



VALTIOVARAINMINISTERIÖ

Rahoitusmarkkinaosasto

HE-luonnos

15.5.2015

1 (76)

VM0124:00/2013

Julkinen

**HALLITUKSEN ESITYS EDUSKUNNALLE JOUKKORAHOITUSLAIKSI SEKÄ LAEIKSI
ERÄIDEN MUIDEN LAKIEN MUUTTAMISESTA**



ESITYKSEN PÄÄASIALLINEN SISÄLTÖ.....	3
1 JOHDANTO	5
2 NYKYTILA	8
2.1 VOIMASSA OLEVA LAINSÄÄDÄNTÖ	8
2.2 KANSAINVÄLINEN KEHITYS JA ULKOMAINEN LAINSÄÄDÄNTÖ	15
2.2.1 Yleistä	15
2.2.2 Yhdysvaltalainen kehitys	16
2.2.3 Eurooppalainen kehitys	18
2.2.3 Pohjoismainen kehitys.....	32
2.3 NYKYTILAN ARVIOINTI	34
2.3.1 Euroopan tilanne.....	34
2.3.2 Suomen tilanne.....	44
3 ESITYKSEN TAVOITTEET JA KESKEISET EHDOTUKSET	47
3.1 ESITYKSEN TAVOITTEET	47
3.2 LAKITEKNISET TOTEUTTAMISVAIHTOEHDOT	50
3.3 ESITYKSESSÄ HUOMIOITAVIA KESKEISIÄ ASIAKOKONAISUUKSIA	56
3.3.1 Asiakkaana kuluttaja, ammattimainen vai ei-ammattimainen sijoittaja	56
3.3.2 Suhteellisuusperiaate	59
3.3.3 EBA:n ja ESMA:n lausuntojen, ohjeiden ja suositusten noudattaminen	60
3.4 LAKIKOHTAISET KESKEISET EHDOTUKSET	63
3.4.1 Yleistä	63
3.4.2 Joukkorahoituslaki.....	64
3.4.3 Muut esitykseen sisältyvät lait	65
4 ESITYKSEN VAIKUTUKSET	65
4.1 TALOUDELLISET VAIKUTUKSET	65
4.2 VAIKUTUKSET VIRANOMAISTEN TOIMINTAAN	70
4.3 YHTEISKUNNALLISET VAIKUTUKSET, YMPÄRISTÖVAIKUTUKSET JA SUKUPUOLIVAIKUTUKSET	71
5 ASIAN VALMISTELU.....	72
5.1 VALMISTELUVAIHEET.....	72
5.2 LAUSUNNOT JA NIIDEN HUOMIOON OTTAMINEN.....	75
6 MUITA ESITYKSEN VAIKUTTAVIA SEIKKOJA	75

Esityksen pääasiallinen sisältö

Esityksessä ehdotetaan säädettäväksi uusi laki joukkorahoituksesta. Termi joukkorahoitus (engl. *crowdfunding*) on syntynyt toimialan luomana käsitteenä eikä sillä ole yleispätevää oikeudellista merkitystä. Markkinoilla suhteellisen vakiintuneen määritelmän mukaan joukkorahoitus on tapa tehdä yhteistyötä ja saada huomiota sekä rahoitusta hankkeille, joiden rahoittaminen tapahtuu Internet-pohjaisen palvelualustan välityksellä keskenään verkostoituvien ihmisten avulla. Ajatuksena on usein kerätä suhteellisen pieniä summia suurelta joukolta ihmisiä halutun rahoitusmäärän saavuttamiseksi. Joukkorahoituksessa palvelunvälittäjä pyrkii tarjoamaan Internet-pohjaisen alustan kautta eräänlaisen teknisen markkinapaikan niin rahoittajien kuin rahoitusta hakevien toimijoiden omaehtoiselle toiminnalle.

Joukkorahoituksen oikeudellinen määrittelemättömyys ja sen piirissä tapahtuvan toiminnan monimuotoisuus vaikeuttavat kokonaisuuden arviointia. Ehdotettu uusi erillislaki on tarpeen, koska erityisesti niin sijoitus- kuin lainamuotoisella joukkorahoituksella on useita toisistaan sekä toiminnallisesti että taloudellisesti eroavia muotoja ja näin ollen kulloinkin valitusta liiketoimintamallista riippuen mahdollisia liityntöjä moniin voimassa oleviin kansallisiin lakeihin. Rajanveto-ongelmien ratkaisemiseksi muuhun kansalliseen lainsäädäntöön on tarpeen luoda muutamia toimialaa koskevia uusia määritelmiä, joiden sijoittaminen kootusti yhteen erillislakiin on myös lakiteknisesti selkeämpää kuin laaja viittaustekniikka laista toiseen. Eri joukkorahoitusmuotoja koskevalla erillislailla voidaan kokonaisuudessaan vähentää sekä toimialan että viranomaisten kustannuksia ja toisaalta edistää sijoittajien ja muun yleisön ymmärrystä oikeuksistaan ja velvollisuuksistaan eri joukkorahoitusmuodoista. Mikään yksittäinen voimassaoleva laki ei tällä hetkellä myöskään kata kaikkia sijoitus- ja lainamuotoisen joukkorahoituksen toimintamuotoja.

Lisäksi ehdotetaan eräitä muutoksia kahdeksaan muuhun lakiin. Näistä keskeisimpiä ovat sijoituspalvelulakiin ja rahankeräyslakiin ehdotetut muutokset, joilla täsmennetään kyseisten lakien rajanvetoa uuteen lakiin joukkorahoituksesta. Lisäksi muita keskeisiä muutosehdotuksia ovat Finanssivalvonnasta annettuun lakiin ja vaihtoehtorahastojen hoitajista annettuun lakiin ehdotetut muutokset, joissa pantaisiin täytäntöön Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus pitkäaikaissijoitusrahastoista ja rahoitusvälineiden markkinat II -direktiivin 92 artikla.

