaja-alainen kehittäminen ovat keskeisiä prioriteetteja. Esityksen yhtenä tavoitteena on osaltaan vastata tähän pyrkimykseen kehittämällä ja hyödyntämällä täysimääräisesti yhtä uutta rahoitusmuotoa, joukkorahoitusta. Joukkorahoitukseen on myös usein yhdistetty asiakkaiden ja asiakaspalautteen hankintaa sekä markkinointia ja asiakas- ja markkinatutkimusta, joten toiminta on myös tässä mielessä näyttäytynyt rahoitusta hakevien yritysten näkökulmasta monia perinteisiä rahoituslähteitä monipuolisempänä ja -käyttöisempänä rahoituskanavana.

Joukkorahoituksesta säädettävä uusi laki on tarpeen, koska joukkorahoituksella on useita toisistaan niin toiminnallisesti kuin taloudellisesti eroavia muotoja eikä mikään nykyinen laki kata niitä kaikkia. Lisäksi joukkorahoitusta eri muodoissaan voivat koskea useat EU-sääntelyn eri vaihtoehdot, jotka eroavat toisistaan merkittävästi muun muassa soveltamisalansa, sisältönsä, toimijoille asettamiensa velvollisuuksien ja oikeuksien sekä säännöksen valvonnasta vastaavien toimivaltaisten viranomaisten kannalta. Asiaa on käsitelty komission tiedonannossa KOM(2014) 168 ja sitä koskevassa Valtioneuvoston 6 päivänä toukokuuta 2014 annettussa eduskuntakirjelmässä (E 58/2014 vp) ja siihen liittyvässä 28 päivänä toukokuuta 2014 annettussa talousvaliokunnan lausunnossa (TaVL 24/2014 vp). Vastaava asia on tullut esiin myös ESMA:n sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevassa 18 päivänä joulukuuta 2014 annettussa lausunnossa ESMA/2014/1378 ja neuvossa ESMA/2014/1560 sekä 13 päivänä toukokuuta 2015 pääomamarkkinaunionia koskevan komission vihreään kirjaan annettussa konsultaatiovastauksessa ESMA/2015/856 liitteineen. Myös EBA on kiinnittänyt asiaan huomiota 26 päivänä helmikuuta 2015 antamassaan lainamuotoista joukkorahoitusta koskevassa lausunnossa EBA/Op/2015/03. EBA:n selvityksen keskeinen johtopäätös on, että luotonvälitys ei yleisesti esiintyvässä muodossaan ole talletusten vastaanottamista eikä näin ollen luottolaitostoimintaa.

Sikä ESMA että EBA näkevät tilaa ja tietynlaista tarvetta EU-tason lainsäädäntötoimenpiteille sulkematta pois mahdollisuutta kansallisen oikeustilan selkeyttämiseksi. Näitä eri EU-säädöksiä koskevia näkökohtia on laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen vakiintumattomuus ja toiminnan monimuotoisuus huomioon ottaen tarkoituksenmukaista arvioida ja esittää kootusti yhdessä laissa. Nykyisin voimassaoleva kansallinen tai EU-tason sääntely ei tunnista eri joukkorahoitusmuotoihin liittyviä erityispiirteitä eikä lainsäädäntöä ole ylipäätään saatettu miltään osin voimaan joukkorahoituksen näkökulmasta. Näin ollen nykyilainsäädännöstä tulevat joukkorahoitustoimijoille asetettavat hallinnolliset vaatimukset ovat toimialan ja joukkorahoitustoimijoiden koko sekä toiminnan kehitysvaihe huomioon ottaen usein tarpeettoman raskaita ja sellaisinaan EU-oikeuden suhteellisuusperiaatteen vastaisia. Näistä syistä ja kotimaisen joukkorahoitusmarkkinan kilpailukykyyn vahvistamiseksi esityksessä on pyritty asettamaan sijoittajansuojan näkökulmasta riittävät säännökset joukkorahoituksen luotettavalle sääntelylle ja samalla välttämään EU-direktiivien vähimmäisvaatimukset ylittäviä kansallisia

lisävaatimuksia, eräitä sijoittajansuojaa koskevia seikkoja lukuun ottamatta, joilla on pyritty ennakoimaan mahdollisia tulevia EU-lainsäädäntöhankkeita.

Esityksen tavoitteena on kotimaisen rahoitusjärjestelmän monipuolistaminen, joukkorahoitus-toimialan kansallinen edistäminen ja tukeminen sekä soveltuvin osin eurooppalaisen lainsäädäntökehikon huomioon ottaminen poimimalla ja yhdistelemällä vertailumaista sekä komission, ESMA:n ja EBA:n selvityksistä Suomen olosuhteisiin parhaiten sopivia ratkaisuja ja vaatimuksia. Esityksessä ehdotettu laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskeva suppea ja keveä puitelainsäädäntö varmistaisi sen, että markkinoilla joukkorahoitusta välittävät kotimaiset yritykset voivat kehittyä ja kilpailla tasavertaisin edellytyksin muiden rahoitusmuotojen kanssa niin kansallisesti kuin kansainvälisesti. Tavoitteena on lisäksi selkeyttää eri viranomaisten vastuita markkinoilla esiintyvien joukkorahoitusmuotojen valvonnassa. Ehdotetun lainsäädännön tehtävänä on myös varmistaa, että kotimaiset joukkorahoitusalan toimijat ovat kilpailukykyisiä suhteessa kansainvälisiin kilpailijoihinsa. ESMA:n pääomamarkkinaunionia koskevan konsultaatiovastauksen liitteenä ollut EU-valtioiden markkinaavalvojen toimintaa sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen osalta kartoittanut erillinen raportti osoittaa, että erityisesti sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen kohdistuu Suomessa Finanssivalvonnan omaksuman tulkintakäytännön johdosta nykyisin huomattavasti raskaampi sääntely kuin monissa muissa EU-valtioissa toimiviin sijoitusmuotoista joukkorahoitusta tarjoaviin tai välittäviin säännelyihin palvelualustoihin siitä huolimatta, ettei palvelualustojen liiketoimintamalleissa ole ESMA:n raportin mukaan merkittäviä eroavaisuuksia eri EU-valtioiden välillä. Myös kotimaisten toimijoiden suhteellisen pieni koko suhteessa vakiintuneisiin markkinatoimijoihin ja pääsääntöisesti vähäiset hallinnolliset resurssit sekä toimialan suhteellisen pieni osuus rahoitusmarkkinoilla kerätystä tai välitetyistä rahan määrästä puoltavat käyttäjäystävällistä ja sääntelyn noudattamiskustannukset (engl. *compliance cost*) minimoivaa lakitekniikkaa. Kevyt puitesääntely ulotettaisiin sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen ja sen välittäjien lisäksi lainamuotoiseen joukkorahoitukseen ja sen välittäjiin siitä riippumatta, käyttävätkö ne toiminnassaan sijoituspalvelulaissa ja arvopaperimarkkina-laissa tarkemmin määriteltyjä siirtokelpoisia tai siirtokelvottomia arvopapereita. Keskeinen ero toimittaessa siirtokelpoisilla arvopapereilla suhteessa siirtokelvottomiin arvopapereihin liittyy siihen, että ensiksi mainittuja rahoitusvälineitä välitettäessä esityksen mukaisesti rekisteröitynyt joukkorahoituksen välittäjä joutuu – tarjotessaan sijoitusmahdollisuuksia ei-ammattimaisille sijoittajille – käyttämään toimiluvan saanutta rahoitusmarkkinatoimijaa välimiehenä tai agenttina. Sen sijaan siirtokelvottomia arvopapereita koskevia toimeksiantoja rekisteröitynyt joukkorahoituksen välittäjä voi vastaanottaa ja välittää suoraan ei-ammattimaisille sijoittajille. Jos laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittävät palvelualustat kokevat tarpeelliseksi ja ne täyttävät nykyisin voimassa olevassa lainsäädännössä olevat edellytykset, ne voivat edelleen myös hakeutua toimiluvanvaraisiksi sijoituspalveluyrityksiksi, jolloin ne voivat hyödyntää toiminnassaan europassia, joka mahdollistaa toiminnan harjoittamisen koko EU-alueella suhteellisen yksinkertaisen kansallisille markkina-avalvoille suunnatun ilmoitusmenettelyn kautta ilman kalliita lisäedellytyksiä. Esityksellä pyritään mahdollistamaan EU-sääntelyssä tunnustetun suhteellisuusperiaatteen mukaisesti erikoisille toimijoille mahdollisuudet päästä ja toimia markkinoilla ilman kohtuuttomia sääntelystä aiheutuvia kustannuksia.

Tavoitteena on lisäksi saattaa niin laina- kuin sijoitusmuotoinen joukkorahoitus hyväksytyiksi toiminta- ja elinkeinomuodoiksi rahoitusmarkkinoilla. Soveltuvin osin MIFID I:n sisältämien sijoittajansuojaa koskevien säännösten ja niiden noudattamisen varmistamiseksi säädettyjen seuraamussäännösten avulla markkinoilla tapahtuvasta toiminnasta pyritään tekemään läpinäkyvää ja ennakoitavaa sekä sijoittajien perustellut odotukset huomioon ottavaa. Lisäksi laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen ja sitä koskevien keskeisten määritelmien nostamisen lain tasolle voidaan arvioida selkeyttävän yleisön käsitystä joukkorahoituksesta osana rahoitusmarkkinoiden toimintaa. Lisäksi pyritään ennakkollisesti ottamaan huomioon Poli-

siammattikorkeakoulussa laadittavana oleva Suomen kansallisen rahanpesun ja terrorismin rahoituksen riskiarvio, joka valmistui kesällä 2015. Riskiarviolla voi olla välillisiä vaikutuksia niin rahankeräystä kuin joukkorahoitusta koskevaan lainsäädäntöön.

Myös ESMA on kiinnittänyt huomiota rahanpesun ja terrorismin rahoituksen estämiseen ja selvittämiseen sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen yhteydessä 1 päivänä heinäkuuta 2015 julkaisemallaan kysymyksiä ja vastauksia –tiedonannolla ESMA/2015/1005 (engl. *Questions and Answers: Investment-based crowdfunding: money laundering/terrorist financing*). ESMA toteaa asiakirjassaan, että kaikki MIFID I:n soveltamisalaan kuuluvat joukkorahoitusta itsenäisesti ja suoraan tai joukkorahoitusta toimiluvallisen toimijan sidonnaisiamiehinä tarjoavat palvelualustat joutuvat toiminnassaan soveltamaan rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämistä ja selvittämistä koskevia EU-säännöksiä. Vastaava ei kuitenkaan päde niihin toimijoihin, jotka jäävät syystä tai toisesta MIFID I:n soveltamisalan ulkopuolelle esimerkiksi sen takia, että ne hyödyntävät toiminnassaan siirtokelvottomia arvopapereita. ESMA:n mukaan sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen liittyy riski rahanpesusta ja terrorismin rahoituksesta erityisesti niissä tapauksissa, joissa rahoitusta välittävät palvelualustat eivät suorita riittävän tason yritystarkastuksia (engl. *due diligence*) palvelualustan kautta rahoitusta hakevista yrityksistä. Ongelma on ratkaistavissa yritystarkastusten laadun ja laajuuden parantamisella. Toisaalta rahanpesuun ja terrorismin rahoittamiseen liittyvä riski vähenee sillä, että palvelualustan rahaliikenteen hoitaa sellainen taho (esimerkiksi luottolaitos tai maksulaitos), joka on velvollinen huolehtimaan rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä. ESMA:n mukaan suurin ongelma kohdistuu MIFID I:n tai maksupalveludirektiivin soveltamisalan ulkopuolelle jääviin palvelualustoihin, jotka eivät EU-lainsäädännön perusteella ole suoraan velvollisia huolehtimaan rahanpesun ja terrorismin rahoituksen estämisestä ja selvittämisestä. ESMA suosittelee kyseisen velvollisuuden ulottamista myös tällaisiin toimijoihin kansallisen lainsäädännön kautta. Esityksellä ESMA:n suositus saatetaan kansallisesti voimaan sekä laina- että sijoitusmuotoista joukkorahoitusta tarjoavien palvelualustojen osalta tekemällä tarvittavat muutokset rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä annettuun lakiin (503/2008).

Esityksen tavoitteet vastaavat näin keskeisiltä osin eduskunnan talousvaliokunnan 28 päivänä toukokuuta 2014 antamassaan lausunnossa (TaVL 24/2014 vp) joukkorahoituksesta esiin nostamia seikkoja, joiden mukaan on erityinen tarve kehittää osakepohjaista joukkorahoitusta, jonka on katsottu omaavan suurimman potentiaalinen rahoitusmarkkinoiden monipuolistamisen kannalta. Valiokunta myös korosti, että pankki-sääntelyn kiristyessä on ilmeistä tarvetta uudentilaisille, volyymitaan ja samalla myös systeemiriskiltään pienemmille rahoituskanaville. Lisäksi valiokunta kiinnitti huomiota yksittäisiin joukkorahoituksen ilmenemismuotoihin, kuten vertaislainoihin, joissa saattaa kuluttajansuojan näkökulmasta olla aiheellista harkita myös kansallisen sääntelyn täsmentämistä. Kyseinen toimenpide on vireillä rinnakkain valtiovarainministeriön laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevan lakihankkeen kanssa oikeusministeriön asuntoluottodirektiivin täytäntöönpanoa käsittelevässä työryhmässä.

Lisäksi esityksessä on pyritty ottamaan huomioon kansallisen joukkorahoituskyselyn tulokset, jotka julkistettiin 13 päivänä maaliskuuta 2014 (*Raportti joukkorahoituskyselystä – Joukkorahoitus on tehokas, nopea ja joustava rahoitustapa*). Raportin perusteella joukkorahoituksen kasvua tulee edistää niin, että väärinkäytöksiltä vältytään. Esityksessä on pyritty ottamaan huomioon kyselyn perusteella erityissääntelyn osalta esiin tullut seikka, jonka mukaan rahoitusmuodon sääntely tulee pitää mahdollisimman vähäisenä. Alaa tulee kuitenkin valvoa enemmän ja erityisesti mahdollisiin väärinkäytöksiin on voitava puuttua aktiivisesti, mikä saattaa edellyttää nykyistä selkeämpää säädöspohjaa ja sijoittajansuojaa. Myös joukkorahoitusta välittävien toimijoiden tiedonantovaatimusten yhtenäistämisen nähtiin edellyttävän nykyistä tarkempaa sääntelyä, mikä on myös otettu esityksessä huomioon. Kyselyyn vastanneet

korostivat lisäksi, että alan toimijoiden tulisi joukkorahoituksen vakaan kehityksen turvaamiseksi kehittää itsesääntelyä ja hyviä käytäntöjä, minkä lisäksi joukkorahoitusmuotojen nykyistä selkeämpi erottaminen toisistaan on tärkeää viranomaisvastuiden selkeyttämiseksi.

3.2 Lakitekniset toteuttamisvaihtoehdot

3.2.1 Voimassa oleva sääntelykehikko ja lakitekniikka

Joukkorahoituksesta ei ole voimassa erillistä EU-sääntelyä, joten EU-valtioilla on runsaasti liikkumavaraa kansallisen toimialaa koskevan sääntelyn kehittämisessä voimassa olevan rahoitusmarkkinoita koskevan EU-sääntelyn asettamissa rajoissa. Sekä komission, ESMA:n ja EBA:n että valtiovarainministeriön oikeusvertailevat selvitykset osoittavat, että laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevat sääntelyratkaisut EU-valtioissa vaihtelevat suuresti toisistaan. Komission, ESMA:n ja EBA:n selvitykset sekä komission tiedonanto myös havainnollistavat sen, kuinka useat toisistaan sisällöllisesti huomattavasti poikkeavat EU-säädökset voivat tulla sovellettavaksi etenkin sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen. ESMA:n selvityksen ja pääomamarkkinaunionia koskevan konsultaatiovastauksen keskeinen havainto on, ettei nykyisin voimassa olevia joukkorahoitukseen sovellettavaksi mahdollisesti tulevia EU-säädöksiä myöskään ole laadittu joukkorahoituksen eri toimintamuotojen näkökulmasta evätkä ne siten ota huomioon kyseisten toimialojen erityispiirteitä. Yhtä ainoaa ja oikeaa eurooppalaista joukkorahoituksen sääntelymallia ei siten ole osoitettavissa. Tästä huolimatta eri EU-valtioiden kansallista joukkorahoitusta koskevaa sääntelyä näyttäisivät yhdistävän pyrkimykset joukkorahoituksen saattamiseen toimialana selkeästi hyväksytyksi osaksi rahoitusmarkkinoita, toimialan kasvun edistämiseen täydentävänä ja osin vaihtoehtoisena rahoitusmuotona ja riittävän sijoittajansuojan varmistamiseen.

Mikään nykyinen voimassa oleva laki ei myöskään Suomessa kata kaikkia joukkorahoituksen toimintamuotoja. Julkisesti ei myöskään ole saatavilla virallista ohjeistusta eri joukkorahoitusmuodoista, näihin kulloinkin soveltuvasta lainsäädäntökehikosta tai toimintaa valvovasta viranomaisesta. Sen sijaan joukkorahoitukseen sovellettavaksi tuleva laki määräytyy usein viranomaisen tekemän tapauskohtaisen harkinnan perusteella, mitä ei voida oikeusvarmuuden näkökulmasta pitää tyydyttävänä sen paremmin toiminnanharjoittajien, rahoitusta hakevien tahojen kuin sijoittajien näkökulmasta. Suomalaisen sijoittajien on riskien hajauttamiseksi tärkeää voida sijoittaa varojaan saatavilla oleviin parhaisiin sijoituskohteisiin riippumatta siitä, missä ja miten niihin sijoittaminen on tehty mahdolliseksi tai siitä, missä sijoittajien varoja hoidetaan. Myös joukkorahoituksen merkitys kasvuyritysten rahoituspolun edistäjänä erityisesti niiden yritystaipaleen alkupäässä on viimeisten vuosien aikana edelleen korostunut. Toimialan kilpailukyvyyn edistämistä ja ylläpitämistä korostava tavoite on joukkorahoituksen kansallisessa sääntelyssä yksi keskeinen lähtökohta. Rahoitusmarkkinainfrastruktuurin kehittäminen mahdollistamalla myös uuden ja vakiintuneita rahoituskanavia täydentävän tai vaihtoehtoisen rahoitusmuodon markkinoille pääsy on tärkeää, ei pelkästään rahoitusta hakevien yritysten ja sijoittajien, vaan koko kansantalouden näkökulmasta. Edellä mainituilla seikoilla on ollut ratkaiseva vaikutus myös esityksessä ehdotettuun lakirakenteeseen.

Esityksessä on noudatettu rahoitusmarkkinalainsäädännössä vakiintunutta sääntelytekniikkaa, jossa eri direktiiveihin sisältyvät säännökset on sijoitettu useisiin eri lakeihin. Koska useat EU-tason sääntelyvaihtoehdot voivat tulla kysymykseen, joukkorahoitusta koskevat yksityiskohtaiset ja tiettyyn toimintamuotoon ja -tapaan liittyvät perustelut on tarkoituksenmukaista esittää hajautetusti esimerkiksi sijoituspalvelulaissa ja laissa vaihtoehtorahastojen hoitajista. Sen sijaan yleinen sääntely joukkorahoituksesta on toimialan, rahoituksen tarvitsijoiden, sijoittajien ja yleisön selonottokustannusten vähentämiseksi ja asiakokonaisuuteen liittyvän moninaisen lainsäädäntökehikon kokonaisvaltaisen hahmottamisen ja ymmärrettävyyden paranta-

miseksi tarkoituksenmukaista esittää kootusti yhdessä erillislaissa. Tämä on aiheellista myös joukkorahoituksen tunnustamiseksi sallitaksi elinkeinoksi ja markkinoilla yleisesti hyväksytyksi rahoitusmuodoksi sekä siihen liittyvän tarvittavan kansallisen ja kansainvälisen huomiorvon saavuttamiseksi.

Toinen vaihtoehto, jota rahoitusmarkkinalainsäädännössä ei ole Suomessa kuitenkaan toistaiseksi valittu, olisi esimerkiksi säätää kustakin direktiivistä omassa laissaan. Tätä ei ole edelleenkin katsottu tarkoituksenmukaiseksi, koska muun muassa Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivissä 2009/65/EY siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta (engl. *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*, jäljempänä *sijoitusrahastodirektiivi*) ja MIFID I:ssä annetaan palveluntarjoajille limittäisiä oikeuksia. Tältä osin esitys vastaa arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksessa (HE 32/2012 vp) ja vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevassa lainsäädännössä (HE 94/2013 vp) viimeksi tehtyjä lakirakennetta koskevia ratkaisuja. Jos yhteiseurooppalaista sääntelyä joukkorahoituksesta myöhemmin syntyy, sääntelyn rakenne ja sisältö tulee arvioitavaksi uudelleen. Ratkaisevaa on, minkä muodon, sisällön ja merkityksen joukkorahoitus saa Jean-Claude Junckerin johtaman komission julkistamassa tavoitteessa luoda EU:ssa pääomamarkkinaunioni, sekä miten ja missä muodossa pääomamarkkinaunioni lopulta toteutuu. Komissio on osana pääomamarkkinaunionin täytäntöönpanosuunnitelmaa ilmoittanut arvioivansa joukkorahoitusta koskevia kansallisia sääntelykehikoita ja parhaita käytäntöjä ja julkistavansa näiden pohjalta raportin vuoden 2016 toisella neljänneksellä. Raportin ja siitä käytävän keskustelun pohjalta komissio arvioi mahdollisuuksia edistää joukkorahoitustoimialan kehittymistä Euroopan unionissa. Toistaiseksi komissio ei ole kuitenkaan julkistanut täsmällisiä tulevaisuuden suunnitelmiaan, vaan jatkaa edellä mainituin tavoin tiedonkeruuta ja joukkorahoituksen kehityspiirteiden selvittämistä osana pääomamarkkinaunionin kehittämistä hyödyntäen tämän tavoitteen saavuttamisessa muun muassa ESCF:n toimintaa. Komission vihreässä kirjassa pääomamarkkinaunionin muodostamisesta mainitaan joukkorahoituksen toimivan hyvin kansallisella tasolla mutta huonosti rajat ylittävissä tilanteissa. Oletusarvo on, ettei komissio tule ehdottamaan joukkorahoitusta koskevaa EU-sääntelyä vuoden 2016 aikana.

3.2.2 Esityksen tavoitteiden ja taustan huomioon ottaminen

Esityksessä on edellä mainituista syistä valittu käytettävissä olevista vaihtoehdoista sekä joukkorahoitusta koskevan sääntelyn rakenteen että sisällön näkökulmasta ne, jotka parhaiten edistävät Suomen rahoitusmarkkinoiden kilpailukykyä lisäävien sekä hallitusohjelmaan sisältyvien tavoitteiden täyttymistä. Pyrkimys joukkorahoitusta välittävien toimijoiden hallinnollisen taakan vähentämiseksi vastaa pääministeri Jyrki Kataisen hallituksen puoliväli-istunnossa 28 päivänä helmikuuta 2013 tehtyä päätöstä, jossa hallitus sitoutui päätöksissään loppuvälikauden aikana välttämään teollisuudelle aiheutuvien kustannusten tai sääntelytaakan lisäämistä. Vastaavanlaiset kirjaukset ovat sisältyneet myös pääministeri Alexander Stubbin minihallitusohjelmaan vuonna 2014 sekä pääministeri Juha Sipilän hallitusohjelmaan vuonna 2015. Myös toimijoiden pieni koko ja pääsääntöisesti vähäiset asiantuntijaresurssit (muun muassa oikeudelliset ja taloudelliset) puoltavat mahdollisimman yksinkertaista, käyttäjäystävällistä ja sääntelyn noudattamiskustannukset minimoivaa lakitekniikkaa. Etenkin monikerroksiseen, yksityiskohtaiseen ja erittäin laajaan eurooppalaiseen sääntelyyn perustuva sijoituspalvelulaki vastaa joukkorahoitukselle tavoitellun kevyen sääntelyn näkökulmasta huonosti edellä mainittuihin tavoitteisiin. Lisäksi on otettava huomioon, ettei sijoituspalvelulaki ota nykyisin miltään osin huomioon joukkorahoituksen erityispiirteitä.

Kansallisen joukkorahoituskyselyn tulosten perusteella laaditussa raportissa (*Raportti joukkorahoituskyselystä – Joukkorahoitus on tehokas, nopea ja joustava rahoitustapa*) todetaan yksi-

selitteisesti, että joukkorahoituksella on potentiaalia olla tulevaisuudessa merkittävä kansalaisaktiivisuuden edistäjä ja elinkeinoelämän rahoituksen lähde myös Suomessa. Joukkorahoituksen kasvua tulee edistää niin, että väärinkäytöksiltä vältytään. Huomionarvoista joukkorahoitusta koskevan lakiesityksen näkökulmasta on kyselyn perusteella esitetty näkemys siitä, että rahoitusmuodon sääntely tulee pitää mahdollisimman vähäisenä. Alaa tulee kuitenkin valvoa enemmän ja erityisesti mahdollisiin väärinkäytöksiin on voitava puuttua aktiivisesti, mikä saattaa edellyttää nykyistä selkeämpää säädöspohjaa ja sijoittajansuojaa. Sääntelyn pitämistä kevyenä on lisäksi nimenomaisesti korostettu eduskunnan talousvaliokunnan lausunnossa (TaVL 24/2014 vp). Vastaavankaltaisia tavoitteita on tullut esiin myös valtiovarainministeriön eri EU-valtioiden lainsäädännöstä tekemässä kansainvälisessä oikeusvertailussa. Alan toimijoille ja viranomaisille osoitetun kyselyn sekä talousvaliokunnan lausunnossaan esiin nostamia seikkoja on lakiesityksessä ja sen lakiteknisessä rakenteessa pyritty noudattamaan mahdollisimman laajasti. Kevyen sääntelyn mahdollisesti aiheuttamien noudattamis- ja tulkintahaasteiden vähentämiseksi sekä toisaalta sijoittajansuojan vahvistamiseksi on lisäksi erityisesti pyritty torjumaan mahdollisuudet lain kiertämiseen.

Myös komission, ESMA:n ja EBA:n selvityksien kysymyksenasetteluissa korostuu näkökulma MIFID I –pohjaisen toimilupavaatimuksen soveltamisalan laajuudesta ja ennen kaikkea sen raskaudesta joukkorahoituksen kannalta. ESMA on ehdottanut komissiolle yhtenä käyttökelpoisena ratkaisuna erityistä joukkorahoitusta koskevaa EU-tason sääntelykehikkoa, jolla luotaisiin toimialalle sen erityispiirteet huomioon ottava sääntelyinfrastruktuuri. Esityksessä ehdotetulla kevyellä sääntelyllä pyritään ottamaan huomioon toimijan kokoon, harjoitetun liiketoiminnan monimutkaisuuteen ja toiminnassa otetun riskin suuruuteen liittyvä EU-oikeudessa keskeinen suhteellisuusperiaate, jolloin sääntelytaakka ja sen asettamat hallinnointivollisuudet jakautuvat suhteessa toimijan kokoon ja sen harjoittaman toiminnan riskiin ja monimutkaisuuteen. ESMA:n selvityksessä on lisäksi havaittavissa piirteitä epäilystä, että joillakin joukkorahoituksen käytännössä ilmenneillä toimintamuodoilla on tarkoitus kiertää rahoitusmarkkinoiden EU-tason sääntelyä (mahdollista esimerkiksi niin, että toiminnassa hyödynnetään siirtokelvottomia arvopapereita), mihin on kiinnitettävä myös kansallisessa lainvalmistelussa erityistä huomiota. ESMA näyttää selvityksellään pyrkivän yhdenmukaistamaan eri EU-valtioiden markkinavalvojien sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevia tulkintalinjauksia, mutta sen onnistumisesta ei tässä vaiheessa ole vielä varmuutta. ESMA:n pääomamarkkinaunionia koskevan konsultaatiovastauksen liitteenä ollut EU-valtioiden markkinavalvojien toimintaa sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen osalta kartoittanut erillinen raportti osoittaa, että EU-valtioissa tulkintalinjaukset poikkeavat tällä hetkellä erittäin paljon toisistaan, mikä osaltaan estää ja haittaa EU:n sisämarkkinoiden tehokasta toimintaa. EBA:n selvityksen keskeinen johtopäätös puolestaan on, että luotonvälitys ei yleisesti esiintyvässä muodossaan ole talletusten vastaanottamista eikä näin ollen luottolaitostoimintaa. Sekä ESMA että EBA näkevät tilaa ja tietynlaista tarvetta EU-tason lainsäädäntötoimenpiteille sulkematta pois ennen sitä tapahtuvaa kansallisen oikeustilan selkeyttämistä. Vastaavaan lopputulokseen on päädytty myös komission selvityksessä ja monissa muissa asiantuntijapuheenvuoroissa.

3.2.3 Erillislain tarve ja keskeinen sisältö

Yleistä

Esityksessä ehdotetaan erillislain säätämistä joukkorahoituksen välittäjistä (laina- ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus). Erillislaki on perusteltu ottaen huomioon toiminnan monimuotoisuus, monimutkaisuus, liityntä useaan mahdolliseen voimassaolevaan lainsäädäntökehikkoon sekä toimijoiden ja toimialan pienuus suhteessa muihin markkinoilla toimiviin osapuoliin ja jo vakiintuneisiin rahoitusmuotoihin. Joukkorahoituksella saattaa olla suuri merkitys monien pk-

yrittäjien rahoituksen saannin kannalta sekä yleisesti kasvun ja kilpailukyvyn mahdollistamisessa. Lisäksi erillislain ratkaisu selkeyttää toimialan käsitteistöä ja viranomaisvastuita sekä parantaa monimutkaisen asiakokonaisuuden ymmärrettävyyttä suhteessa kuluttajiin ja muihin sijoittajiin sekä vahvistaa näiden asemaa määrittämällä toimialaa koskevat selkeät sijoittajan suojaan ja tiedonantovaatimuksiin liittyvät edellytykset.

Nämä näkemykset on pyritty ottamaan kattavasti huomioon joukkorahoitusta koskevassa erillislaisissa, jossa keskeistä on panna täytäntöön MIFID I:n EU-valtioille sallimat direktiivin soveltamisalaan liittyvät valinnaiset poikkeukset sisältävä 3 artikla, jonka mukaisin ehdoin joukkorahoituksen välittäjä ei ole sijoituspalveluyritys. Vastaava artikla on voimassa ja sitä hyödynnetään joukkorahoituksessa ainakin Iso-Britanniassa, Ranskassa ja Italiassa. Artikla tarjoaa mahdollisuuden välittää joukkorahoitusta kevyen sääntelytavoitteen mukaisesti rekisteröitymällä Finanssivalvontaan (nykyisen toimilupavaatimuksen sijaan), jolloin myös otetaan huomioon toimijan kokoon, harjoitetun liiketoiminnan monimutkaisuuteen ja toiminnassa otetun riskin suuruuteen liittyvä EU-oikeudessa keskeinen suhteellisuusperiaate. Näistä syistä sekä laina- että sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittäjälle on riittävää asettaa alin sijoituspalvelulain mukainen pääomavaatimus. Pääomavaatimuksen noudattamisen sijaan joukkorahoituksen välittäjä voi myös ottaa markkinoilta Finanssivalvonnan riittäväksi arvioiman ammatillisen vastuuvakuutuksen, pankkitakauksen tai muun vastaavan vakuuden, joka toimijan koon, riskiprofiilin ja oikeudellisen luonteen huomioon ottaen varmistaa vastaavan suojan joukkorahoituksen välittäjän asiakkaille kuin laissa asetettu pääomavaatimus.

Vaihtoehto nykytilalle

Alan toimijoille tai markkinoille tuloa pohtiville elinkeinonharjoittajille luodaan laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevalla erillislailalla käyttökelpoinen vaihtoehto Finanssivalvonnan julkistamalle laintulkinnalle joukkorahoituksesta nimenomaan sijoituspalveluyrityksen toimilupaa edellyttävänä liikkeeseenlaskun järjestämisenä. Muissa EU-valtioissa, joissa sijoitusmuotoista joukkorahoitusta on voimassa olevan EU-lainsäädännön pohjalta kansallisten markkinavalvojen toimesta arvioitu, palvelualueiden on katsottu tarjoavan pääsääntöisesti MIFID I:n mukaista toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä. Erillislailalla nykyistä koitimaista tulkintakäytäntöä muutetaan ja yhtenäistetään muiden EU-valtioiden omaksuman ja ESMA:n lausunnoissaan esiintuoman tulkintakäytännön kanssa. Palvelualueiden harjoittaman toiminnan tulkinnalla MIFID I:n sääntelykehikon mahdollistamien palvelumuotojen välillä on suuri vaikutus alalle tulon kynnykseen, toimintaa harjoittavan palvelualueiden hallinto- ja muihin kustannuksiin ja koko rahoitusmuodon menestymiselle ja kasvulle sekä rahoitusjärjestelmän monipuolistamiselle.

Toimilupavaatimus sitoo huomattavasti itsekin kasvuvaiheessa olevien laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittävien yhtiöiden varoja ja resursseja. Toimilupaprosessi on lisäksi itsessään suhteellisen kallis, raskas ja aikaa vievä, mikä on omiaan johtamaan alan hiipumiseen Suomessa joko niin, että toiminta siirtyy ulkomaille tai niin, että nykyiset suhteellisen pienet palveluntarjoajat ostetaan osiksi nykyisin markkinoilla toimivia suuria finanssiryhmitymiä. Lisäksi Finanssivalvonnan tulkinta siitä, että Suomessa harjoitettu sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on nyky muodossaan lähtökohtaisesti liikkeeseenlaskun järjestämistä (toimeksiantojen vastaanottamisen ja välittämisen sekä sijoitusneuvonnan ohella), on ristiriidassa ESMA:n lausunnon sekä MIFID I:n 3 artiklan kanssa. Valtaosan toiminnasta on EU-valtioiden markkinavalvojen toimesta katsottu täyttävän toimeksiantojen vastaanottamisen ja välittämisen tunnusmerkistön (40/53). ESMA:n raportin mukaan eri EU-valtioissa toimivien palvelualueiden liiketoimintamalleissa ei ole löydettävissä ratkaisevaa eroa, vaan vaihtelu

EU-lainsäädännön kansallisessa tulkinnassa selittyy kansallisten markkinavalvojen tekemillä ratkaisuilla.

Finanssivalvonnan tulkinta velvoittaa alan toimijat liittymään jäseneksi sijoittajien korvausrastoon, mikä puolestaan edelleen sitoo kasvuvaiheessa olevien joukkorahoitustoimijoiden varoja vuosittain kerättävien kiinteiden ja vaihtuvien kannatusmaksujen kautta ja tarkoittaa kyseisille yrityksille taloudellista lisärasitusta. Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen ja sen kulloisenkin toimintamuodon sisällön luokittelulla sijoituspalvelulain (ja mahdollisesti muun toimintamuotoon soveltuvan lain) soveltamisalan piirissä on vaikutusta myös joukkorahoitusta välittävältä yritykseltä vaadittavan osakepääoman suuruuteen, millä voi olla vaikutusta erityisesti pienempien toimijoiden markkinoille pääsyyn. Liikkeeseenlaskua järjestävälle palvelualustalle on sijoituspalvelulaissa asetettu 125 000 euron vähimmäispääoma. Jos palvelualustan katsottaisiin liikkeeseenlaskun järjestämisen sijaan harjoittavan toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä, velvollisuutta kuulua sijoittajien korvausrastoon ei olisi, minkä lisäksi sijoituspalvelulain mukainen vähimmäispääomavaatimus asettuisi 50 000 euroon.

MIFID I:n 3 artiklan voimaan saattaminen ja suhde sijoituspalvelulakiin

Keskeisiä rajapintoja muuhun kansalliseen lainsäädäntöön on kaikkiaan neljä. Ensinnäkin, kevennettyä toimilupaa edellyttävän valinnaisen MIFID I:n 3 artiklan kansalliseksi panemiseksi täytäntöön on tarpeen määritellä joukkorahoituksen suhde sijoituspalvelulakiin. Koska elinkeinovapauden näkökulmasta eduskunnan perustuslakivaliokunta on rinnastanut toimiluvan ja rekisteröitymisen, on rekisteröitymisvelvollisuus katsottu riittäväksi vaatimukseksi. Lisäksi joukkorahoituksen välittäjä ei ole sijoituspalveluyritys eikä MIFID I:n 3 artikla koske pelkästään joukkorahoitusta, joten artiklan täytäntöönpanoa ei voida tehdä pelkästään sijoituspalvelulaissa. Olisi eduskunnan ja hallituksen poliittisten tavoitteiden vastaista olla korjaamatta sijoituspalvelulain 6 luvun 1 §:n 2 momentin sisältämää viittaustekniseen ilmaisuvirheeseen perustuva Finanssivalvonnan kansallista tulkintaa, joka sinänsä vastaa lain kirjainta, mutta nyky muodossaan, korkean pääomavaatimuksen ja sijoittajien korvausrastoon kuulumisvelvollisuuden takia, käytännössä rajoittaa joukkorahoituksen välittämisen kehittymistä elinkeinona, haittaa kasvuyritysten rahoituksen hankintaa ja markkinatoimijoilta saadun tiedon perusteella pahimmillaan käytännössä johtaa sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen asteittaiseen hiipumiseen ja ennen pitkää todennäköisesti loppumiseen Suomessa.

Uudistetun rahoitusvälineiden markkinat –direktiivin (MIFID II) huomioon ottaminen

MIFID I:n EU-valtioille sallimat direktiivin soveltamisalasta valinnaiset poikkeukset sisältävää 3 artiklaa on täsmennetty Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivissä 2014/65/EU rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta (uudelleenlaadittu) eli uudistetussa rahoitusvälineiden markkinat -direktiivissä (jäljempänä MIFID II), jonka täytäntöönpanon määräaika oli alun perin 1 päivänä tammikuuta 2017. MIFID I:n 3 artiklan sisältöä on laajennettu MIFID II:ssa, jonka täytäntöönpano on valmisteilla valtiovarainministeriössä ja on tarkoitus antaa eduskunnalle vuoden 2017 loppuun mennessä, sillä täytäntöönpanon määräaika on jatkettu vuodella lähinnä täydentävien säädösten valmistelun viivästymisen vuoksi. On siten tarpeen varata mahdollisuus MIFID I:n 3 artiklan kansallisen tulkinnan kehittymiseen. Tämänhetkisen arvion perusteella MIFID II:n 3 artiklaa ei tulla kansallisesti saattamaan voimaan kuin energiasektoria koskevilta osin (MIFID II:n 3 artiklan 1 (d) kohta). Näin ollen MIFID II:n 3 artiklan vaikutus rahoitusmarkkinatoimintaan laajassa mielessä jää hyvin rajalliseksi, mikä voi puoltaa sitä, ettei esityksen yhteydessä joukkorahoituksen osalta voimaan saatettavaa MIFID I:n 3 artiklaa ole välttämättä pakko muuttaa

MIFID II:n voimaan saattamisen yhteydessä. Esityksen yhteensovittamista MIFID II:n kansalliseen täytäntöönpanoon arvioidaan tarkemmin jatkovalmistelussa erityisesti EU-oikeudellisen suhteellisuusperiaatteen näkökulmasta.

MIFID II:n täytäntöönpanon yhteydessä sijoituspalvelulakia tullaan muuttamaan ja täydentämään kattavasti, mikä myös osaltaan perustelee laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen säätämisestä erikseen joukkorahoituslaissa, koska tällöin MIFID II:n toimeenpanon yhteydessä riittää pitkälti pykäläviittausten korjaaminen olemassa olevaan erillislakiin. Tämän vuoksi ehdotettavan joukkorahoituslain 9 ja 10 §:t tulevat mahdollisesti muutettavaksi sangen lyhyen ajan kuluttua sijoituspalvelulain laaja-alaisen, MIFID II:n voimaan saattamiseen yhteydessä toteutettavan, uudistuksen yhteydessä. Sen sijaan joukkorahoituslain 2 luvussa asetettu vaatimus rekisteröitymisvelvollisuudesta ylittää MIFID I:n 3 artiklan vaatimukset mutta vastaa toisaalta MIFID II:n 3 artiklan vaatimuksia luvanvaraisuudesta siten kuin säätämisyjärjestysperusteluissa selostetaan. Kyse on luvanvaraisuuden voimaansaattamisesta kansallisesti MIFID II:n 3 artiklan edellyttämällä – luvanvaraisuutta vastaavalla (engl. *analogous*) rekisteröitymisellä. Tämän vuoksi oletusarvo on, että lain 2 lukua ei ole tarpeen muuttaa MIFID II:n täytäntöönpanon yhteydessä.

Vastaavasti tietyt MIFID II:n sisällyttämät menettelytapasäännökset pyritään ottamaan huomioon jo ennakolta esityksessä, jolloin esitykseen ei tältä osin kohdistu suuria muutostarpeita MIFID II:n voimaansaattamisen yhteydessä. MIFID II:ssa edellytetään, että MIFID II:n soveltamisalan ulkopuolelle 3 artiklan nojalla jätetyt toimijat kuuluvat direktiivin 97/9/EY mukaisesti hyväksytyyn sijoittajien korvausjärjestelmään. Toisaalta EU-valtiot voivat sallia, että toimijat eivät kuulu tällaiseen järjestelmään edellyttäen, että niillä on riittäväksi arvioitu ammatillinen vastuuvakuutus, pankkitakaus tai muu vastaava vakuus, joka toimijan koon, riskiprofiilin ja oikeudellisen luonteen huomioon ottaen varmistaa vastaavan suojan niiden asiakkaille. Esityksessä tarjotaan joukkorahoituksen välittäjille mahdollisuus hyödyntää vastuuvakuutusta tai muita pääomavaatimukselle valinnaisia vakuuksia sijoittajien korvausrahastoon kuulumisen sijaan. Riittäväntasoisella vastuuvakuutuksella on siten mahdollisuus korvata esityksessä joukkorahoituksen välittäjälle asetettu vähimmäispääomavaatimus, jos laissa asetetut edellytykset täyttyvät.

Edellä mainituin perustein ei ole tarkoituksenmukaista ryhtyä myöskään MIFID II:n täysimääräiseen ennakkolliseen täytäntöönpanoon, koska MIFID I:n 3 artikla olisi voitu panna täytäntöön jo syksyllä 2007, mikä olisi jo alun perin mahdollistanut joukkorahoitukselle sellaisen uskottavan sääntelyvaihtoehdon, jota Italia ja Ranska sekä osin Iso-Britannia ovat vuoden 2014 aikana hyödyntäneet. Koska joukkorahoitus on toimintamuotona voimakkaassa kehitysvaiheessa ja komission mahdollisista lähitulevaisuuden toimialaa koskevista harmonisointi- ja sääntelyratkaisusta ei ole tietoa, on tarkoituksenmukaista aluksi tyytyä MIFID I:n 3 artiklan täytäntöönpanoon, jota myös ESMA on omissa sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevissa selvityksissään ja raporteissaan arvioinut. Myöhemmin voidaan tarpeen mukaan tarkastella asiakokonaisuutta uudelleen MIFID II:n täytäntöönpanon yhteydessä yhtäältä joukkorahoitusta koskevan sääntelyn toimivuuden ja toisaalta laajemmin sijoituspalvelulain alaisten sijoituspalvelujen tarjoamisen näkökulmasta. Samalla jatkovalmistelussa on mahdollisuus selvittää komission ja ESMA:n välisen keskustelun jatkuessa myös komission mahdollisten tulevien ehdotusten tai muiden toimenpiteiden merkitystä ja vaikutusta sekä muiden EU-maiden laina- ja sijoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta tehtyjä kansallisia sääntelyratkaisuja, joita on toistaiseksi saatettu hyvin erisisältöisinä voimaan Italiassa, Ranskassa, Saksassa, Espanjassa, Iso-Britanniassa ja Itävallassa ja Portugalissa. Direktiivien tai niiden yksittäisten artiklojen ennakkollinen täytäntöönpano on Suomessa käytännössä harvinaista ja voi mainittujen lisäselvitystarpeiden aiheuttamien riskien ohella ja toimialan voimakas kehitysvaihe huomioon ottaen myös lisätä oikeustilan epävarmuutta tarpeettomasti.

Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen jäsentely sijoituspalvelulaissa ja suhde muuhun rahoitusmarkkinasääntelyyn

Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus kattaa usein myös muita sijoituspalvelulain mukaisia toimintamuotoja kuin liikkeeseenlaskun järjestämisen, kuten ainakin toimeksiantojen vastaanottamisen ja välittämisen sekä sijoitusneuvonnan. ESMA on pääomamarkkinaunionin konsultatiivastauksen liitteenä olleessa raportissaan korostanut samaa näkökohtaa tuoden kuitenkin esiin, että suurin osa EU-valtioissa harjoitetusta sijoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta on kansallisilta markkinavalvojilta kerätyn aineiston perusteella MIFID I:n mukaista toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä. ESMA:n lausunnossa on lisäksi ilmaistu monia potentiaalisia eri EU-sääntelyn piiriin kuuluvia toimintamuotoja ja liiketoimintamalleja, jotka voivat tulla sijoitusmuotoisena joukkorahoituksena kysymykseen. Joukkorahoituksessa ei ylipäätään aina ole kysymys sijoituspalvelulain soveltamisalan mukaisen sijoituspalvelun tarjoamisesta, vaan myös kotimaista sääntelykehikkoa arvioitaessa tulee ottaa huomioon, että tapauskohtaisesti toimintaan voi soveltaa sijoituspalvelulain sijaan esimerkiksi laki vaihtoehtorahastojen hoitajista, maksupalvelulaki, maksulaitoslaki tai laki luottolaitostoiminnasta. Myös nämä muut potentiaaliset eri lainsäädäntökehikot on otettava huomioon joukkorahoitusta koskevan erillislain yhteydessä eikä sijoitusmuotoista joukkorahoitusta voi näin ollen kategorisesti käsitellä pelkästään sijoituspalvelulain soveltamisalan piiriin kuuluvana yhtenä toimintamuotona.

Suhde rahankeräyslakiin

Toinen keskeinen rajapinta ja oikeustilaa selkeyttävä tekijä on tarve erottaa vastikkeellinen joukkorahoitus nykyistä selvemmin vastikkeettomasta, käytännössä rahankeräyslain alaisesta joukkorahoituksesta. Rahankeräyslain suhde joukkorahoitukseen ja sen käytännön ilmiöihin on osoittautunut ongelmalliseksi. Rahankeräyslain osittaisuudistuksen yhteydessä 6 päivänä kesäkuuta 2014 hyväksytyn eduskunnan lausuman mukaisesti oli tarkoitus tarkastella rahankeräyslain ja joukkorahoituslain suhdetta elokuussa 2014 aloitetun rahankeräyslain kokonaisuudistuksen yhteydessä. Samassa yhteydessä on ollut tarpeen tarkastella joukkorahoitusta myös muilta osin erityisesti siksi, että joukkorahoituksesta ei aiemmin ole ollut kotimaisessa lainsäädännössä nimenomaisia mainintoja tai säännöksiä. Eduskunnan ja hallituksen asettamien poliittisten tavoitteiden mukaisesti (TaVL 24/2014 vp) ehdotettiin kevyttä erityissääntelyä joukkorahoituksesta. Pyrkimys oli myös linjassa valtiovarainministeriön yhdessä työ- ja elinkeinoministeriön kanssa 27 päivänä marraskuuta 2013 – 20 päivänä joulukuuta 2013 välisenä aikana toteuttaman joukkorahoitusta koskeneen kansallisen kyselyn tulosten kanssa. Kyselyn tarkoituksena oli muun muassa selvittää joukkorahoituksen kansallista sääntelytarvetta. Samoin kuin sijoituspalvelulakia myös rahankeräyslakia on tarpeellista ja tarkoituksenmukaista täsmentää, jotta lakien suhde joukkorahoitukseen selkeytyisi ja viranomaisten tulkintahaasteet vähenisivät. Rahankeräyslain kokonaisuudistus sisäministeriön lainsäädäntöhankkeena on toistaiseksi keskeytetty. Tässä yhteydessä oli tarkoitus toteuttaa vastikkeellisen joukkorahoituksen laintasoinen erottaminen ja selkeyttäminen suhteessa vastikkeettomaan toimintaan, mikä saatetaan nyt loppuun tämän esityksen yhteydessä.

Suhde kuluttajansuojalakiin

Kolmanneksi on aiheellista täsmentää joukkorahoituksen suhdetta kuluttajansuojalain 7 luvun sisältämään laajaan sääntelyyn kuluttajaluotoista. Oikeusministeriöstä saadun tiedon mukaan asuntoluottodirektiivin kansallisen täytäntöönpanon yhteydessä on tarkoitus selvittää vertaislainamarkkinan sääntelytarvetta kuluttajansuojan näkökulmasta ja todennäköisesti myös esittää asiaa koskevaa vertaislainan välittäjään ulottuvaa sääntelyä, minkä vuoksi esityksessä ehdotettu sääntely rajoittuu muita sijoittajia kuin kuluttajia koskeviin sijoittajansuojan kehittämistarpeisiin. Asia on ajankohtainen ja sääntelytarpeeseen on kiinnitetty huomiota niin poliiti-

tisella taholla kuin viranomaisten toimesta (Finanssivalvonta, kilpailu- ja kuluttajavirasto ja Etelä-Suomen aluehallintovirasto).

Suhde arvopaperimarkkinalakiin

Neljänneksi on syytä tarkentaa joukkorahoituksen suhdetta arvopaperimarkkinalain mukaiseen sääntelyyn esitteistä. Kansallisten esitteiden laatimisvelvollisuuden raja-arvo, joka Suomessa on ESMA:n selvityksestä ja valtiovarainministeriön suorittamasta kattavasta kansainvälisestä vertailusta saatujen tietojen valossa EU-valtioiden keskiarvoa kireämpi, on ollut tarkasteltavana avoimuusdirektiivin (2004/109/EY, engl. *Transparency Directive*, jäljempänä *avoimuusdirektiivi*) muutoksen (2013/50/EU) täytäntöönpanon yhteydessä. Avoimuusdirektiivin muutos on saatettu Suomessa voimaan arvopaperimarkkinalain muutoksella (HE 11/2015 vp), joka tuli voimaan 26 päivänä marraskuuta 2015. Muutoksen seurauksena yleisölle tarjottavista arvopapereista pitää laatia esite vasta, kun tarjouksen yhteisarvo on vähintään 2,5 miljoonaa euroa (aiemmin 1,5 miljoonaa euroa). Esityksessä esitteen laatimisvelvollisuuden raja-arvoa on ehdotettu muutettavaksi vain joukkorahoitusta koskevalla poikkeussäännöksellä arvopaperimarkkinalaista, joka nostaisi esitteen laatimisvelvollisuuden alarajan joukkorahoituksessa viiteen miljoonaan euroon. Vastaavia vain joukkorahoitusta koskevia esitteiden laatimisen ja julkaisun raja-arvon poikkeuksia on pantu täytäntöön Ranskassa, Saksassa, Belgiassa ja Itävallassa. Lisäksi ehdotetaan joukkorahoitusta koskevan tiedonantovelvollisuuden sääntelyä arvopaperimarkkinalain vaatimuksista erillään esityksen yhteydessä annettavalla valtiovarainministeriön asetukseen perustuvilla kevennetyillä tiedonantovelvollisuuksilla.

Muutosehdotuksen tarkkarajaisuus on perusteltua myös siksi, että komission konsultaatiossa esitedirektiivistä (*Review of the Prospectus Directive*), joka julkistettiin samana päivänä kuin pääomamarkkinaunionia koskeva vihreä kirja, mainitaan sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen aiheuttavan tarvetta tarkastella esitedirektiivin raja-arvoja sekä mahdollista lisäharmonisoinnin tarvetta. Komission mukaan silloin, kun raja-arvo on (kuten Suomessa) asetettu pienemmäksi kuin sallittu 5 miljoonaa euroa, se voi haitata sijoitusmuotoista joukkorahoitusta ja sen kehitystä. Komission esitedirektiiviä koskevan konsultaation perusteella 30 päivänä marraskuuta 2015 annettu ehdotus esitedirektiivin korvaamiseksi esiteasetuksella (Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukset – Esitteen julkistaminen, kun arvopapereita tarjotaan yleisölle tai saatetaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi) KOM(2015) 583 final jatkaa saman asian käsittelyä. Esiteasetusta koskevassa ehdotuksessa esitetään nykyisen 100 000 euron esitettä koskevan alarajan nostamista 500 000 euroon, jonka alittavista arvopaperitarjouksista EU-valtiot eivät enää saa vaatia liikkeeseenlaskijalta esitteen laatimista ja julkaisemista. Lisäksi ehdotuksessa esitetään nykyisen esitedirektiivissä asetetun ylimmän esiteraja-arvon nostamista viidestä miljoonasta 10 miljoonaan euroon. Ylimmän esiteraja-arvon asettaminen jää edelleen kansalliseen harkintaan. Komission tavoitteena on erityisesti pk-yritysten rahoituksen hankinnan ja rahoituksen saatavuuden tukeminen ja helpottaminen nykyisestä. Samaa tavoitetta voidaan kansallisesti edistää antamalla kehittyvälle, uudelle ja vakiintuneisiin rahoituskanaviin nähden täydentävälle ja osin vaihtoehtoiselle rahoituskanavalle, joukkorahoitukselle, mahdollisuus hyödyntää nykyistä korkeampaa esiteraja-arvoa.

Kyseessä on korostuneesti kansallinen ratkaisu, jolla pyritään kehittämään kansallisia olosuhteita muun muassa purkamalla sijoittajarakenteen yksipuolisuutta sekä vahvistamaan rahoitustoimialan kilpailukykyä suhteessa keskeisiin verrokkimaihin. Useat tutkimukset osoittavat, että erityisesti kasvuyritysten pankkien taseen kautta tulevan rahoituksen ehdot ovat kiristyneet. Tällöin on tärkeää, että rahoitusta on saatavilla vaihtoehtoisista kanavista, jotka ovat kuitenkin Suomessa kehittymättömät ja kustannuksiltaan korkeat. Suurten institutionaalisten sijoittajien ja pääomasijoittajien näkökulmasta sijoitukset, jotka jäävät alle viiden miljoonan euron, ovat usein kooltaan liian pieniä, vaikka sijoituskohde olisikin riski-tuotto -suhteeltaan sopiva. Näin

ollen esiteraja-arvon asettaminen viiteen miljoonaan euroon antaa edellytykset nykyistä monipuolisemman ja kustannuksiltaan edullisemman rahoituksen tarjontaan erityisesti kasvuyritysten tarpeisiin.