Joukkorahoitus on uutena, olemassa oleviin rahoituskanaviin nähden täydentävänä ja osin myös vaihtoehtoisena rahoitusmuotona saavuttanut viime vuosina suurta kiinnostusta erityisesti siemen-, kasvu- ja pienten ja keskisuurten yritysten keskuudessa niin kansainvälisesti kuin myös Suomessa. Joukkorahoitus tarjoaa finanssikriisin jälkeisessä ajassa myös sijoittajille korkeatuottoisempia ja korkeariskisempiä sijoitusmahdollisuuksia verrattuna perinteisiin sijoituskohteisiin. Kaikille avoimessa Internetissä toimivat palvelualustat ja niiden mahdollisuus tavoittaa laajoja ihmisjoukkoja kustannustehokkaasti on keskeinen selitys joukkorahoituksen yleistymiselle. Esityksessä ehdotettu laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskeva suppea ja suhteellisen keveä puitelainsäädäntö riittävän tasoista sijoittajansuojaa koskevina säännöksineen varmistaisi sen, että markkinoilla joukkorahoitusta välittävät kotimaiset yritykset voivat kehittyä ja kilpailla tasavertaisin edellytyksin muiden rahoitusmuotojen kanssa ensisijaisesti Suomen markkinoilla, mutta myös kansainvälisesti. Ehdotetun lainsäädännön tehtävänä on lisäksi varmistaa, että kotimaiset joukkorahoitusalan toimijat ovat kilpailukykyisiä suhteessa kansainvälisiin kilpailijoihinsa. Toimijoiden pieni koko ja pääsääntöisesti vähäiset hallinnolliset resurssit sekä toimialan suhteellisen pieni osuus rahoitusmarkkinoilla kerätystä tai välitetystä rahan määrästä puoltavat käyttäjäystävällistä ja sääntelyn noudattamiskustannukset minimoivaa lakitek-

niikkaa. Kevyt puitesääntely ulotettaisiin sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen ja sen välittäjien lisäksi myös lainamuotoiseen joukkorahoitukseen ja sen välittäjiin.

Esityksellä pyritään avaamaan rahoitusmarkkinoita antamalla uudelle, nykyisiin rahoitusmuotoihin nähden täydentävälle ja osin vaihtoehtoiselle rahoituskanavalle toiminta- ja kasvuedellytykset luomalla toimialalle selkeät laintasoiset pelisäännöt. Tavoitteena on selkeyttää eri viranomaisten vastuita markkinoilla esiintyvien joukkorahoitusmuotojen valvonnassa. Lisäksi esityksellä pyritään lisäämään sijoitusvaihtoehtoja erityisesti piensijoittajille tilanteessa, jossa pitkään jatkunut EU-alueen taluskriisi on ajanut pankkien tarjoaman korkotason lähelle nollaa. Esityksessä on näistä syistä valittu käytettävissä olevista vaihtoehdoista sekä joukkorahoitusta koskevan sääntelyn rakenteen että sisällön näkökulmasta ne, jotka parhaiten edistävät Suomen rahoitusmarkkinoiden kilpailukykyä lisäävien sekä pääministeri Kataisen hallitusohjelmaan ja pääministeri Stubbin minihallitusohjelmaan sisältyvien tavoitteiden täyttymistä.

Kansallisten sijoitus- ja luottomarkkinoiden kehittymisen turvaamisen sekä riittävän sijoittajansuojan varmistamiseksi säädettäisiin sijoitus- tai lainamuotoista joukkorahoitusta palvelualustansa kautta välittäville elinkeinonharjoittajille rekisteröitymisvelvollisuus, jonka mukaisesti vain rekisteriin merkitty toimija saisi tarjota tai välittää sijoitus- tai lainamuotoista 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.

Esitys ei perustu EU-sääntelyyn, vaan sääntely on kansallista EU-sääntelyn asettamien rajojen puitteissa. Joukkorahoitusta eri muodoissaan voivat koskea useat EU-sääntelyn eri vaihtoehdot, jotka eroavat toisistaan merkittävästi muun muassa soveltamisalansa, sisällönsä ja säännöksiensä valvonnasta vastaavien toimivaltaisten viranomaisten kannalta. Nykyisin voimassaoleva EU-sääntely ei tunnista eri joukkorahoitusmuotoihin liittyviä erityispiirteitä eikä lainsäädäntöä ole ylipäättäen saatettu kansallisesti voimaan joukkorahoituksen näkökulmasta. Eri EU-valtioissa sijoitus- ja lainamuotoiseen joukkorahoitukseen on suhtauduttu toisistaan hyvinkin poikkeavasti eikä yhtä selkeää lähestymistapaa ole osoitettavissa. Kokonaisuudessaan EU-valtioissa toteutetut lainsäädäntöhankkeet yhdessä tiedossa olevien vireillä olevien kansallisten sääntelyhankkeiden, komission toimialaan kiinnittämän huomion ja toimialasta julkaistujen eurooppalaisten raporttien kanssa osoittavat, että useat EU-valtiot arvioivat joukkorahoituksen sääntelyn tarpeelliseksi ja siitä koituvat kustannukset saavutettaviin hyötyihin nähden kohtuullisiksi.

Lait ovat tarkoitettut tulemaan voimaan mahdollisimman pian niiden hyväksymisen ja vahvistamisen jälkeen. Elinkeinoharjoittajat, jotka harjoittavat rekisteröintiä edellyttävää toimintaa välittämällä sijoitus- tai lainamuotoista joukkorahoitusta lain voimaan tullessa, saisivat jatkaa toimintaansa, kunnes päätös rekisteriin merkitsemisestä on tehty edellyttäen, että rekisteri-ilmoitus tehdään kolmen kuukauden kuluessa lain voimaantulosta.

1 Johdanto

Joukkorahoitus on tapa kerätä rahoitusta henkilöiden ja organisaatioiden hankkeille sekä yritysten toimintaan. Rahoitus kerätään usein laajalta joukolta, monesti Internetissä toimivien palvelualustojen 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 tietylle toimijalle.

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 tulneiden palvelualustojen nopea lisääntyminen ovat keskeinen selitys joukkorahoituksen ja sen suosion yleistymiselle. Kansallinen sijoitus- ja lainamuotoista 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 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 lahjoituksia tiettyyn hankkeeseen tietyn ajanjakson ajan mainostamalla keräystä Internetin ja sosiaalisen median välityksellä, jolloin on kyse lahjoitusperusteisesta joukkorahoituksesta (engl. *donation-based crowdfunding*). Joukkorahoituskampanjoissa voidaan kuitenkin tarjota rahoittajille myös jonkinlaista vastiketta. Tällöin puhutaan palkintopohjaisesta tai ennakkomyyntiin perustuvasta 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 ”*joukkosponsoroinniksi*”.

Toisissa joukkorahoituskampanjoissa tarjotaan puolestaan jonkinlaista taloudellista tuottoa. Voitto-osuusjärjestelmissä (engl. *profit-sharing based crowdfunding*) rahoittajille luvataan osa rahoitettavan hankkeen tuottamista tulevista voitoista. Arvopaperipohjaisessa tai sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa (engl. *securities-based or equity-based or investment-based crowdfunding*) rahoitusta hakevat yritykset tai muut tahot laskevat rahoittajia varten liikkeeseen osakkeita tai velkakirjoja. Tämä poikkeaa listautumisannista muun muassa siten, että liikkeeseen lasketuilla osakkeilla ei yleensä käydä kauppaa jälkimarkkinoilla eikä niihin liity merkintätakuuta. Voitto-osuus- ja arvopaperipohjaista joukkorahoitusta voidaan kutsua ”*joukkosijoittamiseksi*” tai ”*sijoitusmuotoiseksi joukkorahoitukseksi*”. ”*Joukkolainaamisessa*” ja luotonvälityksessä (engl. *peer-to-peer consumer/business lending or crowdlending*) kampanjan järjestäjät lainaavat sen sijaan yleisöl-

tä rahaa ja lupaavat maksaa pääoman takaisin tietyillä ehdoilla korkoineen (tai joissakin tapauksissa ilman korkoa).

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 yleistyminen, 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, vaikei pankkien taseen kautta tulevan rahoituksen saanti olekaan 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 yrityslainojen niin sanottuja kovenanteja eli erityisehtoja samoin kuin vakuuksia koskevat vaatimukset ovat kiristyneet ja lainojen koromarginaalit ovat nousseet.

Alhaiset korot heikentävät pankkien liiketoiminnan kannattavuutta ja vähentävät läpinäkyvyyttä todellisesta asiakkaan maksettavaksi tulevasta rahoituksen hinnasta, mikä riippuu kunkin 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 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 tulevalle rahoitukselle vaihtoehtoisten rahoitusmahdollisuuksien, erityisesti riski- ja pääomarahoituksen kuten sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen, merkitys on kasvanut. 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. Myös Suomen osinkoverotus, missä sijoittaja saa edullisemmin verotettuja osinkoja listaamattomista yrityksistä kuin pörssiyrityksistä, voi osaltaan lisätä erityisesti sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen houkuttelevuutta sijoittajien näkökulmasta.

Joukkorahoitus ei ole uusi tapa kerätä rahaa, mutta Internetin yleistynyt käyttö ja laajempi saatavuus on mahdollistanut sen hyödyntämisen huomattavasti laajamittaisemmalla tavalla. Euroopan 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 3 miljardia euroa, mikä tarkoittaisi 144 prosentin kasvua vuoteen 2013.

Suomen joukkorahoitusmarkkinan arvon kaikkine markkinoilla esiintyvine eri muotoineen on arvioitu olleen vuonna 2013 noin 18 miljoonaa euroa. Tästä sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen markkina-arvo on ollut noin 2,5 miljoonaa euroa (yleisöltä kerätty pääoma), lainamuotoisen noin 15 miljoonaa euroa (välitettyjen lainojen määrä) ja niin sanotun palkinto- ja/tai vastikemuotoisen noin 250 000 euroa. Toimialan näkemykset kotimaisten markkinoiden kasvusta ovat tällä hetkellä noin 20–50 %:n kasvun välillä verrattaessa vuoden 2013 ja 2014 lukuja. 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 239 miljoonaa euroa. On otettava huomioon, että toimiala ei Suomessa ole järjestäytynyt, joten mainittuihin suoraan toimialalta kerättyihin lukuihin tulee suhtautua tietyllä varauksella. Ne antavat kuitenkin hyvän yleiskuvan toiminnan laajuudesta Suomessa tällä hetkellä.

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. 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.

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. 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. Tällä hetkellä jo noin 45 maahan on arvioiden mukaan syntynyt joukkorahoitusta välittäviä yrityksiä. Uusia toimijoita ilmestyy jatkuvasti eri maissa, joten luku kasvaa tasaisesti koko ajan. Suomessa alan kasvun voidaan arvioida olleen markkinan kokoon nähden suhteellisen nopeaa, vaikka välitetyt rahamäärät ovat vielä maltillisia.

Joukkorahoitus on nopean yleistymisen seurauksena herättänyt niin maailmanlaajuisesti kuin Euroopassa monia erityisesti lainsäädännöllisiä kysymyksiä. Keskeisenä ongelmana

niin kansallisesti kuin EU-tasolla on, ettei alaa ole erikseen säännelty vaan sitä koskevia tai siihen jollain tavalla liittyviä säännöksiä, jotka eivät huomioi toimialan erityispiirteitä, on monissa eri laeissa sekä EU-tason direktiiveissä ja asetuksissa. Tästä johtuu, että joukkorahoituksen erityispiirteet huomioon ottavia kansallisia sääntelyhankkeita on viireillä ja voimaansaatettu sisällöllisesti hyvin eri muodoissa esimerkiksi Italiassa, Ranskassa, Iso-Britanniassa, Saksassa ja Espanjassa. Kaikkiaan alan sääntely on eriytyvässä voimakkaasti eri EU-valtioiden kesken, mihin myös Euroopan komissio on kiinnittänyt huomiota sisämarkkinoita ja kansallisten toimijoiden kilpailukykyä arvioidessaan. Tois-taiseksi komissio ei ole julkistanut täsmällisiä suunnitelmiaan, vaan jatkaa tiedonkeruuta ja joukkorahoituksen kehityspiirteiden selvittämistä osana komission vuoden 2014 hei-näkuussa julkistaman pääomamarkkinaunionin kehittämistä.

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 voi-maan 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 toimintaedel-lytysten asettamia vaatimuksia.