On huomionarvoista, että komissio on nostanut esiteraja-arvoja vuonna 2003 annetun esitedirektiivin jälkeen jo kerran vuonna 2010 ja on nyt esittämässä uutta esiteraja-arvojen korotusta esiteasetusehdotuksen yhteydessä. Myös esityksessä tehty kansainvälinen vertailu osoittaa, että esiteraja-arvojen nosto on tullut monissa EU-valtioissa ajankohtaiseksi viime vuosina. EU-valtiot ovat päätyneet joko nostamaan yleistä esiteraja-arvoa tai vaihtoehtoisesti esittämään joukkorahoitukselle omaa yleisestä esiteraja-arvosta korkeampaa raja-arvoa (joukkorahoituspoikkeus), jolla on pyritty edistämään rahoitusmuodon kasvua, käytettävyyttä ja kehittymistä. Näin ollen esityksessä joukkorahoitukselle ehdotettu yleistä 2,5 miljoonaa euroa korkeampi viiden miljoonan euron esiteraja-arvo noudattaa globaalia kehitystä ja on pitkälti muualla Euroopassa vallitsevan trendin mukainen. Ratkaisulla poiketaan normaalisti rahoitusmarkkinoilla käytetystä tasapuolisuuden vaatimuksesta, jota voidaan kuitenkin toimialan pieni koko ja kehittymättömyys huomioon ottaen pitää perusteltuna. Komission loppuvuonna 2015 antama esiteasetusehdotus ja pääministeri Juha Sipilän hallitusohjelman sisältö huomioon ottaen on todennäköistä, että Suomessa myös yleistä esiteraja-arvoa tullaan lähitulevaisuudessa nostamaan etenkin, jos ylin esiteraja-arvo nousee esiteasetusehdotuksen mukaisesti nykyisestä viidestä miljoonasta eurosta 10 miljoonaan euroon. Tätä tukee myös Suomen monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän eli NASDAQ Helsinki Oy:n ylläpitämän First North Helsinki –markkinan aseman vahvistaminen. First North Helsinki –markkina voisi esiteasetusehdotukseen kirjatun kansallisen 10 miljoonan euron esiteraja-arvon option kansallisen täytäntöönpanon perusteella jatkaa omalla kevyemmällä dokumentaatiolla (engl. *offering circular*) listauksia aina esiteasetusehdotuksen mahdollistamaan 10 miljoonan euron maksimiin, sillä tällainen toiminta olisi esiteasetusehdotuksen mukaista korostuneen kansallista toimintaa. Tämä voisi osaltaan lisätä kansallisten markkinapaikkojen vetovoimaa, listautumisia ja markkinapaikkojen likviditeettiä. Näin ollen joukkorahoitukselle esityksessä ehdotettu ja räätälöity yleisestä esiteraja-arvosta poikkeava korkeampi esiteraja-arvo ja sen mahdollinen joukkorahoitusta yritysten rahoituskanavana suosiva vaikutus jäänee suhteellisen lyhytaikaiseksi.

Arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 § kieltää hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen menettelyn arvopaperimarkkinoilla. Kyseinen yleisperiaate soveltuu sinänsä sellaisenaan myös arvopaperimarkkinalain mukaisilla arvopapereilla harjoitettavaan joukkorahoitustoimintaan. Selvyyden vuoksi esityksessä ehdotetaan vastaavanlaisen hyvää tapaa koskevan yleisperiaatteen sisällyttämisestä joukkorahoituslakiin, joka kattaisi myös arvopaperimarkkinalain soveltamisalaan kuulumattomat siirtokelvottomat arvopaperit, kun niitä hyödynnetään joukkorahoitusta hankittaessa tai välitettäessä.

Asiakasvarojen hallinnointi ja hallussapito

Esityksessä on tarkoitus kansallisesti panna täytäntöön MIFID I:n 3 artikla nimenomaan lainaja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen näkökulmasta. Artiklan sanamuoto kieltää nimenomaisesti asiakasvarojen hallussapidon, kun kyseisen artiklan sallimaa valinnaista poikkeusta sovelletaan kansallisesti sen soveltamisalan piiriin kuuluviin toimijoihin.

Suomessa tällä hetkellä toimivat laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta tarjoavat tai välittävät palvelualustat voidaan jaotella alustan maksuliikenteen perusteella karkeasti kahteen ryhmään sen perustella, liikkuuko palvelualustalla pelkkiä merkintöjä vai oikeaa rahaa. Osa palvelualustoista välittää pelkkiä lupauksia sijoituksista yrityksen lainaan ja/tai osakkeisiin, ja varsinainen maksutapahtuma tapahtuu rahoituskierron päätyttyä alustan ulkopuolella. Toiset palvelualustat puolestaan ovat integroineet maksuliikenteen osaksi omaa palveluaan, jol-

loin asiakkailta on palvelussa omat asiakastilit ja rahoituskierron aikana liikkuu oikeaa rahaa joko verkkopankin tai asiakastilin kautta, ensin rahoituskierron (rahoituskierrosta koskevalle erillistilille) ja lopulta, mikäli kierros on onnistunut, rahoitusta hakeneen yrityksen tilille.

Lähtökohtaisesti maksuliikenteen hoitaminen joukkorahoituksen välittäjän ylläpitämällä palvelualustalla niin, että voitaisiin tulkita, että joukkorahoituksen välittäjällä on asiakasvaroja hallinnassa, ei olisi mahdollista. Kielto on kategorinen joukkorahoituksen välittäjän välittäessä arvopaperimarkkina-asiakasta tarkoittuja arvopapereita MIFID I:n 3 artiklan mukaisesti. Vastava kategorisuus ei kuitenkaan tule kysymykseen joukkorahoituksen välittäjän välittäessä arvopaperimarkkina-asiakasta soveltamisalaan kuulumattomia siirtokelvottomia arvopapereita, jotka ovat MIFID I:n soveltamisalan ulkopuolella. Jos joukkorahoituksen välittäjä välittäessään muita kuin arvopaperimarkkina-asiakasta tarkoittuja arvopapereita hallinnoi asiakasvaroja, sen on järjestettävä sen haltuun luovutettujen asiakasvarojen säilyttäminen ja käsittely luotettavalla tavalla ja huolehdittava siitä, että asiakasvarat pidetään erillään sen omista varoista. Säännös ei perustu MIFID I:een, vaan se on kansallista sääntelyä.

Joukkorahoituksen välittäjä voi maksuliikenteen hoitamiseksi ja osin myös asiakasvarojen hallinnoimiseksi hakea esimerkiksi maksulaitoksen toimilupaa tai rekisteröityä maksulaitokseksi. Käytännössä tilanne ei ole näin ehdoton, koska niin maksupalveludirektiivi kuin maksulaitoslaki sisältävät useita poikkeuksia, joiden perusteella asiakasvarojen hallintaa voi harjoittaa ilman toimilupaa tai rekisteröintiä. Joukkorahoituksen välittäjän on myös mahdollista integroida ylläpitämänsä palveluun toimiluvallisen tai rekisteröidyn maksulaitoksen tuottamaa maksuliikennettä koskevat toiminnallisuudet. Myös muun muassa erillisten asiakasvara- ja säilytystilien (engl. *escrow account*) hyödyntäminen olisi mahdollista rahoitusmarkkinoilla vakiintuneen käytännön mukaisesti niin, että asiakasvarat pidetään joukkorahoituksen välittäjän omista varoista erillään vallitsevan markkinakäytännön mukaisesti.

Sidonnaisasiamiehenä toimiva joukkorahoituksen välittäjä voi käsitellä asiakkaan rahavaroja tai rahoitusvälineitä toimiluvallisen rahoitusmarkkinatoimijan lukuun ja vastuulla (sijoituspalvelulain 7 luvun 7 §:n 4 momentti).

Sijoittajansuoja

Joukkorahoituksen tunnustamiseksi sallitaksi elinkeinoksi ja markkinoilla yleisesti hyväksytyksi rahoitusmuodoksi sekä siihen liittyvän tarvittavan kansallisen ja kansainvälisen huomioonarvon saavuttamiseksi on kevyen sääntelytavoitteen vastapainoksi tarpeen vahvistaa myös sijoittajansuojaa. Pyrkimys on yhtenevä eduskunnan ja hallituksen asettamien poliittisten tavoitteiden ja valtiovarainministeriön yhdessä työ- ja elinkeinoministeriön kanssa toteuttaman kyselyn lopputulosten kanssa. Keskeistä on edellytys säätää joukkorahoituksen välittäjälle velvollisuus huolehtia siitä, että joukkorahoituksen saaja julkistaa ennen varainhankinnan aloittamista riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan sijoituksen arvoon. Riittäväntasoinen sijoittajansuoja on pyritty varmistamaan MIFID I:n ja osin MIFID II:n sisältämien sijoittajansuojaa koskevien menettelytapasäännösten sisällyttämällä esitykseen. Koska laina- ja sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen liittyy toiminnan luonteesta johtuen suhteessa korkeampi riski verrattuna moniin vakiintuneisiin rahoitusmuotoihin, on ensiarvoisen tärkeää, että ei-ammattimainen sijoittaja saa kaiken mahdollisen tiedon sijoituksen kohteesta ja sijoitukseen liittyvistä riskeistä mahdollisimman selvästi, avoimesti ja ymmärrettävästi perustellun sijoituspäätöksen tekemiseksi. Nykytilanteessa sijoittajansuoja on ollut jossain määrin puutteellinen, koska niin arvopaperimarkkina-asiakasta kuin sijoituspalvelulain tiedonantovelvollisuudet eivät ole kuin poikkeuksellisesti ulottuneet arvopaperimarkkina-asiakasta soveltamisalaan kuulumattomiin siirtokelvottomiin arvopapereihin. Esityksellä sijoittajansuojaa py-

ritään tältä osin parantamaan ulottamalla esityksen mukainen tiedonantovelvollisuus myös niihin tilanteisiin, joissa siirtokelvottomia arvopapereita hyödynnetään joukkorahoitusta hankittaessa tai välitettäessä.

Esityksessä ei ehdoteta asetettavaksi ei-ammattimaisten sijoittajien tekemille yksittäisille sijoituksille tai vuositason kokonaissijoituksille euromääräisiä rajoja. Myöskään joukkorahoituksen välittäjän velvollisuutta suorittaa sijoittajia koskevia asianmukaisuustestejä (engl. *appropriateness test*) ei arvioida tarpeelliseksi asettaa lainsäädännön tasolla, vaikka tällaisiin ratkaisuihin on kansainvälisen vertailun perusteella muutamissa maissa päädyttykin. Laina- ja sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa sijoitetaan usein suhteellisen pieniä rahamääriä, jolloin sijoittajansuoja voidaan parhaiten varmistaa joukkorahoituksen välittäjän tiedonantovelvollisuutta koskevalla sääntelyllä. Kun pääministeri Juha Sipilän hallitusohjelman tavoitteena on lisäksi välttää direktiivien asettamia velvoitteita laajempien kansallisten vaatimusten asettamista alan toimijoille, voidaan esityksessä ehdotettua, pitkälle sijoituspalvelulain mukaista sijoittajansuojan ulottamista niin laina- kuin sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen pitää riittävänä ilman erikseen asetettavia euromääräisiä sijoitusrajoja ja asianmukaisuustestejä. Laissa säädettyjen euromääräisten sijoitusrajojen ja asianmukaisuustestien kiertäminen olisi todennäköisesti käytännössä myös sangen helppoa, jolloin niille asetetut sijoittajansuojan parantamista koskevat tavoitteet voisivat olla huomattavassa epäsuhdassa niistä joukkorahoituksen välittäjälle ja mahdollisesti Finanssivalvonnalle markkinavalvojana aiheutuviin hallinnollisiin kustannuksiin esimerkiksi asetettujen euromääräisten sijoitusrajojen valvonnan ja tästä aiheutuviin kustannusten kautta. Toimialan uskottavuuden ja luotettavuuden sekä sijoittajansuojan näkökulmasta olisi kuitenkin suositeltavaa, että joukkorahoituksen välittäjät kiinnittävät ei-ammattimaisten sijoittajien euromääräisiin sijoitusrajoihin ja asianmukaisuustesteihin huomiota esityksessä toimialalle ehdotetun itsesääntelyn puitteissa. Lisäksi sijoittajansuojaa täsmennetään joukkorahoituksella varoja hankkivan yhteisön tiedonantovelvollisuutta koskevalla erillisellä valtiovarainministeriön asetuksella, joka sisältää säännökset muun muassa riskivaikutuksesta ja muista sijoittajien näkökulmasta keskeisiksi arvioituista seikoista.

Maksukyvyttömyysmenettelyt

Esityksessä on sijoittajansuojan näkökulmasta otettu lähtökohdaksi, ettei laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välitetä maksukyvyttömille yrityksille. Tämän lähtökohdan ohella on kuitenkin syytä ottaa huomioon se, että saneerausmenettelyn tarkoituksena on poistaa velallisen maksukyvyttömyys ja vahvistaa velalliselle saneerausohjelma, jonka myötä velallisesta tulee jälleen maksukykyinen ja kannattava yritys.

Käytännössä on tilanteita, joissa velallinen tarvitsee liiketoiminnan jatkamiseen ja kehittämiseen uutta omaa tai vierasta pääomaa jo saneerausmenettelyn aikana. Joskus voi olla tarpeen saada saneerausohjelman vahvistamista varten sitovia merkintöjä uusista sijoituksista yritykseen saneerausmenettelyn aikana, vaikka varsinainen sijoitus tai laina maksettaisiin yritykselle vasta saneerausmenettelyn päätyttyä. Sitovien sijoitusmerkintöjen saaminen saattaa itsessään olla ehto saneerausohjelman vahvistamiselle.

Joukkorahoituksen välittäminen saneerausmenettelyssä olevalle yritykselle voi sisältää tavallista suuremman riskin sijoittajalle, mutta toisaalta sijoitus voi olla hyvinkin kannattava, jos yrityksen saneeraus onnistuu. Lainamuotoisen joukkorahoituksen riskiä pienentää se, että saneerausmenettelyn aikana annettu luotto on yrityksen saneerauksesta annetun lain (47/1993) 32 §:n 2 momentin nojalla etuoikeutettu saatava saneerausmenettelyä mahdollisesti seuraavassa niin sanotussa jälkikonkurssissa.

Laina – tai sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen käyttämiselle ei näin ollen näyttäisi olevan lähtökohtaisesti estettä tilanteessa, jossa yrityksen velkoja järjestellään vapaaehtoisesti, kunhan sijoittajansuojasta huolehditaan antamalla oikeat ja riittävät tiedot rahoitettavan yrityksen takaisinmaksukyvyistä ja muutoin taloudellisesta tilanteesta.

Selvää on, että joukkorahoituksen välittäjän olisi tuotava sijoittajalle selvästi esille, että joukkorahoituksen saaja on saneerausmenettelyssä, ja samalla selvitettävä kaikki sijoittajan asemaan olennaisesti vaikuttavat seikat. Näillä edellytyksillä esityksessä ehdotetaan laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen käyttämisen mahdollistamista yrityssaneeraustilanteissa.

Sen sijaan yrityksen konkurssitilanteessa laina- tai sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen käyttäminen olisi kiellettyä. Sama koskee yksityishenkilön velkajärjestelyä, jota ei ole lähtökohtaisesti tarkoitettu yrityksille, ja joka tällä hetkellä onkin tiukoin edellytyksin mahdollinen vain melko pienimuotoista yritystoimintaa harjoittavalle yrittäjälle.

Määritelmät

Rajanveto-ongelmien ratkaisemiseksi muuhun kansalliseen lainsäädäntöön on tarpeen luoda lukuisia uusia määritelmiä, joiden sijoittaminen kootusti erillislakiin on myös lakiteknisesti selkeämpää kuin laaja viittaustekniikka laista toiseen. Toisaalta, vallinnut epäselvyys joukkorahoitukseen kulloinkin soveltuvasta lainsäädäntökehikosta ja sijoittajansuojan kattavuudesta on aiheuttanut hallinnollista rasitetta sekä toimialalle että viranomaisille, mikä on edellyttänyt resurssipanostuksia asioiden selvittämiseen ja aiheuttanut kustannuksia kaikille osapuolille. Yhdellä eri joukkorahoitusmuotoja koskevalla erillislailla voidaan kokonaisuudessaan vähentää sekä toimialan että viranomaisten kustannuksia ja toisaalta edistää sijoittajien ja muun yleisön ymmärrystä oikeuksistaan ja velvollisuuksistaan.

Esityksessä on päädytty olemaan ehdottamatta erillistä joukkorahoituksen määritelmää. Joukkorahoitus on toimialana monimuotoinen ja edelleen voimakkaassa kehitysvaiheessa. Tämän takia joukkorahoituksen laintasoista määrittelyä ei ole pidetty tarkoituksenmukaisena. Joukkorahoitusta ja toiminnan sisältöä on sen sijaan kuvattu laajasti esityksen yleisperusteluissa. Joukkorahoitusta koskevan määritelmän jättämisellä varsinaisen lakitekstin ulkopuolelle pystytään myös paremmin varautumaan komission pääomamarkkinaunionin täytäntöönpanon yhteydessä tulevaisuudessa mahdollisesti tekemään joukkorahoitusta koskevaan EU-tason sääntelyehdotukseen. Esityksen keskittyessä ainoastaan laina- ja sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen voitaisiin joukkorahoitus tässä yhteydessä määritellä varojen keräämiseksi yleisöltä elinkeinonharjoittajien ennalta määrittämien hankkeiden rahoittamiseksi useimmiten elektronisen Internet-pohjaisen palvelualustan välityksellä.

Esityksellä mahdollistetut toimintamuodot

Esityksellä pyritään mahdollistamaan laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittäminen nykyistä laajemmin voimassaolevan sekä kansallisen että EU-lainsäädännön mahdollistamissa rajoissa. Toimialan kasvupotentiaalin, alaa koskevan sääntelykehikon selkeyttämisen ja esityksessä mainittujen tavoitteiden saavuttaminen edellyttää EU-lainsäädännön tunnustaman suhteellisuusperiaatteen hyödyntämistä, minkä toteuttaminen on ollut esityksessä valittujen lakiteknistien ratkaisujen yksi keskeinen lähtökohta.

Esityksen perusteella joukkorahoituksen välittäjä voi tarjota sekä laina- että sijoitusmuotoista joukkorahoitusta siitä riippumatta, käyttääkö se toiminnassaan sijoituspalvelulaisissa ja arvopaperimarkkinalaisissa tarkemmin määriteltyjä siirtokelpoisia arvopapereita vai hyödyntääkö se toiminnassaan erillisen sopimusmääräyksen tai lain perusteella siirtokelvottomaksi määritelty-

jä arvopapereita. Keskeinen ero toimittaessa siirtokelpoisilla arvopapereilla suhteessa siirtokelvottomiin arvopapereihin liittyy siihen, että ensiksi mainittuja rahoitusvälineitä välitettäessä joukkorahoituksen välittäjä joutuu – tällaisia arvopapereita koskevia toimeksiantoja vastaanottaessaan ja edelleen välittäessään ei-ammattimaisille sijoittajille – käyttämään välimiehenä tai agenttina toimiluvallista rahoitusmarkkina toimijaa. Vastaavaa velvollisuutta ei ole, jos siirtokelpoisia arvopapereita tarjotaan ainoastaan ammattimaisille sijoittajille. Jälkimmäisessä tilanteessa joukkorahoituksen välittäjä voi vastaanottaa ja välittää siirtokelvottomia arvopapereita koskevia toimeksiantoja suoraan ei-ammattimaisille sijoittajille ilman tarvetta välihenkilön tai agentin käyttämiseen.

Lähtökohtana Suomen laissa on, että rahoitusväline tai arvopaperi on siirto- ja luovutuskelpoinen. Näin ollen valtaosassa tilanteita joukkorahoituksen välittäjän tulisi hyödyntää toiminnassaan välimiehenä tai agenttina toimivaa toimiluvallista rahoitusmarkkinatoimijaa, jos sen vastaanottamien tai välittämien siirtokelpoisia arvopapereita koskevien toimeksiantojen kohteena on ei-ammattimainen sijoittaja. Suomessa on kuitenkin perinteisesti katsottu, että muun muassa lain tai erillisen sopimuksen tai sopimusmääräyksen perusteella luovutusrajoituksen kohteena olevat arvopaperit, kuten usein esimerkiksi velkakirjalain 3 luvussa tarkoitettut tavalliset velkakirjat tai laissa avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä tarkoitettut kommandiittiyhtiön äänettömän yhtiömiehen yhtiöosuudet, eivät ole siirtokelpoisia eivätkä näin ollen myöskään sijoituspalvelulain 1 luvun 10 §:n mukaisia rahoitusvälineitä. On myös mahdollista, että osapuolet sitoutuvat ennakkollisesti olemaan luovuttamatta tai siirtämättä sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen kohteena olevaa rahoitusvälinettä kolmannelle esimerkiksi merkintä-, sijoitus- tai niihin rinnastuvassa sopimuksessa. Kyse on varallisuus oikeudellisista oikeustoimista annetun lain 1 §:n 1 momentin mukaisesta sopimusmekanismista, mikä on pätevästi osapuolten käytettävissä siihen liittyvine oikeusvaikutuksineen. Tällaisia arvopapereita koskevia toimeksiantoja joukkorahoituksen välittäjä voisi siis ottaa vastaan ja välittää suoraan ei-ammattimaisille sijoittajille ilman välissä toimivaa toimiluvallista välimiestä tai agenttia esityksessä ehdotetun mukaisesti.

Esityksen valmistelun lähtökohtana on ollut, että siirtokelvottoman ja siirtokelpoisen arvopaperin erottelulla on keskeinen merkitys erityisesti sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa, jossa rahoitusvälineen tapauskohtaisen räätälöinnin on arvioitu olevan yleisempää. Esityksen valmistelussa on arvioitu, että lainamuotoisessa joukkorahoituksessa hyödynnettäisiin pääasiassa sopimuksin tai sopimusmääräyksin siirtokelvottomaksi tehtyjä velkakirjalain 3 luvun mukaisia tavallisia velkakirjoja. Tämä arvio on perustunut sekä valtiovarainministeriön suorittamaan kansainväliseen vertailuun että olemassa olevien kotimaisten markkinoiden empiiriseen tutkimukseen. Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa voidaan kuitenkin yhtä hyvin hyödyntää velkakirjalain 2 luvun mukaisia juoksevia velkakirjoja eli haltijalle sekä nimetylle henkilölle tai hänen määräämälleen asetettuja velkakirjoja. Tällaiset velkakirjat ovat jo sisältönsä nojalla siirtokelpoisia, minkä takia niiden hyödyntäminen lainamuotoisessa joukkorahoituksessa edellyttää toimiluvallisen rahoitusmarkkinatoimijan hyödyntämistä välimiehenä tai agenttina, kun sijoittajana on ei-ammattimainen sijoittaja. Tilanne on yhtäläinen sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen kanssa, kun päädytään käyttämään siirtokelpoista rahoitusvälinettä.

Esityksessä mahdollistetaan myös sijoituspalvelulain 7 luvun 7 §:n mukaisesti joukkorahoituksen välittäjän toimiminen toimiluvallisen sijoituspalveluyrityksen sidonnaisasiamiehenä. Sidonnaisasiamiehenä toimiva joukkorahoituksen välittäjä toimii sijoituspalveluyrityksen lukuun ja vastuulla. Sidonnaisasiamies voi toimia vain yhden sijoituspalveluyrityksen lukuun. Sidonnaisasiamies voi sijoituspalvelulain mukaan (i) vastaanottaa ja välittää sijoitus- ja oheispalveluihin tai rahoitusvälineisiin liittyviä asiakkaiden ohjeita ja toimeksiantoja, (ii) välittää rahoitusvälineitä asiakkaille, (iii) antaa sijoituspalveluyrityksen tarjoamia sijoitus- ja oheispal-

veluja tai rahoitusvälineitä koskevaa neuvontaa asiakkaille, ja (iv) markkinoida sijoituspalveluyrityksen tarjoamia sijoitus- ja oheispalveluja asiakkaille.

Jos laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittävät palvelualustat kokevat tarpeelliseksi ja ne täyttävät nykyisin voimassa olevassa lainsäädännössä olevat edellytykset, ne voivat edelleen myös hakeutua toimiluvanvaraisiksi sijoituspalveluyrityksiksi tai muiksi toimiluvallisiksi rahoitusmarkkinatoimijoiksi, jolloin ne voivat hyödyntää toiminnassaan europassia, joka mahdollistaa toiminnan harjoittamisen koko EU-alueella ilman kalliita lisäedellytyksiä. Kun tällainen toimiluvallinen rahoitusmarkkinatoimija välittää joukkorahoitusta oman toimilupansa nojalla Suomessa, tietyt esityksessä tarkemmin yksilöidyt säännökset tulevat kuitenkin sovellettavaksi.

Esitys on merkityksellinen myös toimiluvallisille rahoitusmarkkinatoimijoille, jotka voivat hyödyntää esityksen suhteessa muuhun rahoitusmarkkinasääntelyyn keveämpää rakennetta esimerkiksi perustamalla laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittävän tytäryhtiön tai kytkemällä markkinoilla jo toimivaan joukkorahoituksen välittäjään omaan toimiluvalliseen toimintaansa sidonnaisiamiesjärjestelyn kautta tai harjoittamalla joukkorahoituksen välitystä oman toimilupansa nojalla. Lain lähtökohtana on, että myös luottolaitokset, maksulaitokset, rahastoyhtiöt, sijoituspalveluyritykset ja vaihtoehtorahastojen hoitajat voivat välittää joukkorahoitusta oman toimilupansa nojalla edellyttäen, että ne noudattavat tiettyjä erikseen määriteltyjä joukkorahoituslain säännöksiä.

Esityksellä ei ole vaikutusta rahoitusta hakevien yritysten elinkeinovapauden piriin kuuluvaan mahdollisuuteen tarjota ja myydä itsenäisesti omia arvopapereitaan esimerkiksi oman Internet-sivustonsa kautta tai muulla valitsemallaan tavalla järjestämänsä osakeannin muodossa. Tällöin rahoitusta hakevan yrityksen on itsenäisesti huolehdittava voimassa olevan lainsäädännön kuten muun muassa osakeyhtiölain (624/2006) ja arvopaperimarkkinalain tällaiseen toimintaan soveltuvien säännösten noudattamisesta.

3.3 Esityksessä huomioon otettavia keskeisiä asiakokonaisuuksia

3.3.1 Asiakkaana kuluttaja, ammattimainen tai ei-ammattimainen sijoittaja

Esityksen näkökulmasta selkeä rajanveto eri joukkorahoitusmuotoja valvovien valvontaviranomaisten välillä on valvontavastuiden jakautumisen näkökulmasta keskeistä. Esityksessä rajanveto kuluttajansuojalakiin tapahtuu kahdessa suhteessa; yhtäältä kuluttajille suunnattu lainananto on yksinomaan kuluttajansuojalain 7 luvun soveltamisalan piirissä ja toisaalta lainamuotoisessa joukkorahoituksessa sijoittajana ja velkojana voi olla myös kuluttaja. Vastaava pätee myös sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen. Joukkorahoituslakia sovelletaan tilanteissa, joissa kuluttajat ja muut sijoittajat lainaavat rahaa yrityksille tai sijoittavat yritykseen joukkorahoituksen välittäjän myötävaikutuksella. Joukkorahoituksen välittäjä kerää toiminnassaan rahaa sijoittajilta joko laina- tai sijoitusmuotoisella joukkorahoituksella, ja sen jälkeen välittää rahat eteenpäin velallisille eli rahoitusta hakeville yrityksille (joukkorahoituksen saajille).

Kuluttajan ja sijoittajan keskinäisen erottelun lisäksi on tarpeen myös ottaa huomioon jaottelu ammattimaisiin ja ei-ammattimaisiin asiakkaisiin (sijoittajiin), minkä merkitys korostuu rahoitusmarkkinalainsäädännössä. Rahoitusmarkkinalainsäädännön yhdenmukaisuus ja muun muassa käsitteistön selkeyden varmistaminen ovat tarpeellisia tavoitteita lainvalmistelutyössä. Toisaalta ei ole kannatettavaa eriyttää rahoitusmarkkinasääntelyn peruskäsitteistöä laintasoisesti eri säädöksissä. Erityislainsäädännön tarpeet poiketa pääsääntöisistä käsitteiden määrittelyistä voidaan käsitellä erityisin yksityiskohtaisin poikkeuksin, jos tähän on perusteltua tarvetta.

Esityksessä ei ole tarkoitus puuttua sijoituspalvelulain 1 luvun 18 §:n määrittelyyn ammattimaisesta asiakkaasta, vaan jaotella ei-ammattimaiset asiakkaat muutamaan ryhmään. Jaotteluun ovat vaikuttaneet tavoitteet (a) sijoittajien suojaamisesta, (b) pankkirahoituksen vaikeutumisen huomioon ottamisesta ja yritysrahoituksen edellytysten varmistamisesta, (c) laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen edistämisestä ja (d) maltillisen pitkäaikaisen vaihtoehtoisia rahoituskanavia hyödyntävän sijoittamisen edellytysten parantamisesta. Ei-ammattimaisten asiakkaiden ryhmittely vastaa siten Juha Sipilän hallitusohjelman elinkeinotoiminnan ja rahoitusmarkkinoiden kehittämistä koskevia tavoitteita.

Ei-ammattimaista asiakasta voidaan luonnehtia tarkemmin myös muussa rahoitusmarkkinasääntelyssä, jos siihen ilmenee tarvetta. Tällaista tarvetta ei kuitenkaan ole tiedossa. Edellä mainituista ei-ammattimaisten asiakkaiden jaotteluun liittyvistä tavoitteista ainoastaan sijoittajien suojaaminen liittyy esimerkiksi sijoituspalvelulakiin, jossa ammattimainen asiakas ja ei-ammattimainen asiakas on määritelty, joskin on esitetty, että ryhmittelemällä ei-ammattimaisia asiakkaita myös sijoituspalvelulaissa voitaisiin laajentaa merkitysijöiden (sijoittajien) piiriä osakeanneissa ja joukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskuissa ja näin edistää pitkäjänteisesti toimivien yksityissijoittajien toimintaa.

Kansainvälinen vertailu on osoittanut, että Iso-Britanniassa käytetään käsitteitä ”*sophisticated investor*” ja ”*high net worth individual*”, Saksassa käsitettä ”*semi-professionellen Anleger*” ja Luxemburgissa käsitettä ”*well-informed investors*”. Nämä käsitteet ovat sijoittajien kokemukseen ja osaamiseen perustuvan ryhmittelyn janalla käsitteiden ammattimainen asiakas ja kuluttaja välimaastossa. Myös Suomessa on tarve ryhmitellä sääntelyssä niitä ei-ammattimaisia asiakkaita, jotka eivät ole kuluttajia. Tämän ryhmittelyn tarve korostuu erityisesti laina- ja sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa. Erilaisia toimijoita tarkemmin arvioimalla havaitaan merkittäviä eroja ei-ammattimaisten asiakkaiden välillä. Jo kuluttajien, joiden lähtökohtaisesti edellytetään olevan luonnollisia henkilöitä, kesken ei-ammattimaiset asiakkaat vaihtelevat yksiselitteisesti kuluttajana toimimisesta ammattimaiseen sijoittajaan verrattavan tuntemuksen ja osaamisen omaavaan yksityissijoittajaan. Rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä heikomman osapuolen suojan taso ja sisältö poikkeaa riippuen siitä, onko sääntelyn kohteena asiakas, sijoittaja tai kuluttaja. Erot liittyvät joukkorahoituksessa korostuneesti markkinoinnin, asiakkaan asianmukaisuusarvioinnin ja palvelualustan selontotovelvollisuuden sääntelyyn. Joukkorahoituslain soveltamisalalla ei ole käytännön syistä perusteltua pitäytyä tiukasti rajatuissa ei-ammattimaisen asiakkaan ja ammattimaisen asiakkaan käsitteissä.

Muussa kotimaisessa lainsäädännössä on toisaalta esimerkiksi kuluttaja-käsitettä tietyissä tapauksissa laajennettu. Vakuutusopimuslain (543/1994) 3 §:n mukaan laki on vakuutuksenottajan hyväksi pakottava, jos vakuutuksenottaja on kuluttaja tai kuluttajaan rinnastettavissa oleva elinkeinonharjoittaja. Pakottavuussuojaa saavaan kuluttajaan rinnastetaan sellainen luonnollinen henkilö tai oikeushenkilö, jonka harjoittaman elinkeinotoiminnan tai muun toiminnan laatu ja laajuus sekä olosuhteet muutoin ovat vakuutuksenantajan sopijapuolina rinnastettavissa kuluttajaan solmittaessa vakuutusopimusta. Lain esitöissä täsmennetään, että kuluttajiin rinnastettavia tahoja vakuutusopimuksissa ovat myös asunto-osakeyhtiöt ja useat aatteelliset yhdistykset (HE 63/2009 vp, s. 10 ja s. 15). Toisaalta säännöstä koskeva oikeuskäytäntö samoin kuin Vakuutus- ja rahoitusneuvonnan (FINE) yhteydessä toimivan vakuutuslautakunnan tulkintakäytäntö on vähäistä.

Myös eduskunnan talousvaliokunta on mietinnössään vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevasta hallituksen esityksestä todennut, että: ”Toisaalta on otettava huomioon, ettei ei-ammattimaisen sijoittajan käsitettä ole määritelty tyhjentävästi EU-sääntelyssä. Tämä jättää sääntelyn toimeenpanoon kansallista harkintavaltaa, jota on aiheellista käyttää erityisesti sijoittajansuojan sallimissa rajoissa.” (TaVM 38/2013 vp, s. 4).

Jos joukkorahoituksen välittäjän joukkorahoituksen saajalle välitettävä pääoma on tarkoitus kerätä ammattimaisilta asiakkailta ja sellaisilta ei-ammattimaisilta asiakkailta, jotka eivät ole kuluttajia, niin tällöin on keskeistä varmistua siitä, että ei-ammattimaiset sijoittajat ymmärtävät sijoitukseen liittyvät riskit ja niillä on sijoituksen koko huomioon ottaen riittävät edellytykset kantaa sijoitukseen liittyvä riski. Riskin kantamisen edellytyksiä arvioitaessa on otettava huomioon asiakkaan kokemus sijoittamisesta, rahoitusmarkkinoiden tuntemus ja sijoitusvarallisuuden arvo.

Kaikki luonnolliset henkilöt ovat lähtökohtaisesti kuluttajia. Kuluttajan käsitteelle on olennaista, että kyseessä oleva luonnollinen henkilö hankkii kulutushyödykkeen pääasiassa muuhun tarkoitukseen kuin harjoittamaansa elinkeinotoimintaa varten. Kyseisen määritelmän ulkopuolelle voidaan kuitenkin katsoa jäävän tiettyjä keskeisiä tahoja, jotka eivät tarvitse sen kaltaista suojaa, joka on yhdistettävissä kuluttajien suojaamiseen rahoitusmarkkinoilla. Ei-ammattimaisilta asiakkailta eli ei-kuluttajilta, joilta pääomia laina- ja sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa kerätään, edellytetään aina lisäksi sekä sijoitusriskien ymmärtämistä että niiden kantokykyä. Komission antamissa yhteisön suuntaviivoissa valtioneudesta pieniin ja keskiuuriin yrityksiin tehtävien riskipääomasijoitusten edistämiseksi (2006/C 194/02, jäljempänä *suuntaviivat*) määritellään niin sanotut bisnesenkelit (enkeli-sijoittajat). Näillä tarkoitetaan taloudellisesti riippumattomia varakkaita yksityishenkilöitä, jotka sijoittavat itsenäisillä päätöksillä omia varojaan suoraan ja pitkäjänteisesti uusiin kasvaviin pörssissä listaamattomiin yrityksiin, ja opastavat niitä. Tavallisesti bisnesenkelit saavat vastineeksi osuuden yrityksen pääomasta, mutta ne saattavat järjestää myös muuta pitkäaikaista rahoitusta. Jos bisnesenkelit toimivat kukin erikseen mutta joku koordinoi heidän sijoituksiaan, toimintaa voidaan pitää yhteishankkeena (engl. *joint venture*). Suuntaviivoissa tarkoitettu bisnesenkeli ei voi omistaa enemmän kuin 30 prosenttia osakepääomasta eikä hänellä saa olla enemmän kuin 30 prosenttia äänivallasta. Suomen bisnesenkeliä verkosto (engl. *Finnish Business Angels Network*, jäljempänä *FiBAN*), arvioi Suomessa olevan noin 300 – 400 bisnesenkeliä. Bisnesenkelit Suomessa ovat FiBAN:in kautta aktivoituneet erityisesti sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa. Lisäksi muutama sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittävä palvelualue on liittynyt FiBAN:in jäseneksi, joten toimijat ovat lähentyneet toisiaan viimeisten vuosien aikana.

Ei-ammattimaisina asiakkaina voidaan pitää ainakin sukujen omaisuudenhoitoyhteisöjä, säätiöitä ja muita yleishyödyllisiä yhteisöjä, teollisuusyhtiöiden sijoitustoimintoja (engl. *corporate venture*), kuntia sekä yliopistoja ja korkeakouluja. Näiden toimijoiden voidaan katsoa yleisesti ottaen ymmärtävän sijoitukseen liittyvät riskit, minkä lisäksi näillä lähtökohtaisesti on, toki sijoituksen koko huomioon ottaen, riittävät edellytykset kantaa sijoitukseensa liittyvä riski. Sen sijaan se, että ei-ammattimainen asiakas harjoittaa sijoittamista järjestämällä tämän toimintansa sijoitusyhtiöön tai muuhun yritysmuotoon, ei sellaisenaan osoita, että kyseinen henkilö on verrattavissa edellä tarkoitettuihin tahoihin.

3.3.2 Suhteellisuusperiaate

Esityksessä on monessa kohdin viitattu suhteellisuusperiaatteeseen. Suhteellisuusperiaatetta voidaan tarkastella useasta eri näkökulmasta, kuten Suomessa hallinto-oikeuden, perusoikeuksien ja hallinnollisen taakan sekä EU:n perussopimusten näkökulmasta.

Lainsäädäntövallan käyttöön kohdistuu yhtäältä Suomessa suhteellisuusperiaate, joka on yksi hallinto-oikeutemme vakiintuneista yleisistä periaatteista. Viranomaisen päätöksentekoa ja toimivallan käyttöä määrittelevä suhteellisuusperiaate edellyttää hallintolain (434/2003) 6 §:n hallinnon oikeusperiaatteiden mukaan, että viranomaistoimet ovat oikeassa suhteessa tavoiteltuun päämäärään nähden (tarkoitussidonnaisuus). Suhteellisuusperiaatetta on siten noudatettava myös esimerkiksi valtiovarainministeriön käyttäessä sille lain mukaan kuuluvaa asetuk-

senantovaltaa. Esityksessä valtiovarainministeriölle on ehdotettu asetuksenantovallan antamista, joten asian käsittely on tältä osin olennaista. Valtiovarainministeriön asetuksen sisältämien velvollisuuksien ja rajoitusten on oltava oikeassa suhteessa niillä tavoiteltaviin, lain mukaisiin päämääriin. Tämä tavoite on pyritty esityksessä täyttämään. Sama koskee Finanssivalvonnan lakiin perustuvien määräystenantovaltuuksien käyttöä.

Suomen perustuslain säätämistä edeltänyt perusoikeusuudistus on toisaalta edelleen korostanut ja laajentanut suhteellisuusperiaatteen merkitystä. Etenkin perusoikeuksiin kohdistuvat rajoitukset ovat mahdollisia vain, jos ne ovat oikeassa suhteessa niillä tavoiteltaviin päämääriin. Suhteellisuusperiaatteen täyttymisen arviointi edellyttää perusoikeuksien takaamien intressien ja perusoikeuksien rajoittamisen taustalla olevien intressien painoarvon keskinäistä punnintaa.

EU:n perussopimuksissa suhteellisuusperiaatteesta määrätään EU:sta tehdyn sopimuksen 5 artiklan 4 kohdassa, jonka mukaan EU:n toiminnan sisältö ja muoto eivät saa ylittää sitä, mikä on tarpeen perussopimusten tavoitteiden saavuttamiseksi. Oikeasuhteisuus tarkoittaa täten lähinnä eräänlaista ylisääntelyn kieltoa. Periaatteen toteutuminen on kytketty toissijaisuusperiaatteeseen. Näiden periaatteiden toteutumista koskevassa pöytäkirjassa (n:o 2) periaatteiden toteuttaminen on liitetty komission kuulemisvelvollisuuteen säädösvalmistelussa, ehdotusten vaikutusarviointia tukevaan kattavaan perusteluvollisuuteen ja kansallisten parlamenttien aseman varmistamiseen EU-päätöksenteossa.

Joukkorahoituslaissa suhteellisuusperiaate liittyy erityisesti joukkorahoituksen välittäjän koon, oikeudellisen ja hallinnollisen rakenteen sekä toiminnan laadun, laajuuden ja riskillisyyden huomioon ottamiseen sääntelyä sovellettaessa.

Joukkorahoituslaissa on pyritty ottamaan huomioon laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen kohtaamat haasteet ja rajoittamaan mahdollisuuksien mukaan rahoitusmarkkinasääntelyn aiheuttamaa hallinnollista taakkaa ja muita haitallisia vaikutuksia kotimaisten, pääosin sangen pieniä palvelualustoja ylläpitävien joukkorahoituksen välittäjien toimintaedellytyksille. Joukkorahoituslaissa suhteellisuusperiaate on otettu huomioon koko sääntelyä koskevana periaatteena. Suhteellisuusperiaate liittyy viranomaisen harkintavallan käyttöön ja sen laajamittaista soveltamista voidaan esityksen tavoitteet huomioon ottaen pitää perusteltuna.

Myös eduskunnan talousvaliokunta on mietinnössään vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain säätämisen yhteydessä painottanut suhteellisuusperiaatteen merkitystä erityisesti hallinnollisen taakan keventämisen ja ylisääntelyn torjumisen näkökulmasta:

”Jotta sääntely ei tavoitteensa vastaisesti laajenisi kattamaan myös sellaista pienimuotoisempaa toimintaa, josta ei voida ennakoida koituvan merkittävää systeimiriskin vaaraa, hallituksen esityksessä on pyritty suhteellisuusperiaatetta noudattaen rajaamaan sääntelyä. Valiokunta pitää esityksen lähtökohtia perusteltuina. Käyttämällä direktiivin suomaa kansallista harkintavaltaa (esim. hallinnollisesti kevyemmän rekisteröintimahdollisuuden käyttöönotto, oikeus markkinoida vaihtoehtorahaston osuuksia ei-ammattilaisille ja itsesääntely) uuden sääntelyn aiheuttama hallinnollinen taakka on pyritty minimoimaan ja turvaamaan erikokoisten toimijoiden kohtuulliset kilpailuedellytykset markkinoilla. Tämä on erityisen tärkeää Suomessa, sillä sijoitusmarkkinamme ovat hyvin keskittyneet ja kilpailu markkinoilla on vähäistä (TaVM 38/2013 vp, s. 4).”

Pääministeri Jyrki Kataisen hallitus arvioi puoliväli-istunnossaan 28 päivänä helmikuuta 2013 hallitusohjelman toteutumisen sekä Suomen talouden tilannetta. Hallitus sitoutui päätöksissään loppuvaalikauden aikana välttämään teollisuudelle aiheutuvien kustannusten tai sääntelytaakan lisäämistä. Myös olemassa olevaa sääntelytaakkaa tarkastellaan. Nämä linjaukset liit-

tyvät huoleen hiipuneesta talouskasvusta, yritysrahoituksen saatavuuden vaikeutumisesta ja vähenevästä yrittäjyydestä. Suhteellisuusperiaatteen korostaminen tukee myös näitä pääministeri Jyrki Kataisen hallituksen poliittisia tavoitteita, joiden merkitys on vuosien 2014—2015 välisenä aikana entisestään kasvanut. Hallinto-oikeudessa noudatettavan lojaliteetti-ideologian mukaisesti hallitusohjelman tai hallituksen periaatepäätösten suuntaviivat on otettava huomioon myös lainvalmistelussa. Myös pääministeri Juha Sipilän hallitusohjelman yhtenä keskeisenä tavoitteena on turhan sääntelyn purkaminen, hallinnollisen taakan keventäminen ja lupaprosessien yksinkertaistaminen. Pk-yrityksiä koskevia joustoja on hallitusohjelman mukaan käytettävä kaikessa viranomaistoiminnassa täysimääräisesti.

3.3.3 EBA:n ja ESMA:n lausuntojen, ohjeiden ja suositusten noudattaminen

Esityksessä on monessa kohdin viitattu niin EBA:n kuin ESMA:n laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskeviin selvityksiin ja raportteihin, jotka ovat merkityksellisiä kyseisten joukkorahoitusmuotojen EU-tason arvioinnille ja esitykselle asetetuille tavoitteille. Sekä EBA:n että ESMA:n ohjeita ja suosituksia annetaan yhdenmukaisten, tehokkaiden ja toimivien valvontakäytäntöjen aikaansaamiseksi Euroopan finanssivalvontajärjestelmässä sekä EU:n lainsäädännön yhteisen, yhtenäisen ja johdonmukaisen soveltamisen varmistamiseksi. EBA:n ja ESMA:n ohjeissa (kuten myös Finanssivalvonnan ohjeissa) lähtökohtaisesti annetaan voimassa olevaan EU-sääntelyyn liittyviä tulkintoja tai muita ei-velvoittavia toimintaohjeita.

Finanssivalvonnan on EBA:n perustamisesta annetun asetuksen (EU) N:o 1093/2010 (jäljempänä *EBA-asetus*) 16 artiklan ja ESMA:n perustamisesta annetun asetuksen (EU) N:o 1095/2010 (jäljempänä *ESMA-asetus*) 16 artiklan nojalla kahden kuukauden kuluessa EBA:n tai ESMA:n ohjeen tai suosituksen kaikkien kieliversioiden antamisesta vahvistettava, noudattaako se tai aikooko se noudattaa kyseistä ohjetta tai suositusta. Jos Finanssivalvonta ei noudatta tai aio noudattaa sitä, sen on ilmoitettava asiasta EBA:lle tai ESMA:lle ja esitettävä perustelunsa. Finanssivalvonnan velvollisuuksista on EBA-asetuksen 16 artiklan ja ESMA-asetuksen 16 artiklan ohella tältä osin säädetty Finanssivalvonnasta annetun lain (878/2008) 3 a §:ssä.

EBA:n ja ESMA:n ohjeen noudattamisvelvollisuutta arvioidaan yhtiön johdon lakisääteiseen tehtävään perustuvasta velvollisuudesta huolellisesti toimien edistää yhtiön etua (osakeyhtiölain 1 luvun 8 §) perusteella. Valvottavan ja muun finanssimarkkinoilla toimivan on pääsääntöisesti tarkoituksenmukaista noudattaa Finanssivalvonnan sekä EBA:n ja ESMA:n ohjeita, jos ne perustuvat voimassa olevasta EU-sääntelystä esitettyyn tulkintaan, sillä Finanssivalvonta saattaisi puuttua ohjeen noudattamatta jättämiseen sitovan sääntelyn vastaisena toimintana. Jos puolestaan kysymys on muunlaisesta tulkintasuosituksesta, ohjeen noudattamisessa on enemmän liikkumavaraa. Tällöinkin lähtökohtana luonnollisesti on, että markkinatoimijan tulee täyttää sitovasta sääntelystä tulevat vaatimukset. Jos ohjeessa esimerkiksi suositellaan tiettyä toimintatapaa, tästä poikkeava toiminta voi perustellusta syystä, esimerkiksi suhteellisuusperiaatteen soveltumisen vuoksi, olla mahdollista kunhan velvoittavan sääntelyn vaatimukset täytetään. Pelkästään se, että ohjeen noudattaminen olisi liiketaloudellisesti haitallista, ei ole syy olla noudattamatta ohjetta.

Ohjeen kaltaisia suosituksia ei voida ottaa sitovaan säädökseen eikä niille voi asettaa sanktioita, koska vain velvoittavalla normilla voi olla sanktio. Näin myöskään valtiovarainministeriön asetusten rikkomiseen tai laiminlyöntiin liittyvä sanktiouhka ei koske EBA:n ja ESMA:n ohjeiden noudattamista tai noudattamatta jättämistä. Ohjeiden noudattamiseen kehottava EBA-asetuksen 16 artiklan ja ESMA-asetuksen 16 artiklan avoin ilmaisu ”*finanssimarkkinoiden toimijoiden on kaikin tavoin pyrittävä noudattamaan näitä ohjeita ja suosituksia*” on niin väljä, ettei sen rikkomiseen Suomessa ole perinteisesti voitu kytkeä seuraamuksen uhkaa. Suomessa on sitä vastoin hyväksytty rike- tai seuraamusmaksun uhka velvollisuudelle, jossa on

”kohtuullisin keinoin pyrittävä varmistamaan” (arvopaperimarkkinalain 14 luvun 6 §:n 1 momentti ja vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain 18 luvun 2 §:n 3 momentti) tai ”kohtuullisin keinoin pyrittävä estämään” (vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain 18 luvun 7 §:n 1 momentti).

EBA:n tai ESMA:n (tai komission) julkistamiin kysymys ja vastaus –tiedonantoihin (engl. *Questions and Answers*) ei voida kytkeä Suomessa seuraamusuhkaa, koska kyseiset tiedonannot ovat niitä valmistelleiden yksittäisten virkamiesten mielipiteitä. Sen sijaan niin EBA-asetuksen kuin ESMA-asetuksen 10 artikla edellyttää, että ohjeista tehdään vaikutusarvio ja niistä konsultoidaan eri osapuolia. Vastaavaa edellytystä ei ole asetettu tiedonannoille. Ohjeet myös hyväksytään sekä EBA:n että ESMA:n hallintoneuvostossa (*Board of Supervisors*) niin EBA-asetuksen kuin ESMA-asetuksen 44 artiklan mukaisesti määräenemmistöllä.

EBA:n ja ESMA:n kaltaiseen ulkoparlamentaariseseen valmisteluun on useasti kiinnitetty huomiota. Asiaan on viimeksi (7 päivänä helmikuuta 2014) kiinnitetty huomiota eduskunnan suuren valiokunnan mietinnössä (SuVM 1/2014 vp) ja siihen liittyvässä talousvaliokunnan lausunnossa Valtioneuvoston selonteosta EU-politiikasta 2013:

”*Virastoitumiskehitys.* Myös EU:n kiihtyvään virastoitumiseen tulisi kiinnittää nykyistä enemmän huomiota. Talousvaliokunnan tavoin suuri valiokunta katsoo, että komissiota alemmalle tasolle delegoitavan vallankäytön rajat, samoin kuin tarkoituksenmukaisen demokraattisen valvonnan takaaminen, edellyttäisivät nykyistä selkeämpien ja yhtenäisempien periaatteiden ja toimintatapojen kehittämistä sekä EU:ssa että kansallisella tasolla (TaVL 31/2013 vp).”

”*Virastoituminen.* Talousvaliokunnan toimialalla on viime vuosina ollut havaittavissa kehityskulku (mm. rahoitusmarkkinat ja energiasektori), jossa integraation syventymisen ja sääntelyn harmonisoinnin myötä sektorille on luotu uusia asiantuntijaelimiä, joilla on sääntelyn toimeenpanon ohella myös itsenäistä määräysten- ja suositustenantovaltaa. Tämänkaltaisen, komissiota alemmalle tasolle delegoitavan vallankäytön rajat, samoin kuin tarkoituksenmukaisen demokraattisen valvonnan takaaminen, edellyttävät valiokunnan näkemyksen mukaan nykyistä selkeämpien ja yhtenäisempien periaatteiden ja toimintatapojen kehittämistä sekä EU- että kansallisella tasolla.”

Käytännössä on osoittautunut, että EBA:n, ESMA:n tai muun eurooppalaisen valvontaviranomaisen ohje voi edellyttää lainsäädännön muuttamista, jos ohje on ristiriidassa Suomen lainsäädännön kanssa tai kilpailukyky-, vertaispaine- tai muista syistä lainsäädäntö on mukautettava ohjeeseen. Jos EBA:n tai ESMA:n suositusluonteisella ohjeella on tarkoitus saada aikaan vaikutuksia joukkorahoituksen välittäjän oikeuksiin ja velvollisuuksiin, ohjeen noudattaminen voi tosiasiallisesti edellyttää kansallisen lainsäädännön muuttamista, jolloin se on luonteeltaan normatiivisempi kuin kansallisen lainsäädännön mukainen viranomaisohje. Esityksessä on omaksuttu kanta, jonka mukaan ESMA:n ja EBA:n lausunnot voidaan rinnastaa ohjeeseen kansallisille valvontaviranomaisille. Etenkin EU-säädösten soveltamisalaan liittyvien EBA:n ja ESMA:n ohjeiden antaminen voi olla ongelmallista, koska soveltamisalaa koskevat säännökset ovat lähtökohtaisesti EU-säädöksen keskeisiä osia, joita koskevaa toimivaltaa voidaan siirtää yhteispäätösmenettelyä alemmalle tasolle vain hyvin rajatuissa tilanteissa. Niissä voi olla kyse myös eduskunnan toimivaltaan kuuluvista asioista, joita valmisteltaessa EU:n tasolla Valtioneuvosto muodostaa Suomen kannan yhteistyössä eduskunnan kanssa.

EBA:n ja ESMA:n ohjeiden valmistelu tapahtuu normaalin EU-säädösten valmistelun ulkopuolella eivätkä Valtioneuvosto ja eduskunta ole valmistelussa mukana. Tämä voi johtaa kansallisen demokraattisen vastuunalaisuusperiaatteen kannalta ongelmallisiin tilanteisiin, sillä etenkin mainitut kilpailukyky- ja vertaispainesyyt voivat rajata harkintavaltaa kansallisessa

lainsäädännössä, vaikka periaatteessa voidaan edelleen vapaasti arvioida, missä määrin ohje on tarpeen ottaa huomioon lainsäädännössä. Näistä syistä EBA:n ja ESMA:n ohjeet ovat vaikeasti rinnastettavissa kansallisen viranomaisen antamiin ohjeisiin. Tällainen kansallista määräystenantovaltuutta muistuttava tilanne on käsillä varsinkin, jos EBA:n tai ESMA:n ohjeessa on asetettu joukkorahoituksen välittäjille velvollisuus ilmoittaa, noudattavatko ohjetta. Sen sijaan joukkorahoituksen välittäjille ei voida asettaa velvollisuutta toimia ohjeen mukaisesti noudatta tai selittää –periaatteen (engl. *comply or explain*) pohjalta. Se, ettei perusteluja poikkeamiselle voida edellyttää, saattaa käytännössä kuitenkin vähentää todennäköisyyttä sille, että ”ilmoita noudatko” –menettelyä käytettäisiin.

EBA:n ja ESMA:n ohjeet eivät valmisteluvaiheessa siis tule samanlaisen oikeudellisen tarkastelun kohteeksi Suomessa kuin kansallinen säädösvalmistelu tai komission antamat säädösehdotukset, joista hallituksen kanta ja ehdotuksia koskevat kirjelmät parhaimmillaan informoidaan valmisteluvaiheessa laajasti sidosryhmille sekä käsitellään valtioneuvostossa ja eduskunnassa. Toisaalta Finanssivalvonnalla ei ole voimavaroja osallistua kaikkiin valmisteluvaiheisiin EBA:ssa tai ESMA:ssa, jolloin pääasiallinen valmisteluvastuu voi jäädä keskeisesti suurten jäsenvaltioiden valvontaviranomaisille. Myöskään suomalaiset joukkorahoituksen välittäjät ja muut sidosryhmät eivät käytännössä voi EU-asioiden kansallisen käsittelyjärjestelmän kaltaisella tavalla kotimaisilla kielillä osallistua EBA:n ja ESMA:n ohjeiden valmisteluun julkisissa kuulemisissa. Vastaavat ongelmat koskevat vielä enemmän SEUT 290 artiklan mukaisen säädösvalvontaan siirtoon perustuvien komission delegoitujen asetusten valmistelua, joista ei välttämättä järjestetä minkäänlaista julkista kuulemistakaan EBA:n tai ESMA:n neuvon antamisen jälkeen. EBA ja ESMA sen sijaan järjestävät julkisen kuulemisen yhtä laajasti sekä komissiolle antamistaan neuvoista että omista ohjeistaan. Niin EBA:n kuin ESMA:n suositluonteisen ohjeen muuttaminen sitovaksi normiksi on kuitenkin mahdollista toteuttaa ottamalla sitä koskeva säännös kansalliseen lainsäädäntöön, mikä on myös oikeusturvajärjestelmän perustana olevan hallinnon lainalaisuusperiaatteen mukaista.

EU:n toimielinten, kuten komission ja neuvoston, lausunnot ja suositukset eivät ole sitovia SEUT 288 artiklan 5 kohdan mukaan. Vaikka säännös viittaa nimenomaisesti vain toimieliimiin, on selvää, että tämä koskee myös EU:n perustaman viraston antamia lausuntoja ja suosituksia. Sen sijaan EU:n toimielinten antamista ohjeista ja niiden oikeusvaikutuksista ei ole perussopimuksessa horisontaalista määräystä. Ohjeiden voidaan kuitenkin katsoa rinnastuvan suosituksiin. Lähestymistapa vastaa myös Suomessa vakiintunutta käsitystä Suomen kansallisen viranomaisen toimivallasta antaa määräyksiä ja ohjeita. Viranomainen voi antaa Suomessa oikeudellisesti velvoittavia määräyksiä vain, mikäli sen toimivalta perustuu riittävän selkeään ja määräyksiä sisällöllisesti rajoittavaan lain säännökseen. Viranomaisen antamilla ohjeilla ei voida määrittellä perustuslain 80 §:n 1 momentissa tarkoitettulla tavalla yksilön oikeuksien ja velvollisuuksien perusteita tai sisältöä. Viranomaisella on toimivalta antaa ohjeita laissa säädetyn tehtävänsä alalla ilman erityistä lakiin sisältyvää toimivaltasäännöstä. Ohjeiden antamisen valtuutta ei kansallisessa hallinto-oikeudessa ole edes pidetty tarpeellisena säännellä laissa. Viranomainen ei kuitenkaan voi korvata lakiin perustuvaa määräystä ohjeella, eikä viranomainen voi muutenkaan antaa ohjeita, jotka sisältäisivät oikeudellisesti sitovia oikeussääntöjä.

Ohjeilla voi kuitenkin olla tällainen tosiasiallisesti sitova merkitys, jos ohjeet määrittelevät esimerkiksi sellaista hyvää toimintatapaa tai hyvää käytäntöä, jota ohjeen alaan kuuluvassa toiminnassa on noudatettava esimerkiksi lakisääteisen hyvän tavan velvoittamana tai sijoittajansuojaan liittyvistä syistä. Ohjeilla voidaan myös määrittellä sellaista menettelytapaa, joka voidaan ymmärtää alalla yleisesti noudatettavaksi laatustandardiksi, jonka noudattamista viranomainen valvoo lakisääteisen toimivaltansa perusteella. Toisaalta suuri osa rahoitusmarkkinoiden sääntelystä sisältää joustavia normatiivisia käsitteitä (esimerkiksi riittävät ja olennai-

set tiedot, harhaanjohtavuuden kieltö, riittävät riskienhallinta-järjestelmät), joiden sisältö käytännössä määräytyy alemmanasteisella norminannolla ja jopa ohjeistuksella. Käytännössä viranomaisohje voi saada käytännön sitovuutta, kun se kohdistuu sellaisen sitovan normin sisältöön, jonka noudattamista esimerkiksi Finanssivalvonta valvoo. Tällöin voidaan todentaa se, että ohjeen vastaisella menettelyllä on rikottu myös ylempätasoisista joustavaa ja tulkinnanvaraista sitovaa normia. Ohjeen on kuitenkin täsmennettävä sitovaa normia eli kuuluttava sen soveltamisalaan, jotta sitova vaikutus käytännössä muodostuisi. Markkinaosapuolten intressissä voi myös olla muun muassa lopulliset tulkinnalliset kysymykset ratkaisevan tuomioistuinkäsittelyn välttämiseksi saada mahdollisimman paljon yksityiskohtaisia ohjeita valvojilta, jotta ne voivat välttää rikkomasta EU-taustaisia joustavia ja tulkinnanvaraisia säännöksiä. Suositusluonteisilla ohjeilla voidaan joustavasti tukea etenkin pienten ja vähäriskistä toimintaa harjoittavien yritysten mahdollisuuksia täyttää lainsäädännön vaatimukset, mikä kiinteästi liittyy suhteellisuusperiaatteeseen.

Viranomaisen sitoutumista antamiinsa ohjeisiin on nimenomaisesti korostettu verotuksessa. Verotusmenettelystä annetun lain (1558/1995) 26 §:n 2 momentissa on säädetty verotuksessa noudatettavista yleisistä periaatteista, joista yksi on luottamuksensuoja. ”*Jos asia on tulkinnanvarainen tai epäselvä ja jos verovelvollinen on toiminut vilpittömässä mielessä viranomaisen noudattaman käytännön tai ohjeiden mukaisesti, on asia ratkaistava tältä osin verovelvollisen eduksi, jos ei erityisistä syistä muuta johdu.*” Luottamuksensuojaa ei ole vastaavalla tavalla nimenomaisesti ulotettu rahoitusmarkkinoiden sääntelyyn, vaan luottamuksensuojan periaatteen vaatimukset ja oikeusjärjestyksen perusteella suojatut oikeudet odotukset perustuvat hallintolain 6 §:ssä säädettyihin hallinnon oikeusperiaatteisiin ja etenkin kyseisen säännöksen perusteluihin.

3.4 Lakikohtaiset keskeiset ehdotukset

3.4.1 Yleistä

Esityksessä ehdotetaan säädettäväksi joukkorahoituslaki, joka koskee joukkorahoituksen välittäjiä. Esityksen soveltamisalaan eivät kuulu kaikki markkinoilla nykyisin esiintyvät joukkorahoituksen muodot, vaan ainoastaan rahoitusmarkkinoilla ilmenevät elinkeinotoiminnan rahoituksessa hyödynnetyt toimintamuodot eli laina- ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus, joilla nähdään olevan suurin potentiaali yritysten rahoitusmahdollisuuksien ja taloudellisen toimintaympäristön kehittämisessä ja parantamisessa. Muut joukkorahoituksen toimintamuodot (mukaan lukien kuluttajien välinen vertaislainaus) on rajattu lakiehdotuksen soveltamisalan ulkopuolelle.

Lain rakenteellisina ja teknisinä esikuvina ovat laki eräiden luotonantajien rekisteröinnistä ja laki vakuutusdustuksesta (570/2005). Uusi puitesääntelyyn perustuva erillislaki on perusteltu ottaen huomioon toiminnan monimuotoisuus, monimutkaisuus, liityntä useaan mahdolliseen olemassa olevaan lainsäädäntökehikkoon sekä toimijoiden ja toimialan pienuus suhteessa muihin rahoitusmarkkinoilla toimiviin säännelyihin ja valvottuihin osapuoliin ja jo vakiintuneisiin rahoitusmuotoihin. Puitesääntely on nähty järkeväksi myös ESMA:n ja EBA:n alun perin yhteisen selvitystyön jakaannuttua laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskeviin asiakokonaisuuksiin sekä komission mahdollisen tulevan lainsäädäntöaloitteen ja sen kansalliselle lainsäädännölle aiheuttaman muutostarpeen näkökulmasta. Myös valtiovarainministeriön toteuttama lainsäädäntövertailu eri EU-valtioiden välillä sekä ESMA:n pääomamarkkinaunionia koskevaan komission vihreään kirjaan antama konsultaatiovastaus liitteineen tukevat esityksessä omaksuttua puitesääntelyä koskevaa ratkaisua.

Keskeinen ehdotus on joukkorahoituksen välittäjien rekisteröitymisvelvollisuus Finanssivalvontaan. Esitys ei siten sisällä ehdotusta toimilupavelvollisuudesta, jota olisi toimialan ja markkinoilla toimivien palvelualueiden koko huomioon ottaen sekä markkinoille pääsyn edellytysten näkökulmasta pidettävä turhan raskaana menettelynä riittävän tasoisen sijoittajan suojan saavuttamiseksi. Sääntely on muutoinkin pyritty laatimaan kevyemmäksi kuin muu rahoitusmarkkinoita koskeva sääntely osin edellä todetuista perusteista ja osin, koska tavoitteena on monipuolistaa kotimaista rahoitusmarkkinaa tarjoamalla uusille vaihtoehtoisille rahoitusmuodoille kestävä, ennakoitava ja suhteellisuusperiaatteen huomioonottavat toimintaedellytykset. Esityksellä pannaan kansallisesti täytäntöön MIFID I:n 3 artikla, joka sallii laajan kansallisen harkinnan sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen sääntelemiseksi, kuten on tehty muun muassa myös Ranskassa ja Italiassa, MIFID II:n 92 artikla ja 29 päivänä huhtikuuta 2015 annettu pitkäaikaisrahoitusrahastoja koskeva asetus ((EU) N:o 760/2015 engl. *European Long-Term Investment Fund regulation*, jäljempänä *ELTIF-asetus*), jonka täytäntöönpanon määräaika päättyi 9 päivänä joulukuuta 2015.

3.4.2 Joukkorahoituslaki

Laki jakautuu viiteen lukuun, jotka koskevat yleisiä säännöksiä, oikeutta välittää joukkorahoitusta, asiakkaansuojaa, valvontaa ja seuraamuksia sekä erinäisiä säännöksiä. Lain 1 luvussa säädettyihin yleisiin säännöksiin kuuluvat soveltamisala ja määritelmät. Soveltamisalan kannalta keskeistä on joukkorahoituksen rajanveto arvopaperimarkkinalakiin, rahankeräyslakiin ja kuluttajansuojalakiin. Tällä on korostettu sitä, että lain soveltamisalaan eivät kuulu kaikki markkinoilla nykyisin esiintyvät joukkorahoituksen muodot, vaan ainoastaan rahoitusmarkkinoilla ilmenevät elinkeinotoiminnan rahoituksessa hyödynnetyt toimintamuodot eli laina- ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus, joilla nähdään olevan suurin potentiaali yritysten rahoitusmahdollisuuksien ja taloudellisen toimintaympäristön kehittämisessä ja parantamisessa. Muut joukkorahoituksen toimintamuodot (mukaan lukien kuluttajien välinen vertaislainaus) on rajattu lakiehdotuksen soveltamisalan ulkopuolelle. Myös laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen, joukkorahoituksen välittäjän ja joukkorahoituksen saajan laintasoinen määrittely sekä toimintaan soveltuvan lainsäädäntökehikon tunnistaminen on lain soveltamisalan ja viranomaisvastuiden näkökulmasta olennaista.

Lain 2 luvussa säädetään oikeudesta välittää joukkorahoitusta, kuten joukkorahoituksen välittäjän oikeudesta tarjota laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta. Finanssivalvonta ylläpitää rekisteriä, johon joukkorahoituksen välittäjän on rekisteröidyttävä. Yksityiskohtaisia säännöksiä on rekisteröitymisvelvollisuudesta, rekisteri-ilmoituksen sisällöstä, rekisteriin merkittävistä tiedoista ja muutoksista ilmoittamisesta, rekisteröinnin edellytyksistä, ylimmän johdon luotettavuudesta ja rahoitusmarkkinoiden toiminnan tuntemuksesta sekä rekisteristä poistamisesta. Sääntely on sängen yksityiskohtaista, millä pyritään ottamaan huomioon toimijoiden suhteellisen pieni koko ja toiminnan monimuotoisuus sekä helpottamaan sääntelyn noudattamista. Keskeinen säännös on lain 9 §, jossa pannaan täytäntöön MIFID I:n 3 artikla.

Lain 3 luvussa säädetään asiakkaansuojasta, joukkorahoituksen välittäjän menettelytavoista ja velvollisuuksista sijoittajaa kohtaan, tiedonantovelvollisuudesta ja asiakkaan tuntemisesta. Keskeiset säännökset ovat lain 10 ja 11 §:t, joissa säädetään joukkorahoituksen välittäjän menettelytavoista ja velvollisuuksista sijoittajaa kohtaan sekä tiedonantovelvollisuudesta.

Lain 4 luku koskee valvontaa ja seuraamuksia, joita ovat rangaistussäännökset, hallinnolliset seuraamukset ja vahingonkorvausvelvollisuus. Seuraamusten sääntely ja niiden sisältö vastaavat muuta rahoitusmarkkinalainsäädäntöä, kuten sijoituspalvelulakia. Joukkorahoitusrikoksena rangaistaan joukkorahoituksen välittäminen ilman rekisteröintiä sekä asiakkaan tuntemisvelvollisuuden ja tiedonantovelvollisuuden laiminlyönti. Hallinnollisia seuraamuksia ovat rike-

maksu ja seuraamusmaksu, jotka kohdistetaan tiettyihin laissa yksilöityihin rikkomuksiin ja laiminlyönteihin. Hallinnollisten seuraamusten määräämisestä, julkistamisesta, täytäntöönpanosta ja käsittelystä markkinaoikeudessa säädetään laissa Finanssivalvonnasta. Vahingonkorvausvastuun sääntely ulottuu sekä joukkorahoituksen välittäjään että joukkorahoituksen saajaan samoin kuin niiden ylimpään johtoon.

Lain 5 luvussa ovat erinäiset säännökset rekisterin tietojen saamisesta verkkopalveluna, hyvästä joukkorahoitustavasta ja itsesääntelystä, salassapitovelvollisuudesta, muutoksenhausta, valtiovarainministeriön asetuksenantovaltuudesta, voimaantulosta ja siirtymäsäännökset. Sääntely vastaa muuta rahoitusmarkkinalainsäädäntöä.

3.4.3 Muut esitykseen sisältyvät lait

Esityksessä ehdotetaan muutettavaksi yhdeksää muuta lakia, joita ovat sijoituspalvelulaki, rahankeräyslaki, laki Finanssivalvonnasta, laki Finanssivalvonnan valvontamaksusta (879/2008), laki vaihtoehtorahastojen hoitajista, sijoitusrahastolaki (48/1999), maksulaitoslaki, laki rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä ja laki panttilainauslaitoksista (1353/1992). Muutosehdotukset liittyvät pääosin joukkorahoituksesta ehdotettavan lain edellyttämiin teknisiin ja osin sisällöllisiin tarkistuksiin voimassa olevassa muussa lainsäädännössä. Lisäksi lakia Finanssivalvonnasta, lakia vaihtoehtorahastojen hoitajista ja sijoitusrahastolakia on tarpeen muuttaa myös ELTIF-asetuksen kansallisen täytäntöönpanon varmistamiseksi. Viranomaisvalvonnan näkökulmasta joukkorahoituksen välittäjät rinnastetaan käytännössä rekisteröitymisvelvollisiin vaihtoehtorahastojen hoitajiin. Lakia vaihtoehtorahastojen hoitajista on tarpeen muuttaa myös MIFID II:n 92 artiklan ennakkollisen kansallisen täytäntöönpanon varmistamiseksi. Sijoituspalvelulakia on lisäksi tarpeen muuttaa sijoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta julkaistun ESMA:n lausunnon ja neuvon sekä pääomamarkkinaunionia koskevan komission vihreään kirjaan annetun ESMA:n konsultaatiovastauksen ja siihen sisältyneen liitteen huomioon ottamiseksi (koskien erityisesti sijoitusmuotoista joukkorahoitusta nimenomaan toimeksiantojen vastaanottamisena ja välittämisenä MIFID I:n soveltamisalan piirissä) ja kansallisten tulkintojen täsmentämiseksi. Tällaisia muutosehdotuksia ovat erityisesti säännökset muiden sijoituskohteiden kuin rahoitusvälineiden tarjoamisesta ja sijoituspalveluyrityksen vähimmäispääomasta.

4 ESITYKSEN VAIKUTUKSET

4.1 Taloudelliset vaikutukset

Yleistä

Esitetyn sääntelyn uskotaan luovan laina- ja sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen ja sitä kautta yleisemmin myös rahoitusmarkkinoille vakautta, tarjoavan parempaa sijoittajansuojaa sekä lisäävän oikeusvarmuutta niin markkinatoimijoiden kuin viranomaisten näkökulmasta. Sääntelyllä pyritään edistämään joukkorahoitustoimialan toimintaedellytyksiä ja monipuolistamaan pk-yritysten ja kasvuyritysten rahoitusmahdollisuuksia. Tämän arvioidaan välillisesti luovan vakaampaa ja kestävämpää talouskasvua, jota voidaan mitata makrotaloudellisin mittarein. Sääntelyn haittana ovat vastaavasti sääntelyn kohteina olevien toimijoiden kasvaneen hallinnon ja valvonnan aiheuttamat kustannukset, jotka kohdentuvat yksipuolisesti toimialaan. Toisaalta myös nykytilanne, jossa on ollut epäselvyyttä eri joukkorahoitusmuotoihin kulloinkin soveltuvasta lainsäädäntökehikosta, sijoittajansuojan kattavuudesta ja toimintaa valvovasta toimivaltaisesta viranomaisesta, on aiheuttanut hallinnollista raskautta sekä toimialalle että viranomaisille. Tämä on puolestaan edellyttänyt resurssipanostuksia asioiden selvittämiseen, mikä on aiheuttanut kustannuksia kaikille osapuolille. Näin ollen esitetyllä sääntelyllä voidaan

kokonaisuudessaan vähentää sekä toimialan että viranomaisten kustannuksia, kun toimialaa koskevat säännöt selkeytyvät lain tasolla. Esitys edistää myös yleisön eli palvelualustojen kautta erinäisiin hankkeisiin tai rahoitusta hakeviin yrityksiin sijoittavien tahojen ymmärrystä oikeuksistaan ja velvollisuuksistaan, millä arvioidaan olevan erityisesti viranomaisiin kohdistuvien tiedustelupyynnöiden vähentymisen kautta kustannusvaikutuksia. Samalla toimialan osin epäyhtenäiset toimintatavat yhdenmukaistuvat ja toimintakulttuuri vakiintuu, mikä vahvistaa luottamusta joukkorahoitukseen markkinoilla yleisesti hyväksyttävänä ja vakavasti otettavana rahoitus- ja sijoitusmuotona ja antaa nykyistä paremmat edellytykset joukkorahoituksen kansalliselle kehittämiselle.

EU-tasolla käydyn yleisen keskustelun johtopäätös on ollut, että joukkorahoitusta koskevan selkeän puitesääntelyn avulla saavutetaan koko EU:ssa kokonaistaloudellisia hyötyjä sijoittajien paranevan luottamuksen, toimialaa koskevan ymmärryksen ja yleisesti luotettavammin ja ennakoitavammin toimivien rahoitusmarkkinoiden ansiosta. Vastaavaan lopputulokseen on päädytty myös kansallisesti monissa EU-valtioissa, jotka ovat saattaneet voimaan kansallisia joukkorahoitusta koskevia lakejaan. Nämä saavutettavat hyödyt kansantalouden kehitykselle ovat laajasti ottaen suuremmat kuin sääntelyn aiheuttamat kustannukset. Sääntelyn on myös perusteltu lisäävän sosiaalista oikeudenmukaisuutta, kun sillä asetetaan rahoitusmarkkinoilla toimiville uusille yrityksille vaatimus osallistua viranomaisvalvonnan kustannuksiin.

Kansainvälinen kilpailukykykynäkökulma

Maailmanpankki (*International Bank for Reconstruction and Development*) on vuodesta 2003 julkistanut Doing Business –raportin, joka on saavuttanut aseman Maailmanpankin jokavuotisen lippulaivajulkaisuna. Raportti on standardoitu koskemaan kysymyksiä, jotka liittyvät pienen paikallisessa omistuksessa olevan teollisuusyrityksen (*start-up*) perustamiseen ja toimintaan. Vaikka raportissa rajataan ulkopuolelle rahoitusjärjestelmää ja rahoitusmarkkinoita koskevat asiat, analyysi on rahoitusmarkkinoiden näkökulmasta merkityksellinen muun muassa arvioitaessa pk-yritysten rahoitusympäristöä ja listautumiseen liittyviä haasteita. Globaalissa vertailussa tehdyt havainnot kulmineituvat yrityksen perustamisedellytyksiin. Mitä helpompaa on aloittaa yritystoiminta, sitä pienempi on kyseisen maan epävirallinen talous mutta vastaavasti tuottavuus- ja työllisyysvaikutukset ovat suurempia. Suomen sijoittuminen kansainvälisessä vertailussa viittaa siihen, että pk-yritysten rahoituksen kehittäminen on tärkeää. Yksi vastaus tähän on joukkorahoitus.

Global Entrepreneurship Monitor (jäljempänä *GEM-tutkimus*) on 60 maassa toteutettava yrittäjyyttä ja erityisesti yrittäjyysaktiivisuutta koskeva tutkimus. GEM-tutkimuksen Suomen osuutta varten haastatellaan vuosittain 2000 työikäistä ja 40 yrittäjyyden asiantuntijaa. Vuoden 2014 raportti tarjoaa työkaluja yrittäjyyden ymmärtämiseksi ja sen indikaattoreista pystyy hahmottamaan esimerkiksi Suomen ja Ruotsin yrittäjien keskeiset erot. Merkille pantavaa on se, että erot ovat paikoitellen huomattavat Suomen ja Ruotsin välillä ja pääsääntöisesti Ruotsin eduksi.

GEM:n mukaan varhaisen vaiheen yrittäjien osuus on pienempi Suomessa (5,63 prosenttia) kuin Ruotsissa (6,71 prosenttia). Suomi ja Ruotsi kuuluvat GEM-tutkimuksessa samaan viiteryhmään eli innovaatiovetoisiin talouksiin, joiden painottamaton vastaava keskimääräinen luku varhaisen vaiheen yrittäjien osuudelle on 7,8 prosenttia. Ruotsin varhaisen vaiheen yrittäjät ovat huomattavasti kansainvälisemmin suuntautuneita kuin Suomessa. Kansainvälisyys on Suomen ja Ruotsin kaltaisissa pienissä innovatiivisissa talouksissa välttämätöntä kasvun ja usein myös innovatiivisuuden kannalta. Suurin ero Ruotsin hyväksi on koetuissa yrittäjyyden mahdollisuuksissa, sillä 70 prosenttia työikäisistä ruotsalaisista kokee alueellaan olevan hyvät

mahdollisuudet yrityksen perustamiseksi, kun Suomessa vastaava luku on 42 prosenttia. Yrittäjyyden houkuttelevuus uravaihtoehtona on myös Ruotsissa suurempi.

Suomessa yrittäjyyden medianäkyvyys on kuitenkin GEM:n mukaan korkeampi, menestyvillä yrittäjillä on korkea status ja ruotsalaisia useammin suomalainen tuntee henkilökohtaisesti aloittavan yrittäjän. *Global Entrepreneurship Development Institute* (GEDI) julkaisee vuosittain GEM-tutkimusta vastaavan GEI-indeksin. Sen mukaan Suomessa kulttuurillinen tuki saa vertailussa parhaat mahdolliset pisteet ja on paras Pohjoismaista. GEM-tutkimuksen ja GEI-indeksin perusteella voidaan tehdä johtopäätös, että kulttuurilliset erot eivät ole Suomen ja Ruotsin erojen taustalla, vaan kysymys on todellisista yrityksen kasvuun liittyvistä esteistä. Suomessa on ryhdyttävä toimiin yrittäjyyden aloittamisen sekä kasvuyrittäjyyden esteiden poistamiseksi ja mahdollistettava rahoitusmarkkinoiden tehokas toiminta.

Suomen vähäisempi varhaisen vaiheen yrittäjien lukumäärä näkyy käytännössä siinä, että niin sanotun epämuodollisen rahoituksen osuus on pieni. GEM-tutkimuksen pohjalta julkaistun raportin mukaan epämuodollisia rahoittajia, kun yrityksen perustajia ei lasketa, on viimeisten kolmen vuoden aikana ollut Suomessa 3,08 prosenttia väestöstä, kun Ruotsissa vastaava osuus on 5,64 prosenttia. Ruotsi on tässä Pohjoismaiden paras ja Suomi vastaavasti Pohjoismaiden huonoin. Epämuodollisiin rahoittajiin viitataan myös termillä ”*friends, family & fools*” (jäljempänä *FFF-rahoitus*). Tämä tarkoittaa sitä, että yritystoiminnan aloittava rahoitus on usein peräisin yrityksen perustajien omista varoista tai yrittäjän lähipiirin ja tuttavien tarjoamasta rahoituksesta. Ammattimaiset sijoittajat eivät tee sijoituksia tässä vaiheessa enkelisijoittajia ja muutamia *venture capital* –rahastoja lukuun ottamatta.

Joukkorahoituksen voidaan nähdä olevan osittain FFF-rahoituksen digitalisoitu versio, mikä mahdollistaa varhaisen vaiheen rahoituksen (siemenrahoitus) saannin yrittäjän tuttavapiirin ulkopuolelta kasvattaen epämuodollisten sijoittajien määrää. On arvioitu, että epämuodollinen rahoitus rahoittaa jopa 99,9 prosenttia uudesta liiketoiminnasta eli ilman sitä ei ole uutta liiketoimintaa. Tämä luku on kuitenkin syytä suhteuttaa yrityksen laatuun, esimerkiksi innovatiiviset yritykset turvautuvat enemmän enkelisijoittajiin. Tästä huolimatta FFF-rahoitus on tärkein rahoituksen muoto aloittaville yrityksille, joten tämä herättää kysymyksen siitä, kuinka edistää epämuodollista rahoitusta.

Suomen heikko sijoittuminen innovaatiovetoisten maiden vertailussa korostaa pienten ja keskisuurten yritysten rahoituksen kehittämisen tärkeyttä. Yksi keino pk-yritysten rahoituksen monipuolistamiseksi ja ulottamiseksi uusille sijoittajatahoille on joukkorahoitus.

Esitetyin lainsäädännön välittömät vaikutukset

Suomessa oli vuoden 2014 lopussa arviolta 13 joukkorahoitusta eri muodoissaan tarjoavaa tai välittävää palvelualustaa. Vuoden 2014 aikana toimintansa aloitti arviolta neljä joukkorahoituksen välittäjää ja toimintansa lopetti kokonaan tai väliaikaisesti kaksi toimijaa. Esitys tulee vaikuttamaan erityisesti näihin toimijoihin. Ehdotetun lainsäädännön soveltamisalaan on arvioitu tulevan enintään muutamia kymmeniä toimijoita, eikä alalle tulon kynnyksen uskota merkittävästi nousevan.

Komissio ei ole toistaiseksi tuottanut vaikutusarvioita tai sääntelyaloitteita joukkorahoituksen sääntelystä. Myöskään ESMA:n tai EBA:n lausuntojen, neuvojen ja raporttien yhteydessä ei ole julkistettu kustannus- ja hyötyerittelyjä eikä arvioita sääntelyvaihtoehtojen kokonaisvaikutuksista, vaan niissä on käsitelty sääntelyn teknisten yksityiskohtien tulkintavaihtoehtoja eri EU-valtioissa. Esityksen tukena ei siten ole kattavia eurooppalaisia vaikutusarvioita, kustannusvaikutusanalyysieja eikä täsmällisiä tietoja siitä, miten paljon sääntelytoimenpiteet tulevat

edistämään markkinoiden toimintaa ja toisaalta aiheuttamaan toimijoille ja sijoittajille kustannuksia. Tämä asettaa haasteita sääntelyn vaikutusten arviointiin myös kansallisella tasolla. Vaikutuksia Suomen rahoitusmarkkinoiden kaltaisilla varsin ohuilla, keskittyneillä ja erityislaatuilla markkinoilla on myös sängen vaikeaa arvioida.

Toisaalta monet EU-valtiot ovat saattaneet voimaan omia joukkorahoitusta koskevia kansallisia sääntelyhankkeitaan. Eri valtioissa toteutettujen hankkeiden keskeiset tavoitteet poikkeavat jossain määrin toisistaan, mutta yleistäen voidaan todeta, että niissä on tavoiteltu sekä toimialan saattamista selkeästi hyväksytyksi osaksi olemassa olevien rahoitusmarkkinoiden toimintaa että pyritty edistämään toimialan kasvua täydentävänä ja osin vaihtoehtoisena rahoitusmuotona riittävää sijoittajansuojaa kuitenkin unohtamatta. Joukkorahoitusmarkkinoiden voimakas kasvu niin Suomessa, Euroopassa kuin globaalisti viittaa siihen, että rahoitusmuodolle on laajaa kysyntää sekä rahoitusta hakevien yritysten että sijoittajien puolelta. EU-valtioissa toteutetut lainsäädäntöhankkeet yhdessä tiedossa olevien vireillä olevien kansallisten sääntelyhankkeiden kanssa osoittavat, että useat EU-valtiot arvioivat joukkorahoituksen sääntelyn tarpeelliseksi ja siitä koituvat kustannukset saavutettaviin hyötyihin nähden kohtuullisiksi. Rahoitusmarkkinoiden monipuolistaminen on myös komission julkistaman pääomamarkkinaunionin täytäntöönpanosuunnitelman keskeisiä tavoitteita.

Esityksellä arvioidaan olevan monia erilaisia ja erisuuruisia taloudellisia vaikutuksia, joita on osin erittäin vaikea ennakoida. Syynä tähän on yhtäältä se, että Suomessa on eräisiin muihin EU-valtioihin verrattuna jossain määrin muuta Eurooppaa keskittyneempien rahoitusmarkkinoiden takia kooltaan selvästi suurempia markkinaosapuolia, joiden voimavarat kestävät myös joukkorahoituksen sääntelyn aiheuttaman hallinnollisen ja muun kuormituksen pienempiä markkinaosapuolia paremmin. Näistä syistä sääntelyn mahdollisesti aiheuttama konsolidoimisepäpaine riippuu paljolti markkinaosapuolten omista ratkaisuksista. Toisaalta esityksen uskotaan lisäävän kotimaisten markkinoiden toimivuutta ja houkuttelevuutta tarjotessaan alan toimijoille selkeät lainsäädännölliset puitteet toiminnan järjestämiselle. Esityksellä myös pyritään tarjoamaan alan toimijoille nykytilaan verrattuna hallinnollisesti kevyempiä ja kustannustehokkaampia toimintatapoja, minkä arvioidaan osaltaan alentavan myös pienempien toimijoiden markkinoille pääsyn kynnyksiä. Kokonaisuutena esityksen arvioidaan tuovan monenlaisia suoria ja myös epäsuoria taloudellisia hyötyjä yritysten rahoituskanavien monipuolistuessa ja vaihtoehtojen lisääntyessä.

On oletettavissa, että uusi lainsäädäntö aiheuttaa suhteellisesti suurimmat rasitukset keskisuurille alan toimijoille, jotka ensinnäkin toimivat esityksessä ehdotettuihin nähden toisilla liiketoimintamalleilla tai yleisesti väärillä toimialoilla sopeutuakseen sääntelyn niiden toimintaan mahdollisesti aiheuttamiin muutoksiin ja toisaalta ovat liian pieniä kantaakseen kustannustehokkaasti sääntelyn johdosta kasvaneet valvonta-, hallinto- ja liiketoimintakustannukset, jotka kuitenkin arvioidaan erittäin kohtuullisiksi verrattuna muuhun rahoitusmarkkinasääntelyyn. Kustannuksia aiheutuu ensinnäkin rekisteröinti- ja pääomavaatimusten sekä toiminnan järjestämistä koskevien vaatimusten täyttämistä. Toisaalta vastaavia kuluja olisi ollut odotettavissa myös nykytilanteessa valvontaviranomaisten tekemien voimassa olevaa lainsäädäntöä ja sen soveltamista joukkorahoitukseen koskevien tulkintaohjeiden perusteella. Rekisteri-ilmoitus ja siihen liitetyt tiedonanto- ja muut velvollisuudet ovat selkeästi uusia kustannuksia erityisesti lainamuotoisen joukkorahoituksen välittäjille, joiden asema nykyisin voimassa olevan sääntelyn piirissä on ollut jossain määrin epäselvä.

Rekisteröitymis- ja tiedonantovelvollisuuksien täyttäminen voi edellyttää esimerkiksi henkilöstöresurssien tai ostettavien asiantuntijapalvelujen määrän lisäämistä sekä organisatorisia uudelleenjärjestelyjä. Esitys aiheuttanee kustannuksia soveltamisalan piirissä oleville yhteisöille ja sillä on siten kohtuullisia yksityistaloudellisia vaikutuksia. Edelleen on mahdollista,

että sääntelyn noudattamiskustannukset tekevät pienimpien toimijoiden nykymuotoisen liiketoiminnan kannattamattomaksi, mikä voi johtaa toiminnan lakkauttamiseen tai toimialan konsolidoitumiseen ja muuttumiseen houkuttelemattomaksi uusille toimijoille (markkinoille tulon este).

Toimijoille aiheutuvien lisäkulojen arvioidaan siirtyvän jossain määrin sijoittajien kustannettaviksi. On mahdollista, että sijoittajat pyrkivät siirtämään nämä kustannukset eteenpäin korkeamman tuottovaatimuksen ja kasvavan riskinottohalukkuuden muodossa. Tämä puolestaan voi johtaa joukkorahoituksen kautta tarjottavan yritysrahoituksen saatavuuden heikentymiseen sekä tällaisen rahoituksen tarjonnan vähentymiseen siihen liittyvien kustannusten kohoamiseen liittyvien syiden johdosta erityisesti sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välityksessä. Joukkorahoitus on muiden olemassa olevien rahoituslähteiden ohella merkittävä kasvuyritysten ja innovatiivisten yritysten rahoituslähde, jolla on arvioitu olevan erityisesti tässä yrityssegmentissä laajin kasvupotentiaali ja merkitys rahoituksen saatavuuden varmistamisessa.

Euroopan laajuisten sisämarkkinoiden mahdollinen luominen saisi todennäköisesti aikaan muutoksia joukkorahoitusmarkkinoilla. Isoilla kansainvälisillä toimijoilla olisi todennäköisesti muuttuneesta lainsäädäntöympäristöstä nouseva tarve järjestellä joukkorahoituspalvelunsa hoitamista uudella tavalla. Näihin voi sisältyä jo perustettujen palvelualustojen hoitamisen siirtyminen toisessa ETA-valtiossa toimivalle joukkorahoituksen välittäjälle. Lakiehdotuksen luonne puitelakina helpottanee kuitenkin sopeutumista mahdolliseen tulevaan yhteiseurooppalaiseen sääntelyyn. Toiminta EU-alueella on toisaalta jo nyt mahdollista, jos joukkorahoituksen välittäjä sovelttaa liiketoimintamallinsa jonkin eurooppalaisen rahoitusmarkkinasääntelyä koskevan direktiivin soveltamisalaan (esimerkiksi MIFID I tai AIFMD), hakee kyseiseen sääntelyyn perustuvaa toimilupaa kotimaassaan ja tämän jälkeen hyödyntää europassia, joka mahdollistaa toiminnan harjoittamisen koko EU-alueella ilman kalliita lisäedellytyksiä. Toistaiseksi tällaista kehitystä ei ole Euroopassa vielä laajamittaisesti joukkorahoituksessa nähty suomalaista Invesdor Oy:tä lukuun ottamatta, minkä taustalla voi vaikuttaa toimialan halu ensin keskittyä kotimarkkinoihin, EU-tason lainsäädäntökehikon epäselvyys, toimialan suhteellinen pienimuotoisuus ja tuoreus sekä yleinen tietämättömyys EU-lainsäädännön tarjoamista mahdollisuuksista.

Esityksessä on pyritty minimoimaan uuden sääntelyn haitalliset vaikutukset Suomen markkinoille. Erityisenä tavoitteena on rajoittaa sääntelystä toimijoille aiheutuvaa hallinnollista taakkaa, sillä hallinnollisten kustannusten nousun voidaan arvioida johtavan sijoitustuottojen pienemiseen ja markkinoiden keskittymiseen. Esityksessä on otettu käyttöön toimilupaprosessin asemesta rekisteröintimenettely, koska sääntelyn kohteena olevat toimijat ovat keskimäärin pienehköjä ja itsekin kasvuvaiheessa olevia yrityksiä. Rekisteröintimenettely on suunniteltu kevyeksi ja sellaiseksi, että se kuormittaa joukkorahoituksen välittäjiä suhteellisuusperiaatteen mukaisesti. Toimilupaprosessia voidaan pitää markkinoiden koko, merkittävyys ja palvelualustojen suhteellinen pienuus huomioon ottaen tarpeettoman raskaana vaatimuksena toimialalle sillä saavutettaviin lähinnä sijoittajansuojaan liittyviin hyötyihin nähden. Joukkorahoituksen välittäjät voivat luonnollisesti edelleen hakeutua toimiluvanvaraisiksi toimijoiksi, kunhan ne täyttävät toimiluvan myöntämisen edellytykset (esimerkiksi sijoituspalvelulain mukaisesti), ja soveltavat liiketoimintansa omaan toimintaansa soveltuvaksi tulevan lainsäädäntökehikon mukaiseksi.

Joukkorahoituksen välittäjiä koskevien pelisääntöjen laintasoinen selkeyttäminen parantaa ammattimaisten sijoittajien luottamusta joukkorahoitukseen sekä lisää niiden mahdollisuuksia hajauttaa riskejään ja sijoittaa tuottaviin kohteisiin. Selkeä puitelainsäädäntö, jossa erityisesti ei-ammattimaisille asiakkaille suunnattu markkinoinnin sääntely kattaa laajan valikoiman sijoitustuotteita, antaa myös kotitalouksille nykyistä paremmat mahdollisuudet osallistua yritys-

ten rahoitukseen. Onkin odotettavissa, että joukkorahoituksen rooli pk-yritysten rahoituksessa ja erityisesti kasvuyritysten rahoituskanavana kasvaa ja lisää kilpailua rahoituspalvelujen tarjonnassa. Joukkorahoituksen pelisääntöjen kehittäminen ja rahoituksenvälityksen monipuolistuminen edistävät osaltaan välillisesti talouden kasvua ja yritysten työllistämismahdollisuuksia. Joukkorahoituksen edistäminen voidaan nähdä myös askeleena kohti rahoitusmarkkinoiden nykyistä laajempaa digitalisaatiota, mikä voi osaltaan auttaa myös Suomen kansantalouden kasvua pitkällä aikavälillä.

Organisaatio- ja henkilöstövaikutukset

Esityksellä ei ole muita merkittäviä välittömiä organisaatio- eikä henkilöstövaikutuksia rahoitusmarkkinoilla toimivissa yrityksissä. Toisaalta joukkorahoituksen välittäjiä koskevalla uudella sääntelyllä saattaa olla myönteisiä vaikutuksia alan työpaikkojen syntyyn. Samoin rahoitusmuodon edistäminen saattaa helpottaa erityisesti siemen-, kasvu- ja pk-yritysten rahoituksen hankintaa, mikä voi johtaa investointeihin, jotka voivat epäsuorasti vaikuttaa kotimaiseen työllisyyteen positiivisesti. Esityksen suorat työllisyysvaikutukset heijastuvat kuitenkin lähinnä sijoitustoimintaan liittyviin neuvonta- ja välitystoimintoihin, joiden asiantuntijatehtävissä toimivien työllisten määrä on kuitenkin vain murto-osa kehittyvien yritysten koko työvoiman määrästä.

Julkistalous

Esityksellä ei ole välittömiä vaikutuksia julkiseen talouteen.

4.2 Vaikutukset viranomaisten toimintaan

Esityksellä ei ole merkittäviä välittömiä organisaatio- eikä henkilöstövaikutuksia muissa viranomaisissa kuin Finanssivalvonnassa. Täsmällistä arviota henkilöstövuosista ei kuitenkaan voida tehdä, koska se riippuu Finanssivalvonnan sisäisistä järjestelyistä.

Esitys lisää jossain määrin Finanssivalvonnan tehtäviä ja tuo valvonnan piiriin uusia toimijoita. Toisaalta Finanssivalvonnan edellä mainitun tiedotteen (9/2014 – *Vain osa joukkorahoituksen muodoista tällä hetkellä säänneltyä ja siten valvonnan piirissä*), siinä esiin tuodun Finanssivalvonnan voimassa olevaa lainsäädäntöä ja sen suhdetta joukkorahoitukseen koskevan tulkintaohjeen ja sen jälkeen käytyjen viranomaiskeskustelujen perusteella myös lainsäädännön jättäminen nykyiselleen olisi todennäköisesti lisännyt Finanssivalvonnan työmäärää ja valvonnan piiriin tulevien toimijoiden lukumäärää erityisesti sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa.

Erityisesti riskienhallintanäkökulma näkyy viranomaiselle lähetettävän aineiston laajuudessa, sen analysointitarpeessa ja mahdollisessa myöhemmin säädettävässä vaatimuksessa lähettää raportoitu aineisto edelleen ESMA:lle sekä sen kautta muille rahoitusmarkkinoita valvoville viranomaisille Euroopassa. Sääntely avaa rajoja joukkorahoituksen välittäjille paitsi Euroopassa myös kolmansissa maissa, mikä saattaa heijastua viranomaisten kansainvälisten sopimusten ja niihin liittyvien ilmoitusten lisääntymiseen sekä varautumiseen viranomaisyhteistyöhön sääntelyn edellyttämässä laajuudessa. Käytännössä tämä voi tarkoittaa tarvittavan asiantuntemuksen laajentamista ja toimintatapojen muutosta. On arvioitu, että rekisteri-ilmoitusten käsittelyn ja rekisteröitymisvelvollisuuden noudattamisen valvonnan muutoksiin voidaan varautua viranomaisen sisäisillä järjestelyillä ja toimenkuvien täsmentämisellä. Osa sijoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta olisi jo nykyisellään ollut Finanssivalvonnan tulkinna mukaan toimiluvanvaraista sijoituspalvelun tarjoamista ja Finanssivalvonnan valvomaa rahoitusmarkkinatoimintaa. Finanssivalvonnan valvontatehtävien täsmentäminen esityksessä

ehdotetulla tavalla edistää Finanssivalvonnasta annetun lain 1 §:ssä säädettyä Finanssivalvonnan toiminnan tavoitetta, joka on finanssimarkkinoiden vakauden edellyttämä luotto-, vakuutus- ja eläkelaitosten ja muiden valvottaviksi säädettyjen vakaa toiminta, vakuutettujen etujen turvaaminen sekä yleinen luottamus finanssimarkkinoiden toimintaan. Lisäksi esityksessä ehdotettu sääntely todennäköisesti selkeyttää niin joukkorahoitusta elinkeinona harjoittavien toimijoiden (joukkorahoituksen välittäjien), sijoittajien kuin joukkorahoituksella rahoitusta hakevien yritysten ymmärrystä toimialasta, eri joukkorahoitusmuodoista ja niiden pelisäännöistä sekä omista oikeuksistaan ja velvollisuuksistaan. Tämän arvioidaan vähentävän Finanssivalvonnalle tulevia yhteydenottoja ja ainakin helpottavan Finanssivalvonnan tulkintakanottojen muodostamista.

Finanssivalvonta joutuu lisäksi kehittämään tietojärjestelmiään, mistä aiheutuu sille kustannuksia. Toisaalta Finanssivalvonta voinee hyödyntää vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain yhteydessä perustettavaksi edellytetyn rekisterin perustamiskokemuksia ja infrastruktuuria. Finanssivalvonta kattaa tästä toiminnasta aiheutuvat kustannukset pääosin hakijoilta perittävillä rekisteröinti- ja muilla maksuilla.

Finanssivalvonnalle tehtävän hoitamisesta aiheutuvien kustannusten arvioidaan olevan nykytilanne huomioon ottaen kohtuullisia. Tehtävän hoitamisen ei katsota edellyttävän nykyisellään lisäresursointia, koska toimialan tiedustelut suuntautuvat jo nykyisellään Finanssivalvonnalle.

4.3 Yhteiskunnalliset vaikutukset, ympäristövaikutukset ja sukupuolivaikutukset

Esitykseen sisältyvällä joukkorahoituksen välittäjien erityisesti ei-ammattimaisille asiakkaille suunnatun markkinoinnin sääntelyllä pyritään saattamaan entistä laajempi valikoima sijoitus tuotteita asianmukaisen valvonnan ja sijoittajansuojan piiriin. Lisääntyneen sääntelyn positiivisena vaikutuksena voidaan nähdä markkinoiden toimintatapojen ja yleisön tiedonsaannin parantuminen. On todennäköistä, että esitetyn sääntelyn johdosta ei-ammattimaiset asiakkaat tietävät paremmin oikeutensa ja velvollisuutensa sijoittaessaan joukkorahoituksen kautta erinäisiin hankkeisiin. Sääntely myös velvoittaa alan toimijat antamaan keskeiset sijoituspäätökseen vaikuttavat tiedot ja varmistamaan, että niiden toimintakulttuuri täyttää sääntelyssä asetetut edellytykset. Uuden sääntelyn seurauksena palveluntarjoajien käyttöön ottamat uudet toimintatavat ja käytänteet ovat osaltaan vaikuttaneet rahoitusmarkkinoilla laajemminkin esimerkiksi siihen, että viime vuosina Vakuutus- ja rahoitusneuvonta FINE:lle tehtyjen sijoitusneuvontaa koskevien valitusten määrä on vähentynyt aiemmasta.

Esitys ei vaikuta välittömästi kotitalouksien yleiseen asemaan. Esityksellä ei myöskään ole ympäristövaikutuksia eikä vaikutuksia eri kansalaisryhmien asemaan tai tasa-arvoon. Esityksen soveltamisalaan liittyvän ELTIF-asetuksen nojalla perustettavat eurooppalaiset pitkäaikaisijoitusrahastot tulevat parantamaan yhteiskunnan infrastruktuuria mahdollistamalla rahoituksen ja osaamisen ohjaamisen erityisesti yrityksiin, jotka harjoittavat muun muassa asuntorakentamista.

Esityksellä pyritään kehittämään rahoitusmarkkinoita antamalla uudelle, nykyisiin rahoitusmuotoihin nähden täydentävälle ja osin vaihtoehtoiselle rahoituskanavalle toiminta- ja kasvuedellytykset selkeiden laintasoisten pelisääntöjen luomisen kautta. Lisäksi esityksellä pyritään lisäämään korkeatuottoisia ja -riskisiä sijoitusvaihtoehtoja erityisesti piensijoittajille tilanteessa, jossa pitkään jatkunut EU-alueen talouskriisi on ajanut pankkien tarjoaman korkotason lähelle nollaa. Tavallisesti piensijoittajien transaktiokustannukset ovat institutionaalisia sijoittajia suurempia suhteessa sijoituksen määrään muun muassa informaatioasymmetriasta ja oikean sijoituspäätöksen tekemisen taustaksi hankittavan informaation hankintakustannuksista johtuvista syistä. Toisaalta juuri piensijoittajat sijoittavat enenevästi arvopaperimarkkinoille

joukkorahoituksen välittäjien kautta. Joukkorahoituksen välittämisen säätäminen rekisteröitymisvelvollisuuden piiriin kuuluvaksi toiminnaksi ja toiminnan saattaminen valvotusti ei-ammattimaisten asiakkaiden saataville merkitsee sijoittajien mahdollisuuksien laajentamista riittävää sijoittajansuojaa kuitenkin unohtamatta. Toteutuessaan tavoitteet markkinoiden parantuneesta vakaudesta tulevat parhaimmillaan edistämään tasapainoista yhteiskunnallista kehitystä.

5 ASIAN VALMISTELU

5.1 Valmisteluvaiheet

Suomessa työ- ja elinkeinoministeriö ja valtiovarainministeriö toteuttivat 27 päivänä marraskuuta – 20 päivänä joulukuuta 2013 välisenä aikana kansallisen kyselyn, jolla selvitettiin joukkorahoituksen nykytilaa Suomessa ja haettiin laajaa näkemystä joukkorahoituksen osalta harjoitettavan kansallisen politiikan tueksi. Kyselyn taustalla oli hallituksen loppuvuonna 2013 rakennepoliittisessa ohjelmassaan tekemä päätös kartoittaa laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen kehittämistarpeita ja arvioida tarvetta täsmentää kansallista sääntelyä erityisesti markkinoiden toimivuuden ja sijoittajansuojan näkökulmasta. Lisäksi sisäministeriön toimialaan kuuluva rahankeräyslaki ja sitä koskeva lakiuudistus on ollut voimakkaan julkisen mielenkiinnon kohteena ja näin ollen kyselyllä pyrittiin selvittämään myös rahankeräyslain toimivuutta erityisesti lahjoitusmuotoisen (vastikkeettoman) joukkorahoituksen kannalta. Kysely lähetettiin laajasti eri markkinatoimijoille ja viranomaisille.

Kansallisen kyselyn tulokset julkistettiin 13 päivänä maaliskuuta 2014 (*Raportti joukkorahoituskyselystä - Joukkorahoitus on tehokas, nopea ja joustava rahoitustapa*). Raportin johtopäätökset ja siinä esitetyt mahdolliset kansalliset viranomaisten toimenpiteet ovat pitkälti yhtenevät komission 27 päivänä maaliskuuta 2014 julkaiseman tiedonannon KOM(2014) 172 linjauksen kanssa. Kyselyn keskeinen tulos oli, että joukkorahoitukseen kohdistuu paljon odotuksia ja se nähtiin tehokkaana, nopeana ja joustavana rahoitustapana erityisesti aloittaville yrityksille ja uusille innovaatioille. Joukkorahoituksen nähtiin parhaimmillaan mahdollistavan yksityishenkilöiden talletusvarojen tehokkaamman hyödyntämisen ja rahoituksen saatavuuden parantumisen. Joukkorahoituksen kasvua tulee edistää niin, että väärinkäytöksiltä vältytään. Huomionarvoista erityissääntelyn näkökulmasta on kyselyn perusteella esitetty näkemys siitä, että rahoitusmuodon sääntely tulee pitää mahdollisimman vähäisenä. Alaa tulee kuitenkin valvoa enemmän ja erityisesti mahdollisiin väärinkäytöksiin on voitava puuttua aktiivisesti, mikä saattaa edellyttää nykyistä selkeämpää säädöspohjaa ja sijoittajansuojaa. Myös joukkorahoituksen välittäjien tiedonantovaatimusten yhtenäistäminen saattaa edellyttää nykyistä tarkempaa sääntelyä. Kyselyyn vastanneet korostivat lisäksi, että alan toimijoiden tulisi joukkorahoituksen vakaan kehityksen turvaamiseksi kehittää itsesääntelyä ja hyviä käytäntöjä, minkä lisäksi joukkorahoitusmuotojen nykyistä selkeämpi erottaminen toisistaan on tärkeää viranomaisvastuiden selkeyttämiseksi. Kyselyn perusteella joukkorahoituksella on potentiaalia olla tulevaisuudessa merkittävä kansalaisaktiivisuuden edistäjä ja elinkeinoelämän rahoituksen lähde myös Suomessa. Raportin keskeinen viesti on, että joukkorahoituksen kasvua tulee edistää niin, että väärinkäytöksiltä vältytään. Raportin yhteydessä julkaistiin myös valtiovarainministeriön tiedote (40/2014), jossa elinkeinoministeri Jan Vapaavuori korosti tarvetta ottaa ala vakavasti sekä sääntelyn pitämistä kevyenä, jonka hän näki olevan hallinnollisesti hyvä tavoite.

Joukkorahoitus on ollut eduskunnassa käsiteltävänä myös komission tiedonantoa joukkorahoituksen tarjoamien mahdollisuuksien hyödyntämisestä Euroopan unionissa KOM(2014) 172 koskevan valtioneuvoston E-kirjeen (E 58/2014 vp) käsittelyn yhteydessä, joka annettiin eduskunnalle 6 päivänä toukokuuta 2014. Eduskunnan talousvaliokunta katsoi 28 päivänä

toukokuuta 2014 antamassaan lausunnossa (TaVL 24/2014 vp) useita asiantuntijoita kuultuaan muun muassa, että on erityinen tarve kehittää osakepohjaista joukkorahoitusta, jonka on katsottu omaavan suurimman potentiaalin rahoitusmarkkinoiden monipuolistamisen kannalta. Toisaalta kyseisen joukkorahoitusmuodon osalta nousevat sijoittajansuojaan liittyvät kysymykset korostetusti esille ja valiokunta piti tärkeänä, että joukkorahoitukseen osallistuvat sijoittajat ymmärtävät toimintaan liittyvät riskit, kuten erot tavanomaiseen arvopaperien välitystoimintaan ja siihen liittyvään laajaan sijoittajansuojaan. Valiokunta kiinnitti myös huomiota siihen, että pankkisääntelyn kiristyessä on ilmeistä tarvetta uudennaisille, volyymitaan ja samalla myös systeimiriskiltään pienemmille rahoituskanaville. Toisaalta yhden rahoitussektorin kireällä sääntelyllä ei saisi vääristää kilpailua markkinoilla kevyemmin säänneltyjä sektoreita suosien. Nykytilanteessa valiokunta ei nähnyt tällaista vaaraa, vaan katsoi, että joukkorahoitus tarjoaa tavan täydentää pankkirahoitusta erityisesti kasvu- ja pk-yritysten hankkeissa. Suomalaisia yrityksiä ajatellen joukkorahoitus luo yhden kanavan myös ulkomaisen rahoituksen saannille. Valiokunta totesi lausunnossaan, ettei se näe tässä vaiheessa aiheellisena ryhtyä laajempiin sääntelyn kehittämishankkeisiin, vaan katsoi, että komissionkin lähtökohta ensisijaisesti seurata ja hankkia toiminnasta lisätietoa on perusteltu. Toisaalta yksittäisten joukkorahoituksen ilmenemismuotojen, kuten vertaislainojen, osalta saattaa kuluttajansuojan näkökulmasta olla aiheellista harkita myös kansallisen sääntelyn täsmentämistä.

Joukkorahoituksen ja rahankeräyksen välinen suhde on ollut laajan huomion kohteena niin tiedotusvälineissä kuin poliittisella tasolla viimeisten vuosien aikana. Talousvaliokunta katsoi lausunnossaan, että rahankeräyslaki olisi päivitettävä vastaamaan paremmin nykymuotoista ja moninaista joukkorahoitusta. Vastaavasti eduskunnan hallintovaliokunta, käsitellessään valtioneuvoston E-kirjettä (E 58/2014 vp), totesi 6 päivänä kesäkuuta 2014 antamassaan mietinnössä (HaVM 13/2014 vp), että rahankeräysten toimintaympäristö on voimakkaassa muutoksessa muun muassa Internetissä toteutettavien, usein joukkorahoituspohjaisten varainhankintamuotojen lisääntyessä ja yleistyessä. Hallintovaliokunta edellytti, että rahankeräystä koskevassa selvitystyössä ja lain uudistamisen yhteydessä rahankeräyslakia tarkastellaan myös joukkorahoituksen kehittämis- ja sääntelytarpeiden näkökulmasta.