Joukkorahoituksesta voidaan nykyisellään erottaa ainakin seuraavia toisistaan niin toi-minnallisesti kuin taloudellisesti eroavia muotoja. Taulukko ei ole tyhjentävä, vaan ku-vastaa tällä hetkellä markkinoilla yleisimmin esiintyneitä joukkorahoitusmuotoja. On to-dennäköistä, että tulevaisuudessa markkinoilla nähdään myös nykyisten rahoitusmuotojen välimuotoja, kuten välirahoituksella eli *mezzanine*-mallilla (esimerkiksi pääoma- tai vaihtovelkakirjalainan pohjalta) tai joukkolainamallilla (niin sanotut minibondit) toteutet-tuja joukkorahoitusjärjestelyitä. Joukkorahoituksen eri muodoilla on nykyisellään kyten-töjä ja liityntöjä moniin niin Suomessa kuin EU-tasolla voimassa oleviin säädöksiin, jotka eroavat toisistaan merkittävästi muun muassa soveltamisalansa, sisältönsä ja säännöksien valvonnasta vastaavien toimivaltaisten viranomaisten kannalta.

	Rahoitusmuoto	Palautuksen muoto	Rahoittajan motiivi	Esimerkki-lista toimi-joista	Kotimai-nen lain-säädäntö
Lahjoitusmuo-toinen joukko-rahoitus (engl. <i>donation-based crowdfunding</i>)	Lahjoitus	Ei palau-tusta	Sosiaali-nen	-	Rahanke-räyslaki
Palkintomuotoin-joukkorahoitus (engl. <i>rewards-based or pre-sales crowd-fund-</i>	Lahjoitus, ennakkoti-laus, ennakko-osto	Palkinto, tuote	Sosiaali-nen, mutta myös pal-kinnon saaminen	Mesenaat-ti.me (FI), Kiririnki (FI), Rap-port (FI), Kickstarter	Kuluttajan-suoja- ja kauppalaki (ml. täyden-tävät sään-nökset)

<i>ing)</i>				(US)	
Lainamuotoinen joukkorahoitus (engl. <i>peer-to-peer consumer/business lending or crowdlending</i>)	Laina (kulttajille tai yrityksille)	Laina korokkeen, mutta sosiaalinen lainaus yleensä korotonta	Taloudellinen, sosiaalinen	Lainaaja.fi (FI), Fixura Ab Oy (FI), Fellow Finance Oy (FI), Fundu Oy (FI), 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 tai joukkolainoihin)	Pääoman arvonnousu, jos yritys menestyy ja/tai osinko, mutta yrityksen sosiaalinen tukeminen myös ilman tuotto-odotuksia	Taloudellinen, sosiaalinen	Invesdor Oy (FI), Venture Bonsai (FI), Vaurus Suomi Oy (FI), Pocket Venture (FI), Funded-ByMe AB (SE)	Rahoitusmarkkinalainsäädäntö (mm. AIFML, AML, LLL, SIPAL, MLL)

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 palvelualueen välityksellä keskenään verkostoituvien ihmisten avulla. Perusajatukseksi on usein kerätä suhteellisen pieniä summia suurelta joukolta ihmisiä halutun rahoitusmäärän saavuttamiseksi. Joukkorahoituksessa palvelunvälittäjä eli palvelualue tarjoaa näin eräänlaisen teknisen markkinapaikan rahoittajien ja rahoitusta hakevien toimijoiden omaehtoiselle toiminnalle. Rahoitus voi lähtökohtaisesti olla rahankeräyksen luonteista lahjoittamista, velkapohjaista joukkorahoitusta, ennakkomyyntiä tai arvopaperien vastaanottamiseen ja välittämiseen tai liikkeeseenlaskuun perustuvaa sijoitustoimintaa. Toiminta kattaa näin laajan joukon erityyppistä rahoitustoimintaa, josta vain osaan liittyy tuotto- tai vastikeodotus.

Joukkorahoitus on näin ollen laajana yläkäsitteenä hyvin epämääräinen ja sen piiriin voi kuulua monenlaista erilaista 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 joukkorahoituksen 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 ilmenemis- muotoihin. Tämä vaatii kuitenkin jokaisen markkinoilla toimivan joukkorahoituspalvelu- alueen käyttämän liiketoimintamallin tarkkaa sekä aikaa että resursseja vievää tapaus- kohtaista arviointia, jotta voidaan yksilöidä, minkä voimassa olevan lainsäädäntökehikon alaan toiminta kulloinkin kuuluu.

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. Lahjoitusmuotoista joukkorahoitusta voidaankin nyky muodossaan kuvata Internetissä toimivan palvelualustan kautta tehtäväksi rahankeräykseksi. Vastaavasti palkinto-, 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 rahankeräysluvan 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 Poliisihallituksen toimesta. Vastaavasti ilmaista Internetissä toimivaa tietosanakirja Wikipedia-sivustoa ylläpitävä yhdysvaltalainen Wikimedia-säätiö joutui Suomessa ongelmiin esitettyään avoimen yleisölle suunnatun lahjoituspyynnön Wikipedian suomenkielisillä Internetsivuilla, jonka rahankeräyslain mukaisuutta selvitettiin Poliisihallituksen toimesta. Myös Radio Helsingin kuulijoilleen suuntaaman toimintansa ylläpitämiseen tähänneen lahjoituskampanjan rahankeräyslainmukaisuus nousi julkisuuteen vuoden 2014 aikana. Vaihdanta-arvo esimerkiksi kasvuyrityksen osakkeelle tai ennakkotilattavalle tavaralle voitaneen tapauskohtaisesti kuitenkin määrittellä siten, että ratkaisevaa on osakkeen nimelisarvo ja ennakkotilattavan tavarantoimituksen 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 huomioon ottamista 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 käyttäjäystävällisemmän toiminnan tai käytettävyyden kautta. Tällaisten palveluiden objektiivisen vaihdanta-arvon määrittely on vaikeaa, jollei mahdollonta. Näin ollen tällaisten palveluiden luontevana vaihdanta-arvona voitaneen pitää sitä, mitä kuluttajat ovat niistä valmiita markkinoilla maksamaan. Tämä on käytännössä usein palvelualustan palveluilleen ennakolta määrittämä ja asettama listahinta.

Palkintomuotoinen joukkorahoitus

Palkintomuotoinen joukkorahoitus (ennakko-osto-, ennakkotilaus- tai vastikemuotoinen joukkorahoitus), jossa tiettyyn hankkeeseen tai projektiin rahasuorituksen Internetissä toimivan palvelualustan 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 kuluttajansuojalain (38/1978) alaista toimintaa silloin, kun hyödykettä tai palvelua markkinoi ja sen tuottaa elinkeinonharjoittaja suhteessa kuluttajaan. Jos kyseisenlaista toimintaa harjoitetaan yksityisten tai elinkeinonharjoittajien välillä, toiminta on pitkälti sopimusvapauden piirissä, mutta myös kauppalaki (355/1987) voi tietyissä tilanteissa tulla sovellettavaksi tällaiseen toimintaan.