Rahankeräyslain osittaisuudistuksen (HE 6/2014 vp) hyväksymisen yhteydessä eduskunta hyväksyi hallintovaliokunnan mietintöön (HaVM 13/2014 vp) sisältyneen lausumaehdotuksen perusteella seuraavan lausuman: ”*Eduskunta edellyttää, että rahankeräyslainsäädännön muutostarpeita koskevaa selvitystyötä kiirehditään ja että selvitystyössä arvioidaan eri vaihtoehtoja rahankeräystoiminnan järjestämiseksi, mukaan lukien mahdollisuudet ilmoitusperusteisen järjestelmän käyttöönottoon, ja tarkastellaan lain uudistamista myös joukkorahoituksen kehittämis- ja sääntelytarpeiden näkökulmasta. Arvioinnissa on kiinnitettävä huomiota myös rahankeräysten tehokkaaseen valvontaan ja siihen, miten rahankeräysten luotettavuus ja kohdentuminen lailliseen toimintaan varmistetaan.*”

Pääministeri Alexander Stubbin minihallitusohjelmaan, joka annettiin tiedonantona eduskunnalle 24 päivänä kesäkuuta 2014, tehtiin rahankeräyslakia koskeva kirjaus. Sen mukaan käynnistetään lainsäädäntöhanke, jonka myötä rahankeräykset vapautetaan nykyisenkaltaisesta lupamenettelystä vastaamaan nykypäivän toimintaympäristöä. Finanssivalvonnan 26 päivänä kesäkuuta 2014 julkistama tiedote (9/2014 - *Vain osa joukkorahoituksen muodoista tällä hetkellä säänneltyä ja siten valvonnan piirissä*) laintulkinnasta, jonka mukaan sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on nimenomaan sijoituspalveluyrityksen toimilupaa edellyttävää liikkeeseenlaskun järjestämistä, johti siihen, että työ- ja elinkeinoministeriön ja valtiovarainministeriön maaliskuussa 2014 julkaiseman raportin, valtiovarainministeriön tiedotteen ja siinä elinkeinoministeri Jan Vapaavuoren esittämien näkemysten ja talousvaliokunnan lausunnossaan esiintuomien johtopäätösten taustalla olleet käsitykset muuttuivat. Tämän johdosta valtiovarainministeriö alkoi kiireellisesti selvittää kansallisen erityisesti laina- ja sijoitusmuotoista

joukkorahoitusta koskevan joukkorahoituslain tarvetta, jolla pystyttäisiin toteuttamaan sekä raportissa että talousvaliokunnan lausunnossa esiin tuodut joukkorahoituksen kansalliselle edistämislle asetetut tavoitteet riittävää sijoittajansuojaa unohtamatta.

Sisäministeriö asetti 28 päivänä elokuuta 2014 lainsäädäntöhankkeen, jonka tehtävänä oli valmistella ehdotus rahankeräyslain uudistamisesta. Ehdotus tuli laatia hallituksen esityksen muotoon. Hankkeen johdosta sisäministeriön 19 päivänä helmikuuta 2014 asettama hanke rahankeräyslain muutostarpeiden jatkoselvityksestä lakkautettiin. Valtiovarainministeriö osallistui aktiivisesti sisäministeriön hankkeeseen tarkoituksenaan varmistaa vastikkeellisen joukkorahoituksen selkeäpiirteinen erottaminen vastikkeettomasta eli rahankeräyslain soveltamisalaan kuuluvasta toiminnasta. Rinnakkain sisäministeriön hankkeen kanssa valtiovarainministeriö aloitti hankkeen elinkeinotoiminnan rahoituksessa hyödynnettävän laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevan lakiesityksen valmistelemiseksi.

Hallituksen esitys rahankeräyslain kokonaisuudistukseksi valmisteltiin sisäministeriön lainsäädäntöhankkeessa ja lähetettiin laajalle lausuntokierrokselle 5 päivänä marraskuuta 2014. Hallituksen esityksen muotoon laaditussa ehdotuksessa ehdotettiin säädettäväksi nykyisen rahankeräyslain korvaava uusi rahankeräyslaki. Rahankeräyksen toimeenpano-oikeus ehdotettiin laajennettavaksi koskemaan myös muita yhteisöjä kuin yleishyödyllisiä yhteisöjä ja säätiöitä. Ehdotuksen mukaan rahankeräys voitaisiin toimeenpanna varojen hankkimiseksi myös muuhun kuin yleishyödylliseen tarkoitukseen. Lisäksi voimassa olevasta lupamenettelystä luovuttaisiin ja siirryttäisiin kevyempään ilmoitusmenettelyyn. Hallinnollisesti rahankeräysasiat siirtyisivät Poliisihallitukselta ja paikallisilta poliisilaitoksilta maistraatille. Rahankeräysten hallinnointia varten perustettaisiin julkinen rahankeräysrekisteri. Maistraatin rahankeräysrekisteriin merkitsemä ilmoitus olisi edellytys rahankeräysten toimeenpanon aloittamiselle. Rahankeräyksiä koskisi tilitysvelvollisuus ja velvollisuus käyttää rahankeräystuotto ilmoitettuun keräyskohteeseen. Rahankeräysilmoituksia ja rahankeräystilityksiä vastaanottavana rekisteriviranomaisena toimisi maistraatti, joka voisi kieltää rahankeräyksen toimeenpanon ja asettaa uhkasakon, jos tilitysvelvollisuutta ei olisi noudatettu. Lisäksi muutettaisiin rikoslain (39/1889) rahankeräysrikosta koskevaa rangaistussäännöstä. Hallinnollisten velvollisuuksien laiminlyönnit säädettäisiin rangaistavaksi rahankeräysrikkomuksena. Henkilötietojen käsittelystä poliisitoimissa annetusta laista (761/2003) poistettaisiin viittaukset rahankeräysten valvontatietoihin, koska poliisi ei toimisi enää rekisteriviranomaisena. Edelleen selvennettäisiin rahankeräyksen ja joukkorahoituksen välistä suhdetta. Ehdotetut lait tulisivat voimaan noin vuoden kuluttua niiden hyväksymisestä ja vahvistamisesta. Ehdotettuun velvollisuuteen kuulua itsesääntelyä harjoittavaan toimielimeen tai noudattaa sen suosituksia ehdotettiin säädettäväksi vuoden mittainen siirtymäaika lain voimaantulosta lukien. Lausuntokierroksen palautteen perusteella sisäministeriö julkisti tiedotteen 15 päivänä tammikuuta 2015, jossa todettiin, että valmistelua on syytä jatkaa rahankeräyksen luotettavuuden säilyttämiseksi. Tiedotteessa todettiin rahankeräyslain kokonaisuudistuksen siirtyvän seuraavalle hallituskaudelle, mikä entisestään korosti valtiovarainministeriön laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevan lainsäädäntöhankkeen jatkovalmistelun merkitystä.

Kuluttaja-asiamies julkisti 16 päivänä joulukuuta 2014 uutiskirjeessään (6/2014) katsauksen (*Vertaislainat pikaluottomarkkinoilla*), jossa tämä kertoi tarkastelevansa vertaislainatoimintaa kokonaisarviointin pohjalta. Kuluttaja-asiamies kertoi kiinnittäneensä huomiota sekä sopimussuhteen keskeisiin tunnusmerkkeihin että sopimussuhteen luomaan kokonaisvaikutelmaan. Tämän arvion perusteella kuluttaja-asiamies totesi, että vertaislainan välittäjä on tietyissä tilanteissa pidettävä luotonvälittäjän sijaan tosiasiallisesti luotonantajana, jota koskevat kuluttajansuojalain 7 luvun kuluttajaluottoja koskevat säännökset.

Oikeusministeriön, työ- ja elinkeinoministeriön, Finanssivalvonnan ja kilpailu- ja kuluttajaviraston kanssa käytyjen keskustelujen perusteella valtiovarainministeriö päätyi yhdistämään laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevat säännökset yhdeksi lakiehdotukseksi.

Valtiovarainministeriö on valmistellut esityksen virkатыönä. Valtiovarainministeriö järjesti 25 päivänä helmikuuta 2015 viranomaiskuulemisen esityksestä ja sen sisällöstä. Tähän kuulemiseen osallistuivat oikeusministeriö, sisäministeriö, työ- ja elinkeinoministeriö, Finanssivalvonta, Poliisihallitus, Etelä-Suomen aluehallintovirasto sekä kilpailu- ja kuluttajavirasto. Toiseen viranomaisille järjestettyyn kuulemistilaisuuteen 21 päivänä huhtikuuta 2015 osallistuivat oikeusministeriö, sisäministeriö, työ- ja elinkeinoministeriö, Finanssivalvonta, Etelä-Suomen aluehallintovirasto, kilpailu- ja kuluttajavirasto sekä myös tietosuojavaltuutettu. Valmistelun aikana on lisäksi erikseen kuultu useita yksittäisiä markkinatoimijoita toimialan ja markkinoiden odotusten ja tarpeiden hahmottamiseksi. Toimialan edustajille on myös järjestetty erillinen kuulemistilaisuus 29 päivänä toukokuuta 2015.

Esityksen ja hankkeen merkittävyyttä on entisestään korostanut Valtioneuvoston kanslian 28 päivänä syyskuuta 2015 julkistamaan toimintasuunnitelmaan strategisen hallitusohjelman kärkihankkeiden ja reformien toimeenpanemiseksi (*Hallituksen julkaisusarja 13/2015*) otettu kirjaus, jonka mukaan osana toimintasuunnitelman ensimmäistä kärkihanketta (*Kilpailukyvyyn vahvistaminen elinkeinoelämän ja yrittäjyyden edellytyksiä parantamalla*) ja tarkemmin sen toisena toimenpiteenä (*Yritysten rahoitusaseman ja oman pääoman aseman vahvistaminen*) hallitus pitää tärkeänä, että valtiovarainministeriö valmistelee hallituksen esityksen joukkorahoitusta koskevan puitelainsäädännön luomiseksi. Samassa yhteydessä todetaan myös, että hallitus tukee komission pyrkimyksiä pääomamarkkinaunionin kehittämiseksi ja pyrkii huolehtimaan siitä, että sen käytännön toteutus parantaa myös suomalaisten pk-yritysten rahoitusmahdollisuuksia, mikä osaltaan on myös kotimaisen laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevan hankkeen tavoite.

5.2 Lausunnot ja niiden huomioon ottaminen

Esityksestä on pyydetty lausuntoja hallituksen esityksen muotoon laaditusta luonnoksesta. Valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosasto julkisti valtiovarainministeriön Internet-sivuilla 18 päivänä toukokuuta 2015 lausuntopyynnön ja lakiluonnoksen. Lausuntopyyntö lähetettiin lisäksi 15 päivänä toukokuuta tiedoksi (Valtioneuvoston hankerekisteri VM0124:00/2013) lausuntopyynnössä tarkemmin yksilöidyille tahoille. Lausuntoaika päättyi 12 päivänä kesäkuuta 2015, mutta lausunnoille myönnettiin muutaman tahon esittämästä pyynnöstä lisääaikaa 26 päivänä kesäkuuta 2015 saakka.

Lausunto pyydettiin yhteensä 39 viranomaiselta ja yhteisöltä, minkä lisäksi luonnos lähetettiin tiedoksi 46 yhteisölle. Kyseiset tahot on yksilöity lausuntopyynnössä. Lausunnon on toimittanut 47 tahoa. Lausunnon antoivat määräaikaan 12 päivään kesäkuuta 2015 mennessä työ- ja elinkeinoministeriö, sisäministeriö, Aalto-yliopisto, Etelä-Suomen aluehallintovirasto, Innovaatorahoituskeskus Tekes, Kilpailu- ja kuluttajavirasto, Konkurssiasiamiehen toimisto, Poliisihallitus, Tietosuojavaltuutetun toimisto, Elinkeinoelämän keskusliitto EK ry, Euroclear Finland Oy, Finanssialan keskusliitto ry, Finnish Business Angels Network ry, Fixura Ab Oy, Front Capital Oy, FundedByMe AB, Fundu Oy, Grow VC Group ja P2P Safety (yhteinen lausunto), Invesdor Oy, Lumituuli Oy, Nordea Pankki Suomi Oyj, Nousu Capital Oy, Mesenaatti.me, Procopé & Hornborg Asianajotoimisto Oy, Vakuutus- ja rahoitusneuvonta FINE, Suomen Asiakastieto Oy, Suomen Asianajajaliitto, Suomen Kuntaliitto ry, Suomen Lakimiesliitto ry, Suomen Pääomasijoitusyhdistys ry, Suomen Pörssisäätiö, Suomen Teollisuussijoitus Oy, Suomen Yrittäjät ry liitteenä myös Finanssitaito Oy:n lausunto, Säätiöiden ja rahastojen neu-

vottelukunta ry, TrustBuddy AB, Vauraus Suomi Oy ja Kansalaisrahoitus Oy (yhteinen lausunto) sekä Business Angels Finland Oy ja PocketVenture.com (yhteinen lausunto).

Korkein hallinto-oikeus, Korkein oikeus, Patentti- ja rekisterihallitus, Suomen Pankki ja Työeläkevakuuttajat TELA ry ovat määräaikaan mennessä ilmoittaneet, ettei niillä ole lausuttavaa luonnokseen. Myös Finnvera Oyj on todennut, ettei sillä ole erityistä lausuttavaa luonnoksesta, mutta se pitää muutosehdotusta sinänsä tarpeellisena ja myönteisenä lisääntyvän joukkorahoituksen kehittämistä silmällä pitäen.

Pidennettyyn määräaikaan 26 päivänä kesäkuuta 2015 mennessä lausunnot ovat toimittaneet oikeusministeriö, Finanssivalvonta, Keskuskauppakamari ja NASDAQ OMX Helsinki Oy.

Lausuntoyhteenveto on julkaistu valtiovarainministeriön Internet-sivuilla 21 päivänä syyskuuta 2015. Lisäksi lausunnot on julkaistu kokonaisuudessaan valtioneuvoston hankerekisterissä (tunnisteella VM0124:00/2013).

Kuulemis- ja lausuntopalaute on pääosin pyritty ottamaan huomioon esityksessä.

6 Riippuvuus muista esityksistä

Esitys ei välittömästi liity muihin hallituksen esityksiin. Esityksellä on yhtymäkohtia valtiovarainministeriössä valmisteilla olevaan hallituksen esitykseen MIFID II:n kansallisesta täytäntöönpanosta, joka on siirtynyt vähintään vuodella eteenpäin vuoteen 2017, oikeusministeriössä valmisteltavaan asuntoluottodirektiivin täytäntöönpanoon ja sisäministeriön 28 päivänä elokuuta 2014 asettamaan lainsäädäntöhankkeeseen rahankeräyslain uudistamiseksi, jonka valmistelun jatkamisesta ei toistaiseksi ole tarkempaa tietoa.

Kansainväliset velvoitteet

Esitys ei sellaisenaan perustu EU:n sääntelyyn, vaan kansalliseen harkintaan, joka pohjautuu laajaan kansainväliseen ja eurooppalaiseen lainsäädännön vertailuun.

YKSITYISKOHTAISET PERUSTELUT

1 Lakiehdotusten perustelut

1.1 Joukkorahoituslaki

1 luku. Yleiset säännökset

1 §. Soveltamisala. Pykälässä säädetään lain soveltamisalasta. Pykälän *1 momentin* mukaan laki koskee vastikkeellisen laina- tai sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen hankkimista, tarjoamista ja ammattimaista välittämistä elinkeinotoiminnan rahoittamiseksi. Laissa keskeisinä subjekteina ovat joukkorahoituksen saaja, joka hankkii joukkorahoitusta sijoittajilta eli yleisöltä, ja joukkorahoituksen välittäjä, joka välittää useimmissa tapauksissa sekä yleisöltä tulevat varat joukkorahoituksen saajalle että joukkorahoituksen saajan rahoituksen vastikkeeksi tarjoamat omistus-, velka- tai muut osuudet sekä mahdolliset korkomaksut, pääoman lyhennykset tai muut vastaavan tyyppiset vastikkeet vastaavasti yleisölle. Joukkorahoituksessa on käytännössä kyse joukkorahoituksen saajan, joukkorahoituksen välittäjän ja sijoittaja-asiakkaan eli laajassa mielessä yleisön muodostamasta tapauskohtaisesti määrittyvästä kolmi-kantasuhteesta. Suurin osa lain säännöksistä koskee joukkorahoituksen välittäjää ja nimenomaan joukkorahoituksen välittämistä, mutta riittäväntasoisien sijoittajansuojan varmistamiseksi myös joukkorahoituksen saajalle on asetettu laissa velvoitteita ja sijoittaja-asiakkaalle vastaavasti oikeuksia. Vaihtoehtoisesti voitaisiin määritellä, että yleisö tarjoaa joukkorahoitusta joukkorahoituksen saajalle, mutta käytännössä joukkorahoitusjärjestelyssä joukkorahoituksen saaja on aktiivisempi ja vastaavasti sijoittaja passiivisempi osapuoli, minkä takia on käytännöllisempää viitata monissa kohdin joukkorahoituksen hankkimiseen sen tarjoamisen sijaan.

Lailla ei ole vaikutusta tilanteisiin, joissa rahoitusta hakeva yhteisö käyttää elinkeinovapauden piiriin kuuluvaa mahdollisuuttaan hankkia yleisöltä varoja tarjoamalla itsenäisesti omia arvo-papereitaan esimerkiksi oman Internet-sivustonsa kautta tai muulla valitsemallaan tavalla järjestämänsä osakeannin muodossa hyödyntämättä tällaisessa järjestelyssä joukkorahoituksen välittäjää. Tällöin rahoitusta hakevan yhteisön on itsenäisesti huolehdittava voimassa olevan lainsäädännön, kuten muun muassa osakeyhtiölain ja arvopaperimarkkinalain soveltuvien säännösten noudattamisesta. Kyseessä ei ole joukkorahoitus tämän lain soveltamisalan näkökulmasta, vaan yhteisön itsenäisesti toteuttama liikkeeseenlasku tai muu vastaava yleisölle suunnattu varainhankintajärjestely. Liiketoimintamallista ja konkreettisen varainhankintajärjestelyn olosuhteista riippuen tietyt yksittäiset joukkorahoituslain säännökset kuten hyvä joukkorahoitustapa voivat kuitenkin tulla sovellettavaksi *ex analogi*.

Pykälän *2 momentin* mukaan mitä tässä laissa 3—8 ja 17 §:ää lukuun ottamatta säädetään, koskee myös luottolaitosta, maksulaitosta, rahastoyhtiötä, sijoituspalveluyritystä ja vaihtoehtorahastojen hoitajaa, jos ne välittävät joukkorahoitusta. Säännöksellä selvennetään joukkorahoituksen välittäjään ja joukkorahoitusta muuhun lakiin perustuvan toimiluvan tai rekisteröitymisen perusteella välittävään toimijaan soveltuvaa sääntelykehikkoa. Lähtökohtaisesti joukkorahoitusta hankittaessa ja välitettäessä noudatetaan ja sovelletaan tämän erillislain säännöksiä. Jos muun lain ja tämän erillislain välillä on ristiriitaisuuksia joukkorahoitusta hankittaessa tai välitettäessä, noudatetaan lähtökohtaisesti tämän lain säännöksiä normihierarkiaa määrittävän *lex specialis derogat legi generali* –oikeusperiaatteen nojalla.

Pykälän *3 momentin* mukaan lakia ei kuitenkaan sovelleta, jos lainamuotoisessa joukkorahoituksessa velallisenä on kuluttaja (vertaislainaus). Kuluttajille tarjottavasta laina- ja hyödyke-

muotoisesta vastikkeellisesta joukkorahoituksesta säädetään kuluttajansuojalaissa, jossa nykyisin muun muassa säädetään markkinoinnista, kohtuuttomista sopimusehdoista ja menettelyistä asiakassuhteessa sekä kuluttajaluotoista. Kuluttajansuojalain soveltamisalaan kuuluvia luotonantajia ovat esimerkiksi pikaluottoyrietykset ja rahoitusyhtiöt. On tarpeen erottaa kuluttajansuojanäkökulmaa korostaen kuluttajille suunnattu lainamuotoinen joukkorahoitus muusta vastikkeellisesta joukkorahoituksesta, missä sijoittaminen ja tähän toimintaan liittyvä tuotto-odotus ovat keskeisessä asemassa. Siltä osin kuin vastikkeellinen joukkorahoitus ei kuulu kuluttajansuojalain soveltamisalaan, se on lähtökohtaisesti laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta vastaavan sääntelyn ja valvonnan piirissä tarkoituksena taata riittävän tasoisen sijoittajansuojan toteutuminen.

Lakia ei siten sovelleta elinkeinonharjoittajiin, jotka myöntävät kuluttajansuojalain 7 luvun soveltamisalaan kuuluvia kuluttajaluottoja kuluttajille. Kuluttaja-asiamies on valvoessaan luotonvälittäjien menettelytapoja katsonut, että siltä osin kuin toiminnassa on tosiasiallisesti kysymys kuluttajansuojalain 7 luvussa tarkoitettun kuluttajaluoton antamisesta, luotonvälittäjän on varmistettava, että se noudattaa kuluttajansuojalaissa luotonantajille säädettyä tiedonantovelvollisuutta muun muassa myönnettävän luoton todellisten kustannusten sekä ehtojen ja niiden sisällön ilmoittamisesta. Olennaista arvioinnissa on ollut se, kuka kulloinkin perustetussa sopimussuhteessa käyttää tosiasiallista määräysvaltaa. Jos varoja sijoittavalla taholla ei ole mahdollisuutta vaikuttaa saatavaan liittyvien asioiden hoitoon eivätkä osapuolet voi olla yhteydessä toisiinsa, toiminta vastaa tällöin enemmän sijoittamista kuin lainanantoa. Tämän lisäksi luotonvälittäjällä on velvollisuus noudattaa hyvää luotonantotapaa sekä varmistua asianmukaisesti luotonhakijan luottokelpoisuudesta. Kuluttajaluottoja koskevia säännöksiä sovelletaan sellaisiin lainoihin, joita elinkeinonharjoittajat myöntävät kuluttajille, toisin sanoen silloin, kun elinkeinonharjoittaja katsotaan sopimuksen osapuoleksi ja elinkeinonharjoittaja itse myöntää kyseisen sopimuksen perusteella luoton kuluttajalle. Jos kysymys on alle 2000 euron suuruisista luotoista, niiden hintaa koskee myös korkokatto eli kuluttajansuojalaissa säädetty 50,5 prosentin todellinen vuosikorko.

Pykälän 4 momentin mukaan rahankeräykseen sovelletaan rahankeräyslakia siten kuin rahankeräyslain 3 §:ssä säädetään. Esimerkiksi vastikkeettomasta lahjoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta säädetään rahankeräyslailla siltä osin kuin yleisöön vetoamalla pääsääntöisesti rahankeräyslavan nojalla kerätään varoja yleishyödylliseen tarkoitukseen. Muulla tavoin toteutettu yleisöön kohdistettu vastikkeeton lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus on rahankeräyslain nojalla kiellettyä ja rahankeräysrikoksena rangaistavaa. Vieraan pääoman ehtoinen koroton joukkorahoitus ei puolestaan ole rahankeräystä tilanteissa, joissa tarkoituksena on, että rahoituspääoma korottomana myöhemmässä vaiheessa palautetaan. Rahankeräyksessä lähtökohtana on, että lahjoitettuja pääomia ei palauteta. Arvioinnissa on lisäksi otettava huomioon, että esimerkiksi provisio tai muu palkkio lähtökohtaisesti rinnastetaan korkoon, sillä vastikkeen nimen muuttaminen ei muuta toiminnan tosiasiallista luonnetta, eikä tee siitä vastikkeetonta.

Pykälän 5 momentin mukaan joukkorahoituksen saajan eli joukkorahoituksella varoja hankkivan yrityksen, joka ei ole pörssiyhtiö, tai muun yhteisön tiedonantovelvollisuudesta säädetään lisäksi arvopaperimarkkinalaissa, jos laina- tai sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa tarjotaan tai välitetään arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita. Tiedonantovelvollisuus koskisi koko lain soveltamisalaa, jos laina- tai sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen sijoituskohteena on arvopaperimarkkinalain mukainen arvopaperi. Joukkorahoituksen saajan ei kuitenkaan tulisi noudattaa arvopaperimarkkinalaissa säänneltyä tiedonantovelvollisuutta silloin, kun tarjottavat tai välitettävät arvopaperit ovat joko lain tai sopimusmääräyksen nojalla siirtokelvottomia eivätkä näin ollen täytä arvopaperimarkkinalain mukaisen arvopaperin määritelmää. Tällöin noudatettavaksi tulevat pelkästään tämän lain tiedonantovelvollisuutta koskevat säännökset.

2 §. Määritelmät. Pykälässä säädetään 11-kohtainen luettelo määritelmistä, joista seitsemän on viittauksia muussa lainsäädännössä oleviin määritelmiin, kuten arvopaperi, rahoitusväline, luottolaitos, maksulaitos, rahastoyhtiö, sijoituspalveluyritys ja vaihtoehtorahastojen hoitaja (5—11 kohdat). Viittaukset muussa rahoitusmarkkinalainsäädännössä oleviin määritelmiin ovat tarpeen, koska ne on kohdistettu suomalaisten toimijoiden ohella ETA-valtioissa oleviin toimijoihin. Koska joukkorahoituksen hankkimista, tarjoamista ja sen välitystä ei ole harmonisoitu EU:ssa, palveluntarjonta rajat ylittäen on mahdollista isäntävaltion asettamin ehdoin. Yhden toimiluvan periaatteen mukaan yhdessä ETA-valtiossa toimiluvan saanut luottolaitos, maksulaitos, rahastoyhtiö, sijoituspalveluyritys tai vaihtoehtorahastojen hoitaja voi harjoittaa toimilupansa mukaista toimintaa kaikissa ETA-valtioissa joko perustamalla sivuliikkeen tai tarjoamalla palveluita rajan yli. MIFID I:n 3 artiklan 2 kohdan mukaan oikeus tarjota kahta sijoituspalvelua ilman sijoituspalveluyrityksen toimilupaa ei kuitenkaan anna oikeutta europas-siin, joten kyseisten sijoituspalvelujen tarjoaminen Suomesta Euroopan talousalueelle (jäljem-pänä *ETA-alue*) vapaasti jää riippumaan siitä, millaista sääntelyä toisessa ETA-valtiossa on. Koska läheskään kaikissa EU-valtioissa ei ole omaa kansallista lainsäädäntöä joukkorahoituk-sesta, joukkorahoituslain mukaisen palvelun tarjoamisen mahdollisuus rajan yli jää riippu-maan kunkin EU-valtion kansallisista sääntelyratkaisuksista.

Muussa lainsäädännössä oleviin määritelmiin viittaaminen on tarpeen myös sen takia, että si-joitusmuotoiseen joukkorahoitukseen voi tapauskohtaisesti soveltua sijoituspalvelulain sijaan myös moni muu kansallinen lainsäädäntökehikko, kuten esimerkiksi laki vaihtoehtorahastojen hoitajista, maksupalvelulaki, maksulaitoslaki tai laki luottolaitostoiminnasta. Näin ollen myös nämä muut potentiaaliset joukkorahoitukseen soveltuvat lainsäädäntökehikot on otettava huomioon joukkorahoituslain yhteydessä, koska ne voivat tulla sovellettavaksi niin laina- kuin sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen elinkeinonharjoittajan toimintansa perustaksi valitse-masta liiketoimintamallista riippuen. Rajanveto-ongelmien ratkaisemiseksi on tarpeen kytkeä joukkorahoituslaki yhtenäisten määritelmien avulla tiiviisti muuhun rahoitusmarkkinalainsäädäntöön. Keskeistä on helpottaa joukkorahoituksen eri toimintamuotoihin sovellettavan lain-säädännön ja toimivaltaisen viranomaisen tunnistamista. Kyseisen tavoitteen saavuttamiseksi eri joukkorahoitusmuotojen erottaminen toisistaan määritelmällisesti on keskeistä. Toiminnan laintasoinen määrittely ja kytkeminen olemassa olevaan lainsäädäntöön antaa sille myös sen tarvitseman laintasoinen sisällön, joka tukee joukkorahoituksen asemaa sallittuna elinkeinona ja yhtenä rahoitusmarkkinoilla ilmenevistä hyväksytyistä rahoituslähteistä. Luottolaitokset, maksulaitokset ja vaihtoehtorahastojen hoitajat mainitaan pykälässä, koska niihin on viitattu komission tiedonannossa ja maksulaitoksiin lisäksi ESMA:n ja EBA:n, luottolaitoksiin EBA:n ja vaihtoehtorahastojen hoitajiin ESMA:n selvityksissä

Vaihtoehtorahastojen hoitajat on lisäksi mainittu, koska Suomi käytti AIFMD:n 43 artiklan mukaisen kansallisen option vähittäissijoittajille tarjoamisen sallimisesta. ESMA:n selvityk-sessä pidetään sinänsä teoreettisena, että joukkorahoitusta ylipäätään tarjottaisiin ammattimai-sille sijoittajille, mikä korostaa AIFMD:n 43 artiklan mukaisen kansallisen option vähittäissi-joittajille tarjoamisesta merkityksen olennaisuutta arvioitaessa AIFMD:n soveltumista joukko-rahoituksen lainsäädäntökehikoksi. Rahastoyhtiöiden mainitsemisen tarpeellisuus on osin epä-selvää, koska ESMA:n lausunto ei tätä vaihtoehtoa tuo esiin, vaikka rahastoyhtiö saa sijoitus-rahastolain 5 §:n 2 momentin nojalla tarjota sijoitusneuvontaa.

Pykälässä on kaikkiaan neljä joukkorahoitukseen välittömästi liittyvää määritelmää: laina- ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus, joukkorahoituksen välittäjä ja joukkorahoituksen saaja (1—4 kohdat). Joukkorahoituksen ja sen eri toimintamuotojen yksityiskohtainen ja yksiselitteinen laintasoinen määrittely on vaikeaa, mikä on tullut esiin myös komission tiedonannosta sekä ESMA:n ja EBA:n selvityksistä ja raporteista. Vastaava on käynyt ilmi myös lainsäädäntöver-

tailussa, jossa on kerätty tietoja muiden EU-valtioiden ratkaisuksista joukkorahoituksesta ja sen määrittelystä. Joukkorahoitus on voimakkaassa kasvussa ja elinvoimaiset markkinat luovat toimialalle vuosittain useita uusia, aikaisemmin tuntemattomia toimintamuotoja. Siksi toimialaa ei tule myöskään määritelmien tasolla rajoittaa liikaa, vaan ne on kirjoitettava riittävän yleisiksi, jotta ne kattavat mahdollisimman monia joukkorahoituksen toimintamuotoja – myös niitä, joita ei vielä Suomen markkinoilla ole esiintynyt. Joukkorahoituksen monimuotoisuus myös korostaa muihin kansallisiin lakeihin otettavien viittaussäännösten tärkeyttä, jotka auttavat joukkorahoituksen, sen toimintamuotojen ja siihen soveltuvien kansallisten eri lainsäädäntökehikoiden hahmottamisessa. Lain lähtökohtana on ollut, että laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta hyödynnetään elinkeinotoiminnan rahoituksessa.

Määritelmät estävät joukkorahoitus-termin (brändin) väärinkäyttöä ja helpottavat joukkorahoitustoimialan asettumista osaksi vakiintuneita rahoitusmarkkinoita. Ne voivat auttaa myös Finanssivalvontaa eri joukkorahoitusliiketoimintamallien hahmottamisessa ja tuoda Finanssivalvonnan tapauskohtaiseen harkintaan nykyistä enemmän ennakoitavuutta. Lainamuotoinen joukkorahoitus tarkoittaa muissa henkilösuhteissa kuin kuluttajalta toiselle kuluttajalle (vertaislainaus), kuten kuluttajalta yritykselle ja yritykseltä yritykselle tapahtuvaa luoton hankkimista, tarjoamista tai luoton välittämistä. Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa joukkorahoituksen saaja hankkii luottoa yleisöltä joukkorahoituksen välittäjän kautta. Vastikkeeksi saamastaan luotosta joukkorahoituksen saaja maksaa luottoa tarjonneille sijoittajille eli yleisölle korkoa tai muuta vastiketta sekä sitoutuu palauttamaan luotoksi saamansa pääoman erikseen sovitun määräajan jälkeen. Tarkemmista ehdoista sovitaan tapauskohtaisesti räätälöitävissä luottosopimuksissa joukkorahoituksen saajan ja sijoittajina toimivan yleisön välillä. Usein tässä tarkoituksessa käytetään sopimusperusteisten luovutusrajoitusten kohteena olevia velkakirjalain 3 luvussa tarkoitettuja tavallisia velkakirjoja, jotka sisältävät yksittäisen luottojärjestelyn keskeiset ehdot kulloistenkin osapuolten välillä. Kuluttajalta toiselle kuluttajalle (vertaislainaus) tapahtuva luotonanto on nimenomaisesti suljettu lain soveltamisalan ulkopuolelle. Lainamuotoinen joukkorahoitus on verrattavissa pankkien perinteisesti välittämään notariaattirahaan. Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa vastike voidaan periä muussakin kuin koron muodossa, kuten perimällä esimerkiksi järjestelystä aiheutuvat kiinteät kustannukset. Näistä syistä lainamuotoinen joukkorahoitus, erityisesti tilanteissa, joissa luotonvälitys suuntautuu yrityksille, on eräänlaista rahoituksenvälitystä, jota ei aikaisemmin ole laissa säännelty.

Luotonvälityksen kannalta sillä voi olla merkitystä, kirjataanko luotto joukkorahoituksen välittäjän taseeseen vai tapahtuuko luotonvälitys taseen ulkopuolella. Jos luotto kirjataan taseeseen ja se on myönnetty omaan lukuun, kysymys on luoton antamisesta eikä luotonvälityksestä, ja mahdollisesti luottolaitoksen toimilupaa edellyttävästä toiminnasta. Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa lainaa ei myönnetä eikä sijoituksia oteta vastaan joukkorahoituksen välittäjän omaan lukuun, vaan luotonvälitys edellyttää sitä, että velkasuhde syntyy joukkorahoituksen saajan ja joukkorahoituksen antajan eli sijoittajan välille. Lainanantaminen elinkeinonharjoittajalta joukkorahoituksen saajalle olisi käytännössä luottolaitostoimintaa, kun samaan aikaan varat kerätään yleisöltä. EBA:n selvityksen keskeinen johtopäätös on, että luotonvälitys ei nykyisin yleisesti esiintyvässä muodossaan näyttäisi olevan talletusten vastaanottamista eikä näin ollen myöskään luottolaitostoimintaa. Sekä ESMA että EBA näkevät tilaa ja tietynlaista tarvetta EU-tason joukkorahoitusta koskeville lainsäädäntötoimenpiteille ja ennen sitä kansallisen toimialaa koskevan oikeustilan selkeyttämiselle.

Sijoitusmuotoisella joukkorahoituksella tarkoitetaan oman tai vieraan pääoman ehtoista sijoitusta rahoitusvälinettä tai muuta kuin arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettua arvopaperia koskevassa merkintä- tai sijoitussopimuksessa taikka niihin rinnastettavassa sopimuksessa määritellyn suuruisen omistus- tai velkaosuuden taikka muun vastikkeellisen osuuden hankkimiseksi, tarjoamiseksi tai välittämiseksi joukkorahoituksen saajasta. Myös sijoitusmuotoisessa

joukkorahoituksessa on käytännössä kyse kolmikantasuhteesta, jossa joukkorahoituksen saaja hankkii varoja yleisöltä joukkorahoituksen välittäjän kautta, joka puolestaan useimmissa tapauksissa välittää joukkorahoituksen saajan rahoituksen vastikkeeksi sijoittajille tarjoamat omistus-, velka tai muut osuudet sijoittajina toimineelle yleisölle.

Joukkorahoituksen välittäjän määritelmässä ei synny käsitteellistä päällekkäisyyttä, sillä kuluttajansuojalain 7 luvun 7 §:ssä luotonvälittäjällä tarkoitetaan muuta elinkeinonharjoittajaa kuin luotonantajaa, joka esittelee tai tarjoaa kuluttajille luottosopimuksia taikka muutoin avustaa kuluttajia luottosopimuksen tekemisessä tai tekee luotonantajan puolesta luottosopimuksia kuluttajan kanssa. Joukkorahoituksen välittäjästä käytetään tietyissä yhteyksissä termiä palvelualusta, joka on lähinnä lainsäädäntöä täydentävä apukäsite, millä on pyritty korostamaan joukkorahoituksen määritelmän ja sillä toteutettavan varainhankinnan välineriippumattomuutta. Palvelualustalla tarkoitetaan tyypillisesti joukkorahoituksen välittäjän ylläpitämää julkista Internet-sivustoa, muuta yleisesti saatavilla olevaa sähköistä tietoverkkoa tai niihin rinnastettavaa muutoin sähköisessä muodossa tai muulla yleisölle avoimella tavalla tarjottavaa palvelua.

Joukkorahoituksen välittäjällä tarkoitetaan elinkeinonharjoittajaa, joka ei ole luottolaitos, maksulaitos, rahastoyhtiö, sijoituspalveluyritys tai vaihtoehtorahastojen hoitaja, ja joka ammattimaisesti välittää laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta. Laissa laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen osalta täytäntöön pantavan MIFID I:n 3 artiklan mukaisesti joukkorahoituksen välittäjä voi välittää ja vastaanottaa siirtokelpoisia arvopapereita ja rahastosuuksia koskevia toimeksiantoja sekä tarjota tällaisiin rahoitusvälineisiin liittyvää sijoitusneuvontaa edellyttäen, ettei sillä pääsääntöisesti ole hallussaan tai hallinnoitavana asiakasvaroja. Lisäksi kyseisiä toimeksiantoja saa välittää ainoastaan 9 §:n 3 momentissa mainituille toimiluvallisille toimijoille. Asiakasvarojen hallussapidon kieltö ei kuitenkaan koske 10 §:n 3 momentin mukaan sellaisia arvopapereita, jotka eivät ole arvopaperimarkkina-asiakkailla tarkoitettuja arvopapereita. Muiden kuin arvopaperimarkkina-asiakkailla tarkoitettujen arvopaperien eli käytännössä siirtokelvottomien arvopapereiden osalta joukkorahoituksen välittäjän toimintamahdollisuudet eivät myöskään rajaudu vain toimeksiantojen välittämiseen ja vastaanottamiseen tai sijoitusneuvonnan antamiseen, koska tällaisia arvopapereita tai muita sijoituskohteita koskeva toiminta ei lähtökohtaisesti kuulu MIFID I:n eikä kansallisen sääntelyn, kuten sijoituspalvelulain tai arvopaperimarkkinalain soveltamisalan piiriin. Tällöin asiakasvarojen hallussapidon kieltö ei myöskään ole ehdoton, koska MIFID I (mukaan lukien sen 3 artikla) ei koske siirtokelvottomia arvopapereita.

Arvopaperimarkkinalain 2 luvun 1 §:n 1 momentin mukaan arvopaperilla tarkoitetaan sellaista arvopaperia, joka on vaihdantakelpoinen ja joka on saatettu tai saatetaan yleiseen liikkeeseen useiden samansisältöisistä oikeuksista annettujen arvopaperien kanssa. Arvopaperimarkkinalain 2 luvun 1 §:n 2 momentissa tarkoitetaan vaihdantakelpoisuutta, joka on tarkoitettu vaihdantakelpoisuuden käsitteeseen, jota on tarkoitettu MIFID I:n 4 artiklan 1 kohdan 18 alakohtaa sekä liitteen 1 C osan 1 kohdan käsitettä ”*siirtokelpoinen arvopaperi*”. Määritelmään sisältyvät rahoitusvälineet ovat siirtokelpoisia ja niiden tulee soveltua vaihdannan kohteeksi pääomamarkkinoilla, minkä MIFID I mainitsee arvopaperin edellytykseksi. Säännös sisältää lisäksi edellytyksen, että arvopaperin tulee olla lajiesineen luonteinen eli arvopapereita voidaan tuoda vaihdannan piiriin useiden toisiinsa nähden samansisältöisten arvopaperien kanssa. MIFID I eivätkä muutkaan rahoituspalveluja koskevat direktiivit määrittele siirtokelpoisen arvopaperin siviilioikeudellisia edellytyksiä. Laissa tarkoitettuihin arvopapereihin sisältyvät edelleen ne arvopaperit, joilla on Suomen lain mukaiset vaihdantakelpoisten arvopaperien tunnusmerkit. Siviilioikeudessa arvopaperilla ymmärretään vakiintuneesti asiakirjaa, jonka hallinta on sen osoittaman oikeuden käyttämisen edellytys. Vaihdantakelpoisuudella tarkoitetaan lähinnä sitä, että arvopaperin luovutuksensaajaa suojataan velkakirjalain 2 luvun 2 §:n 1 momentissa tarkoitettujen velkakirjoja koskevien säännösten tai muiden niitä vastaavien säännösten nojalla. Velkakirjalain säännökset ja periaatteet voivat tul-

la sovellettaviksi joko analogisesti tai lakiin perustuen myös muihin pääomamarkkinoilla kehitettyneisiin rahoitusvälineisiin. MIFID I:n siirtokelpoisia arvopapereita koskeva esimerkkiluettelo on kirjoitettu avoimeksi ja esimerkkiluettelon alaryhmien sisällöt ovat keskenään päällekkäisiä. Arvopaperi voi olla muun kuin Suomen siviilioikeuden alainen ja silti kuulua arvopaperimarkkinalain soveltamisalaan lain tarkempien lukukohtaisten soveltamisalasäännösten mukaisesti.

Lähtökohtana Suomen laissa on, että rahoitusväline tai yleisemmin arvopaperi on siirto- ja luovutuskelpoinen. Perinteisesti arvopaperimarkkinalain mukaisen arvopaperin määritelmän ulkopuolelle jäävinä arvopapereina on pidetty muun muassa lain tai sopimuksen perusteella luovutusrajoituksen kohteena olevia arvopapereita, kuten usein esimerkiksi sopimusperusteisten luovutusrajoitusten kohteena olevia velkakirjalain 3 luvussa tarkoitettuja tavallisia velkakirjoja tai laissa avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä tarkoitettuja kommandiittiyhtiön äänettömän yhtiömiehen yhtiöosuuksia. Luettelo ei ole tyhjentävä, vaan siirtokelvottomia arvopapereita voidaan räätälöidä monin eri tavoin. Kyseiset rahoitusvälineet ovat siirtokelvottomuuden lisäksi usein keskenään erisisältöisiä eivätkä täytä arvopaperille asetettua samansisältöisyyden vaatimusta, mikä osaltaan voi rajata ne arvopaperimarkkinalain arvopaperin määritelmän ulkopuolelle.

Joukkorahoituksen saaja ei voi olla luonnollinen henkilö, mutta se voi olla osakeyhtiö, osuuskunta, kommandiittiyhtiö, avoin yhtiö, eurooppayhtiölaissa (742/2004) tarkoitettu eurooppayhtiö, eurooppaosuuskuntalaissa (906/2006) tarkoitettu eurooppaosuuskunta, yhdistys tai säätiö. Joukkorahoituksen saaja ei voi olla konkurssissa tai muussa maksukyvyttömyysmenettelyssä. Muuna maksukyvyttömyysmenettelynä ei pidetä saneerausmenettelyä. Joukkorahoituksen saaja ei myöskään voi olla pörssiyhtiö eli listattujen osakeyhtiöiden arvopaperit eivät voi olla laina- tai sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen sijoituskohteina. Elinkeinonharjoittajan ei edellytetä olevan oikeushenkilö, vaan myös toiminimi on mahdollinen.

Yksi erottava kriteeri lainamuotoisella joukkorahoituksella tapahtuvan varainhankinnan ja sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa tapahtuvan arvopapereita koskevien toimeksiantojen vastaanottamisen ja välittämisen ja tietyissä tilanteissa liikkeeseenlaskun välillä on se, onko varainhankinnassa kysymys pelkästään arvopaperimarkkinalain mukaisista arvopapereista vai ei. Sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa on lähtökohtaisesti kysymys arvopaperimarkkinalaissa tarkoitetuista arvopapereista, olivatpa ne sitten oman tai vieraan pääoman ehtoisia sijoituskohteita tai niiden välimuotoja (hybridejä). Tämä ei kuitenkaan päde kaikissa tilanteissa, sillä sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa voidaan hyödyntää myös muita sijoitustuotteita kuin arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita, kuten esimerkiksi laissa avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä tarkoitettuja kommandiittiyhtiön äänettömän yhtiömiehen yhtiöosuuksia, jotka on usein määritelty siirtokelvottomiksi arvopapereiksi. Myös esimerkiksi tietyllä tavalla räätälöidyt tuotto-osuudet sekä golf- tai viikko-osakkeet voivat olla sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen sijoituskohteena siitä huolimatta, etteivät ne lähtökohtaisesti ole arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita. Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa puolestaan hyödynnetään usein pääasiassa sopimuksin tai sopimusmääräyksin siirtokelvottomaksi tehtyjä velkakirjalain 3 luvun mukaisia tavallisia velkakirjoja, jotka eivät täytä arvopaperin määritelmää. Tämä arvio perustuu sekä valtiovarainministeriön suorittamaan kansainväliseen vertailuun että olemassa olevien kotimaisten markkinoiden empiiriseen tutkimukseen. Joukkorahoituksen saaja antaa tavallisia velkakirjoja kuluttajalta tai yritykseltä saamansa luoton vastikkeeksi. Joukkorahoituksen välittäjä huolehtii usein sekä luoton että vastikkeeksi annettavan tavallisen velkakirjan välittämisestä. Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa voidaan kuitenkin yhtä hyvin hyödyntää velkakirjalain 2 luvun mukaisia juoksevia velkakirjoja eli haltijalle sekä nimetylle henkilölle tai hänen määräämälleen asetettuja velkakirjoja. Tällaiset velkakirjat ovat jo sisältönsä nojalla arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja eli siirtokelpoisia ar-

vopapereita, jolloin on luontevampaa sijoittaa tällainen toiminta sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen piiriin.

Laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen käsitteillä on siis jossain määrin horisontaalista päällekkäisyyttä. Erillisten määritelmien sisällyttämisellä lakiin on kuitenkin arvioitu voitavan selkeyttää ja tietyssä mielessä vakiinnuttaa markkinoilla nykyisin ilmenevien toimintamuotojen sisältöä. Joukkorahoituksen välittäjän velvollisuudet ovat sekä laina- että sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa lähtökohtaisesti samat. Laina- ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus eroavat liiketoimintansa sisällön puolesta toisistaan. Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa on kysymys korostuneesti luotonvälityksestä, kun taas sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa sijoitustoiminnasta. Olennaista tiettyjen keskeisten lain säännösten soveltuvuuden kannalta molemmissa joukkorahoitusmuodoissa on joukkorahoituksen kohteena olevan arvopaperin tai muun sijoituskohteen arvopaperimarkkinalain mukaisuus eli käytännössä siirtokelpoisuus tai siirtokelvottomuus, mikä on määriteltävä tapauskohtaisesti yksiselitteisesti edellä esitetyn mukaisesti.

Hyödykemuotoinen vastikkeellinen joukkorahoitus ei lähtökohtaisesti kuulu lain soveltamisalan piiriin, ellei vastikkeena käytetä laina- tai sijoitusmuotoista tuotetta, jolloin toiminta on käytännöllisempää määritellä laina- tai sijoitusmuotoiseksi joukkorahoitukseksi.

2 luku. Oikeus välittää joukkorahoitusta

3 §. Rekisteröitymisvelvollisuus. Pykälän 1 momentin mukaan elinkeinonharjoittaja saa välittää joukkorahoitusta vain, jos se on rekisteröitynyt 2 luvun mukaisesti joukkorahoituksen välittäjäksi Finanssivalvonnan ylläpitämään julkiseen joukkorahoituksen välittäjien rekisteriin. Laissa käytetään yleisesti termiä joukkorahoituksen välittäminen, millä viitataan siihen, että joukkorahoituksen välittäjä voi välittää molempia laissa säänneltyjä joukkorahoituksen muotoja käytännössä samoin edellytyksin. Joukkorahoituksen välittämällä voidaan näin ollen viitata niin laina- kuin sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittämiseen. Rekisteröityminen on myös sikäli perusteltu vähimmäisvaatimus, että MIFID I:n 3 artiklan 1 kohta mahdollistaa myös sen, että luonnollinen henkilö välittää joukkorahoitusta. Koska rahoitusmarkkinalainsäädännössä on perinteisesti asetettu toimilupavaatimus vain oikeushenkilölle, edellyttää luonnollisen henkilön oikeus välittää joukkorahoitusta toiminimen käyttämistä. Rekisteröinti on vastaavasti mahdollistettu myös vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa, jossa vaihtoehtorahastojen hoitajan oikeudellisella muodolla ei ole merkitystä.

Finanssivalvonnalla on velvollisuus pitää joukkorahoituksen välittäjistä ja sen välitystä suunnittelevista toimijoista julkista rekisteriä. Kysymyksessä on kansallisessa harkinnassa oleva hallinnollinen järjestely eikä EU-säädösten sääntelemä rekisteröinti- tai toimilupaprosessi. Vaatimus ylittää siten MIFID I:n 3 artiklan vaatimukset ja vastaa MIFID II:n 3 artiklan vaatimuksia siten kuin säätämisperusteluissa selostetaan. Sen sijaan eräissä tilanteissa joukkorahoituksen välittäjän liiketoimintamallista riippuen joukkorahoitus voi olla sijoituspalvelun tarjoamista. Finanssivalvonnan 26 päivänä kesäkuuta 2014 julkistaman tulkintakanonon mukaan sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on lähtökohtaisesti toimiluvanvaraista liikkeeseenlaskun järjestämistä sisältävän sijoituspalvelun tarjoamista. Koska joukkorahoituksen välittäjille kyseisen tulkinnan perusteella tulee itsenäisinä kasvuyrityksinä velvollisuus sangen raskaan toimilupaprosessin läpiviemiseen, on tarpeen luoda toimialalle tämän lain mukainen vaihtoehtoinen menettely, joka keventää joukkorahoituksen välittäjien hallinnollista taakkaa. Toimilupa antaa oikeuden sen sisältämien palvelujen tarjoamiseen rajojen yli EU-valtiosta toiseen eikä europassiin oikeuttavaa toimilupaa voida täydentää kansallisesti. Näin ollen esimerkiksi luottolaitoksen toimiluvasta luottolaitostoiminnasta annetun lain 4 luvussa säädetty menettely, jossa Euroopan keskuspankki (jäljempänä *EKP*) myöntää luottolaitoksen toimiluvan,

ei tule sovellettavaksi, vaan menettely kuuluu täysin Finanssivalvonnan sisäiseen harkinta- ja päätäntävaltaan. Joukkorahoituksen välitys ei myöskään kuulu EKP:n harjoittamaan vakavaraisuusvalvontaan.

Pykälän 2 *momentin* mukaan toimiluvan saaneen luottolaitoksen, maksulaitoksen, rahastoyhtiön, sijoituspalveluyrityksen ja vaihtoehtorahastojen hoitajan ei tarvitse tehdä rekisteri-ilmoitusta Finanssivalvonnan ylläpitämään rekisteriin merkitsemistä varten, jos ne välittävät laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta sijoituspalveluna tämän lain mukaisesti, vaan ne voivat soveltuvin osin toimia niille myönnetyn toimiluvan nojalla edellyttäen muun muassa, että ne noudattavat 11 §:n 3 momentissa säädettyä tiedonantovelvollisuutta. Rekisteröitymisvelvollisuus ei myöskään koske laissa eräiden luotonantajien rekisteröinnistä tarkoitettuja luotonantajia, elleivät ne välitä laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta. Kyseisessä laissa tarkoitettujen luotonantajien on lähtökohtaisesti vapautettu rekisteröitymisvelvollisuudesta edellyttäen, etteivät ne välitä laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta, minkä tarkoituksena on vähentää ja estää kahdessa viranomaisessa järjestetyn rekisterinpidon mahdollisesti aiheuttamaa päällekkäisyyttä ja ylimääräistä hallinnollista taakkaa järjestämällä rekisterinpito yhden viranomaisen alaiseksi toiminnaksi. Rekisteröityminen on kuitenkin tietyissä tilanteissa tarpeen molempien lakien mukaisesti erityisesti, jos luotonantaja haluaa toimia myös joukkorahoituksen välittäjänä. Tämä johtuu siitä, että laeissa on asetettu toisistaan jossain määrin poikkeavat markkinoille tulon edellytykset, minkä lisäksi luotonantajille ja joukkorahoituksen välittäjille laissa asetetut toimintaedellytykset poikkeavat rahoitusmuotojen eroavaisuuksien johdosta monessa kohdin toisistaan. Tämä johtuu lakien eri painotuksista kuluttajansuoja- ja rahoitusmarkkinasääntelyn välillä.

Rekisteröitymisvelvollisuus ei myöskään koske toiseen ETA-valtioon sijoittautuneita elinkeinonharjoittajia, jotka välittävät tilapäisesti joukkorahoitusta Suomessa. Tilapäisellä joukkorahoituksen välityksellä tarkoitetaan palvelujen tarjoamista ilman, että sijoittautumista koskevat kriteerit täyttyvät. EU-tuomioistuimen ratkaisukäytännön mukaan kyse on sijoittautumisesta, jos taloudellista toimintaa harjoitetaan tosiasiallisesti kiinteästä toimipaikasta määräämättömän ajan. Toiminnan tilapäisyyttä arvioitaessa otetaan EU-tuomioistuimen ratkaisukäytännön mukaan huomioon palveluntarjonnan keston lisäksi myös sen määrä, toistuvuus ja jatkuvuus. Kriteerien täyttymistä tulee arvioida tapauskohtaisesti. Palveluntarjonnan kestolle ei ole asetettu tiettyä ylärajaa, vaan se voi vaihdella tapauksesta riippuen paljonkin. Toiminnan tilapäisyys ei sulje myöskään pois palvelun tarjoajan mahdollisuutta luoda itselleen tiettyjä toimintaedellytyksiä, esimerkiksi hankkimalla käyttöönsä työhuone, vastaanottopaikka tai liikehuoneisto, jos ne ovat tarpeellisia kyseisen palvelun tarjoamiseksi (muun muassa asia C—215/01, Bruno Schnitzer, Kok. 2003, s. I—14847). On kuitenkin syytä huomata, että EU-tuomioistuimen vakiintuneen ratkaisukäytännön mukaan (muun muassa asia 33/74, Van Binsbergen, ECR 1974, s. 1299) EU-valtio säilyttää oikeuden toteuttaa toimenpiteitä, jotka kohdistuvat sellaiseen palvelun tarjoajaan, jonka toiminta kohdistuu joko kokonaisuudessaan tai suurimmaksi osaksi kyseiseen EU-valtioon, mutta joka on EU-valtion lainsäädännön kiertämiseksi sijoittautunut toiseen EU-valtioon. Tämän ratkaisukäytännön mukaisesti lakia voidaan siis tällaisissa tapauksissa soveltaa myös toiseen ETA-valtioon sijoittautuneisiin elinkeinonharjoittajiin, jos ne välittävät joukkorahoitusta Suomessa.

4 §. Rekisteri-ilmoitus. Pykälän 1 *momentin* mukaan rekisteri-ilmoitukseen on sisällytettävä ensinnäkin 5 §:n 1 momentin 1 ja 2 kohdassa tarkoitettujen tietojen eli elinkeinonharjoittajan täydellinen nimi ja henkilötunnus tai jos elinkeinonharjoittajalla ei ole henkilötunnusta, hänen on ilmoitettava syntymäaikansa. Lisäksi on ilmoitettava toiminimi, mahdollinen aputoiminimi, yritys- ja yhteisötunnus tai muu vastaava tunnistus ja jokaisen toimipaikan käyntiosoite, josta joukkorahoituksen välitystä harjoitetaan. Toiseksi on ilmoitettava selvitys 7 §:n 2 momentissa tarkoitetuista henkilöistä, joiden luotettavuus ja rahoitusmarkkinoiden toiminnan tuntemus tu-

lee arvioitavaksi. Ilmoituksesta on siis käytävä ilmi esimerkiksi elinkeinonharjoittajan toimitusjohtaja ja hänen sijaisensa, hallituksen jäsenet ja varajäsenet samoin kuin tahot, joilla on suoraan tai välillisesti vähintään kymmenesosa osakeyhtiön osakkeista tai osakkeiden tuottamasta äänivallasta taikka vastaava omistus- tai määräämisvalta muussa yhteisössä. Kolmanneksi on ilmoitettava selvitys ilmoituksen tekijän 7 §:ssä tarkoitettujen henkilöiden koulutuksesta ja työkokemuksesta, jolloin tarpeellisia asiakirjoja voivat olla esimerkiksi ansioluettelo, tutkinto- ja työtodistukset sekä todistukset osallistumisesta merkittäviin koulutusohjelmiin tai ammatillisiin kursseihin.

Pykälän 2 momentin mukaan ilmoituksen tekijän on Finanssivalvonnan pyynnöstä toimitettava muitakin tietoja, jotka ovat tarpeen rekisteröinnin edellytysten täyttymisen arvioimiseksi. Lisätietojen pyytäminen voi olla tarpeen esimerkiksi silloin, kun Finanssivalvonta ei saa ilmoituksen tekijän rikostaustan selvittämiseksi tarpeellisia tietoja suoraan rikosrekisteristä tai jos jokin muu ilmoituksen tekijän ilmoittama seikka jää Finanssivalvonnan arvion mukaan olennaisilta osiltaan tulkinnanvaraiseksi tai epäselväksi.

5 §. Rekisteriin merkittävät tiedot ja muutoksista ilmoittaminen. Pykälän 1 momentissa säädetään joukkorahoituksen välittäjien rekisteriin merkittävistä tiedoista. Rekisteriin merkitään (i) elinkeinonharjoittajan täydellinen nimi ja henkilötunnus tai tämän puuttuessa syntymäaika sekä toiminimi, mahdollinen aputoiminimi, yritys- ja yhteisötunnus tai muu vastaava tunniste ja niiden toimipaikkojen käyntiosoite, joissa joukkorahoitusta välitetään, (ii) niiden henkilöiden täydellinen nimi ja henkilötunnus tai tämän puuttuessa syntymäaika, joiden luotettavuus ja rahoitusmarkkinoiden toiminnan tuntemus on rekisteri-ilmoitusta käsiteltäessä selvitetty, (iii) Finanssivalvonnan antama rekisteritunnus ja rekisteröinnin päivämäärä, ja (iv) rekisteristä (verkkopalvelusta) poistamisen syy ja ajankohta. Toimipaikalla tarkoitetaan rakennusta, huonetta tai muuta tilaa, jota joukkorahoituksen välittäjä käyttää toimintaan liittyvän asiakaspalvelun hoitamiseen. Finanssivalvonnan harkintaan jää se, mitä tietoja julkisesta rekisteristä julkaistaan esimerkiksi Finanssivalvonnan verkkosivuilla.

Pykälän 2 momentin mukaan joukkorahoituksen välittäjän on viipymättä ilmoitettava Finanssivalvonnalle rekisteriin merkittyjen tietojen muutoksista, samoin kuin toimintansa lopettamisesta.

6 §. Rekisteröinnin edellytykset. Pykälässä säädetään edellytyksistä, joiden täytyessä Finanssivalvonnan on merkittävä rekisteri-ilmoituksen tekijä joukkorahoituksen välittäjien rekisteriin. Rekisteröintimenettelyyn ei siis liity tarkoituksenmukaisuusharkintaa. Pykälän 1 momentin mukaan Finanssivalvonnan on rekisteröitävä ilmoituksen tekijä joukkorahoituksen välittäjäksi, jos (i) ilmoituksen tekijällä on oikeus harjoittaa elinkeinoa Suomessa, (ii) ilmoituksen tekijä ei ole konkurssissa, yrityksen saneerausmenettelyssä tai muussa maksukyvyttömyysmenettelyssä ja, jos hän on luonnollinen henkilö, on täysi-ikäinen eikä hänen toimintakelpoisuutensa ole rajoitettu, (iii) ilmoituksen tekijä on luotettava, ja (iv) ilmoituksen tekijällä on sellainen rahoitusmarkkinoiden toiminnan tuntemus kuin joukkorahoituksen välityksen luonteeseen ja laajuuteen katsoen on kohtuudella tarpeen. Muulla maksukyvyttömyysmenettelyllä tarkoitetaan esimerkiksi ulosottoa.

Elinkeinoon harjoittamisen oikeudesta säädetään laissa elinkeinon harjoittamisen oikeudesta (122/1919). Lain 1 §:n mukaan Suomessa elinkeinoa saa harjoittaa luonnollinen henkilö, jolla on asuinpaikka ETA-alueella, suomalainen yhteisö ja säätiö, sekä Suomessa sivuliikkeen rekisteröinyt ulkomainen yhteisö ja säätiö, joka on perustettu jonkin ETA-valtion lainsäädännön mukaan ja jolla on sääntömääräinen kotipaikka, keskushallinto tai päätoimipaikka jossakin ETA-valtiossa. Lisäksi oikeus elinkeinon harjoittamiseen Suomessa on niillä, joille Patentti- ja

rekisterihallitus on siihen erikseen myöntänyt luvan. Finanssivalvonnan on tarkistettava, että ilmoituksen tekijä täyttää laissa elinkeinon harjoittamisen oikeudesta asetetut vaatimukset.

Rahoitusmarkkinoiden toiminnan tuntemuksella tarkoitetaan esimerkiksi niiden lainsäädännön alojen tuntemista, jotka tulevat kysymykseen joukkorahoitusta välitettäessä sekä välitystoiminnan edellyttämää teknistä tietoa, taitoa ja muuta vastaavaa valmiutta. Rahoitusmarkkinoiden toiminnan tuntemus voi perustua usean vuoden käytännön kokemukseen esimerkiksi eri tehtävissä toisen rahoitusmarkkinatoimijan palveluksessa tai koulutukseen, joka voi olla joko suoritettu tutkinto tai muulla koulutuksella saatu ammattipätevyys. Koska joukkorahoituksen välitys edellyttää hyvää ammattitaitoa ja lainsäädännön tuntemusta, ilmoituksen tekijällä, jolla ei ole riittävää käytännön kokemusta rahoitusmarkkinoiden toiminnasta, on oltava siihen soveltuva koulutus, kuten oikeustieteen tai kauppatieteiden kandidaatin tai maisterin, diplomi-insinöörin taikka vara- tai oikeusnotaarin koulutus. Mitä laajamittaisemmasta toiminnasta on kyse, sitä paremmin joukkorahoituksen välittäjän voidaan edellyttää tuntevan rahoitusmarkkinoiden toimintaa.

Pykälän 2 *momentin* mukaan joukkorahoituksen välittäjällä on oltava omaa pääomaa vähintään 50 000 euroa tai ammatillinen vastuuvakuutus, pankkitakaus tai muu vastaava vakuus. Säännös perustuu kansalliseen harkintaan. Pääomavaatimus, joka on 20-kertainen osakeyhtiön perustamispääomaan nähden, on tarpeen epäluotettavien toimijoiden ja muiden kokeilijoiden pitämiseksi poissa toimialalta ja näin riittäväksi arvioidun markkinoille tulokynnyksen luomiseksi. Vaatimus ylittää siten MIFID I:n 3 artiklan vaatimukset. Pääomavaatimuksen noudattamisen sijaan joukkorahoituksen välittäjä voi myös ottaa markkinoilta Finanssivalvonnan riittäväksi arvioiman ammatillisen vastuuvakuutuksen, pankkitakauksen tai muun vastaavan vakuuden, joka toimijan koon, riskiprofiilin ja oikeudellisen luonteen huomioon ottaen varmistaa vastaavan suojan joukkorahoituksen välittäjän asiakkaille kuin laissa asetettu pääomavaatimus. Säännöksellä pyritään varmistamaan joukkorahoituksen välittäjältä edellytetyn, pääomavaatimukselle valinnaisen vastuuvakuutuksen, pankkitakauksen tai muun vakuuden riittävyys laina- tai sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välityksestä, tällaisessa toiminnassa annettusta sijoitusneuvonnasta ja muita kuin arvopaperimarkkina-laissa tarkoitettuja siirtokelvottomia arvopapereita koskevista muista palveluista aiheutuvien mahdollisten vahinkojen korvaamisessa.

Pykälän 3 *momentin* mukaan joukkorahoituksen välittäjän on toimitettava Finanssivalvonnalle tiedoksi säännöt, sopimusehdot tai muut vastaavat asiakirjat, joista ilmenee, miten joukkorahoituksen välitys tapahtuu sekä mitä edellytyksiä, oikeuksia ja velvollisuuksia joukkorahoituksen saajille ja muille asiakkaille kuten sijoittajille asetetaan.

Vaikka kaikki edellä mainitut rekisteröinnin edellytykset täyttyisivät, pykälän 4 *momentin* mukaan Finanssivalvonta voi evätä rekisteröinnin, jos olosuhteet huomioon ottaen on ilmeistä, että ilmoituksen tekijä aikoo välittää joukkorahoitusta toisen välikätenä (bulvaani). Tällainen edustaja toimii omissa nimissään, peitellysti toisen lukuun. Säännöksen tarkoituksena on estää pääsy joukkorahoituksen välitykseen sellaisilta henkilöiltä, jotka esimerkiksi epäilyttävän taustansa takia eivät luultavasti tulisi täyttämään rekisteröimisen edellytyksiä, mutta jotka pyrkivät alalle välikäden avulla. Tällaisen menettelyn salliminen olisi omiaan vähentämään joukkorahoituksen luotettavuutta ja hyväksyttävyyttä yhtenä vakavasti otettavana rahoitusmarkkinoilla toimivana rahoitusmuotona.

7 §. Luotettavuus ja rahoitusmarkkinoiden toiminnan tuntemus. Pykälän 1 *momentin* mukaan ilmoituksen tekijää ei pidetä 6 §:n 1 *momentin* 3 kohdassa edellytetyllä tavalla luotettavana, jos hänet on lainvoiman saaneella tuomiolla viiden arviota edeltäneen vuoden aikana tuomittu vankeusrangaistukseen tai kolmen arviota edeltäneen vuoden aikana sakkorangaistukseen ri-

koksesta, jonka voidaan katsoa osoittavan hänen olevan ilmeisen sopimaton välittämään joukkorahoitusta, toimimaan joukkorahoituksen välittäjän omistajana taikka toimimaan sen hallituksen jäsenenä tai varajäsenenä, toimitusjohtajana tai toimitusjohtajan sijaisena taikka muussa ylimmässä johdossa, taikka jos hän on muutoin aikaisemmalla toiminnallaan osoittanut olevansa ilmeisen sopimaton toimimaan mainitunlaisessa tehtävässä. Momentissa tarkoitettua lainvoimaisen tuomion perustana voi olla esimerkiksi 14 §:ssä rangaistavaksi ehdotettu joukkorahoitusrikos, rahanpesu- tai kirjanpitorikos, veropetos taikka muu taloudelliseen toimintaan liittyvä rikos.

Vaikka henkilöä ei olisikaan tuomittu edellä tarkoitettuun vankeus- tai sakkorangaistukseen, häntä ei voida pitää luotettavana myöskään silloin, kun hän on muutoin aikaisemmalla toiminnallaan osoittanut olevansa ilmeisen sopimaton toimimaan edellä kuvatussa tehtävässä. Vastaavanlainen säännös sisältyy esimerkiksi sijoituspalvelulain 3 luvun 4 §:n 2 momenttiin ja maksulaitoslain 13 a §:ään. Muuta sopimattomuutta voi osoittaa esimerkiksi lainvoimaa vailla oleva tuomio 1 momentissa tarkoitettua rikoksesta. Käytännössä voi kulua useita vuosia ennen kuin tuomio esimerkiksi rekisteröinnin esteenä olevasta talousrikoksesta on lainvoimainen. Aikaisempaa toimintaa koskevassa luotettavuusarvioinnissa voidaan ottaa huomioon myös se, että henkilö on lainvoimaisesti tuomittu vankeusrangaistukseen rikoksesta yli viisi vuotta sitten, jos rikos osoittaa henkilön ilmeistä sopimattomuutta välittämään joukkorahoitusta, omistamaan joukkorahoituksen välittäjää taikka toimimaan sen ylimmässä johdossa. Aikaisemmalla toiminnalla muutoin osoitettu ilmeinen sopimattomuus ei edellytä, että henkilö on tuomittu rikoksesta rangaistukseen. Hänet on voitu esimerkiksi määrätä liiketoimintakiellosta annetun lain (1059/1985) mukaiseen liiketoimintakielloon, mikä ei välttämättä edellytä, että laiminlyönnistä on tuomittu rangaistus. Kieltoon ovat saattaneet johtaa esimerkiksi verovelvollisuuden tai kirjanpitoon liittyvät laiminlyönnit. Selvää on, että jos liiketoimintakiello on edelleen voimassa, joukkorahoituksen välitys ei tule kysymykseen, mutta myös päättynyt liiketoimintakiello voidaan ottaa huomioon arvioitaessa henkilön luotettavuutta.

Pykälän 2 momentin mukaan vaatimus rahoitusmarkkinoiden toiminnan tuntemisesta koskee hallitusta kokonaisuutena. Hallituksella on oltava rahoitusmarkkinoiden ja siihen liittyvien merkittävien riskien tuntemus. Vaatimus ei koske erikseen jokaista hallituksen jäsentä. Hallituksessa tulee olla sen toiminnan laatu ja laajuus huomioon ottaen yksi tai useampi jäsen, joilla on rahoitusmarkkinoiden ymmärtämiseen tarvittavat tiedot, taidot ja kokemus. Toimivalla johdolla tarkoitetaan elinkeinonharjoittajan tai sen emoyhtiön koko ylintä johtoa eli toimitusjohtajaa ja hänen sijaistaan, hallituksen jäsentä ja varajäsentä, hallintoneuvoston ja siihen rinnastettavan toimielimen jäsentä ja varajäsentä, vastuunalaista yhtiömiestä sekä muuta ylimpään johtoon kuuluvaa samoin kuin sitä, jolla on suoraan tai välillisesti vähintään kymmenesosa osakeyhtiön osakkeista tai osakkeiden tuottamasta äänivallasta taikka vastaava omistus- tai määräämisvalta muussa yhteisössä. Jotta luotettavuusvaatimus täyttyy, kaikkien säännöksessä lueteltujen henkilöiden on oltava luotettavia. Henkilöpiiri, jolta edellytetään rahoitusmarkkinoiden toiminnan tuntemusta, on sama kuin se, jolta edellytetään luotettavuutta. Kaikilta ylimpään johtoon kuuluvilta ei henkilökohtaisesti kuitenkaan edellytetä siis tarvittavaa koulutusta ja kokemusta, vaan hallitukselta kokonaisuutena, ottaen kuitenkin huomioon harjoitetun toiminnan luonne ja laajuus.

Pykälän 3 momentin mukaan silloin kun elinkeinonharjoittaja harjoittaa myös muuta liiketoimintaa kuin joukkorahoituksen välitystä, vaatimus koskee vain niitä henkilöitä, jotka tosiasiallisesti vastaavat joukkorahoituksen välityksestä.

8 §. Rekisteristä poistaminen. Pykälän 1 momentin mukaan Finanssivalvonnan on poistettava joukkorahoituksen välittäjä rekisteristä, jos (i) joukkorahoituksen välittäjä on lopettanut toimintansa, (ii) 6 §:n 1 momentin 1—3 kohdassa säädetyt rekisteröinnin edellytykset eivät enää

täyty, (iii) joukkorahoituksen välittäjä toimii toisen välikätenä, (iv) 6 §:n 1 momentin 4 kohdassa säädetty rekisteröinnin edellytys ei enää täyty eikä joukkorahoituksen välittäjä ole Finanssivalvonnan antamassa kehotuksessa asetetussa määräajassa ilmoittanut uusia henkilöitä, jotka täyttävät asetetut vaatimukset rahoitusmarkkinoiden toiminnan tuntemuksesta, tai (v) joukkorahoituksen välittäjän tai sen ylimmän johdon toiminnassa ilmenee vakavia tai toistuvia laiminlyöntejä.

Pykälän 2 momentin mukaan sen jälkeen kun elinkeinonharjoittaja on poistettu rekisteristä, se ei voi enää harjoittaa joukkorahoituksen välitystä.

Pykälän 3 momentin mukaan Finanssivalvonta antaa tarkempia määräyksiä siitä, miten rekisteristä poistamisen yhteydessä toiminnan lopettamisen tulee tapahtua. Määräyksiä voi olla tarpeen antaa esimerkiksi silloin, kun joukkorahoituksen välittäjä on asetettu konkurssiin tai kun välittäjä on poistettu rekisteristä lainvastaisuuksien vuoksi. Momentin tavoitteena on lähinnä sijoittajien aseman turvaaminen.

9 §. *Joukkorahoituksen välittäjän oikeus välittää laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta.* Pykälässä pannaan täytäntöön MIFID I:n 3 artikla, joka on EU-valtioille valinnainen ja on Suomessa aikaisemmin jätetty toteuttamatta. Artikla sisältää MIFID I:n soveltamisalaan liittyvät EU-valtioille valinnaiset poikkeukset, jotka nyt pannaan täytäntöön joukkorahoituksen sääntelemiseksi Suomessa, kuten aiemmin on tehty muun muassa Ranskassa, Italiassa ja osin Iso-Britanniassa. Vaikka joukkorahoitusta ei Suomessa nykyisin tarjota tässä toimintamuodossa, tarjoaa pykälä kuitenkin matalan toimialalle tulon kynnyksen sellaisille toimijoille, jotka vasta harkitsevat joukkorahoituksen välitystä.

Pykälän 1 momentin mukaan se, joka välittää joukkorahoitusta sijoituspalveluna ilman luottolaitoksen, maksulaitoksen, rahastoyhtiön, sijoituspalveluyrityksen tai vaihtoehtorahastojen hoitajan toimilupaa, saa sijoituspalvelulain 1 luvun 11 §:n 1 ja 5 kohdassa tarkoitetulla tavalla ainoastaan välittää ja vastaanottaa siirtokelpoisia arvopapereita ja rahasto-osuuksia koskevia toimeksiantoja sekä tarjota näihin rahoitusvälineisiin liittyvää sijoitusneuvontaa. Muotoilu vastaa soveltuvin osin MIFID I:n 3 artiklan 1 kohtaa, jonka mukaan henkilöt saavat tarjota ainoastaan sijoituspalvelua, joka muodostuu siirrettäviä arvopapereita ja yhteissijoitusyritysten osuuksia koskevien toimeksiantojen vastaanottamisesta ja välittämisestä sekä kyseisiin rahoitusvälineisiin liittyvän sijoitusneuvonnan tarjoamisesta. Kirjoitusasussa on kuitenkin pyritty ottamaan huomioon Suomessa rahoitusmarkkinoilla vakiintuneesti käytetty terminologia.

Sijoituspalvelulain voimaantulon yhteydessä kumottua sijoituspalveluyrityksiä koskevaa lakia (922/2007) käsittelevässä hallituksen esityksessä (HE 43/2007 vp), johon myös nykyisin voimassa olevaa sijoituspalvelulakia koskeva hallituksen esitys (HE 32/2012 vp) viittaa, todetaan, että toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä on toiminta, jossa sijoituspalveluyritys ottaa asiakkailtaan vastaan yhtä tai useampaa rahoitusvälinettä koskevia osto-, myynti- tai merkintätoimeksiantoja ja välittää ne eteenpäin jollekin toiselle taholle, kuten pörssivälittäjälle, toteuttamista tai edelleen välittämistä varten. Perinteisesti sijoituspalveluyritykset ovat toimineet usein sekä toimeksiantojen vastaanottajina ja välittäjinä että toimeksiantojen toteuttajina. Markkinoiden kehittymisen ja kansainvälistymisen myötä on kuitenkin yleistynyt menettely, jossa toimeksiannon toteuttamiseen voi liittyä useamman toimijan muodostama ketju toimeksiannon vastaanottajasta kaupan lopulliseen toteuttajaan. Niin sanottu emissionmyynti, jossa sijoituspalveluyritys ottaa esimerkiksi osakeannin yhteydessä vastaan merkintöjä asiakkailtaan tai yleisöltä ja välittää ne eteenpäin osakeannin järjestävälle sijoituspalveluyritykselle tai luottolaitokselle, on tässä kohdassa tarkoitettua toimeksiantojen välittämistä eikä liikkeeseenlaskun järjestämistä. MIFID I:n johdanto-osan 20. perustelukappaleessa todetaan, että toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä on myös kahden tai useamman sijoittajan

saattaminen yhteen niin, että näiden välillä on mahdollista toteuttaa liiketoimi. Tällöin voi lisäksi olla kyse pykälän 2 kohdassa tarkoitettua toimeksiantojen toteuttamisesta asiakkaan lukuun, mikä riippuu kuitenkin sijoituspalveluyrityksen toimenpiteistä liiketoimen toteuttamisessa. Ehdotus vastaa MIFID I:n I liitteen A osan luettelon 1 kohtaa.

Samassa hallituksen esityksessä on todettu, että sijoitusneuvonnalla tarkoitetaan asiakkaan pyynnöstä tai sijoituspalveluyrityksen aloitteesta tapahtuvaa yksilöllisen suosituksen antamista asiakkaalle tiettyä rahoitusvälinettä koskevaksi liiketoimeksi. MIFID I:n täytäntöönpanodirektiivin (2006/73/EY) 52 artiklassa on määritelty tarkemmin MIFID I:n 4 artiklan 1 kohdan 4 alakohdassa olevaan sijoitusneuvonnan määritelmään sisältyvä yksilöllinen suositus. Artiklan mukaan yksilöllisellä suosituksella tarkoitetaan suositusta, joka annetaan henkilölle tämän toimiessa sijoittajana tai mahdollisena sijoittajana tai tällaisen sijoittajan asiamiehenä. Artiklan mukaan suositus on esitettävä kyseiselle henkilölle soveltuvana tai sen on oltava sellainen, että siinä on otettu huomioon hänen yksilölliset olosuhteensa. Siinä on suositeltava tietyn rahoitusvälineen ostamista, myymistä, merkitsemistä, vaihtamista, lunastamista, hallussapitoa tai tällaiseen rahoitusvälineeseen liittyvän merkintäsitoumuksen antamista, taikka tietyn rahoitusvälineeseen perustuvan osto-, myynti-, merkitsemis-, vaihtamis- tai lunastusoikeuden käyttämistä tai käyttämättä jättämistä. Artiklan mukaan suositus ei ole yksilöllinen, jos se on annettu vain jakelukanavien kautta tai yleisöä varten. Suosituksen on siten oltava tietylle henkilölle kohdistettu ja sisällettävä suositus tiettyä, yhtä tai useampaa, rahoitusvälinettä koskevaksi liiketoimeksi. Säännöksen sanamuodolla tarkennetaan rajaa yleisluonteisen ja kohdassa tarkoitettun yksilöllisen suosituksen välillä. Esimerkiksi suositus hankkia tiettyä rahoitusvälinetyyppeä, kuten tietyn toimialan osakkeita tai joukkovelkakirjoja, ei ole kohdassa tarkoitettua sijoitusneuvontaa, jos samalla ei suositella esimerkiksi tietyn liikkeeseenlaskijan osakkeen hankkimista. Kyse ei ole kohdassa tarkoitettua yksilöllisestä suosituksesta silloin, jos suositus julkaistaan ainoastaan jakelukanavien kautta tai yleisölle esimerkiksi sanomalehdissä, aikakauslehdissä tai muissa julkaisuissa. Myöskään Internetin, television tai radion välityksellä julkistettavat suositukset eivät ole tässä kohdassa tarkoitettua sijoitusneuvontaa. Myöskään muun kuin sijoituspalvelulaissa tarkoitettun liiketoiminnan ohessa tarjottu sijoitusneuvonta, josta ei peritä erillistä maksua, ei ole sijoituspalvelulaissa tarkoitettua sijoitusneuvontaa. Sijoitusneuvonnasta ei ole kysymys myöskään silloin, jos sijoitusneuvon kohteena on muu kuin rahoitusväline.

Arvioitaessa erityisesti toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä koskevan toiminnan sisältöä sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen yhteydessä on otettava huomioon sekä ESMA:n sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskeva lausunto ESMA/2014/1378 (engl. *Opinion. Investment-based crowdfunding*) ja neuvo ESMA/2014/1560 (engl. *Advice. Investment-based crowdfunding*) että erityisesti ESMA:n pääomamarkkinaunionia koskevaan komission vihreään kirjaan 13 päivänä toukokuuta 2015 antama konsultaatiovastaus ESMA/2015/856 (engl. *ESMA response to the Commission Green Paper on Building a Capital Markets Union*) yhdessä sen liitteenä olleen EU-valtioiden markkinavalvojien toimintaa sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen osalta kartoittaneen erillisraportin ESMA/2015/856 Ann 1 (engl. *Investment-based crowdfunding – Insights from regulators in the EU*) kanssa. Raportin perusteella sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevaa EU-lainsäädäntöä ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen toiminnan sisältöä on tulkittu huomattavan vaihtelevasti eri EU-valtioissa. ESMA arvioi tämän johtuvan ennen kaikkea kansallisten markkinavalvojien tekemistä ratkaisuksista, jotka ovat perustuneet niiden omaan arvioon, näkemykseen ja valintaan toimintaan parhaiten soveltuvasta lainsäädäntökehikosta (sekä toiminnan luokittelusta kyseisen lainsäädäntökehikon sisällä) kuin eroon eri EU-valtioissa toimivien sijoitusmuotoista joukkorahoitusta tarjoavien tai välittävien palvelualustojen liiketoimintamalleissa. ESMA toteaa, eri EU-valtioiden markkinavalvojilta kerättyyn tietoon viitaten, että säänneltyjen palvelualustojen katsotaan tarjonneen alustansa välityksellä pääasiassa MIFID I:n mukaista toimeksiantojen vastaanottamista ja vä-

littämistä. Erillislailla halutaan yhdenmukaistaa kotimaista tulkintakäytäntöä toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä koskevan palvelun sisällön osalta ESMA:n raportissaan esittämään EU:ssa laajasti sovellettuun yleiseurooppalaiseen tulkintaan. Tämä on tärkeää kotimaisten markkinoiden kilpailukyvyn sekä sääntelyn ja valvonnan yhdenmukaisuuden näkökulmasta. Sikäli kuin liiketoimintamallit sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa ovat eri EU-valtioissa yhdenmukaiset, kuten ESMA:n raportti indikoi, niin tällöin sääntelyn ja valvonnan yhdenmukaisuuden näkökulmasta liiketoimintamalleja koskevaa EU-sääntelyä tulisi eri EU-valtioissa tulkita yhdenmukaisesti. Näin ollen erillislailla halutaan sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen osalta laajentaa nykyistä toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä koskevan toiminnan sisältöä vastaamaan ESMA:n raportin mukaista yleiseurooppalaista tulkintalinjaa. Lähtökohtaisesti sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa yleisimmin markkinoilla esiintyvissä muodossaan on kyse toimeksiantojen vastaanottamisesta ja välittämisestä, jossa joukkorahoituksen välittäjä saattaa useamman toimijan yhteen niin, että näiden välillä on mahdollista toteuttaa liiketoimi.

Pykälän 2 *momentin* mukaan rahoitusvälineinä eli siirtokelpoisina arvopapereina ei tätä pykälää sovellettaessa kuitenkaan pidetä sellaisia siirtokelvottomia arvopapereita, jotka eivät ole arvopaperimarkkina-alaissa tarkoitettuja arvopapereita. Säännös on tarpeen, koska MIFID I (mukaan lukien sen 3 artikla) ei koske siirtokelvottomia arvopapereita. Perinteisesti tällaisina on pidetty muun muassa lain tai sopimuksen perusteella luovutusrajoituksen kohteena olevia arvopapereita, kuten usein esimerkiksi velkakirjalain 3 luvussa tarkoitettuja tavallisia velkakirjoja tai laissa avoimesta yhtiöstä ja kommandiitti-yhtiöstä tarkoitettuja kommandiitti-yhtiön äänettömän yhtiömiehen yhtiöosuuksia. Siirtokelvottomien arvopapereiden osalta joukkorahoituksen välittäjän toimintamahdollisuudet ovat laajemmat kuin pykälän 1 momentissa mainitut toimeksiantojen välittäminen ja vastaanottaminen sekä sijoitusneuvonnan antaminen, koska toimintaa ei lähtökohtaisesti säännellä MIFID I:n, sijoituspalvelulain tai arvopaperimarkkina-lain nojalla.

Pykälän 3 *momentin* mukaan 1 momentissa tarkoitettuja toimeksiantoja, lukuun ottamatta toimeksiantoja, joissa välitetään muita kuin arvopaperimarkkina-alaissa tarkoitettuja arvopapereita eli käytännössä siirtokelvottomia arvopapereita, saa välittää ainoastaan luottolaitokselle, rahastoyhtiölle, sijoituspalveluyritykselle ja vaihtoehtorahastojen hoitajalle sekä kolmannessa maassa toimiluvan saaneen sijoituspalveluyrityksen ja luottolaitoksen sivuliikkeelle, joka noudattaa sijoituspalvelulakia ja luottolaitostoiminnasta annettua lakia vastaavia toiminnan vakautta koskevia säännöksiä. Säännös vastaa MIFID I:n 3 artiklan 1 kohdan asettamia edellytyksiä.

MIFID I:n 3 artiklan 2 kohdassa mainitaan myös kiinteän pääoman sijoitusyhtiöt, sellaisina kuin ne on määritelty niiden takeiden yhteensovittamista samanveroisiksi, joita EU-valtioissa vaaditaan perustamissopimuksen 58 artiklan 2 kohdassa tarkoitetuilta yhtiöiltä niiden jäsenten sekä ulkopuolisten etujen suojaamiseksi osakeyhtiöitä perustettaessa sekä niiden pääomaa säilytettäessä ja muutettaessa annetun toisen neuvoston direktiivin 77/91/ETY (jäljempänä *pääomadirektiivi*) 15 artiklan 4 kohdassa, ja joiden osakkeet on listattu jonkin EU-valtion säänneltyillä markkinoilla tai ovat kaupankäynnin kohteena kyseisillä markkinoilla. Osakeyhtiölaki-toimikunnan mietinnön (KM 1992:32, s. 76) mukaan "*Suomen yhtiölainsäädännössä ei ole erityisiä säännöksiä koskien artiklan 4 kohdassa tarkoitettuja kiinteäpääomaisia sijoitusyhtiöitä, minkä vuoksi artiklan säännöksellä ei ole merkitystä voimassa olevan osakeyhtiölain kannalta*". Koska pykälässä tarkoitettua palvelua ei voida tarjota Suomen ulkopuolelle, kyseinen pääomadirektiivin yksityiskohta voidaan jättää panematta täytäntöön. Pääomadirektiivi on nyttemmin kodifioitu direktiiviksi 2012/30/EU niiden takeiden yhteensovittamisesta samanveroisiksi, joita EU-valtioissa vaaditaan Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen 54 artiklan toisessa kohdassa tarkoitetuilta yhtiöiltä niiden jäsenten sekä ulkopuolisten etujen

suojaamiseksi osakeyhtiöitä perustettaessa sekä niiden pääomaa säilytettäessä ja muutettaessa. Kodifioinnilla ei ole vaikutusta oikeustilaan Suomessa.

Pykälän 4 momentin mukaan 1 momentissa tarkoitettuja sijoituspalveluja saa tarjota Suomesta ETA-alueelle sen mukaan, millaista sääntelyä toisessa ETA-valtiossa on. Koska kaikissa EU-valtioissa ei ole lainsäädäntöä joukkorahoituksesta, palvelun tarjoamisen mahdollisuus rajan yli jää riippumaan kansallisista sääntelyratkaisuista. MIFID I:n 3 artiklan 2 kohdan mukaan henkilöitä, jotka 3 artiklan 1 kohdan mukaisesti on jätetty MIFID I:n soveltamisalan ulkopuolelle, ei kuitenkaan koske 31 artiklassa säädetty sijoituspalvelujen tarjoamisen ja sijoitustoiminnan harjoittamisen vapaus eikä 32 artiklassa säädetty vapaus perustaa sivuliikkeitä. Kolmansista maista säädetään erikseen.

Pykälän 5 momentin mukaan elinkeinonharjoittaja voi välittää laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta myös sijoituspalvelulain 7 luvun 7 §:n mukaisena sidonnaisasiamiehenä. Sidonnaisasiamiehenä toimiva joukkorahoituksen välittäjä toimii sijoituspalveluyrityksen lukuun ja vastuulla. Sidonnaisasiamies voi toimia vain yhden sijoituspalveluyrityksen lukuun. Sidonnaisasiamies voi sijoituspalvelulain mukaan (i) vastaanottaa ja välittää sijoitus- ja oheispalveluihin tai rahoitusvälineisiin liittyviä asiakkaiden ohjeita ja toimeksiantoja, (ii) välittää rahoitusvälineitä asiakkaille, (iii) antaa sijoituspalveluyrityksen tarjoamia sijoitus- ja oheispalveluja tai rahoitusvälineitä koskevaa neuvontaa asiakkaille, ja (iv) markkinoida sijoituspalveluyrityksen tarjoamia sijoitus- ja oheispalveluja asiakkaille. Sidonnaisasiamiehen toimintaa säännellään tarkemmin sijoituspalvelulaissa.

3 luku. Asiakkaansuoja

10 §. Joukkorahoituksen välittäjän menettelytavat ja velvollisuudet sijoittajaa kohtaan. Pykälän 1 momentin mukaan joukkorahoituksen välittäjän on välittäessään joukkorahoitusta sijoituspalveluna toimittava rehellisesti, tasapuolisesti, ammattimaisesti ja asiakkaan edun mukaisesti. Ammattimaisesti harjoitetulta liiketoiminnalta edellytetään muun muassa suunnitelmallisuutta, säännöllisyyttä ja jatkuvuutta. Säännös koskee sijoituspalvelun tarjoamiseen ja markkinointiin sovellettavia yleisiä periaatteita ja vastaa sijoituspalvelulain 10 luvun 2 §:n 1 momenttia sekä MIFID I:n 19 artiklan 1 kohdan sanamuotoa.

Pykälän 2 momentin mukaan joukkorahoituksen välittäjän on noudatettava (i) tämän lain 18 §:n 1 momentissa tarkoitettua hyvää joukkorahoitustapaa, (ii) sijoituspalvelulain 7 luvun 10 §:n säännöksiä eturistiriitojen hallinnasta, jotta esimerkiksi markkinointi, sijoitusneuvonta ja mahdollinen sijoitustutkimus selvästi erottuvat toisistaan ja (iii) sijoituspalvelulain 10 luvun 2 §:n 4 momentin säännöksiä kiellosta antaa sijoituspalvelun ja oheispalvelun markkinoinnissa totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa tietoa, 5 §:n säännöksiä tiedonantovelvollisuudesta, 9 §:n säännöksiä liiketoimista ja palveluista säilytettävistä tiedoista ja 10 §:n säännöksiä puhelujen tallentamisesta. Vaatimukset ylittävät MIFID I:n 3 artiklan vaatimukset.

Pykälän 3 momentin mukaan joukkorahoituksen välittäjä ei saa, MIFID I:n 3 artiklan 1 kohdan mukaisesti, hallinnoida eikä pitää hallussaan asiakkaansa varoja (*asiakasvarat*) tai arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita eikä olla velkaa asiakkaalleen välittäessään arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita. Sen sijaan joukkorahoituksen välittäjällä voi olla hallussaan muun muassa lain tai sopimuksen perusteella luovutusrajoituksen kohteena olevia, muita kuin arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita eli käytännössä siirtokelvottomia arvopapereita, kuten esimerkiksi sopimusperusteisten luovutusrajoitusten kohteena olevia velkakirjalain 3 luvussa tarkoitettuja tavallisia velkakirjoja tai laissa avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä tarkoitettuja kommandiittiyhtiön äänettömän yhtiömiehen yhtiöosuuksia. Asiakasvarojen tai arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettujen arvopapereiden hallin-

noinnin ja hallussapidon kieltö ei koske joukkorahoituksen välittäjää, kun tämä välittää arvopaperimarkkinalain soveltamisalaan kuulumattomia siirtokelvottomia arvopapereita. Jos joukkorahoituksen välittäjä välittäessään muita kuin arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita hallinnoi asiakasvaroja, sen on järjestettävä sen haltuun luovutettujen asiakasvarojen säilyttäminen ja käsittely luotettavalla tavalla ja huolehdittava siitä, että asiakasvarat pidetään erillään sen omista varoista. Säännös ei perustu MIFID I:een, vaan se on kansallista sääntelyä. Asiakasvaroista tulee lähtökohtaisesti pitää kirjaa siten, että kunkin asiakkaan asiakasvarat on eritelty muiden asiakkaiden varoista, ja ne on talletettava asiakasvaratilille. Jotta asiakkaan varoja voidaan katsoa säilytettävän luotettavalla tavalla, on asiakasvaratilin oltava Suomessa tai muussa ETA-valtiossa toimiluvan saaneessa luottolaitoksessa. Joukkorahoituksen välittäjän on huolehdittava siitä, että luottolaitos ei voi käyttää asiakasvaratilillä olevia varoja luotonantajalta tai joukkorahoituksen välittäjältä olevien saataviensa kuittaukseen. Esimerkiksi tiliotteesta tai tiliehdosta on käytävä ilmi, että kyseessä on asiakasvaratili. Asiakasvaratilille voi tallettaa ja sen kautta voi siirtää vain sellaisia asiakkaan maksamia varoja tai maksuja, jotka liittyvät joukkorahoituksen välitykseen. Mahdollisen muun liiketoiminnan varojen osalta toiminnan harjoittajan on noudatettava niitä koskevia säännöksiä ja määräyksiä. Luotettava käsittely edellyttää myös, että asiakasvarat on vastaanotettava suoraan asiakasvaratilille. Jos tämä ei ole yksittäistapauksessa mahdollista, on ne talletettava sille viipymättä. Asiakasvaroja ei saa edes tilapäisesti siirtää pois asiakasvaratililtä, vaan asiakasvaratiliä voidaan käyttää ainoastaan asiakasvarojen säilyttämiseen ja välitykseen.

Joukkorahoituksen välittäjä voi maksuliikenteen hoitamiseksi ja osin myös asiakasvarojen hallinnoimiseksi myös hakea esimerkiksi maksulaitoksen toimilupaa tai rekisteröityä maksulaitokseksi. Sovellettavaksi voi tapauskohtaisesti tulla myös jokin maksulaitoslain soveltamisalaa koskevista poikkeuksista. Joukkorahoituksen välittäjä voi kaikissa tapauksissa myös integroida ylläpitämänsä palveluun toimiluvallisen tai rekisteröidyn maksulaitoksen tuottamaa maksuliikennettä koskevat toiminnallisuudet. Myös muun muassa erillisten asiakasvara- ja säilytystilien (engl. *escrow account*) hyödyntäminen on mahdollista rahoitusmarkkinoilla vakiintuneen käytännön ja osin edellä selostettujen menettelytapojen mukaisesti.

Joukkorahoituksen välittäjän, joka on rekisteröitynyt 2 luvun mukaisesti, ei toisaalta pykälän 4 momentin mukaan tarvitse liittyä sijoituspalvelulain 11 luvussa tarkoitettuun sijoittajien korvausrahastoon. Toisaalta sijoittajien korvausrahastoon voi liittyä vapaaehtoisesti. Tämä vastaa sijoituspalvelulain 11 luvun 1 §:n 2 momenttia, jonka mukaan vaatimus jäsenyydestä ei koske myöskään sijoituspalveluyritystä, joka tarjoaa sijoituspalveluna yksinomaan toimeksiantojen välitystä tai sijoitusneuvontaa tai monenkeskisen kaupankäynnin järjestämistä ja jolla ei ole hallussaan tai hallinnoitavana asiakasvaroja. Tämä on Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 97/9/EY sijoittajien korvausjärjestelmistä (jäljempänä *korvausrahastodirektiivi*) mukaista. Korvausrahastodirektiivi edellyttää sellaisen järjestelmän luomista, jolla katetaan saatavat, jotka aiheutuvat siitä, että sijoituspalveluyritys ei pysty maksamaan sijoittajille takaisin varoja, jotka se on sijoittajille velkaa tai jotka kuuluvat sijoittajille ja joita säilytetään niiden lukuun sijoitustoimien yhteydessä, taikka palauttamaan sijoittajille niille kuuluvia ja niiden lukuun sijoitustoimien yhteydessä säilytettäviä, hallinnoitavia tai hoidettavia rahoitusmarkkinavälineitä (2 artiklan 2 kohdan toinen alakohta).

11 §. Tiedonantovelvollisuus. Pykälän 1 momentin mukaan joukkorahoituksen markkinoinnissa ei saa antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Tieto, jonka totuudenvastaisuus tai harhaanjohtavuus käy ilmi tiedon esittämisen jälkeen ja jolla saattaa olla olennaista merkitystä joukkorahoituksen asiakkaalle, on viivytyksettä oikaistava tai täydennettävä riittävällä tavalla.

Pykälän 2 *momentin* mukaan joukkorahoituksen saajan on perustellun arvion tekemiseksi joukkorahoituksen saajasta ja tarjouksen edullisuudesta julkistettava 21 §:n mukaisesti ennen varainhankinnan aloittamista oikeat ja riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan yrityksen arvoon tai takaisinmaksukykyyn. Joukkorahoituksen välittäjän on huolehdittava siitä, että joukkorahoituksen saaja täyttää tässä momentissa säädetyn velvollisuuden. Velvollisuus huolehtia joukkorahoituksen saajaa koskevien oikeiden ja riittävien tietojen hankkimisesta kohdistuu siten myös joukkorahoituksen välittäjään, jonka on tarpeen tehdä tapauskohtaisesti riittäväksi arvioitu, mutta ei välttämättä täydellinen yritystarkastus (engl. *due diligence*) joukkorahoituksen saajassa. Joukkorahoituksen saaja ei voi olla konkurssissa tai muussa maksukyvyttömyysmenettelyssä, mistä joukkorahoituksen välittäjän on 12 §:n mukaisesti ennen varainhankinnan aloittamista varmistuttava. Muuna maksukyvyttömyysmenettelynä ei pidetä saneerausmenettelyä.

Pykälän 3 *momentin* mukaan mitä 1 ja 2 momentissa säädetään, koskee myös luottolaitosta, maksulaitosta, rahastoyhtiötä, sijoituspalveluyritystä ja vaihtoehtorahastojen hoitajaa, jos ne välittävät joukkorahoitusta.

Pykälän 4 *momentin* mukaan sen estämättä, mitä arvopaperimarkkinalain 4 luvun 3 §:ssä säädetään, joukkorahoituksen saajan ei tarvitse julkaista esitettä, jos arvopapereita tarjotaan Suomessa 12 kuukauden aikana yhteenlasketulta vastikkeeltaan alle viiden miljoonan euron suuruisena määränä. Momentti merkitsee poikkeusta arvopaperimarkkinalain 4 luvun 3 §:n 1 momentin 4 kohdassa säädettyyn kansallisen esitteen 2,5 miljoonan euron raja-arvoon, joka perustuu esitedirektiivin 3 artiklan 2 kohdan 1 kappaleeseen. Arvopaperimarkkinalain pykälään sisältyvät poikkeukset esitteen julkaisemisvelvollisuudesta koskevat tilanteita, joissa EU-valtiot eivät voi vaatia esitteen julkaisemista. Poikkeukset koskevat vain arvopaperien tarjoamista yleisölle. Esitedirektiivin 3 artiklan 2 kohdan e alakohta mahdollistaa kansallisen harkinnan käytön 100 000 euron ja 5 miljoonan euron raja-arvojen välillä. Mitä pienempi raja-arvo on, sitä ankarampaa kansallisen harkinnan käyttö on. Kasvu- ja pk-yritysten rahoituksen ja erityisesti sen saatavuuden parantamisen näkökulmasta ei ole tarkoituksenmukaista, että usein monimutkainen ja kalliiksi koettu esite on laadittava pienistäkin liikkeeseenlaskuista. Tällainen vaatimus aiheuttaa kasvu- ja pk-yritysten tarvitsemille pienille rahoituskierroksille niiden kokoon nähden kohtuuttomia kustannuksia sijoittajansuojaa kuitenkin olennaisesti parantamatta. Esitteestä johtuvat rahoituksen lisäkustannukset sekä se seikka, että suurten institutionaalisten sijoittajien ja pääomasijoittajien näkökulmasta sijoitukset aina viiteen miljoonaan euroon saakka pk-yritysten ja kasvuyritysten investointikohteisiin ovat kooltaan usein liian pieniä, vaikeuttavat merkittävästi uusien vaihtoehtoisten rahoituskanavien muodostumista. Raja-arvon asettaminen 5 miljoonaan euroon vähentää hallinnollisia kustannuksia ja luo edellytyksiä entistä merkittävämmälle vaihtoehtoiselle rahoitukselle.

ESMA:n ja komission toteuttamassa eurooppalaisessa vertailussa on käynyt ilmi, että hajonta EU-valtioiden kesken on suurta. Suomessa avoimuusdirektiivin muutos on saatettu voimaan arvopaperimarkkinalain muutoksella (HE 11/2015 vp), joka tuli voimaan 26 päivänä marraskuuta 2015. Muutoksen seurauksena yleisölle tarjottavista arvopapereista pitää laatia esite vasta, kun tarjouksen yhteisarvo on vähintään 2,5 miljoonaa euroa (aiemmin 1,5 miljoonaa euroa). Myös kyseinen raja-arvo on edelleen keskimääräistä ankarampi, ja tämän takia se ehdotetaan nostettavaksi joukkorahoituksen saajilla viiteen miljoonaan euroon eli samalle tasolle kuin yleinen esiteraja-arvo on esimerkiksi Kroatiassa, Kreikassa, Irlannissa, Italiassa, Liettussa, Maltalla, Portugalissa, Espanjassa, Iso-Britanniassa ja Itävallassa. Alankomaissa, Ruotsissa, Puolassa ja Kyproksella esiteraja-arvo on tällä hetkellä 2,5 miljoonaa euroa, joten toimenpiteellä voidaan parantaa Suomen joukkorahoitusmarkkinoiden kilpailukykyä suhteessa keskeisiin kilpailijamaihin. Esitettä ei siten tarvitse julkaista, jos arvopapereita tarjotaan Suomessa 12 kuukauden aikana yhteenlasketulta arvoltaan alle viiden miljoonan euron suuruisena

määrä laskettuna ensimmäisestä arvopaperitarjouksesta. Muutoksella pyritään helpottamaan erityisesti kasvu- ja pk-yritysten rahoituksen saantia ja vähentämään euromäärältään pieniin arvopaperitarjouksiin liittyviä hallinnollisia kustannuksia, jotka johtuvat muun muassa asiantuntijoiden palkkaamisesta esitteen laatimisprosessin läpiviemisen yhteydessä. Joukkorahoitusta koskevalla esitepoikkeuksella pyritään tukemaan toimialan kasvua Suomessa ja saamaan rahoitusta hakevia pk-yrityksiä joukkorahoituksen piiriin. Vastaavia nimenomaan joukkorahoitusta ja sen kasvua tukevia esiteraja-arvoa koskevia ratkaisuja on tehty myös Ranskassa, Saksassa, Belgiassa ja Itävallassa toimialan tukemiseksi. Joukkorahoituksen hyödyntämiseen kannustavien laintasoisten pelisääntöjen avulla, kuten asettamalla joukkorahoitukselle korkeampi viiden miljoonan euron esiteraja-arvo, voidaan tukea yrityksiä kasvupolkua ja mahdollisuuksia saada vaihtoehtoisia rahoitusta myös laajemmalla sijoittajajoukolta. Ratkaisulla poiketaan normaalisti rahoitusmarkkinoilla käytetystä tasapuolisuuden vaatimuksesta, jota voidaan toimialan pieni koko ja kehittymättömyys huomioon ottaen pitää kuitenkin perusteltuna. Arvopaperimarkkinain mukaisten arvopaperien tarjoamisessa, jossa esitettä ei ole laadittava, on kuitenkin noudatettava arvopaperimarkkinain 1 luvun 2—4 §:n säännöksiä hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisesta, totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen antamisen kiellosta sekä riittävien tietojen pitämisestä sijoittajien saatavilla, jotka takaavat riittävän tasoisen sijoittajansuojan toteutumisen pienimuotoisissa arvopaperitarjouksissa. Tiedonantovelvollisuutta täsmennetään 21 §:n nojalla annettavalla valtiovarainministeriön asetuksella, joka sisältäisi säännökset muun muassa riskivaroituksesta ja muista sijoittajien näkökulmasta keskeisiksi arvioituista seikoista.

Esiteraja-arvon nosto on linjassa myös komission 30 päivänä marraskuuta 2015 julkistaman esitedirektiivin korvaavan esiteasetusta koskevan ehdotuksen (Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus – Esitteen julkistaminen, kun arvopapereita tarjotaan yleisölle tai saatetaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi) KOM(2015) 583 final kanssa. Esiteasetusta koskevassa ehdotuksessa esitetään nykyisen 100 000 euron esitettä koskevan alarajan nostamista 500 000 euroon, jonka alle menevien arvopaperitarjousten osalta EU-valtiot eivät enää saa vaatia liikkeenlaskijalta esitteen laatimista ja julkaisemista. Lisäksi ehdotuksessa esitetään nykyisen esitedirektiivissä asetetun ylimmän esiteraja-arvon nostamista viidestä miljoonasta 10 miljoonaan euroon. Ylimmän esiteraja-arvon asettaminen jää edelleen kansalliseen harkintaan. Komission tavoitteena on erityisesti pk-yritysten rahoituksen hankinnan ja rahoituksen saatavuuden tukeminen ja helpottaminen nykyisestä. Samaa tavoitetta voidaan kansallisesti edistää antamalla kehittyvälle, uudelle ja vakiintuneisiin rahoituskanaviin nähden täydentävälle ja osin vaihtoehtoiselle rahoituskanavalle, joukkorahoitukselle, mahdollisuus hyödyntää nykyistä korkeampaa esiteraja-arvoa.

12 §. Asiakkaan tunteminen. Pykälän 1 momentin mukaan asiakkaan tuntemisesta säädetään rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä annetussa laissa.

Pykälän 2 momentin mukaan joukkorahoituksen välittäjä ei saa välittää joukkorahoitusta tai muutoin osallistua varainhankintaan joukkorahoituksen saajalle, joka on konkurssissa tai muussa maksukyvyttömyysmenettelyssä. Muuna maksukyvyttömyysmenettelynä voidaan pitää esimerkiksi yksityishenkilön velkajärjestelyä, jota ei lähtökohtaisesti ole tarkoitettu yrityksille, ja joka tällä hetkellä onkin tiukoin edellytyksin mahdollinen vain melko pienimuotoista yritystoimintaa harjoittavalle yrittäjälle. Maksukyvyttömälle yritykselle ei saa välittää joukkorahoitusta tai muutoin osallistua sen varainhankintaan joukkorahoituksen välityksellä.

Sen sijaan joukkorahoituksen saajan saneerausmenettely ei estäisi varojen hankkimista joukkorahoituksella. Saneerausmenettelyn tarkoituksena on poistaa velallisen maksukyvyttömyys ja vahvistaa velalliselle saneerausohjelma, jonka onnistuneen toteutuksen myötä velallisesta tulee jälleen maksukykyinen ja kannattava yritys. Käytännössä on tilanteita, joissa velallinen

tarvitsee liiketoiminnan jatkamiseen ja kehittämiseen uutta omaa tai vierasta pääomaa jo saneerausmenettelyn aikana. Joskus voi olla tarpeen saada saneerausohjelman vahvistamista varten sitovia merkintöjä uusista sijoituksista yritykseen saneerausmenettelyn aikana, vaikka varsinainen sijoitus tai laina maksettaisiin yritykselle vasta saneerausmenettelyn päätyttyä. Sitovien sijoitusmerkintöjen saaminen saattaa itsessään olla ehto saneerausohjelman vahvistamiselle.

Joukkorahoituksen välittäminen saneerausmenettelyssä olevalle yritykselle voi sisältää tavallista suuremman riskin sijoittajalle, mutta toisaalta sijoitus voi olla hyvinkin kannattava, jos yrityksen saneeraus onnistuu. Lainamuotoisen joukkorahoituksen riskiä pienentää se, että saneerausmenettelyn aikana annettu luotto on yrityksen saneerauksesta annetun lain 32 §:n 2 momentin nojalla etuoikeutettu saatava saneerausmenettelyä mahdollisesti seuraavassa niin sanotussa jälkikonkurssissa.

Laina- tai sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen käyttämiselle ei näin ollen ole lähtökohtaisesti estettä tilanteessa, jossa yrityksen velkoja järjestellään vapaaehtoisesti, kunhan sijoittajan suojasta huolehditaan antamalla oikeat ja riittävät tiedot rahoitettavan yrityksen takaisinmaksukyvyistä ja muusta taloudellisesta tilanteesta. Joukkorahoituksen välittäjän on tuotava sijoittajalle selvästi esille, että joukkorahoituksen saaja on saneerausmenettelyssä, ja samalla selvitettävä kaikki sijoittajan asemaan olennaisesti vaikuttavat seikat.

Säännös edellyttää joukkorahoituksen saajan takaisinmaksukyvyyn varmistamista ja on tarpeen joukkorahoituksen maineen ja uskottavuuden turvaamiseksi vaihtoehtoisena rahoituskanavana. Sen sijaan esimerkiksi ELTIF-asetuksen mukainen soveltuvuusarviointi, johon liittyy asiakkaan riskinkantokyvyn arviointi, ei ole joukkorahoituksessa sijoitettavat suhteellisen pienet rahasummat huomioon ottaen tarpeellista. Lisäksi kysymys on paljolti kasvuyrityksiin ja pk-yrityksiin tehtävistä sijoituksista, joihin sisältyy esimerkiksi pörssiosakkeita suurempi riski sijoituksen menettämisestä. Tämä seikka on sangen laajasti yleisön tiedossa eikä vastuuta mahdollisesta sijoituksen menettämisestä siksi ole tarkoituksenmukaista siirtää pois bisnesenkeliä tai muulta sijoittajalta itseltään.

4 luku. **Valvonta ja seuraamukset**

13 §. Valvonta. Pykälässä säädetään viranomaisvalvonnasta ja viranomaisyhteistyöstä. Tarkoituksena on eri joukkorahoitusmuotojen nykyistä selkeämmällä erottelulla laintasoisesti selvittää toimintaan liittyviä viranomais- ja valvontavastuita eri viranomaisten välillä. Pykälän 1 momentin mukaan lain säännösten noudattamista valvoo Finanssivalvonta. Pykälän 2 momentin mukaan myös kuluttaja-asiamies ja Etelä-Suomen aluehallintovirasto valvovat tämän lain noudattamista silloin, kun joukkorahoituksen välittäjän asiakkaana on kuluttaja. Pykälän 3 momentin mukaan Finanssivalvonnan yhteistyöstä kuluttaja-asiamiehen ja Etelä-Suomen aluehallintoviraston kanssa säädetään Finanssivalvonnasta annetun lain 46 §:ssä.