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 palvelualustan kautta.

Lainamuotoisella joukkorahoituksella, jossa yksityiset henkilöt lainaavat määrittämänsä riskiprofiilin mukaisesti varojaan palvelualustan kautta toisille yksityisille henkilöille, kutsutaan arkikielessä usein vertaislainaukseksi (engl. *peer-to-peer consumer lending*). Käytännössä kyseinen toiminta perustuu usein siihen, että palvelualustaa 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 palvelualustan 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 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 tuntemattomiksi. Esimerkiksi velallinen – vertaislainan ottaja – ei pysty varmistumaan siitä, kuka on tosiasiallisesti oikeutettu vastaanottamaan suorituksen velasta eli kuka toimii sopimuksen tosiasiallisena vastapuolena. On katsottu, ettei anonyymisopimus ole lähtökohtaisesti velkasuhteessa mahdollinen. Kuluttaja-asiamies korosti kiinnittävänsä arvioinnissaan huomiota myös sopimussuhteen oikeuksien ja velvollisuuksien jakautumi-

seen 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, hallinnoida velkasopimusta, valvoa sen noudattamista sekä hoitaa viime kädessä vielä perintään liittyvät toimet), sitä on pidettävä luotonvälittäjän sijaan tosiasiallisesti luotonantajana ja järjestelyn sopimusosapuolena. 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 ei ole lainvoimainen, sillä korkein oikeus on myöntänyt siitä valitusluvan. 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 lainaa lainamuotoista joukkorahoitusta välittävän palvelualustan kautta yrityksille, muille yhteisöille tai elinkeinonharjoittajille, jäävät kuluttajansuojalain 7 luvun soveltamisalan ulkopuolelle ja muistuttavat nykymuotoista pankkija/tai sijoitustoimintaa (engl. *peer-to-peer business lending*). Näin ollen toiminta sijoittuu kuluttajansuojalain sijaan rahoitusmarkkinasääntelyn piiriin. Laissa luottolaitostoiminnasta (610/2014, jäljempänä *LLL*) 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.

Tällainen toiminta ei ole kuluttajalta toiselle kuluttajalle tapahtuvaa varojen lainaamista, vaan muissa henkilösuhteissa, kuten kuluttajalta yritykselle ja yritykseltä yritykselle tapahtuvaa luotonanto- ja sijoitustoimintaa. Rajanveto kuluttajansuojalakiin tapahtuu siten kahdessa suhteessa; yhtiöltä kuluttajille suunnattu lainananto 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 joukkorahoituksen välittäjän 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 liittyvien asioiden hoitoon eivätkä sijoittaja ja velallinen eli joukkorahoituksen saaja ole yhteydessä toisiinsa. Sijoittajien toiminta vastaa näin ollen perinteistä sijoitustoimintaa verrattuna lainanantoon, koska sijoittajien ainoa velvollisuus on rahan siirtäminen joukkorahoituksen välittäjälle edelleen lainattavaksi.

Finanssivalvonta on 26 päivänä kesäkuuta 2014 julkaisemassaan tiedotteessa (9/2014 – *Vain osa joukkorahoituksen muodoista tällä hetkellä säänneltyä ja siten valvonnan piiris-*

sä) 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 tai velkakirjoja 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 pääoman ehtoisen sijoituksen, joka on arvopaperimarkkinalain mukaista arvopaperia koskevassa merkintä-, sijoitus- tai niihin rinnastuvassa sopimuksessa määritellyn suuruinen, omistuksen tai muun osuuden hankkimiseksi 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 palvelualustalle 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 säädöskehikkoon liiketoimintamallista riippuen kuuluvat (i) laki vaihtoehtorahastojen hoitajista (162/2014, jäljempänä *AIFML*), (ii) arvopaperimarkkinalaki (746/2012, jäljempänä *AML*), (iii) laki luottolaitostoiminnasta, (iv) sijoituspalvelulaki (747/2012, jäljempänä *SIPAL*) ja (v) maksulaitoslaki (297/2010, jäljempänä *MLL*).

Keskeistä soveltuvan lainsäädäntökehikon arvioinnissa on kiinnittää huomiota sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittävän palvelualustan rooliin ja tehtäviin järjestelyn 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.

Erityisesti sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen lainsäädännöllistä arviointia vaikeuttaa sen monimuotoisuus. Sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa liiketoimintamallit saattavat poiketa toisistaan huomattavasti, millä on erityisesti rahoitusmarkkinasääntelyn taustakohtaisen soveltuvuuden kannalta suuri merkitys. Finanssivalvonta on aiemmin sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittäviä palvelualustoja ja näiden toimintaa arvioidessaan kiinnittänyt huomiota palveluntarjoajan asemaan rahoitusjärjestelyn kokonaisuudessa. Finanssivalvonnan aiemman 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. Edellytyksenä on myös, että palvelualusta toimii selkeästi omana yrityksenään ja keskittyy ainoastaan palvelualustaan liittyvien toiminnallisuuksien ylläpitoon, kehittämiseen ja markkinointiin. Finanssivalvonnan

tulkinnan mukaan tämän kaltaisessa järjestelyssä palveluntarjoaja antaa rahoitusta hakevalle yritykselle mahdollisuuden hakea rahaa sijoittajilta palvelualustan ja sen tarjoamien toiminnallisuuksien kautta palvelualustaa koskevien sopimusehtojen mukaisesti.