Selkeä rajanveto kahden valvontaviranomaisen välillä on valvontavastuiden jakautumisen näkökulmasta keskeistä. Esityksessä rajanveto kuluttajansuojalakiin tapahtuu kahdessa suhteessa; yhtäältä kuluttajille suunnattu lainananto (vertaislainaus) on yksinomaan kuluttajansuojalain 7 luvun soveltamisalan piirissä ja toisaalta lainamuotoisessa joukkorahoituksessa sijoittajana ja velkojana voi olla myös kuluttaja. Vastaava pätee myös sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen. Joukkorahoituslakia sovelletaan tilanteissa, joissa kuluttajat ja muut sijoittajat lainaavat rahaa yrityksille tai muuten sijoittavat yritykseen (joukkorahoituksen saaja) joukkorahoituksen välittäjän myötävaikutuksella. Joukkorahoituksen välittäjä kerää toiminnassaan rahaa sijoittajilta joko laina- tai sijoitusmuotoisella joukkorahoituksella, ja sen jälkeen välittää rahat eteenpäin velallisille eli joukkorahoituksen saajille. Tällaista toimintaa ei ole pidettävä

10 §:n 3 momentin mukaisena asiakkaiden varojen hallinnointina tai hallussapitona eikä joukkorahoituksen välittäjän ja sijoittajan välillä myöskään synny velkasuhdetta käsitteen vakiintuneessa merkityksessä. Kuluttajan ja sijoittajan keskinäisen erottelun lisäksi on tarpeen myös ottaa huomioon jaottelu ammattimaisiin ja ei-ammattimaisiin asiakkaisiin (sijoittajiin), minkä merkitys korostuu rahoitusmarkkinalainsäädännössä. Jos joukkorahoituksen välittäjän joukkorahoituksen saajalle välitettävä pääoma on tarkoitus kerätä ammattimaisilta asiakkailta ja sel-laisilta ei-ammattimaisilta asiakkailta, jotka eivät ole kuluttajia, niin tällöin on keskeistä varmistua siitä, että ei-ammattimaiset sijoittajat ymmärtävät sijoitukseen liittyvät riskit ja niillä on sijoituksen koko huomioon ottaen riittävät edellytykset kantaa sijoitukseen liittyvä riski. Riskin kantamisen edellytyksiä arvioitaessa on otettava huomioon asiakkaan kokemus sijoit-tamisesta, rahoitusmarkkinoiden tuntemus ja sijoitusvarallisuuden arvo. Kaikki luonnolliset henkilöt ovat lähtökohtaisesti kuluttajia. Kuluttajan käsitteelle on olennaista, että kyseessä oleva luonnollinen henkilö hankkii kulutushyödykkeen pääasiassa muuhun tarkoitukseen kuin harjoittamaansa elinkeinotoimintaa varten. Kyseisen määritelmän ulkopuolelle voidaan kui-tenkin katsoa jäävän tiettyjä keskeisiä tahoja, jotka eivät tarvitse sen kaltaista suojaa, joka on yhdistettävissä kuluttajien suojaamiseen rahoitusmarkkinoilla. Ei-ammattimaisilta asiakkailta eli kuluttajilta (luonnollinen henkilö) tai ei-kuluttajilta (oikeushenkilö), joilta pääomia laina- ja sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa kerätään, edellytetään vakiintuneessa markkinakäy-tännössä aina lisäksi sekä sijoitusriskien ymmärtämistä että niiden kantokykyä. Komission an-tamissa yhteisön suuntaviivoissa valtioneudesta pieniin ja keskisuuriin yrityksiin tehtävien ris-kipääomasijoitusten edistämiseksi (2006/C 194/02, suuntaviivat) määritellään niin sanotut bisnesenkelit (enkelisijoittajat).

14 §. Rangaistussäännökset. Pykälän 1 momentin mukaan *joukkorahoitusrikoksesta* tuomi-taan, jollei teko ole vähäinen tai siitä ole muualla laissa säädetty ankarampaa rangaistusta, se, joka tahallaan tai törkeästi huolimattomuudesta ilman rekisteröintiä välittää joukkorahoitusta 2 luvun säännösten vastaisesti tai hankkii joukkorahoituksella varoja sellaiselle joukkorahoit-tuksen saajalle, joka on konkurssissa tai muussa maksukyvyttömyysmenettelyssä. Rangais-tusuhkana on sakko tai enintään yksi vuosi vankeutta.

Pykälän 2 momentin mukaan rangaistus 19 §:ssä säädetyn salassapitovelvollisuuden rikkomisesta tuomitaan rikoslain 38 luvun 1 tai 2 §:n mukaan, jollei teosta muualla laissa säädetä an-karampaa rangaistusta.

15 §. Rikemaksu ja seuraamusmaksu. Pykälässä säädetään joukkorahoitusta koskevista hallin-nollisista seuraamuksista. Pykälän 1 momentin mukaan Finanssivalvonnasta annetun lain 38 §:n 1 momentin 2 kohdassa tarkoitettuja säännöksiä, joiden laiminlyönnistä tai rikkomises-ta määrätään joukkorahoituksen välittäjän maksettavaksi rikemaksu, ovat tämän lain 18 §:n säännökset suosituksia antavaan toimielimeen kuulumisesta ja siihen liittyvästä ilmoitusvel-vollisuudesta.

Pykälän 2 momentissa luetellaan ne tämän lain säännökset, joiden laiminlyönnistä tai rikkomisesta määrätään joukkorahoituksen välittäjän maksettavaksi Finanssivalvonnasta annetun lain mukainen seuraamusmaksu. Sääntely toteutetaan osin viittaamalla sijoituspalvelulakiin, jossa sijoituspalveluyrityksen toimintaperiaatteita koskevat keskeiset vaatimukset sisältyvät 7 ja 10 luvun säännöksiin, kuten säännökset eturistiriitojen hallinnasta sijoituspalvelulain 7 luvun 10 §:ssä sekä säännökset kiellosta antaa sijoituspalvelun ja oheispalvelun markkinoinnissa to-tuudenvastaista tai harhaanjohtavaa tietoa, tiedonantovelvollisuudesta, liiketoimista ja palve-luista säilytettävistä tiedoista ja puhelujen tallentamisesta 10 luvun 2 §:n 4 momentissa, 5 §:ssä, 9 §:ssä ja 10 §:ssä. Lisäksi säännös sisältää viittaukset lain 10 §:ssä tarkoitettuun säännökseen asiakasvarojen hallinnasta ja hallussapidosta, 12 §:ssä tarkoitettuun säännökseen

asiakkaan tuntemisvelvollisuudesta sekä 11 §:n säännöksiin ja 21 §:n nojalla annettuihin säännöksiin tiedonantovelvollisuudesta, joiden laiminlyönti tai rikkominen on myös sanktioitu.

Näiden säännösten rikkominen on omiaan vaarantamaan myös joukkorahoituksen välittäjän asiakkaiden yhteiset edut. Yhdenmukaisesti arvopaperimarkkinain kanssa on tärkeää myös varmistaa, ettei joukkorahoituksen markkinointi asiakkaille sisällä totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa tietoa. Näistä syistä säännösten rikkomisesta olisi säädettävä mahdollisuus määrätä riittävän ankara hallinnollinen seuraamus, jota voidaan käyttää Finanssivalvonnasta annetussa laissa säädettyjen muiden seuraamusten lisäksi. MIFID I:n 51 artikla edellyttää, että direktiivin nojalla annettujen kansallisten säännösten rikkomisesta on voitava määrätä aiheellisia hallinnollisia toimenpiteitä ja hallinnollisia seuraamuksia. EU-valtioiden on varmistettava, että nämä toimenpiteet ovat tehokkaita, oikeasuhtaisia ja varoittavia. Seuraamusmaksulla arvioidaan olevan merkittävä yleisestä vaikutus. Mainitut lain säännökset sisältävät yleensä pääsäännön siitä, miten joukkorahoituksen välittäjän tulee toimia silloin, kun joukkorahoituksen välitystä pidetään sijoituspalveluna.

Lain sisältämän velvollisuuden tarkempi sisältö määritellään usein Finanssivalvonnan määräyksissä. Eräissä tapauksissa MIFID I:n nojalla annetut teknisiä standardeja sisältävät tai muut komission asetukset tai päätökset täydentävät direktiivin perusteella säädetyt Suomen lain säännöksiä. Toisin kuin sijoituspalvelulain 15 luvun 2 §:n 3 momentissa, joukkorahoituksesta ei kuitenkaan säädetä, että Suomen lain säännöksiä täydentävän tarkemman kansallisen tai EU-normiston rikkomisen johdosta voidaan joukkorahoituksen välittäjälle määrätä myös seuraamusmaksu. Tämä johtuu siitä, että MIFID I:n 3 artikla on soveltamisalaltaan sangen rajattu eikä sen kansallinen täytäntöönpano tuo oikeutta palvelujen tarjontaan europassilla rajan yli EU-valtiosta toiseen. Palveluja saa kuitenkin tarjota Suomesta ulkomaille, jollei sitä ole isäntävaltiossa kielletty tai rajoitettu. Lisäksi joukkorahoituksen piirissä on enimmäkseen pieniä markkinaosapuolia, joihin on tarkoituksenmukaista soveltaa suhteellisuusperiaatetta ottamalla huomioon joukkorahoituksen välittäjän koko, oikeudellinen ja hallinnollinen rakenne sekä toiminnan laatu, laajuus ja riskillisuus.

Pykälän 3 momentin mukaan hallinnollisten seuraamusten määräämisestä, julkistamisesta, täytäntöönpanosta ja käsittelystä markkinaoikeudessa säädetään Finanssivalvonnasta annetun lain 4 luvussa.

Lisäksi on huomattava, että kuluttajille suunnatun laina- ja hyödykemuotoisen vastikkeellisen joukkorahoituksen välitystä (mukaan lukien vertaislainaus) koskevista hallinnollisista seuraamuksista säädetään jatkossa kuluttajansuojalaissa. Lahjoitusmuotoisen vastikkeettoman joukkorahoituksen välitystä koskevista hallinnollisista seuraamuksista säädetään puolestaan rahan-keräyslaissa. Laintasoisia säädösviittauksia ei kuitenkaan ole pidetty tarpeellisina.

16 §. Vahingonkorvausvelvollisuus. Pykälässä säädetään vahingonkorvausvelvollisuudesta ottamalla huomioon osakeyhtiölaissa ja rahoitusmarkkinalainsäädännössä, kuten sijoitusrahastolaissa ja sijoituspalvelulaissa, viime vuosina toteutetut muutokset. Koska joukkorahoitusta voivat välittää useat rahoitusmarkkinoilla toimiluvan tai rekisteröitymisen nojalla rahoituspalveluja tarjoavat Finanssivalvonnan valvottavat ja muut finanssimarkkinoilla toimivat, on tarkoituksenmukaista säätää vahingonkorvausvelvollisuudesta yhdenmukaisesti.

Vanhastaan on ollut voimassa, että laissa säädetty korvausvastuu koskee myös sopimussuhteessa aiheutuneita vahinkoja niin, että henkilö- tai esinevahinkoon liittymätön niin sanottu puhdas varallisuusvahinko tulee korvattavaksi ilman vahingonkorvauslaissa (412/1974) säädettyjä erittäin painavia syitä ja että osakeyhtiölaista poiketen laissa säädetään myös yhtiön aiheuttamien vahinkojen korvaamisesta. Sopimusvastuussa on rahoitusmarkkinoiden sääntelys-

sä yleisenä periaatteena, että vahingon aiheuttajan on vastuusta vapautuakseen pystyttävä näyttämään, että on toiminut huolellisesti (käännetty todistustaakka).

Pykälän 1 momentissa säädetään joukkorahoituksen välittäjän ja joukkorahoituksen saajan velvollisuudesta korvata aiheuttamansa vahinko. Näiden säännösten sijoittamisella pykälän 1 momenttiin halutaan korostaa, että joukkorahoituksen välityksestä johtuvat vahingonkorvausvaatimukset tulee ensisijaisesti kohdistaa itse joukkorahoituksen välittäjään ja joukkorahoituksen saajaan eikä esimerkiksi niiden ylimpään johtoon.

Velvollisuus vahingon korvaamiseen edellyttää, että joukkorahoituksen välittäjä tai joukkorahoituksen saaja on tahallaan tai huolimattomuudesta aiheuttanut asiakkaalleen tai muulle henkilölle vahinkoa tämän lain tai sen nojalla annettujen säännösten vastaisella menettelyllä. Momentti koskee muun muassa sellaisen vahingon korvaamista, jonka joukkorahoituksen välittäjä tai joukkorahoituksen saaja on aiheuttanut yrityksen asiakkaalle. Vahingonkorvausvelvollisuus syntyy siitä riippumatta, voidaanko joukkorahoituksen välittäjän organisaatiosta yksilöidä moitittavasti toiminut henkilö vai ei.

Tuottamusedellytykseen liittyy olennaisesti kysymys tuottamusta koskevan todistustaakan jaosta. Kysymystä 1 momentissa tarkoitettua tuottamusta koskevan todistustaakan jaosta ei ole perusteltua pyrkiä ratkaisemaan nimenomaisella säännöksellä, vaan se voi vastaisuudessaakin jäädä määräytymään oikeuskäytännössä asiaa koskevien yleisten periaatteiden ja kunkin vahinkotilanteen olosuhteiden mukaan. Vaikka joukkorahoituksen välittäjän hallituksen jäsen ja toimitusjohtaja ovat 2 momentin mukaisesti tuottamusolettaman piirissä, mutta joukkorahoituksen välittäjä ei ole, tämä ei tarkoita sitä, että näyttötaakka 1 momentin mukaisen tuottamuksen olemassaolosta aina on korvausta vaativalla ja vahinkoa kärsineellä osapuolella. Joukkorahoituksen välittäjälle nimenomaisesti säädettyjä velvollisuuksia koskevan yksityiskohtaisen sääntelyn rikkominen johtaa käytännössä usein tuottamusta koskevan käännetyn todistustaakan soveltamiseen.

Osakeyhtiölain 22 luvun 1 §:ssä säädetään osakeyhtiön hallituksen jäsenen ja toimitusjohtajan vahingonkorvausvelvollisuudesta. Näitä säännöksiä sovelletaan myös joukkorahoituksen välittäjiin, jotka ovat useimmiten osakeyhtiöitä tai eurooppayhtiöitä ja ne voivat olla myös avoimia yhtiöitä, kommandiittiyhtiöitä ja eurooppaosuuskuntia. Esimerkiksi korvausvelvollisuus yhtiöjärjestyksen vastaisesti toimimalla aiheutetusta vahingosta määräytyy osakeyhtiölain mukaan. Pykälän 2 momentissa täydennetään joukkorahoituksen välittäjän hallituksen jäsenen ja toimitusjohtajan vahingonkorvausvelvollisuutta koskemaan myös vahinkoja, jotka on aiheutettu rikkomalla tämän lain tai sen nojalla annettuja säännöksiä.

Hallituksen jäsenen ja toimitusjohtajan vahingonkorvausvelvollisuus edellyttää seuraavien seikkojen olemassaoloa: (i) joukkorahoituksen välittäjälle, osakkeenomistajalle, yhtiömiehelle, jäsenelle tai muulle henkilölle on aiheutunut vahinkoa, (ii) vahinkoa on aiheutettu hallituksen jäsenen tai toimitusjohtajan tehtävässä, (iii) vahinkoa on aiheutettu tahallaan tai tuottamuksesta, (iv) vahinkoa on aiheutettu rikkomalla tämän lain tai sen nojalla annettuja säännöksiä, ja (v) teon tai laiminlyönnin ja vahingon välillä on syy-yhteys.

Pykälän 2 momentin toisen virkkeen mukaan vahinko katsotaan aiheutetuksi huolimattomuudesta, jollei menettelystä vastuussa oleva osoita menetelleensä huolellisesti (käännetty todistustaakka). Tuottamusolettama on nykyiseen rahoitusmarkkinalainsäädäntöön verrattavaa sääntelyä. Vastaavan tyyppisestä tuottamusolettamasta on säädetty muun muassa sijoituspalvelulain 16 luvun 1 §:ssä. Vastuuvakuutus on joukkorahoituksen välittäjälle valinnainen.

Joukkorahoituksen välityksessä on siviilioikeudellisesti useimmissa tapauksissa kysymys pitkälti komissiosta, jossa luoton tai muun rahoituksen välittäjä (komissionsaaja) ostaa, myy tai välittää esimerkiksi arvopapereita sijoittajan (komissionantajan) lukuun. Komissionsaaja sitä vastoin tulee itse oikeutetuksi ja velvoitetuksi päättämänsä oikeustoimen perusteella. Komissionsaaja toimii usein pelkästään omissa nimissään paljastamatta sopimuskumppanilleen, kuka toimeksiannon on tehnyt. Näistä syistä oikeussuhdetta nimitetään välilliseksi edustukseksi. Sopimuksen osapuolia ovat komissionsaaja ja tämän sopimuskumppani, jolloin omaisuutta joko ostetaan, myydään tai välitetään päämiehen lukuun. Välihenkilön kanssa sopimuksia tekevä ei välttämättä tiedä sitä, että kyseinen henkilö toimii päämiehensä välillisenä edustajana. Kysymys on siten eräänlaisesta pelkistetyistä yhden palveluntarjoajan ylläpitämästä markkinapaikasta, joka kuitenkin ei ole sijoituspalvelulain 1 luvun 11 §:n 8 kohdassa tarkoitettu monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä (MTF). Koska komissiota koskevat oikeusperiaatteet perustuvat Suomessa paljolti oikeuskirjallisuuteen eikä komissiosta ole säädetty lailla, käännetty todistustaakka selkeyttää sääntelemättömiin siviilioikeudellisiin oikeussuhteisiin liittyviä vastuita. Näistä syistä tavanomaisen rahoitusmarkkinoilla sovellettavan vahingonkorvausvastuun sääntely laissa on riittävä.

Pykälän 3 *momentti* koskee tilintarkastajan vahingonkorvausvastuuta, josta säädetään vuoden 2016 alussa voimaan tulleen uuden tilintarkastuslain (1141/2015) 10 luvun 3 §:ssä.

Pykälän 4 *momentissa* viitataan vahingonkorvauslain säännöksiin. Osakeyhtiölain tavoin vahingonkorvauksen sovittelussa noudatetaan vahingonkorvauslain 2 luvun säännöksiä ja korvausvastuun jakaantumisessa kahden tai useamman korvausvelvollisen kesken vahingonkorvauslain 6 luvun säännöksiä.

5 luku. Erinäiset säännökset

17 §. Rekisterin tietojen saaminen verkkopalveluna. Pykälä vastaa osittain verotustietojen julkisuudesta ja salassapidosta annetun lain (1346/1999) 20 d §:ää. Verovelkarekisterissä olevat yritysten tiedot eivät kuitenkaan sisällä luonnollisten henkilöiden tietoja toisin kuin nyt perustettavaksi suunniteltu rekisteri, mikä on otettava säännöksen soveltamisessa huomioon. Rekisterin tietojen antaminen kaikille avoimen tietopalvelun kautta koskee pykälän 1 momentin mukaan 2 luvussa tarkoitettuja rekisteröitymisvelvollisia. Luonnollisen henkilön ja kuolinpesän rekisteritiedot ovat kuitenkin lähtökohtaisesti salassa pidettäviä. Tietojen luovutus järjestetään sähköisen asiointipalvelun kautta, josta palvelun käyttäjä saa yritys- ja yhteisötunnuksella yksilöimäänsä rekisteröitymisvelvollista koskevat tiedot. On perusteltua, että jokainen voi yritys- ja yhteisötunnuksella hakunsa yksilöiden tarkistaa, että joukkorahoituksen välityspalvelua tarjoava on merkitty joukkorahoituksen välittäjien rekisteriin. Myös tiedon saaminen edellä mainitulla tavalla yksilöidyn yhtiön vastuullisista henkilöistä on asiallisesti perusteltua. Sen sijaan luonnollista henkilöä koskevia henkilötietoja luovutetaan verkkopalvelun kautta ainoastaan yksittäisinä hakuina ja ilman henkilötunnuksen loppuosaa. Vaikka henkilötunnus ei sinänsä ole salassa pidettävä tai arkaluonteinen tieto, sen yleistä jakelua on rajoitettu muun muassa identiteettivarkaustyypisten väärinkäytösten ehkäisemiseksi esimerkiksi kaupparekisterin osalta kaupparekisterilain (129/1979) 1 a §:ssä. Myös muun rekisteröitymisvelvollisen kuin luonnollisen henkilön rekisteritiedot voivat 5 §:n mukaan sisältää henkilötietoja (niiden henkilöiden täydellinen nimi ja henkilötunnus tai tämän puuttuessa syntymäaika, joiden luotettavuus ja rahoitusmarkkinoiden toiminnan tuntemus on rekisteri-ilmoitusta käsiteltäessä selvitetty) ja niitä kohdellaan tässä laissa näin ollen vastaavasti kuin luonnollisen henkilön henkilötietoja. Tietoja ei lähtökohtaisesti ole saatavissa Finanssivalvonnasta muuta kanavaa käyttäen, jollei muualla erikseen toisin säädetä. Salassa pidettäviä luonnollisia henkilöitä ja kuolinpesiä koskevia rekisteritietoja voidaan antaa myös muussa laissa säädetyn tiedonsaanti-oikeuden nojalla.

18 §. *Hyvä joukkorahoitustapa ja itsesääntely.* Pykälässä säädetään hyvästä joukkorahoitustavasta ja joukkorahoituksen välittäjiä koskevasta itsesääntelystä. Säännöksen esikuvia ovat arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 § ja 11 luvun 28 § sekä vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain 6 luvun 7 §. Hyvä joukkorahoitustapa on yleistä periaatetta ilmentävä normi, jota sovelletaan yksittäisessä tapauksessa yhdessä muiden oikeussääntöjen kanssa sovittaen yleinen periaate yksittäistapaukseen. Periaatteen painoarvo ja konkreettinen sisältö kussakin tapauksessa riippuvat tosiseikoista ja muista tilanteeseen sovellettavista konkreettisista oikeussäännöistä. Konkreettiset oikeussäännöt voivat olla myös valtiovarainministeriön asetuksia ja Finanssivalvonnan määräyksiä. Itsesääntelyä koskeva säännös liittyy pyrkimykseen pitää joukkorahoitusta koskeva sääntely kevyenä. Sanaa "toimielin" käytetään pykälässä yleisterminä, joka ei rajaa organisoitumisen muotoa. Toimielin voi esimerkiksi olla yhdistys tai se voidaan perustaa sopimuksella. Joukkorahoituksen välityksessä noudatettavien hyvien menettelytapojen ohjeistaminen aidon itsesääntelyn keinoin ei edellytä yhdistyksen perustamista eikä siten joukkorahoituksen välittäjän pakkojäsenyyttä nimenomaisesti yhdistyksessä. Kuuluminen toimielimeen voi tapahtua joko olemalla toimielimen jäsen, olemalla jäsenenä yhdistyksessä, joka on toimielimen jäsen, olemalla sopimussuhteessa jäsenen taikka muutoin sitoutumalla toimielimen toimintaan tai noudattamaan sen antamia suosituksia. Joukkorahoituksen välittäjällä on siten valinnan mahdollisuus eikä sen ole välttämättä liityttävä minkään uuden tai nimenomaisen toimielimen jäseneksi. Säännös ei myöskään edellytä uusien toimielimien perustamista. Muunlainen sitoutuminen tai välillinen kuuluminen toimielimeen on aito vaihtoehto ja joukkorahoituksen välittäjällä on mahdollisuus valintansa mukaan olla suoraan liittymättä toimielimeen. Tällaisen valinnan tehdessään joukkorahoituksen välittäjä kuitenkin hyväksyy, että se ei voi suoraan vaikuttaa toimielimessä mahdollisesti tehtyihin ratkaisuihin.

Toimielimet voivat olla joukkorahoituksen välittäjien katto- tai edunvalvontajärjestöjä tai ne voivat toimia niiden yhteydessä. Toimielimiä voi olla useita. Tärkeää on, että toimielin täyttää riippumattomuuden, pitkäjänteisyyden, organisoitumisen, osallistujien monipuolisuuden ja päätöksentekokyvyn edellytykset, jotta se voi uskottavasti ylläpitää ja kehittää joukkorahoitusta koskevia suosituksia. Lain voimaantulon jälkeen voidaan perustaa tarpeen mukaan uusia toimielimiä. Sellaistenkin joukkorahoituksen välittäjien, jotka eivät kuulu pykälässä tarkoitettuun toimielimeen, tulee noudattaa tällaisen, alan toimijoita laajasti edustavan toimielimen antamia suosituksia. On myös mahdollista, että joukkorahoituksen välittäjän toimintaa ohjaavat kahden tai useamman eri toimielimen suositukset. Suosituksen noudattaminen ei lakimääräisten velvollisuuksien noudattamista lukuun ottamatta ole viranomaisvalvonnan piirissä.

Pyrkimys edistää itsesääntelyä, joka mukautuu kotimaisten joukkorahoitusmarkkinoiden tarpeisiin ja kehitykseen, toimii luotettavasti ja on sopusoinnussa viranomaissääntelyn sekä valvonnan toimivuuden kanssa, on olennainen tapa vastata eurooppalaisen sääntelyn hajautumiseen. Vastuullinen itsesääntely heijastaa erityisesti joukkorahoituksen välityksen luotettavuutta ja läpinäkyvyyttä. Sääntelyllä myös tuetaan kansallisen kyselyn tuloksissa (*Raportti joukkorahoituskyselystä — Joukkorahoitus on tehokas, nopea ja joustava rahoitustapa*) esille tullutta näkemystä, jonka mukaan alan toimijoiden tulisi joukkorahoituksen vakaan kehityksen turvaamiseksi kehittää toimialan itsesääntelyä ja hyviä käytäntöjä.

Pykälän 1 momentissa säädetään yleisestä kiellosta menetellä laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta hankittaessa, tarjottaessa tai välitettäessä hyvän joukkorahoitustavan vastaisesti. Kielto koskee koko lain soveltamisalaa ja myös muita rahoitusvälineitä kuin siirtokelpoisia arvopapereita, sen mukaan kuin kyseistä yksityiskohtaista säännöstä sovelletaan muihin kuin siirtokelpoisiin rahoitusvälineisiin. Kieltoa sovellettaisiin joukkorahoitusmarkkinoilla toimiviin ja toimintaan osallistuviin luonnollisiin ja oikeushenkilöihin. Säännöksen piiriin tulisivat siten esimerkiksi luottolaitokset, maksulaitokset, rahastoyhtiöt, sijoituspalveluyritykset ja vaihtoehtorahastojen hoitajat, jos ne välittävät joukkorahoitusta. Lisäksi säännös kattaisi jouk-

korahoituksen välittäjän ja joukkorahoituksen saajan sekä tietyissä tilanteissa myös sijoittajan. Kielto koskee esimerkiksi toimia tai laiminlyöntejä, jotka liittyvät siirtokelpoista tai siirtokelvotonta arvopaperia tai muuta sijoituskohdetta koskevan toimeksiannon vastaanottamiseen tai välittämiseen tai tällaista arvopaperia koskevaan sijoitusneuvontaan joukkorahoituksen tarjoamisessa, hankkimisessa tai välittämisessä. Säännös kattaisi myös joukkorahoituksen välittäjän velvollisuuden säilyttää joukkorahoituksen välitykseen liittyvät asiakirjat ja tiedot sekä erityisesti kiellon toimia tämän velvollisuuden vastaisesti. Säilyttämisvelvollisuudesta on olemassa yksityiskohtaiset säännökset muualla lainsäädännössä, kuten kuluttajansuojalaissa, laissa eräiden luotonantajien rekisteröinnistä, rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä annetussa laissa ja kirjanpitolaisissa (1336/1997). Hyvällä joukkorahoitustavalla tarkoitetaan säännöksessä periaatteita ja sääntöjä, joiden noudattamista joukkorahoitusmarkkinoilla toimivien keskuudessa vallitsevan valistuneen mielipiteen mukaan on pidettävä oikeana ja kaikkien asiakas- ja toimijaosapuolten kannalta kohtuullisena kauppatapana. Velvollisuus noudattaa hyvää joukkorahoitustapaa ohjaa menettelytapoja ja ratkaisuja silloin, kun yksityiskohtaista tapaukseen sovellettavaa säännöstä ei ole. Hyvän joukkorahoitustavan sisältö määräytyy ensisijaisesti markkinoilla ja käytänteissä, joita noudatetaan yksittäisissä sopimus-suhteissa ja oikeustoimissa. Joukkorahoituksen itsesääntely ohjaa hyvän joukkorahoitustavan sisältöä. Arvopaperimarkkinoiden puolella esimerkkeinä itsesääntelystä, joka ilmentää hyvää arvopaperimarkkinatapaa, voidaan mainita NASDAQ Helsinki Oy:n (Helsingin Pörssi) säännöt ja ohjeet, Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n ylläpitämät listayhtiöiden hallinnointikoodi ja suositus julkisissa ostoparjoksissa noudatettavista menettelytavoista sekä Finanssialan keskusliitto ry:n suosituksia ja ohjeet. Tavoitteena on, että vastaavanlaisia hyvän joukkorahoitustavan konkretisoivia sääntöjä ja ohjeita syntyy lain voimaantulon seurauksena. Viime kädessä yksittäistä oikeustointa koskevan hyvän joukkorahoitustavan sisältö määräytyy oikeuskäytännössä. Elinkeinonharjoittajan markkinoissa arvopapereita kuluttajalle sovellettavaksi tulevat käsiteltävän yleislausekkeen lisäksi kuluttajansuojalain 2 luvun 1 §:n yleislauseke hyvän tavan vastaisen markkinoinnin ja sopimattoman menettelyn kiellosta sekä lukuun sisältyvä muu sääntely, mitä sopimattomuudella tarkoitetaan. Säännös vastaa soveltuvin osin arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 §:n sisältöä. Kyseinen arvopaperimarkkinalain säännös soveltuu suoraan myös joukkorahoituksen välitykseen tilanteissa, joissa hankitaan, tarjotaan tai välitetään arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita.

Pykälän 2 *momentin* mukaan joukkorahoituksen välittäjän on suoraan tai välillisesti kuuluttava riippumattomaan, alan toimijoita laajasti edustavaan Suomessa tai ETA-alueella perustettuun toimielimeen, joka on antanut suosituksen joukkorahoituksen välitystä koskevan avoimuuden ja läpinäkyvyyden edistämiseksi, tai sen on sitouduttava noudattamaan kyseisen toimielimen antamia suosituksia tai julkistettava perustelut sille, miksei ole niihin sitoutunut (engl. *comply or explain*). Avoimuuden ja läpinäkyvyyden edistäminen on toimialalle itselleen luontevasti soveltuva kehityskohde, josta ei ole välittömässä näköpiirissä tarkempaa virallissääntelyä. Säännöksessä käytetään ilmaisua ”*on antanut*” sen vuoksi, että toimielimeen kuulumisesta tai suosituksen noudattamisesta ilmoittamiseen 23 §:n 4 momentissa lain voimaantulosta lukien varatun puolen vuoden siirtymäajan kuluessa joukkorahoituksen välittäjän on ilmoitettava Finanssivalvonnalle, mihin toimielimeen joukkorahoituksen välittäjä kuuluu tai minkä toimielimen antamia suosituksia se noudattaa.

Selvyyden vuoksi pykälän 3 *momentissa* säädetään 2 momentissa tarkoitetun tai siihen rinnastettavan toimielimen mahdollisuudesta antaa myös muita kuin avoimuutta tai läpinäkyvyyttä koskevia suosituksia koko lain soveltamisalalla. Toimielin voi antaa hyvien käytäntöjen noudattamisen edistämiseksi myös muita kuin 2 momentissa tarkoitettuja tämän lain soveltamisalaa koskevia suosituksia. Tällaisia voisivat olla esimerkiksi ei-ammattimaisille sijoittajille laina- tai sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa asetettavat erilaiset euromääräiset sijoitus-

rajat tai vaatimus joukkorahoituksen välittäjille ei-ammattimaisia sijoittajia koskevien asianmukaisuustestien tekemisestä.

Pykälän *4 momentin* mukaan joukkorahoituksen välittäjän on ilmoitettava Finanssivalvonnalle, mihin 2 ja 3 momentissa tarkoitettuun toimielimeen se kuuluu tai minkä toimielimen tai toimielinten antamia suosituksia se noudattaa. Finanssivalvonnan pyynnöstä toimielimen tai toimielimeen kuuluvan joukkorahoituksen välittäjän on toimitettava Finanssivalvonnalle toimielimen säännöt ja muut Finanssivalvonnan pyytämät valvonnan kannalta tarpeelliset tiedot toimielimestä.

Pykälän *5 momentin* mukaan suositukseen perustuva tai muu sopimusehto, jolla poiketaan tämän lain säännöksistä asiakkaan tai joukkorahoituksen saajan vahingoksi, on mitätön. Säännös vastaa avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä annetun lain 5 luvun 2 §:ssä säädettyä yhtiösopimuksen irtisanomisoikeuden rajoittamista koskevan sopimusehdon tehottomuutta sekä luottolaitostoiminnasta annetun lain 15 luvun 10 §:ssä säädettyä kuittauksen mitättömyyttä. Molemmat mainitut säännökset suojaavat sopimuksen heikompaa osapuolta ja merkitsevät lain pakottavuutta suhteessa itsesääntelyyn.

19 §. Salassapitovelvollisuus. Pykälässä säädetään salassapitovelvollisuudesta tavalla, joka vastaa sijoituspalveluyritysten, vaihtoehtorahastojen hoitajien ja luottolaitosten toimielinten jäsenten tai toimeksiantoa suorittavien velvollisuutta olla ilmaisematta tietoja asiakkaansa taloudellisesta asemasta tai liike- ja ammattisalaisuutta. Pykälässä mainittujen tahojen salassapitovelvollisuuden suojan kohteena ovat joukkorahoitukseen sijoittavat tai sijoittamista harkitsevat sekä ne, jotka ovat asiakassuhteessa joukkorahoituksen välittäjiin.

20 §. Muutoksenhaku. Pykälän *1 momentin* viittaussäännöksen mukaan Finanssivalvonnan tekemästä päätöksestä voi valittaa siten kuin hallintolainkäyttölaissa (586/1996) ja Finanssivalvonnasta annetun lain 73 §:ssä säädetään. Pykälän *2 momentin* mukaan Finanssivalvonnan päätöstä rekisteristä poistamisesta on muutoksenhausta huolimatta noudatettava, jollei valitusviranomainen toisin määrää. Rekisteristä poistaminen perustuu yleensä siihen, ettei joukkorahoituksen välittäjä enää täytä rekisteröinnin edellytyksiä tai siihen, että se on jatkuvasti ja vakavasti menetellyt lainvastaisesti. Tämän vuoksi ei ole asianmukaista, että se voi jatkaa joukkorahoituksen välitystä usein pitkäänkin kestäväen valitusprosessin ajan. Sijoittajien oikeusturvan voidaan katsoa edellyttävän, että rekisteristä poistamista koskeva päätös pannaan viivytyksettä täytäntöön.

21 §. Asetuksenantovaltuus. Pykälässä säädetään joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuutta koskevasta asetuksenantovaltuudesta. Valtiovarainministeriön asetuksella voidaan antaa tarkemmat säännökset joukkorahoituksen saajan velvollisuudesta julkaista 11 §:n 2 momentissa tarkoitettut oikeat ja riittävät tiedot, kun esitedirektiiviä tai tulevaa esiteasetusta ei sovelleta tarjoukseen. Asetuksella voidaan lisäksi antaa tarkemmat säännökset joukkorahoituksen saajan velvollisuudesta julkaista 11 §:ssä tarkoitettujen oikeiden ja riittävien tietojen rakenne ja sisältö laskettuna 12 kuukauden ajalta, vastikkeeltaan Suomessa yhteensä alle 5 miljoonan euron suuruudesta tarjouksesta.

Asetuksen tarkoitus on määritellä 11 §:n 2 momentissa tarkoitettut oikeat ja riittävät tiedot siten, että ne voivat olla vähäisemmät ja yksinkertaisemmin toteutettavissa kuin nykyiset vaatimukset kansallisen esitteen sisällöstä. Käytännössä asetuksella säädetään minimitiedonantovelvollisuudesta niissä tapauksissa, joissa esitettä ei syystä tai toisesta ole arvopaperimarkkinalain tai muun lain perusteella tarpeen julkistaa. Tämän vuoksi on tarpeen säätää joukkorahoitusta koskevasta tiedonantovelvollisuudesta arvopaperimarkkinalain vaatimuksista erillään. Sen sijaan Finanssivalvonnalle ei ole tarpeen osoittaa laajempaa määräystenantovaltuutta,

koska laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta ei kaikissa tilanteissa koske MIFID I eikä MIFID II eikä sellaisenaan muukaan EU-sääntely, kuten komission antamat delegoidut säädökset, joiden vuoksi määräystenantovaltuus on yleensä ollut tarpeen. Jos laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välitetään luottolaitoksen, maksulaitoksen, rahastoyhtiön, sijoituspalveluyrityksen tai vaihtoehtorahastojen hoitajan toimiluvan nojalla, noudatetaan soveltuvin osin siihen liittyviä Finanssivalvonnan määräyksiä ja ohjeita.

22 §. Voimaantulo. Laki ehdotetaan tulevaksi voimaan päivänä kuuta 20 .

23 §. Siirtymäsäännökset. Pykälässä säädetään siirtymäsäännöksistä. Pykälän *1 momentin* mukaan joukkorahoituksen välittäjän on jätettävä hakemus rekisteröitymisestä viimeistään kolmen kuukauden kuluttua tämän lain voimaantulosta.

Pykälän *2 momentin* mukaan se, joka tämän lain voimaan tullessa harjoittaa tämän lain mukaan rekisteröintiä edellyttävää toimintaa, saa jatkaa toimintaansa siihen saakka, kunnes päätös rekisteriin merkitsemisestä tai sen epäämisestä on tehty. Edellytyksenä toiminnan jatkamiselle kuitenkin on, että 4 §:n mukainen rekisteri-ilmoitus on tehty kolmen kuukauden kuluessa lain voimaantulosta. Säännöksen tarkoituksena on varata joukkorahoituksen välittäjille riittävä aika huolehtia rekisteröinnistä ilman, että toimintaa tarvitse keskeyttää.

Pykälän *3 momentin* mukaan Finanssivalvonta voi ottaa rekisteri-ilmoituksen käsiteltäväksi ennen tämän lain voimaantuloa ja ilmoituksen tekijä voidaan rekisteröidä joukkorahoituksen välittäjien rekisteriin tämän lain tullessa voimaan. Säännöksellä pyritään välttämään rekisteri-ilmoitusten ruuhkautumista lain voimaantuloajankohtaan.

Pykälän *4 momentin* mukaan joukkorahoituksen välittäjän on tehtävä Finanssivalvonnalle viimeistään kuuden kuukauden kuluttua tämän lain voimaantulosta ilmoitus siitä, mihin 18 §:n 2 momentissa tarkoitettuun toimieliimeen se kuuluu tai mikä toimielin on antanut 18 §:n 2 ja 3 momentissa tarkoitettua suositusta, jota joukkorahoituksen välittäjä on sitoutunut noudattamaan.

Pykälän *5 momentin* mukaan lain 14 ja 15 §:ää sovelletaan kolmen kuukauden kuluttua lain voimaantulosta ja 18 §:n 2—5 momenttia kuuden kuukauden kuluttua lain voimaantulosta. Tarkoitus on ryhtyä soveltamaan säännöksiä hallinnollisista seuraamuksista ja rangaistussäännöksistä vasta siirtymäajan päätyttyä.

1.2 Sijoituspalvelulaki

1 luku. Yleiset säännökset

2 §. Poikkeukset lain soveltamisalasta. Pykälän 2 momentin uuden *7 kohdan* mukaan laki ei koske joukkorahoituslaissa tarkoitettua joukkorahoituksen välittäjää. Rajaus liittyy MIFID I:n EU-valtioille valinnaisen 3 artiklan täytäntöönpanoon. Kyseinen artikla sisältää MIFID I:n soveltamisalaan liittyvät EU-valtioille valinnaiset poikkeukset, jotka pannaan täytäntöön joukkorahoituksen sääntelemiseksi Suomessa.

2 luku. Oikeus tarjota sijoituspalvelua

3 §. Oheispalvelut. Voimassa olevan 3 §:n 2 momentti kumotaan. Säännös korvataan uudella 3 a §:llä, millä on tarkoitus selkeyttää eroa MIFID I:een perustuvien ja kansalliseen harkintaan kuuluvien säännösten välillä.

3 a §. *Muiden sijoituskohteiden kuin rahoitusvälineiden tarjoaminen.* Uuteen pykälään siirretään voimassa olevassa 3 §:n 2 momentissa säädetty muu kuin MIFID I:een perustuva oheispalvelu, millä on tarkoitus selkeyttää eroa MIFID I:een perustuvien ja kansalliseen harkintaan kuuluvien säännösten välillä.

Pykälässä tarkoitettu sijoituspalveluyritys, jonka toimilupaan sisältyy oikeus tarjota toimeksiannon välittämistä tai toteuttamista, omaisuudenhoitoa tai sijoitusneuvontaa, saa voimassa olevan lain mukaan tarjota myös muuta sijoituskohdetta kuin rahoitusvälinettä koskevaa toimiluvan mukaista palvelua, sekä tätä sijoituskohdetta koskevaa sijoitus- ja rahoitusneuvontaa.

Tällaisia muita sijoituskohteita kuin rahoitusvälineitä ovat muut kuin arvopaperimarkkinalaisia tarkoitettut arvopaperit. Perinteisesti arvopaperimarkkinalaisen arvopaperin määrittelyn ulkopuolelle jäävinä arvopapereina on pidetty muun muassa lain tai sopimuksen perusteella luovutusrajoituksen kohteena olevia siirtokelvottomia arvopapereita, kuten sopimusperusteisten luovutusrajoitusten kohteena olevia velkakirjalain 3 luvussa tarkoitettuja tavallisia velkakirjoja ja osakeyhtiölaissa (624/2006) tarkoitettuja yksityisen osakeyhtiön osakkeita silloin, kun ne eivät ole oikeuksiltaan samansisältöisiä sekä laissa avoimesta yhtiöstä ja kommandiitti-yhtiöstä tarkoitettuja kommandiitti-yhtiön äänettömiä yhtiöosuuksia. Joukkorahoituksella kerättävien varojen sijoituskohteena voi olla muita kuin arvopaperimarkkinalaisia tarkoitettuja arvopapereita, kuten esimerkiksi räätälöityjä tuotto-osuuksia sekä golf- tai viikko-osakkeita. Myös joukkorahoituksella kerättävät varat voivat olla muita kuin arvopaperimarkkinalaisia tarkoitettuja arvopapereita. Muu sijoituskohde on kansallinen käsite eikä sellaisenaan sisälly MIFID I:n mukaisiin rahoitusvälineisiin eikä näin ole myöskään MIFID I:n soveltamisalan piirissä. Kansallinen ratkaisu on kuitenkin, muun muassa asianmukaisten menettelytapojen noudattamisen varmistamiseksi, ulottaa oheispalveluja koskeva sääntely myös muuhun sijoituskohteeseen. Muu sijoituskohde voi myös sisältää esimerkiksi erilaisia lainaratkaisuja, kapitalisaatiosopimuksia ja taide-esineitä. Asiakkaan sijoitussalkussa voi lisäksi jo voimassa olevan lain mukaan olla esimerkiksi sijoitussidonnaisia henkivakuutuksia tai kiinteistöjä osana sijoituspalveluyrityksen hoidossa olevaa varallisuutta. Sijoitussidonnaisia henkivakuutuksia koskeva neuvonta voi voimassa olevan lain mukaan koskea tietojen antamista siten kuin vakuutusedustuksesta annetun lain 1 §:n 3 momentissa säädetään. Sijoituspalveluyritys ei kuitenkaan voi tarjota vakuutuksiin liittyviä palveluja. Estettä ei ole toisaalta sille, että sijoituspalveluyritys myös toimii vakuutusedustuksesta annetussa laissa tarkoitettuna vakuutusmeklarina taikka asiamiehenä.

Pykälää täsmentävän muutoksen mukaan sijoituspalveluyritys, jonka toimilupaan sisältyy oikeus tarjota toimeksiantojen välittämistä tai toteuttamista, omaisuudenhoitoa taikka sijoitusneuvontaa, saa tarjota myös muuta sijoituskohdetta kuin rahoitusvälinettä koskevaa palvelua sekä tätä sijoituskohdetta koskevaa sijoitus- ja rahoitusneuvontaa. Vakiintuneesti on katsottu, että emissionmyynti, jossa sijoituspalveluyritys ottaa esimerkiksi osakeannin yhteydessä vastaan merkintöjä asiakkailtaan tai yleisöltä ja välittää ne eteenpäin osakeannin järjestävälle sijoituspalveluyritykselle tai luottolaitokselle, on tässä tarkoitettua toimeksiantojen välittämistä (HE 43/2007 vp, 1 luvun 5 §:n 1 kohdan perustelut). MIFID I:n 20. johdantokappaleen mukaan: *”Tätä direktiiviä sovellettaessa toimeksiantojen vastaanottamiseen ja välittämiseen olisi kuuluttava myös kahden tai useamman sijoittajan saattaminen yhteen niin, että näiden välillä on mahdollista toteuttaa liiketoimi.”* Myös joukkorahoituksen välitys voidaan järjestää siten, että kysymys on nimenomaan toimeksiannon välittämisestä ja vastaanottamisesta, kuten myös ESMA:n lausunnossa ja neuvossa (ESMA/2014/1378 ja ESMA/2014/1560, 18.12.2014) sekä ESMA:n pääomamarkkinaunionia koskevaan komission vihreään kirjaan antamassa konsultatiivastauksessa ja sen liitteessä (ESMA/2015/856 ja ESMA/2015/856 Ann 1 13.5.2015) todetaan.

Jos sijoituspalveluyrityksen toimilupaan sisältyy oikeus tarjota rahoitusvälineiden säilyttämistä, se saa tarjota myös muuta sijoituskohdetta kuin rahoitusvälinettä koskevaa toimiluvan mukaista sijoituspalvelua.

5 §. Asetuksenantovaltuus. Pykälän mukaan valtiovarainministeriön asetuksella voidaan antaa tarkemmat säännökset siitä, mitä sijoituskohteita on pidettävä 3 a §:ssä tarkoitettuina muina sijoituskohteina. Muina sijoituskohteina voidaan laajasti ottaen pitää kaikkia muita kuin siirtokelpoisia arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita. Tällaisia voivat olla esimerkiksi tietyn tilan hallintaan oikeuttavat osakkeet, kuten asunto-osakkeet, golf- tai muut vastaavantyyppiset osakkeet, viikko-osakkeet, tietynlaiset tuotto-osuudet ja muut siirtokelvottomat sijoituskohteet, jos niiden ei katsota kuuluvan arvopaperimarkkinalain soveltamisalaan. Kyseiset rahoitusvälineet ovat lähtökohtaisen siirtokelvottomuuden lisäksi usein keskenään erisisältöisiä eivätkä täytä arvopaperille asetettua samansisältöisyyden vaatimusta, mikä osaltaan voi rajata ne arvopaperimarkkinalain arvopaperin määritelmän ulkopuolelle.

6 luku. **Sijoituspalvelun tarjoamisen taloudelliset toimintaedellytykset ja talouden vakauden valvonta**

1 §. Vähimmäispääoma. Pykälän 2 momenttia täsmentävän muutoksen mukaan sellaisen sijoituspalveluyrityksen, jolla on hallussaan asiakasvaroja ja joka tarjoaa sijoituspalveluna vain toimeksiantojen välittämistä, toimeksiantojen toteuttamista tai omaisuudenhoitoa, osakepääoman on oltava vähintään 125 000 euroa. Tällainen sijoituspalveluyritys ei saa harjoittaa sijoituspalveluna kaupankäyntiä omaan lukuun tai liikkeeseenlaskun takaamista. Muutoksella korjataan sijoituspalveluyrityksistä annettua lakia (579/1996) säädettäessä syntynyt ja sittemmin myöhempiä vastaavia lakeja säädettäessä toistunut viittaustekninen ilmaisuvirhe, jonka perusteella liikkeeseenlaskun takaamista koskeva pääomavaatimus on tullut sovellettavaksi liikkeeseenlaskun järjestämiseen. Muutos merkitsee, että liikkeeseenlaskun järjestämistä sijoituspalveluna tarjoavan sijoituspalveluyrityksen pääomavaatimus on 50 000 euroa, jos sillä ei ole hallussaan asiakasvaroja. Muutos perustuu CRD IV –direktiivin 29 artiklan 1 kohtaan.

10 luku. **Menettelytavat asiakassuhteissa**

5 §. Sijoituspalveluyrityksen tiedonantovelvollisuus. Pykälän 2 momentin 2 kohtaa täsmentävän muutoksen mukaan sijoituspalveluyrityksen on annettava ei-ammattimaiselle asiakkaalle hyvissä ajoin ennen sijoituspalvelun tai oheispalvelun antamista riittävät tiedot sekä palvelukohteena olevien rahoitusvälinelajien että muiden sijoituskohteiden luonteesta ja niihin liittyvistä riskeistä. Muutos merkitsee, että myös muut sijoituskohteet, kuten lain tai sopimusmääräyksen perusteella siirtokelvottomat ja siten arvopaperimarkkinalain soveltamisalaan kuulumattomat arvopaperit, sisällytetään säännöksen soveltamisalaan.

11 luku. **Sijoittajien korvausraho**

2 §. Korvausraho säännöt. Pykälän 2 momenttia täsmentävän muutoksen mukaan sijoittajien korvausraho säännöissä tulee olla täydentävät määräykset myös siitä, miten sijoituspalvelua tai laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta sijoituspalveluna tarjoavien elinkeinonharjoittajien kannatusmaksussa otetaan huomioon palvelun tarjoajan oikeudellinen ja hallinnollinen rakenne sekä toiminnan laatu, laajuus ja riskillisuus (suhteellisuusperiaate). Muutoksella pyritään varmistamaan se, että joukkorahoituksen erityispiirteet tulevat otetuiksi huomioon.

1.3 Rahankeräyslaki

2 §. *Lain soveltamisala.* Pykälän 2 momentin 7 kohtaan sanamuotoa teknisesti täsmentävän muutoksen mukaan rahankeräyslakia ei sovelleta laina- tai sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen eikä joukkorahoituksen välittäjän toimintaan siten kuin niistä säädetään joukkorahoituslaissa. Rahankeräys on rahankeräyslain 3 §:n 1 momentin mukaan toimintaa, jossa yleisöön vetoamalla kerätään vastikkeetta rahaa. Vaikka laina- ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus ovat vastikkeellista toimintaa ja siten käsitteellisesti erotettavissa rahankeräyksestä, käytännössä esiintyneiden tulkintaepäselvyyksien ja –erimielisyyksien vuoksi on tarpeen selvittää rahankeräyksen ja vastikkeellisen joukkorahoituksen välistä suhdetta myös rahankeräyslaissa. Myös hyödykemuotoinen joukkorahoitus on lähtökohtaisesti vastikkeellista toimintaa, mutta siihen voi liittyä tilanteita, joissa toiminnan vastikkeellisuuden tai vastikkeettomuuden arviointi edellyttää korostuneesti tapauskohtaista harkintaa.

1.4 Laki Finanssivalvonnasta

1 luku. Yleiset säännökset

5 §. *Muut finanssimarkkinoilla toimivat.* Pykälän uuden 27 kohdan mukaan joukkorahoituslaissa tarkoitetut joukkorahoituksen saaja ja joukkorahoituksen välittäjä lisätään muiden finanssimarkkinoilla toimivien luetteloon.

4 luku. Hallinnolliset seuraamukset

38 §. *Rikemaksu.* Pykälän 1 momentin 2 kohtaa täydennetään maininnalla rikemaksun määräämisestä sille, joka tahallaan tai huolimattomuudesta laiminlyö tai rikkoo joukkorahoituslain 15 §:n 1 momentissa tarkoitettuja säännöksiä. Momentin 1 kohta soveltuu joukkorahoituksen välittäjän nykyisessä muodossaan eikä sitä ole tarvetta muuttaa.

40 §. *Seuraamusmaksu.* Pykälän 1 momenttia täydennetään maininnalla seuraamusmaksun määräämisestä sille, joka tahallaan tai huolimattomuudesta laiminlyö tai rikkoo joukkorahoituslain 15 §:n 2 momentissa tarkoitettuja säännöksiä.

5 luku. Asiakkaansuojan valvonta

46 §. *Viranomaisten yhteistyö.* Pykälän 1 momenttia täydennetään viittauksella Etelä-Suomen aluehallintovirastoon, joka valvoo kuluttajaluottojen markkinoinnin ja luottosopimusten lainmukaisuutta. Kuluttajaluotolla tarkoitetaan kaikkia elinkeinonharjoittajan kuluttajalle tarjoamia luottoja. Niitä ovat esimerkiksi erilaiset tililuotot, osamaksukauppa, luottokorttiluotot ja pankkilainat. Luotonantajan on noudatettava lakia ja hyvää luotonantotapaa sekä meneteltävä vastuullisesti luottosuhteen kaikissa vaiheissa. Lisäksi Etelä-Suomen aluehallintoviraston tehtäviä on ehdotettu laajennettavaksi niin, että jatkossa se valvoo myös lainamuotoista joukkorahoitusta tarjoavia palveluntarjoajia niissä tilanteissa, joissa velallisena on kuluttaja (vertaislainaus). On mahdollista, että joukkorahoituksen välittäjä tarjoaa laina- tai sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen lisäksi vertaislainausta, mitkä sijoittajan näkökulmasta voivat näyttää yhdeltä ja samalta sijoitustoiminnalta. Tämä edellyttää hyvää ja välitöntä yhteistyötä eri valvontaviranomaisten välillä. Näin ollen pykälän 1 momenttia on tarpeen täydentää niin, että Finanssivalvonnan ja kuluttaja-asiamiehen lisäksi myös Etelä-Suomen aluehallintovirasto valvoo jatkossa markkinoinnin, sopimusehtojen käytön sekä muiden 45 §:ssä tarkoitettujen menettelytapojen laillisuutta laissa säänneltyjen toimivaltuuksiensa rajoissa.

Pykälän 2 momenttia täydennetään niin ikään viittauksella Etelä-Suomen aluehallintovirastolla. Finanssivalvonnan, kuluttaja-asiamiehen ja Etelä-Suomen aluehallintoviraston on oltava tarkoituksenmukaisessa yhteistyössä keskenään.

6 luku. **Ulkomaisten valvottavien ja niiden Suomessa olevien sivuliikkeiden valvonta ja yhteistyö ulkomaan valvontaviranomaisten kanssa**

50 f §. *Toiminta vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annetussa direktiivissä ja siihen liittyvässä Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksissa tarkoitettuna toimivaltaisena viranomaisena.* Pykälään lisätään uusi 4 momentti, jonka mukaan Finanssivalvonta toimii eurooppalaisista pitkäaikaissijoitusrahastoista annetun ELTIF-asetuksen (EU) N:o 760/2015 3 artiklassa tarkoitettuna toimivaltaisena viranomaisena.

1.5 Laki Finanssivalvonnan valvontamaksusta

6 §. *Muun maksuvelvollisen perusmaksu.* Pykälää täydennetään yhdellä uudella muulla perusmaksun maksuvelvollisella, joukkorahoituksen välittäjällä. Perusmaksun määrä pohjautuu pykälässä nykyisin olevaan rekisteröitymisvelvollista vaihtoehtorahastojen hoitajaa koskevaan sääntelyyn, jonka mukaisesti perusmaksu Finanssivalvontaan joukkorahoituksen välittäjälle on 1 000 euroa.

1.6 Laki vaihtoehtorahastojen hoitajista

1 luku. **Yleiset säännökset**

6 §. *Suhde muuhun lainsäädäntöön.* Pykälään lisätään uusi 7 momentti, jonka mukaan eurooppalaisista pitkäaikaissijoitusrahastoista säädetään ELTIF-asetuksessa (EU) N:o 760/2015.

2 luku. **Määritelmät**

1 §. *Vaihtoehtorahasto.* Pykälään lisätään selvyuden vuoksi uusi 2 momentti, jonka mukaan sijoitusrahastolaissa ja joukkorahoituslaissa säädetyin edellytyksin vaihtoehtorahastolla tarkoitetaan myös yhteisöä tai muuta yhteistä sijoittamista ja joukkorahoituksen välitystä, jossa varoja hankitaan joukkorahoituksella tai luotonvälityksellä tai muutoin yhteisen sijoittamisen tarkoituksessa yhdeltä tai useammalta sijoittajalta ja sijoitetaan määritellyn sijoituspolitiikan mukaisesti sijoittajien eduksi ja jolta ei edellytetä sijoitusrahastodirektiivin 5 artiklassa tarkoitettua lupaa. Säännöksessä tarkoitettu toiminta on esimerkiksi niin sanottuna luotonantorahastona toimimista (engl. *lender fund, loan origination fund*). Luotonantorahasto voi tarjota pk-yritysten jälleenrahoitusta, kuten listaamattomien yritysten velkakirjoja tai yritysten myyntisaamisten rahoittamista. Luotonantorahastojen tarjoaminen, jos niitä tarjotaan muille kuin kuluttajille, on äskettäin sallittu vaihtoehtorahastojen hoitajille muun muassa Saksassa. Vaihtoehtorahastot tarjoavat välineen esimerkiksi arvopaperistamiskohteiden tarjoamiseksi ammattimaisille sijoittajille, joskin tulkinnat luotonantorahastojen sallittavuudesta ja toimintamuodoista vaihtelevat eri jäsenvaltioissa. Mahdollisuus yhden sijoittajan muodostamaan vaihtoehtorahastoon vastaa puolestaan sijoitusrahastolain 27 §:n 1 momentissa tarkoitettua erikoissijoitusrahastoa ja ESMA:n ohjetta AIFMD:n keskeisistä käsitteistä ESMA/2013/611 (engl. *Guidelines on key concepts of the AIFMD*, 13.8.2013).

5 luku. **Rekisteröinti**

2 §. *Finanssivalvonnan rekisteri.* Pykälään lisätään uusi *5 kohta*, jonka mukaan Finanssivalvonta ylläpitää julkista rekisteriä 1 luvun 6 §:ssä tarkoitetuista eurooppalaisten pitkäaikaissijoitusrahastojen hoitajista, joiden ELTIF-asetuksen mukainen kotipaikka on Suomessa.

19 luku. **ETA-valtiot**

6 §. *Sijoituspalvelun tarjoaminen.* Pykälän *1 ja 3 momentista* poistetaan maininnat sijoituspalvelun tarjoamista koskevasta Finanssivalvonnan luvasta. Tämä liittyy MIFID II:n 92 artiklan täytäntöönpanoon, jonka alkuperäinen määräpäivä oli 3 päivänä heinäkuuta 2015. Määräpäivää on vuoden 2015 lopussa päätetty EU-toimielimissä siirtää vuodella eteenpäin heinäkuuhun 2016. Finanssivalvonnan lupaa edellytetään kuitenkin oheispalveluista rahoitusvälineiden säilyttämisen tarjoamiselle, koska luvanvaraiseksi sijoituspalveluksi on sijoituspalvelulain 1 luvun 11 §:n 9 kohdassa säädetty rahoitusvälineiden säilyttäminen, joka MIFID I:ssä on oheispalvelu. Sen sijaan muita oheispalveluja, kuten sijoitusneuvontaa, yhteissijoitusyritysten osakkeiden tai osuuksien säilytystä ja hallinnointia sekä rahoitusvälinettä koskevien toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä, voidaan tarjota ulkomailta Suomeen ilman Finanssivalvonnan lupaa. Tämä vastaa AIFMD:n 6 artiklan 4 kohdan b alakohtaa ja ESMA:n kysymys/vastaus (Q&A) –tiedonantoa (engl. *Questions and Answers. Application of the AIFMD*), jossa on Euroopan unionista tehdyn sopimuksen (SEU) 4 artiklan 3 kohdan vilpittömän yhteistyön periaatteeseen vedoten kehoitettu jäsenvaltioiden valvontaviranomaisia soveltamaan MIFID II:n 92 artiklaa jo ennen sen alkuperäistä täytäntöönpanopäivää 3 päivänä heinäkuuta 2015 (27.6.2014/ESMA/2014/714, viimeisin päivitys 9.1.2015/ESMA/2015/11).

1.7 Sijoitusrahastolaki

1 luku. **Yleiset säännökset**

3 a §. Pykälän *2 momenttiin* lisätään viittaus ELTIF-asetukseen (EU) N:o 760/2015. Erikoissijoitusrahastoihin, joihin sovelletaan ELTIF-asetusta, sovelletaan sijoitusrahastolakia, jollei ELTIF-asetuksesta muuta johdu.

1.8 Laki panttilainauslaitoksista

24 §. Pykälään ehdotetaan uuden arvopaperimarkkinain mukaista käsitteellistä täsmennystä, jossa julkinen kaupankäynti korvataan säännellyllä markkinalla tai monenkeskisellä kaupankäyntijärjestelmällä. Korjaus liittyy arvopaperimarkkinainsäädännön kokonaisuudistukseen (HE 32/2012 vp), joka tuli voimaan vuoden 2013 alussa.

1.9 Maksulaitoslaki

3 §. *Soveltamisalaan kuulumattomat maksutapahtumat.* Pykälään ehdotetaan joukkorahoituslain edellyttämää täsmennystä, jonka mukaisesti pykälän *1 kohtaan* lisätään maininta joukkorahoituksen välittäjää asiakkaansa lukuun tekemää maksuvälitystä koskevasta soveltamisala-poikkeuksesta. Pykälän 1 kohdassa suljetaan maksulaitoslain soveltamisalan ulkopuolelle kauppaedustajista ja myyntimiehistä annetussa laissa (417/1992) tarkoitettun kauppaedustajan tai muun vastaavan edustajan päämiehensä puolesta neuvottelemaan tai tekemään tavaraa, palvelua tai muuta hyödykettä koskevaan myynti- tai ostosopimukseen liittyvän maksun välittäminen. Kohdalla on pantu täytäntöön maksupalveludirektiivin 3 artiklan b alakohta. Maksupalveludirektiivin 3 artikla on implementoitu Suomessa maksulaitoslakiin vain osittain. Kansallista harkintaa on siten aiemmin käytetty suppeammin kuin olisi ollut maksupalveludirek-

tiivin perusteella mahdollista. Ehdotetulla muutoksella laajennetaan kansallisen harkinnan käyttöä kotimaisten rahoitusmarkkinoiden kilpailukyvyyn parantamiseksi ja suhteellisuusperiaatteen täysimääräiseksi hyödyntämiseksi.

Pienimuotoista maksupalvelua voidaan maksulaitoslain 7 §:n 2 momentin nojalla tarjota ilman toimilupaa, jos oikeushenkilön toteuttamien maksutapahtumien yhteismäärä on arviota edeltäneiden 12 kuukauden aikana ollut keskimäärin enintään kolme miljoonaa euroa kuukaudessa. Tällöin maksupalvelun tarjoajan on tehtävä Finanssivalvonnalle maksulaitoslain 8 §:ssä tarkoitettu ilmoitus.

1.10 Laki rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä

2 §. Lain soveltamisala. Pykälän uuden 25 kohdan mukaan joukkorahoituslaissa määritelty joukkorahoituksen välittäjä lisätään lain soveltamisalan piiriin kuuluvien yhteisöjen ja elinkeinonharjoittajien joukkoon. Lisäyksen nojalla joukkorahoituksen välittäjä on jatkossa lain 5 §:n 1 momentin 3 kohdan mukainen ilmoitusvelvollinen. Muutoksen johdosta joukkorahoituksen välittäjä on velvollinen noudattamaan kaikkia lain mukaisia ilmoitusvelvollisia koskevia säännöksiä. Lisäyksellä saatetaan kansallisesti voimaan ESMA:n 1 päivänä heinäkuuta 2015 julkaisemassa kysymyksiä ja vastauksia –tiedonannossa ESMA/2015/1005 (engl. *Questions and Answers: Investment-based crowdfunding: money laundering/terrorist financing*) sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen yhteydessä esittämä huomio siitä, että rahanpesun ja terrorismin rahoituksen estämisen ja selvittämisen näkökulmasta suurin ongelma kohdistuu MIFID I:n tai maksupalveludirektiivin soveltamisalan ulkopuolelle jääviin palvelualustoihin, jotka eivät EU-lainsäädännön perusteella ole suoraan velvollisia huolehtimaan rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä. Ilman rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä annetun lain muuttamista tällaisiksi palvelualustoiksi olisi voitu tietyissä tapauksissa katsoa myös joukkorahoituslaissa määritellyt joukkorahoituksen välittäjät.

2 Tarkemmat säännökset ja määräykset

2.1 Tarkemmat säännökset

Esityksen 1. lakiehdotuksen 21 §:n mukaan valtiovarainministeriön asetuksella voidaan antaa tarkemmat säännökset joukkorahoituksen saajan velvollisuudesta julkaista 1. lakiehdotuksen 11 §:n 2 momentissa tarkoitettut oikeat ja riittävät tiedot, kun esitedirektiiviä ei sovelleta arvopaperiin tai arvopaperitarjoukseen. Asetuksella voidaan myös antaa tarkemmat säännökset joukkorahoituksen saajan velvollisuudesta julkaista 1. lakiehdotuksen 11 §:ssä tarkoitettujen oikeiden ja riittävien tietojen rakenne ja sisältö laskettuna 12 kuukauden ajalta, vastikkeeltaan Suomessa yhteensä alle 5 miljoonan euron suuruiseen tarjoukseen sisältyvistä arvopapereista.

Asetuksen tarkoitus on määritellä 1. lakiehdotuksen 11 §:n 2 momentissa tarkoitettut oikeat ja riittävät tiedot siten, että ne voivat olla vähäisemmät ja yksinkertaisemmin toteutettavissa kuin nykyiset vaatimukset kansallisen esitteen sisällöstä. Finanssivalvonnalle ei ehdoteta EU-sääntelyyn liittyvää määräystenantovaltuutta, koska laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta kaikissa tilanteissa ei koske MIFID I, MIFID II tai muukaan EU-sääntely, kuten komission antamat delegoidut säädökset, joiden vuoksi Finanssivalvonnan määräystenantovaltuus on yleensä tarpeen. Jos laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta harjoitetaan jonkin muun toimiluvan kuten luottolaitoksen, maksulaitoksen, rahastoyhtiön, sijoituspalveluyrityksen tai vaihtoehtorahastojen hoitajan toimiluvan nojalla, noudatetaan soveltuvin osin siihen liittyviä Finanssivalvonnan määräyksiä ja ohjeita.

2.2 Tarkemmat määräykset

Esityksen 1. lakiehdotuksen 8 §:n 3 momentin mukaan Finanssivalvonta voi antaa tarkempia määräyksiä siitä, miten lakiehdotuksen 8 §:ssä tarkoitetun rekisteristä poistamisen perusteella toiminnan lopettamisen tulee tapahtua.

3 Voimaantulo

Lait on tarkoitettu tulemaan voimaan mahdollisimman pian sen jälkeen kun ne on hyväksytty ja vahvistettu, kuitenkin viimeistään 1 päivänä heinäkuuta 2016. Esityksen 6. ja 7. lakiehdotukseen sisältyvät ELTIF-asetuksen (EU) N:o 760/2015 edellyttämät kansalliset säännökset on saatettava voimaan 9 päivänä joulukuuta 2015 ja MIFID II:n 92 artiklan vastaavasti 3 päivänä heinäkuuta 2017 mennessä, sillä EU-toimielimet päättivät vuoden 2015 lopussa siirtää MIFID II:n täytäntöönpanoa vuodelle. Esityksen 1. lakiehdotuksen 23 §:n siirtymäsäännökset koskevat rekisteröitymishakemusta ja rekisteröitymistä, niihin liittyviä seuraamuksia sekä itsesääntelyä.

4 Suhde perustuslakiin ja säätämisjärjestys

Elinkeinovapaus

Perustuslain 18 §:n 1 momentin mukaan jokaisella on oikeus lain mukaan hankkia toimeentulonsa valitsemallaan työllä, ammatilla ja elinkeinolla.

Esityksen 1. lakiehdotuksen 2 luvun mukaan oikeus joukkorahoituksen välitykseen säädetään rekisteröintiä edellyttäväksi elinkeinoksi. Elinkeinotoiminnan harjoittamisen edellytyksenä oleva rekisteröinti merkitsee puuttumista perustuslain 18 §:n 1 momentissa säädettyyn elinkeinovapauteen.

Perustuslakivaliokunta on käsitellyt toimiluvan ja elinkeinovapauden suhdetta muun muassa lausunnoissaan PeVL 33/2005 vp, PeVL 16/2003 vp ja PeVL 67/2002 vp. Valiokunta on pitänyt elinkeinovapautta perustuslain mukaisena pääsääntönä. Elinkeinotoiminnan luvanvaraisamista on pidetty poikkeuksellisesti mahdollisena tärkeiden ja vahvojen yhteiskunnallisten etujen sitä puoltaessa (PeVL 15/2008 vp, PeVL 9/2005 vp ja PeVL 45/2001 vp). Rekisteröitymisvelvollisuus on valtiosääntöoikeudellisesti rinnastettu luvanvaraisuuteen (PeVL 15/2008 vp, PeVL 45/2001 vp ja PeVL 24/2000 vp), minkä vuoksi rekisteröitymisen on katsottu täyttävän myös MIFID II:n 3 artiklan edellytykset luvanvaraisuudesta. Rekisteröinnistä on aina säädettävä lailla, jonka tulee täyttää perusoikeuden rajoittamiselta vaadittavat yleiset edellytykset. Sääntelyn sisällön kannalta perustuslakivaliokunta on pitänyt tärkeänä, että säännökset rekisteröinnin edellytyksistä ja pysyvyydestä antavat riittävän ennustettavuuden viranomais-toiminnasta. Merkitystä on myös sillä, missä määrin viranomaisen toimivaltuudet määräytyvät niin sanotun sidotun harkinnan ja missä määrin tarkoituksenmukaisuusharkinnan mukaisesti (PeVL 15/2008 vp ja PeVL 33/2005 vp).

Joukkorahoituksen välittäjien rekisteröinti on tarpeellista näiden ammattipätevyyden ja luotettavuuden sekä riittävän sijoittajansuojan turvaamiseksi, valvontaviranomaisten valvontatyön helpottamiseksi sekä sen ehkäisemiseksi, ettei toimintaa käytetä rikollisiin tarkoituksiin, kuten rahanpesuun ja terrorismin rahoittamiseen. Joukkorahoituksen välityksen edellytyksenä oleva rekisteröinti on painavan yhteiskunnallisen tarpeen vaatimaa. Rekisteröinnin edellytykset ovat yksityiskohtaisia, täsmällisiä ja tarkkarajaisia, joissa otetaan huomioon laatukriteerit ja luotettavuuskriteerit. Rekisteröintiin ei liity tarkoituksenmukaisuusharkintaa, vaan jokainen

rekisteri-ilmoituksen tekijä on merkittävä rekisteriin, jos laissa säädetyt edellytykset täyttyvät. Rekisteröinnin epäämistä koskevaan Finanssivalvonnan päätökseen voi myös hakea muutosta.

Esityksen 1. lakiehdotuksen 8 §:ssä säädetään rekisteristä poistamisen edellytyksistä. Perustuslakivaliokunta on elinkeinotoiminnan sääntelyn yhteydessä vakiintuneesti pitänyt luvan peruuttamista yksilön oikeusasemaan ja oikeussuojaan puuttuvana viranomaistoimena vaikutuksiltaan jyrkempänä kuin haetun luvan epäämistä. Valiokunta on katsonut sääntelyn oikeasuhtaisuuden kannalta välttämättömäksi sitoa luvan peruuttamismahdollisuus vakaviin tai olennaisiin rikkomuksiin tai laiminlyönteihin sekä siihen, että luvanhaltijalle mahdollisesti annettujen huomautukset tai varoitukset eivät ole johtaneet toiminnassa esiintyneiden puutteiden korjaamiseen (PeVL 17/2012 vp ja PeVL 43/2013 vp). Nämä vaatimukset on otettu huomioon rekisteröintiä koskevissa säännöksissä.

Rahoitusmarkkinalainsäädännössä on merkittäviä lakiin perustuvia rajoituksia elinkeinovapauden, joiden tarkoituksena on suojata finanssialan yritysten asiakkaiden etuja sekä turvata rahoitusvakaus ja yleinen luottamus finanssimarkkinoiden toimintaan. Finanssipalveluja tarjoavien yritysten ja finanssipalvelujen perusjärjestelmiä ylläpitävien tahojen on hankittava etukäteen lupa toiminnan harjoittamiseen. Näin voidaan varmistua siitä, että yrityksellä on jo alusta alkaen riittävät edellytykset lain vaatimukset täyttävään toimintaan. Lisäksi on tärkeää, että yritysten toimintaa sääntelevä lainsäädäntö ja julkinen viranomaisvalvonta turvaavat näiden yleisten tavoitteiden saavuttamista.

Esityksen 1. lakiehdotus on merkittävä paitsi perustuslaissa turvatuun elinkeinovapauden myös omaisuudensuojan kannalta etenkin siksi, että hyvin erilaiset olemassa olevat järjestelyt voivat tulla lakiehdotuksen soveltamisalan piiriin. Näitä järjestelyjä tehtäessä sijoittajille tai toiminnan harjoittajille on voinut syntyä perusteltuja odotuksia taloudellisten asioiden järjestämisen oikeustilasta. Järjestelyt voivat koskea esimerkiksi toiminnan järjestämisen muotoa, vastuurakenteita ja sitä, minkälaisia kustannuksia tietty järjestely aiheuttaa. Perusteltujen odotusten suoja liittyy varallisuus oikeudellisten oikeustoimien pysyvyyden suojaan (esimerkiksi PeVL 1/2003 vp).

Koska eri osapuolilla on oikeus luottaa sopimussuhteen kannalta olennaisen lainsäädännön pysyvyyteen, ei sopimussuhteista voi säännellä tavalla, joka kohtuuttomasti heikentää osapuolten oikeusasemaa. Tällainen sijoittajansuojan ja elinkeinovapauden näkökulmasta keskeinen heikennys on esimerkiksi se, jos ei ole olemassa keinoa selvittää sinänsä hyväksyttävästi ja oikeasuhteisesti annetun uuden lainsäädännön asettamien velvollisuuksien soveltuvuutta toimintaan, jota harjoittaa tai johon on jo sijoittanut.

Voimassa olevaan lainsäädäntöön pohjautuvalle sääntelylle on siten olemassa tärkeät ja vahvat yhteiskunnalliset syyt. Ehdotettu sääntely myös täyttää perusoikeutta rajoittavalta lailta vaadittavat yleiset edellytykset. Elinkeinovapauden rajoitukset ovat muun muassa täsmällisiä ja tarkkarajaisia.

Muutoksenhaku

Perustuslain 21 §:n 1 momentin mukaan jokaisella on oikeus saada asiansa käsitellyksi asianmukaisesti ja ilman aiheetonta viivytystä lain mukaan toimivaltaisessa tuomioistuimessa tai muussa viranomaisessa sekä oikeus saada oikeuksiaan ja velvollisuuksiaan koskeva päätös tuomioistuimen tai muun riippumattoman lainkäyttöelimen käsiteltäväksi.

Esityksessä noudatetaan Finanssivalvonnasta annetun lain 73 §:n säännöksiä muutoksenhausta Finanssivalvonnan antamiin päätöksiin. Pääsääntönä on siten, että Finanssivalvonnan antamaan päätökseen haetaan muutosta Helsingin hallinto-oikeudelta. Tätä vastaavat muutoksenhakusäännökset sisältyvät 1. lakiehdotuksen 20 §:ään. Helsingin hallinto-oikeuden antamaan päätökseen haetaan muutosta hallintolainkäyttölain mukaisesti valittamalla korkeimpaan hallinto-oikeuteen, jos valitusviranomaisen myöntää muutoksenhakuluvan.

Esitykseen sisältyvät muutoksenhakua koskevat säännökset ovat tarpeellisia ja tarkoituksenmukaisia sekä samalla supusoinnussa valtiosäännön vaatimusten kanssa.

Finanssivalvonnan toimivaltuudet ja hallinnolliset seuraamukset

Lakiehdotuksiin sisältyy Finanssivalvonnalle annettavia toimivaltuuksia, mutta ne eivät pääosin ole sisällöltään tai luonteeltaan uusia, vaikka kohdistuvat uusien toimijoihin. Finanssivalvonnan yleisistä toimivaltuuksista säädetään Finanssivalvonnasta annetun lain 3 luvussa eikä niitä ehdoteta muutettavaksi.

Ehdotetut toimivaltuudet ovat merkityksellisiä perustuslain 18 §:n 1 momentin mukaisen elinkeinon ja ammatin harjoittamisen vapauden kannalta. Tällaisia valtuuksia ei ole pidetty valtiosäännön kannalta ongelmallisina (PeVL 28/2008 vp ja PeVL 67/2002 vp).

Esityksen 1. lakiehdotuksen 15 §:n säännökset hallinnollisista seuraamuksista sisältävät uusia seuraamuksia. Perustuslakivaliokunnan vakiintuneen tulkinnan mukaan tällaiset rike- ja seuraamusmaksut eivät ole perustuslain 81 §:n mielessä sen paremmin veroja kuin maksujakaan. Rangaistusluonteinen taloudellinen seuraamus on asiallisesti rinnastettavissa rikosoikeudelliseen seuraamukseen, jonka yleisistä perusteista on perustuslain 2 §:n 3 momentin edellyttämällä tavalla säädettävä lailla, koska sen määrittämiseen sisältyy merkittävää julkisen vallan käyttöä. Laissa on täsmällisesti ja selkeästi säädettävä maksuvelvollisuuden ja maksun suuruuden perusteista sekä maksuvelvollisen oikeusturvasta samoin kuin lain täytäntöönpanon perusteista. Hallinnolliset seuraamukset ovat rinnastettavissa kilpailulain (948/2011) perusteella määrättäviin hallinnollisiin seuraamuksiin (PeVL 40/2010 vp) ja vastaavat arvopärimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksessa (PeVL 17/2012 vp) sekä vaihtoehdorahastojen hoitajia koskevassa lainsäädännössä (PeVL 43/2013 vp) voimaan tulleita seuraamuksia.

Sanktiomuotoisten hallinnollisten seuraamusten maksuvelvollisuuden ja suuruuden perusteista sekä maksuvelvollisen oikeusturvasta samoin kuin lain täytäntöönpanon perusteista tulee säätää lailla (PeVL 55/2005 vp ja PeVL 32/2005 vp). Seuraamusmaksun enimmäismäärästä sekä rikemaksun vähimmäis- ja enimmäismäärästä säädetään Finanssivalvonnasta annetussa laissa. Määrättävän rikemaksun ja seuraamusmaksun suuruus perustuu kokonaisarviointiin. Tarkemmat säännökset seuraamusmaksun määrittämisestä, rikemaksusta, hallinnollisen seuraamuksen määrittämisestä, rikemaksun ja seuraamusmaksun täytäntöönpanosta ja palauttamisesta sekä muutoksenhausta sisältyvät Finanssivalvonnasta annettuun lakiin.

Esityksen 1. lakiehdotuksen 15 §:n säännöksissä hallinnollisista seuraamuksista on sovitettu yhteen seuraamusten täsmällisyys ja oikeasuhtaisuus sekä seuraamusten käytön joustavuus ja varoittavuus. Finanssivalvonnalla tulee olla joustavat mahdollisuudet määrätä kussakin lainsäädännön rikkomis- tai laiminlyöntitapauksessa vallitsevat olosuhteet huomioon ottaen tarkoituksenmukaisin seuraamus. Hallinnolliset seuraamukset mahdollistavat nopean ja tehokkaan puuttumisen rahoitusmarkkinalainsäädännön vastaiseen menettelyyn, mikä tehostaa rahoitusmarkkinoiden julkista valvontaa sekä niiden luotettavuutta ja toimintaa.

Oikeus saada tietoja Finanssivalvonnan rekisteristä

Ehdotetulla 1. lakiehdotuksella luodaan jokaiselle oikeus saada tietoja Finanssivalvonnan ylläpitämästä rekisteristä. Lakiehdotuksella on välittömät liittymäkohdat perustuslaissa säädettyyn yksityiselämän ja henkilötietojen suojaan. Perustuslain 10 §:n 1 momentin mukaan jokaisen yksityiselämä, kunnia ja kotirauha on turvattu. Henkilötietojen suojasta säädetään lainkohdan mukaan tarkemmin lailla. Säännöksen lakiviittaus henkilötietojen suojasta edellyttää lainsäätäjän säätävän tästä oikeudesta, mutta se jättää sääntelyn yksityiskohdat lainsäätäjän harkintaan. Tällainen perusoikeussäännös sitoo lainsäätäjän sisällöllistä harkintaa vähemmän kuin sen tapainen sääntelyvarauksen sisältävä säännös, jossa perusoikeuden todetaan olevan olemassa sen mukaan kuin lailla säädetään. Lainsäätäjän liikkuma-alaa rajoittaa kuitenkin se, että henkilötietojen suoja osittain sisältyy samassa 10 §:n 1 momentissa lähtökohtaisesti suojatun yksityiselämän piiriin.

Perusoikeuksiin puuttumisen sallittavuutta on arvioitava perusoikeuksien yleisten rajoitusedellytysten valossa. Perustuslakivaliokunnan ratkaisukäytännössä on erityistä huomiota kiinnitetty lailla säätämisen vaatimukseen, rajoituksen täsmällisyys- ja tarkkarajaisuusvaatimukseen, rajoitusperusteiden hyväksyttävyyteen, suhteellisuusvaatimukseen ja oikeusturvavaatimukseen. Esityksessä on päädytty yksityisyyden suojaan liittyvien näkökohtien johdosta nyt ehdotettuun ratkaisuun, joka on perusoikeuksien rajoitusperusteiden hyväksyttävyyden ja suhteellisuusvaatimuksen näkökulmasta ongelmaton. Ehdotuksessa on perustuslakivaliokunnan ratkaisukäytännössään edellyttämällä tarkkuudella myös säädetty luovutettavan tiedon sisällöstä ja luovuttamisesta samoin kuin muista tarvittavista seikoista. Lakiehdotus on henkilötietojen suojaan koskevan perustuslain 10 §:n 1 momentin henkilötietojen ja yksityiselämän suojan kannalta ongelmaton.

Asetuksenanto- ja määräystenantovaltuudet

Perustuslain 80 §:n mukaan tasavallan presidentti, valtioneuvosto ja ministeriö voivat antaa asetuksia perustuslaissa tai muussa laissa säädetyn valtuuden nojalla.

Esityksen 1. lakiehdotuksen 21 §:ään sisältyvällä asetuksenantovaltuudella täsmennetään sijoittajansuojaa edistäviä säännöksiä. Vaikka valtuus ei sellaisenaan perustukaan EU-sääntelyyn, sisällöllisesti se myötäilee esitedirektiiviin perustuvaa arvopaperimarkkinalain 5 luvun 11 §:n mukaista valtuutta. Myöskään 2. lakiehdotuksen 2 luvun 5 §:n asetuksenantovaltuus ei perustu EU-sääntelyyn. Kumpikaan valtuus ei ole valtioneuvoston koko toiminnan kannalta laajakantoinen tai periaatteellisesti tärkeä eikä kuulu usean ministeriön toimialaan, joten sen antaminen voidaan säätää rahoitusmarkkinalainsäädännöstä vastaavan valtiovaraministeriön tehtäväksi.

Perustuslain 80 §:n mukaan myös muu viranomainen voidaan lailla valtuuttaa antamaan oikeussääntöjä määräytyistä asioista, jos siihen on sääntelyn kohteeseen liittyviä erityisiä syitä eikä sääntelyn asiallinen merkitys edellytä, että asiasta säädetään lailla tai asetuksella. Tällaisen valtuuden tulee olla soveltamisalaltaan täsmällisesti rajattu.

Esityksen 1. lakiehdotuksen 8 §:n 3 momenttiin sisältyy Finanssivalvonnalle valtuus antaa tarkempia määräyksiä siitä, miten joukkorahoituksen välittäjien toiminnan lopettamisen tulee tapahtua rekisteristä poistamisen yhteydessä. Ehdotukset vastaavat eräiden luotonantajien rekisteröinnistä annetun lain 12 §:ää, mikä ei rajoita elinkeinovapautta, kuten edellä on todettu. Määräystenantovaltuuksien kohteena on tarkkaan määritelty ja rajoitettu joukko Finanssivalvonnasta annetun lain 5 §:ssä tarkoitettuja muita finanssimarkkinoilla toimivia toimijoita. Määräystenantovaltuuksille on tyypillistä, että ne koskevat luonteeltaan lain sisältöä tarkenta-

vaa teknistä tai muutoin yksityiskohtia koskevaa sääntelyä. On siten tarkoituksenmukaista, että Finanssivalvonta antaa nämä tarkemmat määräykset. Perustuslakivaliokunta on pitänyt useassa yhteydessä mahdollisena tällaisen määräystenantoavallan osoittamista Finanssivalvonnalle tai sen edeltäjille (PeVL 28/2008 vp, PeVL 17/2004 vp, PeVL 67/2002 vp ja PeVL 12/1996 vp).

Ratkaisusuosituksia antavat toimielimet ja yhdistymisvapaus

Esityksen 1. lakiehdotuksen 18 §:n mukaan joukkorahoituksen välittäjien on suoraan tai välillisesti kuuluttava riippumattomaan, alan toimijoita laajasti edustavaan Suomessa tai ETA-alueella perustettuun toimielimeen, joka on antanut suosituksia avoimuuden ja läpinäkyvyyden edistämiseksi, tai niiden on sitouduttava noudattamaan kyseisen toimielimen antamia, tämän lain mukaisia suosituksia. Toimielin voi antaa näistä kysymyksistä myös lausuntoja. Finanssivalvonnan pyynnöstä joukkorahoituksen välittäjien on myös toimitettava Finanssivalvonnalle toimielimen säännöt ja muut säännösten noudattamisen valvontaa varten tarvittavat Finanssivalvonnan määräämät selvitykset. Joukkorahoituksen välittäjien kuuluminen toimielimeen tai sitoutuminen noudattamaan toimielimen antamia suosituksia ei perustu pakkojäsenyyteen eikä siten loukkaa perustuslain 13 §:ssä säädettyä yhdistymisvapautta. Toimielin ei myöskään anna sitovia määräyksiä eikä käytä hallinto-oikeudellista toimivaltaa. Perustuslain 80 § ja 124 § eivät tule siten sovellettaviksi. Toimielintä koskeva sääntely ei näin ollen ole ongelmallista valtiosäännön kannalta.

Edellä esitetyistä syistä lakiehdotukset täyttävät perustuslain asettamat vaatimukset. Hallitus katsoo, että ehdotetut lait voidaan käsitellä tavallisessa lainsäätämisyksessä.

Edellä esitetyn perusteella eduskunnan hyväksyttäväksi annetaan seuraavat lakiehdotukset:

1.

Joukkorahoituslaki

Eduskunnan päätöksen mukaisesti säädetään:

1 luku

Yleiset säännökset

1 §

Soveltamisala

Tässä laissa säädetään vastikkeellisen laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen hankkimisesta, tarjoamisesta ja ammattimaisesta välittämisestä elinkeinotoiminnan rahoittamiseksi.

Mitä tässä laissa säädetään joukkorahoituksen välittäjästä, sovelletaan 3—8 ja 17 §:ää lukuun ottamatta myös joukkorahoitusta välittävään luottolaitokseen, maksulaitokseen, rahastoyhtiöön, sijoituspalveluyritykseen ja vaihtoehtorahastojen hoitajaan.

Tämän lain säännöksiä ei sovelleta sellaiseen lainamuotoiseen joukkorahoitukseen, jossa velallisenä on kuluttaja.

Rahankeräyksestä säädetään rahankeräyslaissa (255/2006).

Joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuudesta säädetään lisäksi arvopaperimarkkina-laissa (746/2012), jos laina- tai sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa tarjotaan ja välitetään arvopaperimarkkina-laissa tarkoitettuja arvopapereita.

2 §

Määritelmät

Tässä laissa tarkoitetaan:

1) *lainamuotoisella joukkorahoituksella* vastiketta vastaan harjoitettavaa luoton hankkimista, tarjoamista tai luotonvälitystä;

2) *sijoitusmuotoisella joukkorahoituksella* oman tai vieraan pääoman ehtoista sijoitusta rahoitusvälinettä tai muuta kuin arvopaperimarkkina-laissa tarkoitettua arvopaperia koskevassa merkintä- tai sijoitussopimuksessa taikka niihin rinnastettavassa sopimuksessa määritellyn suuruisen omistus- tai velkaosuuden taikka muun vastikkeellisen osuuden hankkimiseksi, tarjoamiseksi tai välittämiseksi joukkorahoituksen saajasta;

3) *joukkorahoituksen välittäjällä* elinkeinonharjoittajaa, joka ei ole luottolaitos, maksulaitos, rahastoyhtiö, sijoituspalveluyritys eikä vaihtoehtorahastojen hoitaja, ja joka ammattimaisesti välittää laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta;

4) *joukkorahoituksen saajalla* sellaista joukkorahoituksella varoja hankkivaa yritystä, joka ei ole pörssiyritys, tai muuta yhteisöä tai säätiötä;

5) *arvopaperilla* arvopaperimarkkina-lain 2 luvun 1 §:ssä tarkoitettua arvopaperia;

6) *rahoitusvälineellä* sijoituspalvelulain (747/2012) 1 luvun 10 §:ssä tarkoitettua rahoitusvälinettä;

7) *luottolaitoksella* luottolaitostoiminnasta annetun lain (610/2014) 1 luvun 7 §:ssä tarkoitettua luottolaitosta;

8) *maksulaitoksella* maksulaitoslain (297/2010) 5 §:n 2 kohdassa tarkoitettua maksulaitosta ja ulkomaisen maksulaitoksen toiminnasta Suomessa annetun lain (298/2010) 2 §:n 1 kohdassa tarkoitettua ulkomaista maksulaitosta;

9) *rahastoyhtiöllä* sijoitusrahastolain (48/1999) 2 §:n 1 momentin 3 kohdassa tarkoitettua rahastoyhtiötä ja mainitun momentin 10 b kohdassa tarkoitettua ulkomaista ETA-rahastoyhtiötä;

10) *sijoituspalveluyrityksellä* sijoituspalvelulain 1 luvun 9 §:n 1 momentin 1 kohdassa tarkoitettua sijoituspalveluyritystä ja mainitun momentin 2 kohdassa tarkoitettua ulkomaista sijoituspalveluyritystä;

11) *vaihtoehtorahastojen hoitajalla* vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain (162/2014) 2 luvun 2 §:n 1 momentissa tarkoitettua vaihtoehtorahastojen hoitajaa ja mainitun pykälän 2 momentissa tarkoitettua ETA-vaihtoehtorahastojen hoitajaa.

2 luku

Oikeus välittää joukkorahoitusta

3 §

Rekisteröitymisvelvollisuus

Elinkeinonharjoittaja saa välittää joukkorahoitusta vain, jos se on rekisteröitynyt tämän luvun mukaisesti Finanssivalvonnan ylläpitämään joukkorahoituksen välittäjien rekisteriin.

Rekisteröitymisvelvollisuus ei kuitenkaan koske luottolaitosta, maksulaitosta, rahastoyhtiötä, sijoituspalveluyritystä tai vaihtoehtorahastojen hoitajaa niiden välittäessä laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta. Rekisteröitymisvelvollisuus ei myöskään koske eräiden luotonantajien rekisteröinnistä annetussa laissa (747/2010) tarkoitettuja luotonantajia, elleivät ne välitä laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta, eikä toiseen Euroopan talousalueeseen kuuluvaan valtioon (*ETA-valtio*) sijoittautuneita elinkeinonharjoittajia, jotka välittävät tilapäisesti joukkorahoitusta Suomessa.

4 §

Rekisteri-ilmoitus

Sen, joka aikoo välittää joukkorahoitusta, on sisällytettävä rekisteri-ilmoitukseen:

- 1) 5 §:n 1 momentin 1 ja 2 kohdassa tarkoitettut tiedot;
- 2) selvitys 7 §:n 2 momentissa tarkoitetuista henkilöistä, joiden luotettavuus ja rahoitusmarkkinoiden toiminnan tuntemus tulee arvioitavaksi;
- 3) selvitys 7 §:ssä tarkoitettujen henkilöiden koulutuksesta ja työkokemuksesta.

Ilmoituksen tekijän on Finanssivalvonnan pyynnöstä toimitettava muitakin tietoja, jotka ovat tarpeen rekisteröinnin edellytysten täyttymisen arvioimiseksi.

5 §

Rekisteriin merkittävät tiedot ja muutoksista ilmoittaminen

Joukkorahoituksen välittäjien rekisteriin merkitään:

1) elinkeinonharjoittajan täydellinen nimi ja henkilötunnus tai tämän puuttuessa syntymäaika, toiminimi, aputoiminimi, yritys- ja yhteisötunnus tai muu vastaava tunniste sekä niiden toimipaikkojen käyntiosoite, joissa joukkorahoitusta välitetään;

2) niiden henkilöiden täydellinen nimi ja henkilötunnus tai tämän puuttuessa syntymäaika, joiden luotettavuus ja rahoitusmarkkinoiden toiminnan tuntemus on rekisteri-ilmoitusta käsiteltäessä selvitetty;

3) Finanssivalvonnan antama rekisteritunnus ja rekisteröinnin päivämäärä;

4) rekisteristä poistamisen syy ja ajankohta.

Joukkorahoituksen välittäjän on viipymättä ilmoitettava Finanssivalvonnalle rekisteriin merkittyjen tietojen muutoksista sekä toimintansa lopettamisesta.

6 §

Rekisteröinnin edellytykset

Finanssivalvonnan on rekisteröitävä ilmoituksen tekijä joukkorahoituksen välittäjäksi, jos:

1) ilmoituksen tekijällä on oikeus harjoittaa elinkeinoa Suomessa;

2) ilmoituksen tekijä ei ole konkurssissa, yrityksen saneerausmenettelyssä tai muussa maksuvyöttömyysmenettelyssä ja, jos ilmoituksen tekijä on luonnollinen henkilö, hän on täysi-ikäinen eikä hänen toimintakelpoisuuttaan ole rajoitettu;

3) ilmoituksen tekijä on luotettava;

4) ilmoituksen tekijällä on sellainen rahoitusmarkkinoiden toiminnan tuntemus kuin joukkorahoituksen välityksen luonteeseen ja laajuuteen katsoen on tarpeen.

Joukkorahoituksen välittäjällä on oltava omaa pääomaa vähintään 50 000 euroa tai riittävä ammatillinen vastuuvakuutus, pankkitakaus tai muu vastaava vakuus.

Joukkorahoituksen välittäjän on toimitettava Finanssivalvonnalle tiedoksi säännöt, sopimusehdot tai muut vastaavat asiakirjat, joista ilmenee, miten joukkorahoituksen välitys tapahtuu sekä mitä edellytyksiä, oikeuksia ja velvollisuuksia joukkorahoituksen saajille ja muille asiakkaille asetetaan.

Finanssivalvonta voi evätä rekisteröinnin, jos olosuhteet huomioon ottaen on ilmeistä, että ilmoituksen tekijä aikoo toimia toisen välikätenä.

7 §

Luotettavuus ja rahoitusmarkkinoiden toiminnan tuntemus

Ilmoituksen tekijää ei pidetä 6 §:n 1 momentin 3 kohdassa edellytetyllä tavalla luotettavana, jos hänet on lainvoiman saaneella tuomiolla viiden arviota edeltäneen vuoden aikana tuomittu vankeusrangaistukseen tai kolmen arviota edeltäneen vuoden aikana sakkorangaistukseen rikoksesta, jonka voidaan katsoa osoittavan hänen olevan ilmeisen sopimaton välittämään joukkorahoitusta, toimimaan joukkorahoituksen välittäjän omistajana taikka toimimaan sen hallituksen jäsenenä tai varajäsenenä, toimitusjohtajana tai toimitusjohtajan sijaisena taikka muussa ylimmässä johdossa, taikka jos hän on muutoin aikaisemmalla toiminnallaan osoittanut olevansa ilmeisen sopimaton toimimaan mainitunlaisessa tehtävässä.

Vaatus rahoitusmarkkinoiden toiminnan tuntemuksesta koskee hallitusta kokonaisuutena. Hallituksella sekä toimitusjohtajalla ja muulla toimivaan johtoon kuuluvalla on oltava sellainen yleinen rahoitusmarkkinoiden ja siihen liittyvien merkittävien riskien tuntemus kuin toiminnan laatuun ja laajuuteen katsoen on tarpeen. Toimivaan johtoon luetaan elinkeinonharjoittajan tai sen emoyhtiön toimitusjohtaja ja hänen sijaisensa, hallituksen jäsen ja varajäsen, hallintoneuvoston ja siihen rinnastettavan toimielimen jäsen ja varajäsen, vastuunalainen yhtiömies sekä muu ylimpään johtoon kuuluva sekä se, jolla on suoraan tai välillisesti vähintään

kymmenesosa osakeyhtiön osakkeista tai osakkeiden tuottamasta äänivallasta taikka vastaava omistus- tai määräämisvalta muussa yhteisössä.

Jos elinkeinonharjoittaja harjoittaa myös muuta liiketoimintaa kuin joukkorahoituksen välitystä, vaatimus koskee vain niitä, jotka tosiasiallisesti vastaavat joukkorahoituksen välityksestä.

8 §

Rekisteristä poistaminen

Finanssivalvonnan on poistettava joukkorahoituksen välittäjä rekisteristä, jos:

- 1) joukkorahoituksen välittäjä on lopettanut toimintansa;
- 2) 6 §:n 1 momentin 1—3 kohdassa säädetty rekisteröinnin edellytykset eivät enää täyty;
- 3) joukkorahoituksen välittäjä toimii toisen välikätenä;
- 4) 6 §:n 1 momentin 4 kohdassa säädetty rekisteröinnin edellytys ei enää täyty eikä joukkorahoituksen välittäjä ole Finanssivalvonnan antamassa kehotuksessa asetetussa määräajassa ilmoittanut uusia henkilöitä, jotka täyttävät asetetut vaatimukset rahoitusmarkkinoiden toiminnan tuntemuksesta; tai
- 5) joukkorahoituksen välittäjän tai sen ylimmän johdon toiminnassa ilmenee vakavia tai toistuvia laiminlyöntejä.

Jos elinkeinonharjoittaja on poistettu rekisteristä, se ei saa enää harjoittaa joukkorahoituksen välitystä.

Finanssivalvonta antaa tarkempia määräyksiä toiminnan lopettamisesta rekisteristä poistamisen perusteella.

9 §

Joukkorahoituksen välittäjän oikeus välittää laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta

Se, joka välittää joukkorahoitusta sijoituspalveluna ilman luottolaitoksen, maksulaitoksen, rahastoyhtiön, sijoituspalveluyrityksen tai vaihtoehtorahastojen hoitajan toimilupaa, saa sijoituspalvelulain 1 luvun 11 §:n 1 ja 5 kohdassa tarkoitetulla tavalla ainoastaan välittää ja vastaanottaa siirtokelpoisia arvopapereita ja rahasto-osuuksia koskevia toimeksiantoja sekä tarjota näihin rahoitusvälineisiin liittyvää sijoitusneuvontaa.

Rahoitusvälineinä ei tätä pykälää sovellettaessa kuitenkaan pidetä sellaisia siirtokelvottomia arvopapereita, jotka eivät ole arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita.

Edellä 1 momentissa tarkoitettuja toimeksiantoja saa välittää ainoastaan luottolaitokselle, rahastoyhtiölle, sijoituspalveluyritykselle ja vaihtoehtorahastojen hoitajalle sekä sellaiselle kolmannessa maassa toimiluvan saaneen sijoituspalveluyrityksen ja luottolaitoksen sivuliikelle, joka noudattaa sijoituspalvelulakia ja luottolaitostoiminnasta annettua lakia vastaavia toiminnan vakautta koskevia säännöksiä.

Edellä 1 momentissa tarkoitettuja sijoituspalveluja saa tarjota Suomesta ETA-alueelle, jollei sitä ole toisessa ETA-valtiossa kielletty tai rajoitettu. Kolmansista maista säädetään erikseen.

Elinkeinonharjoittaja saa välittää 1 momentissa tarkoitettuja toimeksiantoja myös sijoituspalvelulain 7 luvun 7 §:n mukaisena sidonnaisasiamiehenä.

3 luku

Asiakkaansuoja

10 §

Joukkorahoituksen välittäjän menettelytavat sekä velvollisuudet sijoittajaa kohtaan

Joukkorahoituksen välittäjän on toimittava rehellisesti, tasapuolisesti, ammattimaisesti ja asiakkaan edun mukaisesti.

Joukkorahoituksen välittäjän on noudatettava:

- 1) 18 §:n 1 momentissa tarkoitettua hyvää joukkorahoitustapaa,
- 2) sijoituspalvelulain 7 luvun 10 §:n säännöksiä eturistiriitatilanteiden hallinnasta,
- 3) sijoituspalvelulain 10 luvun 2 §:n 4 momentin mukaista kieltoa antaa sijoituspalvelun ja oheispalvelun markkinoinnissa totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa tietoa, 5 §:n säännöksiä tiedonantovelvollisuudesta, 9 §:n säännöksiä liiketoimista ja palveluista säilytettävistä tiedoista ja 10 §:n säännöksiä puhelujen tallentamisesta.

Joukkorahoituksen välittäjä ei saa hallinnoida eikä pitää hallussaan asiakkaansa varoja (*asiakasvarat*) tai arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita eikä olla velkaa asiakkaalleen välittäessään arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita. Jos joukkorahoituksen välittäjä välittäessään muita kuin arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita hallinnoi asiakasvaroja, sen on järjestettävä sen haltuun luovutettujen asiakasvarojen säilyttäminen ja käsittely luotettavalla tavalla ja huolehdittava siitä, että asiakasvarat pidetään erillään sen omista varoista.

Joukkorahoituksen välittäjän, joka on rekisteröitynyt 2 luvun mukaisesti, ei tarvitse liittyä sijoituspalvelulain 11 luvussa tarkoitettuun sijoittajien korvausrahastoon.

11 §

Tiedonantovelvollisuus

Joukkorahoituksen markkinoinnissa ei saa antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Tieto, jonka totuudenvastaisuus tai harhaanjohtavuus käy ilmi tiedon esittämisen jälkeen ja jolla saattaa olla olennaista merkitystä joukkorahoituksen välittäjän asiakkaalle, on viivytyksettä oikaistava tai täydennettävä riittävällä tavalla.

Joukkorahoituksen saajan on perustellun arvion tekemiseksi joukkorahoituksen saajasta ja tarjouksen edullisuudesta julkistettava 21 §:n mukaisesti ennen varainhankinnan aloittamista oikeat ja riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan yrityksen arvovon tai takaisinmaksukykyyn. Joukkorahoituksen välittäjän on huolehdittava siitä, että joukkorahoituksen saaja täyttää tässä momentissa säädetyn velvollisuuden.

Mitä 1 ja 2 momentissa säädetään joukkorahoituksen välittäjästä, koskee myös luottolaitosta, maksulaitosta, rahastoyhtiötä, sijoituspalveluyritystä ja vaihtoehtorahastojen hoitajaa, jos ne välittävät joukkorahoitusta.

Sen estämättä, mitä arvopaperimarkkinalain 4 luvun 3 §:ssä säädetään, joukkorahoituksen saajan ei tarvitse julkaista esitettä, jos arvopapereita tarjotaan Suomessa ja niiden yhteenlaskettu vastike 12 kuukauden aikana on alle 5 000 000 euroa.

12 §

Asiakkaan tunteminen

Asiakkaan tuntemisesta säädetään rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä annetussa laissa (503/2008).

Joukkorahoituksen välittäjä ei saa välittää joukkorahoitusta tai muutoin osallistua varainhankintaan joukkorahoituksen saajalle, joka on konkurssissa tai muussa maksukyvyttömyysmenettelyssä.

4 luku

Valvonta ja seuraamukset

13 §

Valvonta

Tämän lain noudattamista valvoo Finanssivalvonta.

Lisäksi kuluttaja-asiamies ja Etelä-Suomen aluehallintovirasto valvovat lain noudattamista, jos joukkorahoituksen välittäjän asiakkaana on kuluttaja.

Finanssivalvonnan yhteistyöstä kuluttaja-asiamiehen ja Etelä-Suomen aluehallintoviraston kanssa säädetään Finanssivalvonnasta annetun lain (878/2008) 46 §:ssä.

14 §

Rangaistussäännökset

Joka 2 luvun säännösten vastaisesti tahallaan tai törkeästi huolimattomuudesta ilman rekisteröintiä välittää joukkorahoitusta tai 12 §:n 2 momentin vastaisesti hankkii joukkorahoituksella varoja sellaiselle joukkorahoituksen saajalle, joka on konkurssissa tai muussa maksukyvyttömyysmenettelyssä, on tuomittava, jollei teko ole vähäinen tai siitä ole muualla laissa säädetty ankarampaa rangaistusta, *joukkorahoitusrikoksesta* sakkoon tai enintään yhdeksi vuodeksi vankeuteen.

Rangaistus 19 §:ssä säädetyn salassapitovelvollisuuden rikkomisesta tuomitaan rikoslain (39/1889) 38 luvun 1 tai 2 §:n mukaan, jollei teosta muualla laissa säädetä ankarampaa rangaistusta.

15 §

Rikemaksu ja seuraamusmaksu

Finanssivalvonnasta annetun lain 38 §:n 1 momentin 2 kohdassa tarkoitettuja säännöksiä, joiden laiminlyönnistä tai rikkomisesta määrätään rikemaksu, ovat tämän lain 18 §:n säännökset suosituksia antavaan toimielimeen kuulumisesta ja siihen liittyvästä ilmoitusvelvollisuudesta.

Finanssivalvonnasta annetun lain 40 §:n 1 momentissa tarkoitettuja säännöksiä ja päätöksiä, joiden laiminlyönnistä tai rikkomisesta määrätään seuraamusmaksu, ovat:

1) tämän lain 10 §:ssä mainitut sijoituspalvelulain 7 luvun 10 §:n säännökset eturistiriitojen hallinnasta;

2) tämän lain 10 §:ssä mainitut sijoituspalvelulain 10 luvun 2 §:n 4 momentin säännökset kiellosta antaa sijoituspalvelun ja oheispalvelun markkinoinnissa totuudenvastaista tai har-

haanjohtavaa tietoa, 5 §:n säännökset tiedonantovelvollisuudesta, 9 §:n säännökset liiketoimista ja palveluista säilytettävistä tiedoista ja 10 §:n säännökset puhelujen tallentamisesta;

3) tämän lain 10 §:ssä tarkoitetut säännökset asiakasvarojen hallinnasta ja hallussapidosta, 12 §:n säännökset asiakkaan tuntemisvelvollisuudesta sekä 11 §:n säännökset ja 21 §:n nojalla annetut säännökset tiedonantovelvollisuudesta.

Hallinnollisten seuraamusten määräämisestä, julkistamisesta, täytäntöönpanosta ja käsitte-lystä markkinaoikeudessa säädetään Finanssivalvonnasta annetun lain 4 luvussa.

16 §

Vahingonkorvausvelvollisuus

Joukkorahoituksen välittäjä ja joukkorahoituksen saaja ovat velvollisia korvaamaan vahingon, jonka ne ovat tahallaan tai huolimattomuudesta aiheuttaneet asiakkaalleen tai muulle henkilölle tämän lain tai sen nojalla annettujen säännösten vastaisella menettelyllä.

Joukkorahoituksen välittäjän ja joukkorahoituksen saajan hallituksen jäsen ja toimitusjohtaja ovat velvollisia korvaamaan vahingon, jonka he ovat tehtävässään tahallaan tai huolimattomuudesta aiheuttaneet joukkorahoituksen välittäjälle tai sen osakkeenomistajalle, yhtiömiehelle tai jäsenelle taikka muulle henkilölle rikkomalla tämän lain tai sen nojalla annettuja säännöksiä. Vahinko katsotaan aiheutetuksi huolimattomuudesta, jollei menettelystä vastuussa oleva osoita menetelleensä huolellisesti.

Tilintarkastajan vahingonkorvausvelvollisuudesta säädetään tilintarkastuslain (1141/2015) 10 luvun 3 §:ssä.

Vahingonkorvauksen sovittelusta säädetään vahingonkorvauslain (412/1974) 2 luvussa ja korvausvastuun jakaantumisesta kahden tai useamman korvausvelvollisen kesken mainitun lain 6 luvussa.

5 luku

Erinäiset säännökset

17 §

Rekisterin tietojen saaminen verkkopalveluna

Jokaisella on oikeus saada 3 §:n 1 momentissa tarkoitetusta rekisteristä yritys- ja yhteisötunnuksella yksilöimästään muusta rekisteröitymisvelvollisesta kuin luonnollisesta henkilöstä ja kuolinpesästä rekisteriin talletetut tiedot.

18 §

Hyvä joukkorahoitustapa ja itsesääntely

Joukkorahoitusta hankittaessa, tarjottaessa tai välitettäessä ei saa menetellä hyvän joukkorahoitustavan vastaisesti.

Joukkorahoituksen välittäjän on:

1) suoraan tai välillisesti kuuluttava riippumattomaan, alan toimijoita laajasti edustavaan Suomessa tai ETA-alueella perustettuun toimielimeen, joka on antanut suosituksen joukkorahoituksen välitystä koskevan avoimuuden ja läpinäkyvyyden edistämiseksi; taikka

2) sitouduttava noudattamaan kyseisen toimielimen antamia suosituksia tai julkistettava perustelut sille, miksei se ole niihin sitoutunut.

Edellä 2 momentissa tarkoitettu tai siihen rinnastettava toimielin voi antaa hyvien käytäntöjen noudattamisen edistämiseksi myös muita kuin 2 momentissa tarkoitettuja tämän lain soveltamisalaa koskevia suosituksia.

Joukkorahoituksen välittäjän on ilmoitettava Finanssivalvonnalle, mihin 2 ja 3 momentissa tarkoitettuun toimielimeen se kuuluu tai minkä toimielimen tai toimielinten antamia suosituksia se noudattaa. Finanssivalvonnan pyynnöstä toimielimen tai toimielimeen kuuluvan joukkorahoituksen välittäjän on toimitettava Finanssivalvonnalle toimielimen säännöt ja muut Finanssivalvonnan pyytämät valvonnan kannalta tarpeelliset tiedot toimielimestä.

Suosituksen perustuva tai muu sopimusehto, jolla poiketaan tämän lain säännöksistä asiakkaan tai joukkorahoituksen saajan vahingoksi, on mitätön.

19 §

Salassapitovelvollisuus

Joka joukkorahoituksen välittäjän toimielimen jäsenenä tai varajäsenenä, sen palveluksessa taikka sen toimeksiannosta tehtävää suorittaessaan on saanut tietää joukkorahoituksen saajan tai joukkorahoituksen välittäjän muun asiakkaan tai muun sen toimintaan liittyvän henkilön taloudellista asemaa tai yksityisen henkilökohtaisia oloja koskevan seikan taikka liike- tai ammattisalaisuuden, on velvollinen pitämään sen salassa, jollei se, jonka hyväksi vaitiolovelvollisuus on säädetty, anna suostumustaan sen ilmaisemiseen. Salassa pidettäviä tietoja ei saa myöskään antaa joukkorahoituksen välittäjän yhtiökokoukselle tai sitä vastaavan toimielimen kokoukselle eikä kokoukseen osallistuvalla osakkeenomistajalle, jäsenelle, yhtiömiehelle eikä muulle henkilölle.