Finanssivalvonnan edellä mainitun tiedotteen (9/2014 – *Vain osa joukkorahoituksen muodoista tällä hetkellä säänneltyä ja siten valvonnan piirissä*) mukaan 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 tai joukkovelkakirjalaina) ja jos palvelua tarjoava toimija tarjoaa sijoituspalvelulain 1 luvun 11 §:ssä määriteltyä sijoituspalvelua. Rahoitusvälineeltä edellytetään lähtökohtaisesti siirtokelpoisuutta. Suomessa on perinteisesti katsottu, että muun muassa lain tai sopimuksen 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 olemaan luovuttamatta tai siirtämättä sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen kohteena olevaa rahoitusvälinettä kolmannelle. 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 osakeannin järjestäjälle. Jos palveluntarjoaja toteuttaa toimeksiantojen 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 palvelun tarjoaja tarjoaa rahoitusvälineen liikkeeseenlaskijalle palvelua sijoittajien hankkimiseksi, on sijoituspalvelulain mukaista toimiluvanvaraista liikkeeseenlaskun järjestämistä (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 kiinnitti tiedotteessaan huomiota myös muihin rahoitusmarkkinasääntelyyn kuuluviin lakeihin, jotka tietyissä tilanteissa voivat soveltua sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen. Arvopaperimarkkinalain esitteen julkaisemista koskevat säännökset tulevat sovellettavaksi, kun tarjotaan yleisölle arvopapereita, esimerkiksi osakkeita, 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 1,5 miljoonaa euroa tarjousta seuraavan 12 kuukauden aikana ja sijoittajille annetaan riittävät tiedot seikoista, 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 kiinnitti 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.

2.2 Kansainvälinen kehitys ja ulkomainen lainsäädäntö

2.2.1 Yleistä

Joukkorahoitus ei ole rahoitusmuotona uusi ilmiö. Samankaltaista toimintatapaa on hyödynnetty jo ennen Internet-aikaa muun muassa merenkulussa siihen sisältyvien laaja-alaisen riskien johdosta, 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 määräytyvästä 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 rahoitusvaikeuksiin. Muiden keinojen osoittautuessa tehottomaksi 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.

Joukkorahoitus alkoi yleistyä nykymuodossaan 2000-luvun alkupuolella. Rahoitusmuodon laaja-alaisemman hyödyntämisen ja leviämisen mahdollisti ennen kaikkea Internetin yleistyminen maailmanlaajuisesti niin yritystoiminnassa kuin kotitalouksissa, joka mahdollisti kustannustehokkaasti laajan ihmisjoukon tavoittamisen samanaikaisesti. Ar-

tistShare oli yksi ensimmäisistä nykymuotoisista joukkorahoituspalveluista, kun se julkaistiin Yhdysvalloissa vuonna 2003. Kyseisen Internetissä toimivan palvelualustan 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-palvelualustan menestys on houkuttanut alalle myös muita toimijoita, joista kenties tunnetuimmat ja menestyneimmät ovat palkintomuotoista joukkorahoituspalvelua ylläpitävät yhdysvaltalaiset Indiegogo vuodesta 2008 asti ja Kickstarter vuodesta 2009 asti.

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 Actin III kappale (*Crowdfunding*) sisältää keskeiset sisällölliset vaatimukset sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen harjoittamiselle Yhdysvalloissa. Rahoitusvälineitä koskevat, laajalle yleisölle suunnatut varsinaiset joukkorahoituspalveluiden kautta toteutetut arvopaperitarjoukset ja -annit eivät voi alkaa ennen kuin Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinamarkkinavalvoja (engl. *the US Securities and Exchange Commission*, jäljempänä *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 palvelualustoille suunnatut ja näiden toimintaa ohjaavat säännöt. SEC ja FINRA ovat kumpikin julkaisseet alustavat sääntönsä 23 päivänä lokakuuta 2013, mutta niitä ei ole toistaiseksi saatu voimaan. Alustavan tiedon perusteella sääntöjen voimaantulon odotetaan tapahtuvan lokakuussa 2015, jolloin sijoitusmuotoinen joukkorahoitus voisi hyödyntää JOBS Actin III kappaletta täysimääräisesti 60 päivän siirtymäajan jälkeen heti vuoden 2016 alusta.

JOBS Actin II kappale (*Access to Capital for Job Creators*) kevensi Yhdysvalloissa jo vuodesta 1933 voimassa ollutta historiallista kieltoa avoimesti markkinoida suunnattuja arvopaperitarjouksia (engl. *private placements*) muille kuin ammattimaisille sijoittajille tietyiltä osiltaan. Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinain (engl. *the Securities Act*) säännökseen D (engl. *Regulation D*) otettu sääntö 506(c) (engl. *Rule 506(c)*) mahdollistaa 23 päivän syyskuuta 2013 jälkeen merkintätarjousten tekemisen Internetin tai muun laajalajaisen 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 toimeenpano ei ole edennyt toivotulla tavalla, monet pk-yritykset ovat hyödyntäneet säännöksen D tuomia mahdollisuuksia pääomien hankkimiseen. Tämä on 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. Useimmiten liikkeeseenlasku ei saa ylittää miljoonaa Yhdysvaltojen dollaria, minkä lisäksi osavaltiot haluavat tutustua

tarjousasiakirjoihin ennen kuin tarjousprosessin voi varsinaisesti aloittaa. Vuoden 2014 loppuun mennessä 13 osavaltiota on saattanut voimaan omat osavaltion sisäiset sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen laaja-alaisemman käytön mahdollistamiseen tähtäävät säännöksensä.

JOBS Actin III kappale edellyttää, että sijoitusmuotoisen joukkorahoitusannin tekee SEC:lle rekisteröitynyt ja FINRA:lta toimiluvan saanut välittäjä, joka voi olla palvelualusta tai meklari. 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 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 ylipäättään maksamaan onnistuneen annin järjestämistä.

JOBS Actin II kappale edellyttää välittäjien ryhtyvän myös moniin muihin toimenpiteisiin sijoittajien suojaamiseksi erityisesti, koska se mahdollistaa rahoitusta hakevien yritysten järjestää anti, 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 jäsenen ammattitaitoa ja osaamista. Lisäksi sijoittajille on annettava mahdollisuus peruuttaa heidän tekemänsä sijoitussitoumukset niin kauan kuin sijoituskierros on vielä käynnissä. Samaten on varmistettava, etteivät sijoittajat voi sijoittaa enempää kuin asiaa koskevissa toimintaohjeissa on säädetty ja ettei rahoitusta hakeva yritys ylitä miljoonan Yhdysvaltojen dollarin liikkeeseenlaskun rajaa kunkin 12 kuukauden ajanjakson aikana. Sijoittajia koskevissa toimintaohjeissa säädetään sijoittajia koskevana 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 % vuosittaisista ansiotuloistaan tai nettovarallisuudestaan kunkin 12 kuukauden ajanjakson aikana. Jos sijoittajan vuosittainen ansiotulo on enemmän kuin 100 000 Yhdysvaltojen dollaria, tämä voi sijoittaa 100 000 Yhdysvaltojen dollaria tai 10 % vuosittaisista ansiotuloistaan tai nettovarallisuudestaan. Sijoittaja ei voi kuitenkaan vuositasolla sijoittaa enempää kuin 100 000 Yhdysvaltojen dollaria joukkorahoitusanteihin kunkin 12 kuukauden ajanjakson aikana. Sijoittajien edellytetään myös pidättäytyvän osakkeiden luovuttamisesta toteutunutta joukkorahoitusantia seuraavan vuoden aikana.