20 §

Muutoksenhaku

Muutoksenhausta Finanssivalvonnan tämän lain nojalla antamaan päätökseen säädetään hallintolainkäyttölaisissa (586/1996) ja Finanssivalvonnasta annetun lain 73 §:ssä.

Tässä laissa tarkoitettua päätöstä rekisteristä poistamisesta on muutoksenhausta huolimatta noudatettava, jollei valitusviranomainen toisin määrää.

21 §

Asetuksenantovaltuus

Valtiovarainministeriön asetuksella voidaan antaa tarkemmat säännökset joukkorahoituksen saajan velvollisuudesta julkaista:

1) 11 §:n 2 momentissa tarkoitettut oikeat ja riittävät tiedot, kun arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta annettua Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviä 2003/71/EY ei sovelleta tarjoukseen;

2) 11 §:ssä tarkoitettujen oikeiden ja riittävien tietojen rakenne ja sisältö sellaisesta tarjouksesta, joka on vastikkeeltaan 12 kuukauden ajalta laskettuna Suomessa yhteensä alle 5 000 000 euroa.

22 §

Voimaantulo

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20 .

23 §

Siirtymäsäännökset

Joukkorahoituksen välittäjän on jätettävä hakemus rekisteröitymisestä viimeistään kolmen kuukauden kuluttua tämän lain voimaantulosta.

Se, joka tämän lain voimaan tullessa harjoittaa tämän lain mukaan rekisteröintiä edellyttävää toimintaa, saa jatkaa toimintaansa, kunnes päätös rekisteriin merkitsemisestä on tehty, jos 4 §:ssä tarkoitettu rekisteri-ilmoitus tehdään kolmen kuukauden kuluessa lain voimaantulosta.

Rekisteri-ilmoitus voidaan ottaa käsiteltäväksi ennen tämän lain voimaantuloa ja ilmoituksen tekijä voidaan rekisteröidä joukkorahoituksen välittäjien rekisteriin tämän lain tullessa voimaan.

Joukkorahoituksen välittäjän on tehtävä Finanssivalvonnalle viimeistään kuuden kuukauden kuluttua tämän lain voimaantulosta ilmoitus siitä, mihin 18 §:n 2 momentissa tarkoitettuun toimielimeen se kuuluu tai mikä toimielin on antanut 18 §:n 2 ja 3 momentissa tarkoitettua suositusta, jota joukkorahoituksen välittäjä on sitoutunut noudattamaan.

Tämän lain 14 §:ää ja 15 §:ää sovelletaan kolmen kuukauden kuluttua tämän lain voimaantulosta ja 18 §:n 2—5 momenttia kuuden kuukauden kuluttua tämän lain voimaantulosta.

2.

Laki

sijoituspalvelulain muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
kumotaan sijoituspalvelulain (747/2012) 2 luvun 3 §:n 2 momentti,
muutetaan 1 luvun 2 §:n 2 momentin 6 kohta, 6 luvun 1 §:n 2 momentti, 10 luvun 5 §:n 2 momentin 2 kohta ja 11 luvun 2 §:n 2 momentin 3 kohta sekä
lisätään 1 luvun 2 §:n 2 momenttiin, sellaisena kuin se on osaksi laissa 166/2013, uusi 7 kohta sekä 2 lukuun uusi 3 a ja 5 § seuraavasti:

1 luku

Yleiset säännökset

2 §

Poikkeukset lain soveltamisalasta

Tämä laki ei koske:

6) eläkesäätiölaissa (1774/1995) tarkoitettuja eläkesäätiöitä eikä vakuutuskaassa (1164/1992) tarkoitettuja eläkekassoja;

7) joukkorahoituslaissa (/) tarkoitettua joukkorahoituksen välittäjää.

2 luku

Oikeus tarjota sijoituspalvelua

3 a §

Muiden sijoituskohteiden kuin rahoitusvälineiden tarjoaminen

Jos sijoituspalveluyrityksen toimilupaan sisältyy oikeus tarjota toimeksiantojen välittämistä tai toteuttamista, omaisuudenhoitoa taikka sijoitusneuvontaa, se saa tarjota myös muuta sijoituskohdetta kuin rahoitusvälinettä koskevaa palvelua sekä tätä sijoituskohdetta koskevaa sijoitus- ja rahoitusneuvontaa. Jos sijoituspalveluyrityksen toimilupaan sisältyy oikeus tarjota rahoitusvälineiden säilyttämistä, se saa tarjota myös muuta sijoituskohdetta kuin rahoitusvälinettä koskevaa toimiluvan mukaista palvelua.

5 §

Asetuksenantovaltuus

Valtiovarainministeriön asetuksella voidaan antaa tarkemmat säännökset siitä, mitä sijoituskohteita on pidettävä 3 a §:ssä tarkoitettuina muina sijoituskohteina.

6 luku

Sijoituspalvelun tarjoamisen taloudelliset toimintaedellytykset ja talouden vakauden valvonta

1 §

Vähimmäispääoma

Sellaisen sijoituspalveluyrityksen, jolla on hallussaan asiakasvaroja ja joka tarjoaa sijoituspalveluna vain toimeksiantojen välittämistä, toimeksiantojen toteuttamista tai omaisuudenhoitoa, osakepääoman on oltava vähintään 125 000 euroa. Tällainen sijoituspalveluyritys ei saa harjoittaa sijoituspalveluna kaupankäyntiä omaan lukuun tai liikkeeseenlaskun takaamista.

10 luku

Menettelytavat asiakassuhteissa

5 §

Sijoituspalveluyrityksen tiedonantovelvollisuus

Sijoituspalveluyrityksen on annettava ei-ammattimaiselle asiakkaalle hyvissä ajoin ennen sijoituspalvelun tai oheispalvelun antamista riittävät tiedot:

2) palvelun kohteena olevien rahoitusvälinelajien ja muiden sijoituskohteiden luonteesta ja niihin liittyvistä riskeistä;

11 luku

Sijoittajien korvausrahasto

2 §

Korvausrahaston säännöt

Säännöissä tulee olla tässä ja muualla laissa olevia säännöksiä täydentävät määräykset ainakin siitä:

3) milloin ja miten kannatusmaksu ja hallinnointikustannukset tulee maksaa sekä miten sijoituspalvelua tai laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta sijoituspalveluna tarjoavien elinkeinonharjoittajien kannatusmaksussa otetaan huomioon palvelun tarjoajan oikeudellinen ja hallinnollinen rakenne sekä toiminnan laatu, laajuus ja riskit;

Tämä laki tulee voimaan päivänä _____ kuuta 20 _____ .

3.

Laki

rahankeräyslain 2 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan rahankeräyslain (255/2006) 2 §:n 2 momentin 6 kohta sekä
lisätään 2 §:n 2 momenttiin uusi 7 kohta seuraavasti:

2 §

Lain soveltamisala

Tämän lain soveltamisalaan eivät kuulu:

-
- 6) uskonnonvapauslaissa (453/2003) tarkoitetun uskonnollisen yhdiskunnan julkisen uskonnonharjoituksen yhteydessä siihen osallistuvien keskuudessa suoritettava kolehdin keräys;
 - 7) joukkorahoituslain (/) mukainen laina- tai sijoitusmuotoinen joukkorahoitus ja joukkorahoituksen välittäjän toiminta.

Tämä laki tulee voimaan päivänä _____ kuuta 20 ____.

4.

Laki

Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti

muutetaan Finanssivalvonnasta annetun lain (878/2008) 5 §:n 27 kohta, 38 §:n 1 momentin 2 kohta, 40 § sekä 46 §:n 1 ja 2 momentti, sellaisina kuin niistä ovat 5 §:n 27 kohta laissa 198/2015, 38 §:n 1 momentin 2 kohta laissa 170/2014 ja 40 §:n 1 momentti laissa 1198/2014, sekä

lisätään 5 §:ään, sellaisena kuin se on laeissa 752/2012, 902/2012, 254/2013, 170/2014 ja 198/2015, uusi 28 kohta ja 50 f §:ään, sellaisena kuin se on laissa 170/2014, uusi 4 momentti seuraavasti:

5 §

Muut finanssimarkkinoilla toimivat

Muulla finanssimarkkinoilla toimivalla tarkoitetaan tässä laissa:

27) valtion eläkerahastosta annetun lain 4 f §:ssä ja kunnallisen eläkelain 165 c §:ssä tarkoitettua rekisterin pitäjää;

28) joukkorahoituslaissa (/) tarkoitettua joukkorahoituksen saajaa ja joukkorahoituksen välittäjää.

38 §

Rikemaksu

Finanssivalvonta määrää rikemaksun sille, joka tahallaan tai huolimattomuudesta:

2) laiminlyö tai rikkoo arvopaperimarkkinalain 15 luvun 1 §:ssä, sijoituspalvelulain 15 luvun 1 §:ssä, kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 10 luvun 1 §:ssä, arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain 8 luvun 8 §:ssä, joukkorahoituslain 15 §:n 1 momentissa tai vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain 22 luvun 1 §:ssä taikka sijoitusrahastolain 144 a §:ssä tarkoitettuja säännöksiä;

40 §

Seuraamusmaksu

Seuraamusmaksu määrätään sille, joka tahallaan tai huolimattomuudesta laiminlyö tai rikkoo arvopaperimarkkinalain 15 luvun 2 §:ssä, sijoituspalvelulain 15 luvun 2 §:ssä, kaupan-

käynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 10 luvun 2 §:ssä, arvopaperitileistä annetun lain 15 §:ssä, arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain 8 luvun 9 §:ssä, maksulaitoslain 48 a §:ssä, vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain 22 luvun 2 §:ssä, sijoitusrahastolain 144 b §:ssä, joukkorahoituslain 15 §:n 2 momentissa tai luottolaitostoiminnasta annetun lain 20 luvun 1 §:ssä tarkoitettuja säännöksiä tai päätöksiä.

46 §

Viranomaisten yhteistyö

Markkinoinnin, sopimusehtojen käytön sekä muiden 45 §:ssä tarkoitettujen menettelytapojen laillisuutta kuluttajansuojan kannalta valvoo myös kuluttaja-asiamies ja Etelä-Suomen aluehallintovirasto.

Finanssivalvonnan, kuluttaja-asiamiehen ja Etelä-Suomen aluehallintoviraston on oltava tarkoituksenmukaisessa yhteistyössä keskenään.

50 f §

Toiminta vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annetussa direktiivissä ja siihen liittyvissä Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksissa tarkoitettuna toimivaltaisena viranomaisena

Finanssivalvonta toimii eurooppalaisista pitkäaikaissijoitusrahastoista annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 760/2015 3 artiklassa tarkoitettuna toimivaltaisena viranomaisena.

Tämä laki tulee voimaan _____ päivänä _____ kuuta 20 ____.

5.

Laki

Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain 6 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain (879/2008) 6 §:n 1 momentti, sellaisena kuin se on laissa 644/2014, seuraavasti:

6 §

Muun maksuvelvollisen perusmaksu

Muun kuin 4 §:ssä tarkoitetun maksuvelvollisen perusmaksun määrä euroina sekä maksun suorittamiseen velvolliset määräytyvät seuraavasti:

Maksuvelvollinen	Perusmaksu euroina
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu arvopaperikeskus	260 000
luottolaitostoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu talletussuojarahasto	12 000
luottolaitostoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu vakuusrahasto	2 000
maksulaitoslain 7 ja 7 a §:ssä tarkoitettu oikeushenkilö	1 000
maksulaitoslain 7 ja 7 a §:ssä tarkoitettu luonnollinen henkilö	200
sijoituspalvelulaissa tarkoitettu sijoittajien korvausrahasto	3 000
vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain mukaisesti rekisteröitymisvelvollinen vaihtoehtorahastojen hoitaja, jolla ei ole rahastoyhtiön toimilupaa	1 000
vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain 10 luvun 2 §:n 3 momentin mukaisella poikkeusluvalla toimiva	2 000
sijoitusrahastolaissa tarkoitettu säilytisyhteisö	3 000
vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa tarkoitettu säilytisyhteisö	3 000
yhteisö, joka on sijoitusrahastolain ja vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain mukainen säilytisyhteisö	5 000
vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa tarkoitettu erityinen säilytisyhteisö	2 000
talletuspankkien yhteenliittymästä annetussa laissa (599/2010) tarkoitettu talletuspankkien yhteenliittymän keskusyhteisö	6 000
luottolaitoksen ja vakuutusyhtiön omistusyhteisö sekä rahoitus- ja vakuutusryhmittymien valvonnasta annetussa laissa (699/2004) tarkoitettun ryhmittymän omistusyhteisö	10 000
pörssiin, arvopaperikeskuksen ja selvitysyhteisön omistusyhteisö	10 000
sijoituspalveluyrityksen ja vakuutusyhdistyksen omistusyhteisö	1 000
vakuutusedustuksesta annetussa laissa tarkoitettu vakuutusmeklari	1 000 Perusmaksua korotetaan 180 euroa jokaista vakuutusmeklariyrityksen tai yksityisen elinkeinonharjoittajan palveluksessa olevaa valvontamaksun määräämisvuotta edeltävän vuoden päättyessä rekisteröityä vakuutus-

	meklaria kohden.
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu tilinhoitaja	6 000
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu keskusvastapuoli	150 000
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu selvitysosapuoli	12 000
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain 3 luvun 3 §:n 4 momentissa tarkoitettu selvitysrahasto ja 6 luvun 9 §:ssä tarkoitettu kirjausrahasto	2 000
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla Suomessa kaupankäynnin kohteena olevan osakkeen liikkeeseenlaskija	15 500 Perusmaksua korotetaan 16 000 euroa, jos osakkeelle on kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 5 luvun 2 §:ssä tarkoitettut likvidit markkinat.
suomalainen yhtiö, jonka liikkeeseenlaskema osake on otettu hakemuksesta kaupankäynnin kohteeksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla yksinomaan muussa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa kuin Suomessa	12 500
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla Suomessa kaupankäynnin kohteena olevan osakkeen liikkeeseenlaskija, jos kysymyksessä on tämän lain 4 §:ssä tarkoitettu maksuvelvollinen tai jos liikkeeseenlaskijan kotipaikka ei ole Suomessa	10 500 Perusmaksua korotetaan 11 000 euroa, jos osakkeelle on kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 5 luvun 2 §:ssä tarkoitettut likvidit markkinat.
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla Suomessa kaupankäynnin kohteena olevan muun arvopaperin kuin osakkeen liikkeeseenlaskija	3 000
suomalainen yhtiö, jonka liikkeeseenlaskema muu arvopaperi kuin osake on otettu hakemuksesta kaupankäynnin kohteeksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla yksin-	3 000

omaan muussa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa kuin Suomessa	
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettu monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena Suomessa hakemuksesta olevan osakkeen liikkeeseenlaskija	4 000
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettu monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena Suomessa hakemuksesta olevan muun arvopaperin kuin osakkeen liikkeeseenlaskija	1 000
Eläketurvakeskus	10 000
liikennevahinkolautakunta ja potilasvahinkolautakunta	1 000
Finanssivalvonnasta annetun lain 5 §:n 26 kohdassa tarkoitettu toimintayksikkö	18 000
ulkomaisista vakuutusyhtiöistä annetussa laissa (398/1995) tarkoitettu ulkomaisen ETA-vakuutusyhtiön sivuliike	1 000
eläkesäätiölaissa ja vakuutuskassalaissa tarkoitettu sellainen ulkomainen ETA-lisäeläkelaitos, jolla on Suomessa sivuliike	1 000
kolmannen maan luottolaitoksen edustusto	1 000
vakuutusedustuksesta annetussa laissa tarkoitettu vakuutusedustaja, joka on rekisteröity muussa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa kuin Suomessa ja jolla on Suomessa sivuliike	300
markkinarakennetoimija-asetuksen 2 artiklan 8 kohdassa tarkoitettu finanssialalla toimiva vastapuoli, 9 kohdassa tarkoitettu finanssialan ulkopuolinen vastapuoli ja 10 kohdassa tarkoitettu eläkejärjestelmä, jonka kotivaltio on Suomessa	10 000
<i>joukkorahoituslaissa (/) tarkoitettu joukkorahoituksen välittäjä</i>	<i>1 000</i>

Tämä laki tulee voimaan päivänä _____ kuuta 20 _____.

6.

Laki

vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain (162/2014) 5 luvun 2 §:n 4 kohta sekä 19 luvun 6 §:n 1 ja 3 momentti sekä
lisätään 1 luvun 6 §:ään uusi 7 momentti, 2 luvun 1 §:ään uusi 2 momentti ja 5 luvun 2 §:ään uusi 5 kohta seuraavasti:

1 luku

Yleiset säännökset

6 §

Suhde muuhun lainsäädäntöön

Eurooppalaisista pitkäaikaissijoitusrahastoista säädetään eurooppalaisista pitkäaikaissijoitusrahastoista annetussa Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksessa (EU) N:o 760/2015.

2 luku

Määritelmät

1 §

Vaihtoehtorahasto

Sijoitusrahastolaissa ja joukkorahoituslaissa (/) säädetyin edellytyksin vaihtoehtorahastolla tarkoitetaan myös sellaista yhteisöä tai muuta yhteistä sijoittamista ja joukkorahoituksen välitystä, jolta ei edellytetä sijoitusrahastodirektiivin 5 artiklassa tarkoitettua lupaa ja jossa varoja hankitaan joukkorahoituksella, luotonvälityksellä tai muutoin yhteisen sijoittamisen tarkoituksessa yhdeltä tai useammalta sijoittajalta ja sijoitetaan määritellyn sijoituspolitiikan mukaisesti sijoittajien eduksi.

5 luku

Rekisteröinti

2 §

Finanssivalvonnan rekisteri

Finanssivalvonta ylläpitää julkista rekisteriä:

4) 1 luvun 6 §:ssä tarkoitetuista eurooppalaisten yhteiskunnalliseen yrittäjyyteen erikoistuneiden rahastojen hoitajista, joiden mainitussa pykälässä tarkoitettun asetuksen mukainen kotipaikka on Suomessa;

5) 1 luvun 6 §:ssä tarkoitetuista eurooppalaisten pitkäaikaissijoitusrahastojen hoitajista, joiden mainitussa pykälässä tarkoitettun asetuksen mukainen kotipaikka on Suomessa.

19 luku

ETA-valtiot

6 §

Sijoituspalvelun tarjoaminen

ETA-vaihtoehtorahastojen hoitajalla, joka hoitaa Suomessa vaihtoehtorahastoa 2 §:n mukaisesti tai tarjoaa vaihtoehtorahaston osuuksia Suomessa 5 §:n mukaisesti, on oikeus tarjota 3 luvun 2 §:n 2 momentin mukaista sijoituspalvelua ja liitännäispalvelua Suomessa perustamatta tytäryritystä tai sivuliikettä.

Edellä 2 momentissa tarkoitettun luvan edellytyksenä on, että:

1) ETA-vaihtoehtorahastojen hoitajan kotijäsenvaltio tunnustaa vastavuoroisesti vaihtoehtorahastojen hoitajan oikeuden tarjota liitännäispalveluja, lukuun ottamatta sijoitusneuvontaa, yhteissijoitusyritysten osakkeiden tai osuuksien säilytystä ja hallinnointia sekä rahoitusvälineitä koskevien toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä;

2) ETA-vaihtoehtorahastojen hoitaja on saanut 2 §:n mukaisen ilmoituksen;

3) ETA-vaihtoehtorahastojen hoitajalla on kotijäsenvaltionsa ulkomaisen ETA-valvontaviranomaisen myöntämä toimilupa tarjota kyseistä palvelua;

4) ETA-vaihtoehtorahastojen hoitaja noudattaa sijoituspalvelulakia soveltuvin osin.

Tämä laki tulee voimaan päivänä _____ kuuta 20 _____ .

7.

Laki

sijoitusrahastolain 3 a §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan sijoitusrahastolain (48/1999) 3 a §:n 2 momentti, sellaisena kuin se on laissa 163/2014, seuraavasti:

3 a §

Erikoissijoitusrahastoon, jonka hoitaja ei ole velvollinen hakemaan vaihtoehtorahastojen hoitajan toimilupaa, sovelletaan 26, 26 b, 31, 33, 34 ja 34 d §:ää. Erikoissijoitusrahastoihin, joihin sovelletaan eurooppalaisista riskipääomarahastoista annettua Euroopan parlamentin ja neuvoston asetusta (EU) N:o 345/2013 tai eurooppalaisista yhteiskunnalliseen yrittäjyyteen erikoistuneista rahastoista annettua Euroopan parlamentin ja neuvoston asetusta (EU) N:o 346/2013 taikka eurooppalaisista pitkäaikaissijoitusrahastoista annettua Euroopan parlamentin ja neuvoston asetusta (EU) N:o 760/2015, sovelletaan tätä lakia, jollei mainituista asetuksista muuta johdu.

Tämä laki tulee voimaan päivänä _____ kuuta 20 _____.

8.

Laki

panttilainauslaitoksista annetun lain 24 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan panttilainauslaitoksista annetun lain (1353/1992) 24 §, sellaisena kuin se on laissa 769/1997, seuraavasti:

24 §

Arvopaperimarkkinalain (746/2012) 2 luvun 1 §:ssä tarkoitettujen arvopaperien on kuitenkin tämän lain 22 §:n 1 momentin estämättä myytävä arvopaperimarkkinalain 2 luvun 5 §:ssä tarkoitettulla säännellyllä markkinalla tai 2 luvun 9 §:ssä tarkoitettussa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä myyntiajankohtana olevaan pörssi- tai markkinahintaan.

Tämä laki tulee voimaan päivänä _____ kuuta 20 _____.

9.

Laki

maksulaitoslain 3 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan maksulaitoslain (297/2010) 3 §:n 1 kohta seuraavasti:

3 §

Soveltamisalaan kuulumattomat maksutapahtumat

Tätä lakia ei sovelleta seuraaviin maksutapahtumiin:

1) kauppaedustajista ja myyntimiehistä annetussa laissa (417/1992) tarkoitetun kauppaedustajan, muun vastaavan edustajan päämiehensä puolesta tai joukkorahoituslaissa (/) tarkoitetun joukkorahoituksen välittäjän asiakkaansa lukuun neuvottelemaan tai tekemään tavaraa, palvelua tai muuta hyödykettä koskevaan myynti- tai ostosopimukseen liittyvän maksun välittäminen edellyttäen, että joukkorahoituksen välittäjällä on vain yksi asiakas;

Tämä laki tulee voimaan päivänä _____
kuuta 20 _____.

10.

Laki

rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä annetun lain 2 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä annetun lain (503/2008) 2 §:n 1 momentin 24 kohta, sellaisena kuin se on laissa 178/2014, sekä lisätään 2 §:n 1 momenttiin, sellaisena kuin se on laeissa 303/2010, 1368/2010, 907/2011, 1497/2011, 772/2012, 1185/2013, 178/2014, 638/2014 ja 1151/2015, uusi 25 kohta seuraavasti:

2 §

Lain soveltamisala

Tätä lakia sovelletaan:

24) asianajajista annetussa laissa (496/1958) tarkoitettuun asianajajaan ja hänen apulaiseensa sekä muuhun liike- tai ammattitoimintana oikeudellisia palveluita tarjoavaan siltä osin kuin toimitaan asiakkaan puolesta tai lukuun liiketoimissa, jotka liittyvät:

a) kiinteistöjen tai liiketoimintayksikköjen ostamiseen, myyntiin, toteuttamiseen tai suunnitteluun;

b) asiakkaan rahavarojen, arvopaperien tai muiden varojen hoitamiseen;

c) pankki-, säästö- tai arvo-osuustilien avaamiseen tai hoitamiseen;

d) yhtiöiden perustamiseen, johtamiseen tai yritysten hallinnoimiseksi tarvittavien varojen järjestelyyn; tai

e) säätiöiden, yhtiöiden tai vastaavien yhteisöjen perustamiseen, johtamiseen tai niiden toiminnasta vastaamiseen;

25) joukkorahoituslaissa (/) tarkoitettuun joukkorahoituksen välittäjään.

Tämä laki tulee voimaan päivänä _____ kuuta 20 .

Helsingissä 7 päivänä huhtikuuta 2016

Pääministeri

Juha Sipilä

Valtiovarainministeri Alexander Stubb

2.

Laki

sijoituspalvelulain muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
kumotaan sijoituspalvelulain (747/2012) 2 luvun 3 §:n 2 momentti,
muutetaan 1 luvun 2 §:n 2 momentin 6 kohta, 6 luvun 1 §:n 2 momentti, 10 luvun 5 §:n
2 momentin 2 kohta ja 11 luvun 2 §:n 2 momentin 3 kohta sekä
lisätään 1 luvun 2 §:n 2 momenttiin, sellaisena kuin se on osaksi laissa 166/2013, uusi
7 kohta sekä 2 lukuun uusi 3 a ja 5 § seuraavasti:

Voimassa oleva laki

Ehdotus

1 luku

1 luku

Yleiset säännökset

Yleiset säännökset

2 §

2 §

Poikkeukset lain soveltamisalasta

Poikkeukset lain soveltamisalasta

Tämä laki ei koske:

Tämä laki ei koske:

6) eläkesäätiölaissa (1774/1995) tarkoitettuja eläkesäätiöitä eikä vakuutuskassalaissa (1164/1992) tarkoitettuja eläkekassoja.

6) eläkesäätiölaissa (1774/1995) tarkoitettuja eläkesäätiöitä eikä vakuutuskassalaissa (1164/1992) tarkoitettuja eläkekassoja;

7) joukkorahoituslaissa (/20) tarkoitettua joukkorahoituksen välittäjää.

2 luku

2 luku

Oikeus tarjota sijoituspalvelua

Oikeus tarjota sijoituspalvelua

3 §

Oheispalvelut

Jos sijoituspalveluyrityksen toimilupaan sisältyy oikeus tarjota toimeksiantojen välittämistä tai toteuttamista, omaisuudenhoitoa taikka sijoitusneuvontaa, se saa tarjota myös muuta sijoituskohdetta kuin rahoitusvälinettä

(3 §:n 2 mom. kumotaan)

koskevaa toimiluvan mukaista palvelua sekä tätä sijoituskohdetta koskevaa sijoitus- ja rahoitusneuvontaa. Jos sijoituspalveluyrityksen toimilupaan sisältyy oikeus tarjota rahoitusvälineiden säilyttämistä, se saa tarjota myös muuta sijoituskohdetta kuin rahoitusvälinettä koskevaa toimiluvan mukaista palvelua.

3 a §

Muiden sijoituskohteiden kuin rahoitusvälineiden tarjoaminen

Jos sijoituspalveluyrityksen toimilupaan sisältyy oikeus tarjota toimeksiantojen välittämistä tai toteuttamista, omaisuudenhoitoa taikka sijoitusneuvontaa, se saa tarjota myös muuta sijoituskohdetta kuin rahoitusvälinettä koskevaa palvelua sekä tätä sijoituskohdetta koskevaa sijoitus- ja rahoitusneuvontaa. Jos sijoituspalveluyrityksen toimilupaan sisältyy oikeus tarjota rahoitusvälineiden säilyttämistä, se saa tarjota myös muuta sijoituskohdetta kuin rahoitusvälinettä koskevaa toimiluvan mukaista palvelua.

5 §

Asetuksenantovaltuus

Valtiovarainministeriön asetuksella voidaan antaa tarkemmat säännökset siitä, mitä sijoituskohteita on pidettävä 3 a §:ssä tarkoitettuina muina sijoituskohteina.

6 luku

Sijoituspalvelun tarjoamisen taloudelliset toimintaedellytykset ja talouden vakauden valvonta

1 §

Vähimmäispääoma

Sellaisen sijoituspalveluyrityksen, joka tarjoaa sijoituspalveluna vain toimeksiantojen välittämistä, toimeksiantojen toteuttamista, omaisuudenhoitoa, sijoitusneuvontaa tai liik-

6 luku

Sijoituspalvelun tarjoamisen taloudelliset toimintaedellytykset ja talouden vakauden valvonta

1 §

Vähimmäispääoma

Sellaisen sijoituspalveluyrityksen, *jolla on hallussaan asiakasvaroja ja joka tarjoaa sijoituspalveluna vain toimeksiantojen välittämistä, toimeksiantojen toteuttamista tai*

Voimassa oleva laki

keeseenlaskun järjestämistä, osakepääoman on oltava vähintään 125 000 euroa.

Ehdotus

omaisuudenhoitoa, osakepääoman on oltava vähintään 125 000 euroa. *Tällainen sijoituspalveluyritys ei saa harjoittaa sijoituspalveluna kaupankäyntiä omaan lukuun tai liikkeeseenlaskun takaamista.*

10 luku

Menettelytavat asiakassuhteissa

5 §

Sijoituspalveluyrityksen tiedonantovelvollisuus

Sijoituspalveluyrityksen on annettava ei-ammattimaiselle asiakkaalle hyvissä ajoin ennen sijoituspalvelun tai oheispalvelun antamista riittävät tiedot:

2) palvelun kohteena olevien rahoitusvälinelajien luonteesta ja niihin liittyvistä riskeistä;

10 luku

Menettelytavat asiakassuhteissa

5 §

Sijoituspalveluyrityksen tiedonantovelvollisuus

Sijoituspalveluyrityksen on annettava ei-ammattimaiselle asiakkaalle hyvissä ajoin ennen sijoituspalvelun tai oheispalvelun antamista riittävät tiedot:

2) palvelun kohteena olevien rahoitusvälinelajien *ja muiden sijoituskohteiden* luonteesta ja niihin liittyvistä riskeistä;

11 luku

Sijoittajien korvausrahasto

2 §

Korvausrahaston säännöt

Säännöissä tulee olla tässä ja muualla laissa olevia säännöksiä täydentävät määräykset ainakin siitä:

3) milloin ja miten kannatusmaksu ja hallinnointikustannukset tulee maksaa;

11 luku

Sijoittajien korvausrahasto

2 §

Korvausrahaston säännöt

Säännöissä tulee olla tässä ja muualla laissa olevia säännöksiä täydentävät määräykset ainakin siitä:

3) milloin ja miten kannatusmaksu ja hallinnointikustannukset tulee maksaa *sekä miten sijoituspalvelua tai laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta sijoituspalveluna tarjoavien elinkeinonharjoittajien kannatusmaksussa otetaan huomioon palvelun tarjoajan oikeudellinen ja hallinnollinen rakenne sekä toiminnan laatu, laajuus ja riskit;*

Voimassa oleva laki

Ehdotus

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20

3.

Laki

rahankeräyslain 2 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan rahankeräyslain (255/2006) 2 §:n 2 momentin 6 kohta sekä
lisätään 2 §:n 2 momenttiin uusi 7 kohta seuraavasti:

Voimassa oleva laki

Ehdotus

2 §

2 §

Lain soveltamisala

Lain soveltamisala

Tämän lain soveltamisalaan eivät kuulu:

Tämän lain soveltamisalaan eivät kuulu:

6) uskonnonvapauslaissa (453/2003) tarkoitetun uskonnollisen yhdyskunnan julkisen uskonnonharjoituksen yhteydessä siihen osallistuvien keskuudessa suoritettava kolehdin keräys.

6) uskonnonvapauslaissa (453/2003) tarkoitetun uskonnollisen yhdyskunnan julkisen uskonnonharjoituksen yhteydessä siihen osallistuvien keskuudessa suoritettava kolehdin keräys;

7) joukkorahoituslain (/) mukainen laina- tai sijoitusmuotoinen joukkorahoitus ja joukkorahoituksen välittäjän toiminta.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20

4.

Laki

Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan Finanssivalvonnasta annetun lain (878/2008) 5 §:n 27 kohta, 38 §:n 1 momentin 2 kohta, 40 § sekä 46 §:n 1 ja 2 momentti, sellaisina kuin niistä ovat 5 §:n 27 kohta laissa 198/2015, 38 §:n 1 momentin 2 kohta laissa 170/2014 ja 40 §:n 1 momentti laissa 1198/2014, sekä

lisätään 5 §:ään, sellaisena kuin se on laeissa 752/2012, 902/2012, 254/2013, 170/2014 ja 198/2015, uusi 28 kohta ja 50 f §:ään, sellaisena kuin se on laissa 170/2014, uusi 4 momentti seuraavasti:

Voimassa oleva laki

Ehdotus

5 §

5 §

Muut finanssimarkkinoilla toimivat

Muut finanssimarkkinoilla toimivat

Muulla finanssimarkkinoilla toimivalla tarkoitetaan tässä laissa:

Muulla finanssimarkkinoilla toimivalla tarkoitetaan tässä laissa:

27) valtion eläkerahastosta annetun lain 4 f §:ssä ja kunnallisen eläkelain 165 c §:ssä tarkoitettua rekisterin pitäjää.

27) valtion eläkerahastosta annetun lain 4 f §:ssä ja kunnallisen eläkelain 165 c §:ssä tarkoitettua rekisterin pitäjää;

28) *joukkorahoituslaissa* (/20) tarkoitettua joukkorahoituksen saajaa ja joukkorahoituksen välittäjää.

38 §

38 §

Rikemaksu

Rikemaksu

Finanssivalvonta määrää rikemaksun sille, joka tahallaan tai huolimattomuudesta:

Finanssivalvonta määrää rikemaksun sille, joka tahallaan tai huolimattomuudesta:

2) laiminlyö tai rikkoo arvopaperimarkkinain 15 luvun 1 §:ssä, sijoituspalvelulain 15 luvun 1 §:ssä, kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 10 luvun 1 §:ssä, arvosuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain 8 luvun 8 §:ssä tai vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain 22 luvun 1 §:ssä taikka sijoitusrahastolain 144 a §:ssä tarkoitettuja säännöksiä;

2) laiminlyö tai rikkoo arvopaperimarkkinain 15 luvun 1 §:ssä, sijoituspalvelulain 15 luvun 1 §:ssä, kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 10 luvun 1 §:ssä, arvosuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain 8 luvun 8 §:ssä, *joukkorahoituslain 15 §:n 1 momentissa* tai vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain 22 luvun 1 §:ssä taikka sijoitusrahastolain 144 a §:ssä tarkoitettuja säännöksiä;

40 §

40 §

Seuraamusmaksu

Seuraamusmaksu määrätään sille, joka tahallaan tai huolimattomuudesta laiminlyö tai rikkoo arvopaperimarkkinalain 15 luvun 2 §:ssä, sijoituspalvelulain 15 luvun 2 §:ssä, kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 10 luvun 2 §:ssä, arvopaperitileistä annetun lain 15 §:ssä, arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain 8 luvun 9 §:ssä, maksulaitoslain 48 a §:ssä, vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain 22 luvun 2 §:ssä, sijoitusrahastolain 144 b §:ssä, luottolaitostoiminnasta annetun lain 20 luvun 1 §:ssä tai kriisintarkkailulain 18 luvun 1 §:ssä tarkoitettuja säännöksiä tai päätöksiä.

Seuraamusmaksu

Seuraamusmaksu määrätään sille, joka tahallaan tai huolimattomuudesta laiminlyö tai rikkoo arvopaperimarkkinalain 15 luvun 2 §:ssä, sijoituspalvelulain 15 luvun 2 §:ssä, kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 10 luvun 2 §:ssä, arvopaperitileistä annetun lain 15 §:ssä, arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain 8 luvun 9 §:ssä, maksulaitoslain 48 a §:ssä, vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain 22 luvun 2 §:ssä, sijoitusrahastolain 144 b §:ssä, *joukkorahoituslain 15 §:n 2 momentissa tai* luottolaitostoiminnasta annetun lain 20 luvun 1 §:ssä tarkoitettuja säännöksiä tai päätöksiä.

46 §

Viranomaisten yhteistyö

Markkinoinnin, sopimusehtojen käytön sekä muiden 45 §:ssä tarkoitettujen menettelytapojen laillisuutta kuluttajansuojan kannalta valvoo myös kuluttaja-asiamies.

Finanssivalvonnan ja kuluttaja-asiamiehen on oltava tarkoituksenmukaisessa yhteistyössä keskenään.

46 §

Viranomaisten yhteistyö

Markkinoinnin, sopimusehtojen käytön sekä muiden 45 §:ssä tarkoitettujen menettelytapojen laillisuutta kuluttajansuojan kannalta valvoo myös kuluttaja-asiamies ja *Etelä-Suomen aluehallintovirasto.*

Finanssivalvonnan, kuluttaja-asiamiehen ja *Etelä-Suomen aluehallintoviraston* on oltava tarkoituksenmukaisessa yhteistyössä keskenään.

50 f §

Toiminta vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annetussa direktiivissä ja siihen liittyvissä Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksissa tarkoitettuna toimivaltaisena viranomaisena

50 f §

Toiminta vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annetussa direktiivissä ja siihen liittyvissä Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksissa tarkoitettuna toimivaltaisena viranomaisena

Finanssivalvonta toimii eurooppalaisista pitkäaikaissijoitusrahastoista annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 760/2015 3 artiklassa tarkoitettuna toimivaltaisena viranomaisena.

Voimassa oleva laki

Ehdotus

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20

5.

Laki

Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain 6 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain (879/2008) 6 §:n 1 momentti, sellaisena kuin se on laissa 644/2014, seuraavasti:

Voimassa oleva laki

Ehdotus

6 §

6 §

Muun maksuvelvollisen perusmaksu

Muun maksuvelvollisen perusmaksu

Muun kuin 4 §:ssä tarkoitetun maksuvelvollisen perusmaksun määrä euroina sekä maksun suorittamiseen velvolliset määräytyvät seuraavasti:

Muun kuin 4 §:ssä tarkoitetun maksuvelvollisen perusmaksun määrä euroina sekä maksun suorittamiseen velvolliset määräytyvät seuraavasti:

Maksuvelvollinen	Perusmaksu euroina
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu arvopaperikeskus	260 000
luottolaitostoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu talletussuojarahasto	12 000
luottolaitostoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu vakuusrahasto	2 000
maksulaitoslain 7 ja 7 a §:ssä tarkoitettu oikeushenkilö	1 000
maksulaitoslain 7 ja 7 a §:ssä tarkoitettu luonnollinen henkilö	200
sijoituspalvelulaissa tarkoitettu sijoittajien korvausrahasto	3 000
vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain mukaisesti rekisteröitymisvelvollinen vaihtoehtorahastojen hoitaja, jolla ei ole rahastoyhtiön toimilupaa	1 000
vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain 10 luvun 2 §:n 3 momentin mukaisella poikkeusluvalla toimiva	2 000
sijoitusrahastolaissa tarkoitettu säilytisyhteisö	3 000
vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa tarkoitettu säilytisyhteisö	3 000

yhteisö, joka on sijoitusrahastolain ja vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain mukainen säilytysyhteisö	5 000
vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa tarkoitettu erityinen säilytysyhteisö	2 000
talletuspankkien yhteenliittymästä annetussa laissa (599/2010) tarkoitettu talletuspankkien yhteenliittymän keskusyhteisö	6 000
luottolaitoksen ja vakuutusyhtiön omistusyhteisö sekä rahoitus- ja vakuutusryhmittymien valvonnasta annetussa laissa (699/2004) tarkoitettun ryhmittymän omistusyhteisö	10 000
pörssin, arvopaperikeskuksen ja selvitysyhteisön omistusyhteisö	10 000
sijoituspalveluyrityksen ja vakuutusyhdistyksen omistusyhteisö	1 000
vakuutusedustuksesta annetussa laissa tarkoitettu vakuutusmeklari	1 000 Perusmaksua korotetaan 180 euroa jokaista vakuutusmeklariyrityksen tai yksityisen elinkeinonharjoittajan palveluksessa olevaa valvontamaksun määräämisvuotta edeltävän vuoden päättyessä rekisteröityä vakuutusmeklaria kohden.
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu tilinhoitaja	6 000
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu keskusvastapuoli	150 000
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu selvitysosapuoli	12 000
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain 3 luvun 3 §:n 4 momentissa tarkoitettu selvitysrahasto ja 6 luvun 9 §:ssä tarkoitettu kirjausrahasto	2 000
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla Suomessa kaupankäynnin kohteena olevan osakkeen liikkeeseenlaskija	15 500 Perusmaksua korotetaan 16 000 euroa, jos osakkeelle on kaupankäynnistä rahoitusvä-

	lineillä annetun lain 5 luvun 2 §:ssä tarkoitettut likvidit markkinat.
suomalainen yhtiö, jonka liikkeeseenlaskema osake on otettu hakemuksesta kaupankäynnin kohteeksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla yksinomaan muussa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa kuin Suomessa	12 500
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla Suomessa kaupankäynnin kohteena olevan osakkeen liikkeeseenlaskija, jos kysymyksessä on tämän lain 4 §:ssä tarkoitettu maksuvelvollinen tai jos liikkeeseenlaskijan kotipaikka ei ole Suomessa	10 500 Perusmaksua korotetaan 11 000 euroa, jos osakkeelle on kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 5 luvun 2 §:ssä tarkoitettut likvidit markkinat.
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla Suomessa kaupankäynnin kohteena olevan muun arvopaperin kuin osakkeen liikkeeseenlaskija	3 000
suomalainen yhtiö, jonka liikkeeseenlaskema muu arvopaperi kuin osake on otettu hakemuksesta kaupankäynnin kohteeksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla yksinomaan muussa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa kuin Suomessa	3 000
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettussa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena Suomessa hakemuksesta olevan osakkeen liikkeeseenlaskija	4 000
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettussa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena Suomessa hakemuksesta olevan muun arvopaperin kuin osakkeen liikkeeseenlaskija	1 000
Eläketurvakeskus	10 000
liikennevahinkolautakunta ja potilasvahinkolautakunta	1 000
Finanssivalvonnasta annetun lain 5 §:n 26 kohdassa tarkoitettu toimintayksikkö	18 000
ulkomaisista vakuutusyhtiöistä annetussa laissa (398/1995) tarkoitettun ulkomaisen ETA-vakuutusyhtiön sivuliike	1 000
eläkesäätiölaissa ja vakuutuskassalaissa tarkoitettu sellainen ulkomainen ETA-lisäeläkelaitos, jolla on Suomessa sivuliike	1 000
kolmannen maan luottolaitoksen edustusto	1 000

vakuutusedustuksesta annetussa laissa tarkoitettu vakuutusedustaja, joka on rekisteröity muussa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa kuin Suomessa ja jolla on Suomessa sivuliike	300
markkinarakennetoimija-asetuksen 2 artiklan 8 kohdassa tarkoitettu finanssialalla toimiva vastapuoli, 9 kohdassa tarkoitettu finanssialan ulkopuolinen vastapuoli ja 10 kohdassa tarkoitettu eläkejärjestelmä, jonka kotivaltio on Suomessa	10 000
<i>joukkorahoituslaissa (/) tarkoitettu joukkorahoituksen välittäjä</i>	<i>1 000</i>

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20

6.

Laki

vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain (162/2014) 5 luvun 2 §:n 4 kohta sekä 19 luvun 6 §:n 1 ja 3 momentti sekä
lisätään 1 luvun 6 §:ään uusi 7 momentti, 2 luvun 1 §:ään uusi 2 momentti ja 5 luvun 2 §:ään uusi 5 kohta seuraavasti:

Voimassa oleva laki

Ehdotus

1 luku

1 luku

Yleiset säännökset

Yleiset säännökset

6 §

6 §

Suhde muuhun lainsäädäntöön

Suhde muuhun lainsäädäntöön

Eurooppalaisista pitkäaikaissijoitusrahastoista säädetään eurooppalaisista pitkäaikaissijoitusrahastoista annetussa Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksessa (EU) N:o 760/2015.

Voimassa oleva laki

2 luku

Määritelmät

1 §

Vaihtoehtorahasto

Ehdotus

2 luku

Määritelmät

1 §

Vaihtoehtorahasto

*Sijoitusrahastolaissa ja joukkorahoituslais-
sa (/) säädetyin edellytyksin vaihtoehtora-
hastolla tarkoitetaan myös sellaista yhteisöä
tai muuta yhteistä sijoittamista ja joukkora-
hoituksen välitystä, jolta ei edellytetä sijo-
itusrahastodirektiivin 5 artiklassa tarkoitettua
lupaa ja jossa varoja hankitaan joukkoraho-
ituksella, luotonvälityksellä tai muutoin yhtei-
sen sijoittamisen tarkoituksessa yhdeltä tai
useammalta sijoittajalta ja sijoitetaan määri-
tellyn sijoituspolitiikan mukaisesti sijoittajien
eduksi.*

5 luku

Rekisteröinti

2 §

Finanssivalvonnan rekisteri

Finanssivalvonta ylläpitää julkista rekiste-
riä:

4) 1 luvun 6 §:ssä tarkoitetuista eurooppa-
laisten yhteiskunnalliseen yrittäjyyteen eri-
koistuneiden rahastojen hoitajista, joiden
edellä mainitun asetuksen mukainen koti-
paikka on Suomessa.

5 luku

Rekisteröinti

2 §

Finanssivalvonnan rekisteri

Finanssivalvonta ylläpitää julkista rekiste-
riä:

4) 1 luvun 6 §:ssä tarkoitetuista eurooppa-
laisten yhteiskunnalliseen yrittäjyyteen eri-
koistuneiden rahastojen hoitajista, joiden
edellä mainitun asetuksen mukainen koti-
paikka on Suomessa;

5) 1 luvun 6 §:ssä tarkoitetuista eurooppa-
laisten pitkäaikaissijoitusrahastojen hoitajis-
ta, joiden mainitussa pykälässä tarkoitettun
asetuksen mukainen kotipaikka on Suomessa.

19 luku

ETA-valtiot

6 §

Sijoituspalvelun tarjoaminen

ETA-vaihtoehtorahastojen hoitajalla, joka hoitaa Suomessa vaihtoehtorahastoa 2 §:n mukaisesti tai tarjoaa vaihtoehtorahaston osuuksia Suomessa 5 §:n mukaisesti on oikeus tarjota 3 luvun 2 §:n 2 momentin mukaista sijoituspalvelua Suomessa perustamatta tytäryritystä tai sivuliikettä *ainoastaan Finanssivalvonnan luvalla*.

Edellä 1 ja 2 momentissa tarkoitettu Finanssivalvonnan lupa tarjota sijoitus- tai liitännäispalvelua edellyttää, että:

1) ETA-vaihtoehtorahastojen hoitajan kotijäsenvaltio tunnustaa vastavuoroisesti vaihtoehtorahastojen hoitajan oikeuden tarjota sijoitus- ja liitännäispalveluja;

2) ETA-vaihtoehtorahastojen hoitaja on saanut 2 §:n mukaisen ilmoituksen;

3) ETA-vaihtoehtorahastojen hoitajalla on kotijäsenvaltionsa ulkomaisen ETA-valvontaviranomaisen myöntämä toimilupa tarjota kyseistä palvelua;

4) ETA-vaihtoehtorahastojen hoitaja noudattaa sijoituspalvelulakia soveltuvin osin.

19 luku

ETA-valtiot

6 §

Sijoituspalvelun tarjoaminen

ETA-vaihtoehtorahastojen hoitajalla, joka hoitaa Suomessa vaihtoehtorahastoa 2 §:n mukaisesti tai tarjoaa vaihtoehtorahaston osuuksia Suomessa 5 §:n mukaisesti on oikeus tarjota 3 luvun 2 §:n 2 momentin mukaista sijoituspalvelua *ja liitännäispalvelua* Suomessa perustamatta tytäryritystä tai sivuliikettä.

Edellä 2 momentissa tarkoitettun luvan edellytyksenä on, että:

1) ETA-vaihtoehtorahastojen hoitajan kotijäsenvaltio tunnustaa vastavuoroisesti vaihtoehtorahastojen hoitajan oikeuden tarjota liitännäispalveluja, *lukuun ottamatta sijoitusneuvontaa, yhteissijoitusyritysten osakkeiden tai osuuksien säilytystä ja hallinnointia sekä rahoitusvälinettä koskevien toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä*;

2) ETA-vaihtoehtorahastojen hoitaja on saanut 2 §:n mukaisen ilmoituksen;

3) ETA-vaihtoehtorahastojen hoitajalla on kotijäsenvaltionsa ulkomaisen ETA-valvontaviranomaisen myöntämä toimilupa tarjota kyseistä palvelua;

4) ETA-vaihtoehtorahastojen hoitaja noudattaa sijoituspalvelulakia soveltuvin osin.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20

7.

Laki

sijoitusrahastolain 3 a §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan sijoitusrahastolain (48/1999) 3 a §:n 2 momentti, sellaisena kuin se on laissa
163/2014, seuraavasti:

Voimassa oleva laki

3 a §

Erikoissijoitusrahastoon, jonka hoitaja ei ole velvollinen hakemaan vaihtoehtorahastojen hoitajan toimilupaa, sovelletaan, *mitä* 26, 26 b, 31, 33, 34 ja 34 d §:ssä säädetään. Erikoissijoitusrahastoihin, joihin sovelletaan eurooppalaisista riskipääomarahastoista annettua Euroopan parlamentin ja neuvoston asetusta (EU) N:o 345/2013 tai eurooppalaisista yhteiskunnalliseen yrittäjyyteen erikoistuneista rahastoista annettua Euroopan parlamentin ja neuvoston asetusta (EU) N:o 346/2013, sovelletaan tätä lakia, jollei mainituista asetuksista muuta johdu.

Ehdotus

3 a §

Erikoissijoitusrahastoon, jonka hoitaja ei ole velvollinen hakemaan vaihtoehtorahastojen hoitajan toimilupaa, sovelletaan 26, 26 b, 31, 33, 34 ja 34 d §:ää. Erikoissijoitusrahastoihin, joihin sovelletaan eurooppalaisista riskipääomarahastoista annettua Euroopan parlamentin ja neuvoston asetusta (EU) N:o 345/2013 tai eurooppalaisista yhteiskunnalliseen yrittäjyyteen erikoistuneista rahastoista annettua Euroopan parlamentin ja neuvoston asetusta (EU) N:o 346/2013 *taikka eurooppalaisista pitkäaikaissijoitusrahastoista annettua Euroopan parlamentin ja neuvoston asetusta (EU) N:o 760/2015*, sovelletaan tätä lakia, jollei mainituista asetuksista muuta johdu.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20

8.

Laki

panttilainauslaitoksista annetun lain 24 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan panttilainauslaitoksista annetun lain (1353/1992) 24 §, sellaisena kuin se on laissa 769/1997, seuraavasti:

Voimassa oleva laki

24 §

Arvopaperimarkkinalain (495/1989) 1 luvun 3 §:ssä tarkoitetut arvopaperit on kuitenkin 22 §:n 1 momentin estämättä myytävä arvopaperimarkkinalain 3 luvun mukaisessa julkisessa kaupankäynnissä myyntiajankohdana olevaan pörssi- tai markkinahintaan.

Ehdotus

24 §

Arvopaperimarkkinalain (746/2012) 2 luvun 1 §:ssä tarkoitetut arvopaperit on kuitenkin *tämän lain* 22 §:n 1 momentin estämättä myytävä arvopaperimarkkinalain 2 luvun 5 §:ssä tarkoitetulla säännellyllä markkinalla tai 2 luvun 9 §:ssä tarkoitetussa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä myyntiajankohdana olevaan pörssi- tai markkinahintaan.

—————
Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20
.

9.

Laki

maksulaitoslain 3 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan maksulaitoslain (297/2010) 3 §:n 1 kohta seuraavasti:

Voimassa oleva laki

3 §

Soveltamisalaan kuulumattomat maksutapahtumat

Tätä lakia ei sovelleta seuraaviin maksutapahtumiin:

Ehdotus

3 §

Soveltamisalaan kuulumattomat maksutapahtumat

Tätä lakia ei sovelleta seuraaviin maksutapahtumiin:

Voimassa oleva laki

1) kauppaedustajista ja myyntimiehistä annetussa laissa (417/1992) tarkoitetun kauppaedustajan *tai* muun vastaavan edustajan päämiehensä puolesta neuvottelemaan tai tekemään tavaraa, palvelua tai muuta hyödykettä koskevaan myynti- tai ostosopimukseen liittyvän maksun välittäminen;

Ehdotus

1) kauppaedustajista ja myyntimiehistä annetussa laissa (417/1992) tarkoitetun kauppaedustajan, muun vastaavan edustajan päämiehensä puolesta *tai joukkorahoituslaissa (/)* tarkoitetun joukkorahoituksen välittäjän asiakkaansa lukuun neuvottelemaan tai tekemään tavaraa, palvelua tai muuta hyödykettä koskevaan myynti- tai ostosopimukseen liittyvän maksun välittäminen edellyttäen, *että joukkorahoituksen välittäjällä on vain yksi asiakas;*

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20

10.

Laki

rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä annetun lain 2 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti muutetaan rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä annetun lain (503/2008) 2 §:n 1 momentin 24 kohta, sellaisena kuin se on laissa 178/2014, sekä lisätään 2 §:n 1 momenttiin, sellaisena kuin se on laeissa 303/2010, 1368/2010, 907/2011, 1497/2011, 772/2012, 1185/2013, 178/2014, 638/2014 ja 1151/2015, uusi 25 kohta seuraavasti:

Voimassa oleva laki

2 §

Lain soveltamisala

Tätä lakia sovelletaan:

24) asianajajista annetussa laissa (496/1958) tarkoitettuun asianajajaan ja hänen apulaiseensa sekä muuhun liike- tai ammattitoimintana oikeudellisia palveluita tarjoavaan siltä osin kuin toimitaan asiakkaan puolesta tai lukuun liiketoimissa, jotka liittyvät:

a) kiinteistöjen tai liiketoimintayksikköjen ostamiseen, myyntiin, toteuttamiseen tai

Ehdotus

2 §

Lain soveltamisala

Tätä lakia sovelletaan:

24) asianajajista annetussa laissa (496/1958) tarkoitettuun asianajajaan ja hänen apulaiseensa sekä muuhun liike- tai ammattitoimintana oikeudellisia palveluita tarjoavaan siltä osin kuin toimitaan asiakkaan puolesta tai lukuun liiketoimissa, jotka liittyvät:

a) kiinteistöjen tai liiketoimintayksikköjen ostamiseen, myyntiin, toteuttamiseen tai

Voimassa oleva laki

suunnitteluun;

b) asiakkaan rahavarojen, arvopaperien tai muiden varojen hoitamiseen;

c) pankki-, säästö- tai arvo-osuustilien avaamiseen tai hoitamiseen;

d) yhtiöiden perustamiseen, johtamiseen tai yritysten hallinnoimiseksi tarvittavien varojen järjestelyyn; tai

e) säätiöiden, yhtiöiden tai vastaavien yhteisöjen perustamiseen, johtamiseen tai niiden toiminnasta vastaamiseen.

Ehdotus

suunnitteluun;

b) asiakkaan rahavarojen, arvopaperien tai muiden varojen hoitamiseen;

c) pankki-, säästö- tai arvo-osuustilien avaamiseen tai hoitamiseen;

d) yhtiöiden perustamiseen, johtamiseen tai yritysten hallinnoimiseksi tarvittavien varojen järjestelyyn; tai

e) säätiöiden, yhtiöiden tai vastaavien yhteisöjen perustamiseen, johtamiseen tai niiden toiminnasta vastaamiseen;

25) *joukkorahoituslaissa (/20) tarkoitettuun joukkorahoituksen välittäjään.*

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20