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

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.

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 Eurooppaa. 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 sangen vauhdikkaasti ja sen toimintaedellytyksiä pyritään viranomaistoimin aktiivisesti parantamaan. 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 sangen laajan kansallisen harkintavallan EU-valtioille, mikä puolestaan on johtanut siihen, että eri EU-valtiot soveltavat ja tulkitsevat voimassa olevaa EU-lainsäädäntöä joukkorahoitukseen toisistaan hyvin poikkeavasti.

Komission 9 päivänä huhtikuuta 2013 antamalla vihreällä kirjalla (*Vihreä kirja Euroopan talouden pitkäaikainen rahoitus*) KOM(2013) 150 käynnistettiin laaja keskustelu eri teki- jöistä, joiden avulla Euroopan talous voi kanavoida rahoitusta talouskasvun varmistami- sen edellyttämiin pitkäaikaisiin investointeihin ja ottaa huomioon erityisesti kasvu- ja pk- yritysten rahoitustarpeet (E 82/2013 vp). Komission 27 päivänä maaliskuuta 2014 anta- massa seurantatiedonannossa (*Komission tiedonanto neuvostolle ja Euroopan parlamen- tille 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 hank- keensa, mutta on kokonaisuutena tarkastellen osa tätä laajaa työsuunnitelmaa (E 71/2014 vp). Kyseisen seurantatiedonannon yhteydessä komissio julkisti edellä mainitun tiedon- annon KOM(2014) 172 joukkorahoituksen tarjoamien mahdollisuuksien hyödyntämisestä EU:ssa ottaen huomioon muun muassa kasvu- ja pk-yritysten rahoitustarpeet rahoitus- markkinoiden kriisin jälkeisissä oloissa (E 58/2014 vp). Tiedonanto perustui osaksi ko- mission 3 päivänä lokakuuta – 31 päivänä joulukuuta 2013 välillä järjestämään joukkora- hoitusta koskeneeseen julkiseen kuulemismenettelyyn, johon komissio sai yhteensä 893 vastausta.

Komissio hyödynsi tiedonantonsa valmistelussa myös Euroopan arvopaperimarkkinavi- ranomaisen (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 kansal- listen 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 etujär- jestöjä, joista erityisesti Euroopan joukkorahoitusverkoston (engl. *European Crowdfun- ding 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 Crowdfun- ding Regulation – Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Eu- rope, 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 sidosryhmäfoorumin (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 levittämään 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 ja kolmas 4 päivänä maaliskuuta 2015. Kokouksissa on toistaiseksi keskitytty keskustelemaan joukkorahoituksesta sangen yleisellä tasolla muun muassa riski- ja potentiaalikätkökulmasta eikä eri valtioiden toisistaan huomattavasti eroaviin sääntelyratkaisuihin tai markkinan hajaantumiseen EU-tasolla ole yksityiskohtaisesti kiinnitetty 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 lausekkeitä, ne eivät kuluttajasopimusten kohtuuttomista ehdoista annetun direktiivin (93/13/ETY) mukaan sido toimintaan osallistuvia kuluttajia. Joukkorahoitukseen sovelletaan myös EU:n valtioneuvoston ja kilpailusääntöjä. Asiaankuuluvaan EU:n sääntelykehykseen 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.

Sijoitus- ja lainamuotoiseen joukkorahoitukseen liittyviä huolenaiheita on useissa EU-valtioissa (esimerkiksi Alankomaat, Tanska ja Belgia) pyritty käsittelemään toistaiseksi ohjeistuksella. Toisissa EU-valtioissa (Italia, Iso-Britannia, Ranska, Espanja ja viimeimpänä Saksa) on toteutettu sääntelytoimia tämän uuden rahoitusmuodon toiminnan helpottamiseksi, mutta samalla on pyritty myös suojelemaan sijoittajia asianmukaisesti. 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. Tässä yhteydessä 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 ratkaisuja edellä mainittuihin ongelmiin. Tämä voi luoda oikeudellista epävarmuutta siitä, mitä sääntöjä sovelletaan mihinkin rahoitusmuotoihin, huolimatta viimeaikaisista EU-tason aloitteista, joiden tarkoituksena on kerätä oikeudellista kehitystä koskevia tietoja. 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 joukkorahoitusalojen palvelujen tarjoamista EU-valtioiden välillä ja näin heikentää rajat ylittävää ulottuvuutta ja tätä kautta vaikeuttaa joukkorahoituksen kasvua Euroopassa.

Komission arvopaperikomitea sekä ESMA:n ja EBA:n selvitykset

Komissio järjesti EU-valtioiden kansallisten asiantuntijoiden joukkorahoitusta koskevan tapaamisen 18 päivänä joulukuuta 2014 Euroopan arvopaperikomitean (engl. *European Securities Committee*) asiantuntijaryhmän kokouksen yhteydessä. Kokouksessa kansalliset asiantuntijat esittelivät omia kansallisia sääntely- tai voimassa olevaa lainsäädäntöä koskevia joukkorahoitusta koskevia tulkinta- ja soveltamisratkaisujaan. Komissio kiinnitti huomiota eri kansallisten viranomaisten valitsemien lähestymistapojen keskinäiseen erilaisuuteen. Kansallisten joukkorahoitusta koskevien lainsäädäntöratkaisujen nähtiin hajuttavan EU-tason markkinoita entisestään, minkä katsottiin perustelevan keskitetyn eurooppalaisen ratkaisun luomisen tarvetta lähitulevaisuudessa. EU-valtioiden asiantuntijat olivat tapaamisessa erimielisiä keskitetyn ratkaisun tuomista eduista ja ylipäättään tällaisen lähestymistavan tarpeesta. Komissio totesi palaavansa asiaan selvitettyään ensin kattavasti eri EU-valtioiden valitsemia lainsäädäntöratkaisuja ja kartoitettuaan markkinoiden toimintaa yleisesti EU:n alueella.

Tapaamisessa ESMA kertoi hallintoneuvostonsa hyväksyneen sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevan neuvon ja selvityksen 17 päivänä joulukuuta 2014 järjestetyssä kokouksessaan. ESMA:n näkemyksen mukaan kaikista olemassa olevista sääntelykehikoista Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/39/EY rahoitusvälineiden markkinointa 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 ensimmäinen rahoitusvälineiden markkinat -direktiivi (engl. *Markets in Financial Instruments Directive*, 2004/39/EY, jäljempänä *MIFID I*) on toimivin, mutta ei ainoa mahdollinen lainsäädäntökehikko sijoitusmuotoiselle joukkorahoitukselle. ESMA totesi sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen olevan Euroopassa tulkintansa mukaan korostetusti rahoitusvälineitä 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, sijoituspalveluyritys tai vakuutusyhtiö voi harjoittaa toimilupansa mukaista toimintaa kaikissa ETA-valtioissa joko perustamalla sivuliikkeen tai tarjoamalla palveluita rajan yli (jäljempänä europassi). Europassi antaa mahdollisuuden laajentaa sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen rajat ylittäväksi EU-tason toiminnaksi pelkän kansallisen toiminnan sijaan. Toisaalta ESMA totesi, 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.

Samassa yhteydessä myös EBA:n edustaja kertoi EBA:n lainamuotoista joukkorahoitusta koskeneesta selvityksestä, jonka valmistelu oli kokouksen aikaan kuitenkin kesken. Myös EBA ilmoitti pyrkivänsä kartoittamaan voimassa olevan EU-lainsäädännön soveltuvuutta lainamuotoiseen joukkorahoitukseen sekä eri jäsenmaissa esiintyneisiin toisistaan poikkeaviin liiketoimintamalleihin. EBA arvioi kokouksessa, että sen selvitys valmistuu vuoden 2015 alkupuolella ja että se tulee muistuttamaan muodoltaan ja sisällöltään pitkälti ESMA:n vastaavaa selvityskokonaisuutta keskittyen kuitenkin korostuneesti lainamuotoiseen joukkorahoitustoimintaan.

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 järjestämisvelvoitteita. Monet palvelualustat toimivat toimiluvallisten yhtiöiden nimettyinä edustajina, jolloin ne hyötyvät näille myönnetyistä lakisääteisistä toimiluvista mutta ovat sidottuja ainoastaan tiettyihin FCA:n sääntöihin sopimusperusteisesti. Myös Iso-Britanniassa tiedostetaan, että myös 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 ja joko laina on 25 000 puntaa tai vähemmän tai yksityishenkilö ei hae lainaa liiketoimintatarkoituksessa. Lain tavoitteena oli antaa innovatiivisen ja kasvavan markkinan kehittyä takamalla 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, 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 miljoonaa puntaan) vuoden 2014 aikana (kasvua 420 %). Iso-Britanniassa toimii yli 65 joukkorahoitusta välittävää palvelualustaa, joista sijoitusmuotoista (osake- ja joukkolainamuotoista) joukkorahoitusta välittää noin 20 palvelualustaa. Näistä suurin osa on ha- keutunut MIFID I:n sääntelyn piiriin, joskin ne toimivat MIFID I 3 artiklan puitteissa, jo- ten ne eivät pysty hyödyntämään europassia toiminnassaan.

Italia

Italia on ensimmäinen EU-valtio, joka säänteli sijoitusmuotoista joukkorahoitusta. Sijoi- tusmuotoista 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 markki- navalvojan (it. *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, jäljempänä *CONSOB*) säädöksellä (n. 18592) 26 päivänä kesäkuuta 2013. Lain tavoitteena on helpottaa korkea- teknologisten yhtiöiden rahoituksensaantia Internetin kautta vaihtoehtoisella rahoitusläh- teellä. Lain soveltamisala koskee riskirahan keräämistä innovatiivisille *start-up* – yrityksille, jotka ovat rekisteröityneet yhtiörekisteriin lailla perustettuun erityisluokkaan. Tällaiset yhtiöt voivat tarjota osakkeitaan merkittäväksi yleisölle Internet-pohjaisen jouk- korahoituspalvelualustan kautta edellyttäen, että palvelualusta on rekisteröitynyt CONSOB:in ylläpitämään erityisrekisteriin ja yhtiö ei tarjoa merkittäväksi omia osakkei- taan yli 5 miljoonan euron edestä. Italiassa joukkorahoituspalvelualustaa voivat ylläpitää ja hallinnoida pankit ja muut rahoitusyhtiöt, joilla on CONSOB:ilta saatu toimilupa rahoit- uspalvelutoiminnan harjoittamiseen sekä muut yritykset, jotka ovat saaneet CONSOB:ilta toimiluvan toiminnan harjoittamiseen niitä koskevien edellytysten tarkas- tamisen jälkeen (MIFID I:n 3 artiklan mukainen poikkeus). MIFID I ei sovellu toimin- taan, jos luonnollisen henkilön yksittäinen sijoitus on alle 500 euroa / kohde ja kokonais- sijoitukset vuoden aikana ovat alle 1 000 euroa. Vastaavat raja-arvot oikeushenkilöille ovat 5 000 euroa / kohde 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 perus- teella.

Innovatiivisen *start-up* -yrityksen määritelmä on Italian laissa sangen ahdas ja tätä on pi- detty lain laajemman soveltamisen selkeänä rajoitteena. Innovatiivinen *start-up* on määri- teltä hiiljattain perustetuksi yhtiöksi, jonka keskeisenä tehtävänä on kehittää, valmistaa ja markkinoida innovatiivisia korkean teknologian tuotteita ja palveluita. Lisäksi edellyte- tään, 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 Tra- ding Facility*, jäljempänä *MTF*). Yhtiö ei myöskään saa jakaa osinkoa neljän ensimmäi- sen toimintavuotensa aikana eikä sen liiketoiminnan arvo saa ylittää viittä miljoonaa eu- roa. Italian sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevassa laissa palvelualustalle ei ole asetettu vähimmäispääomavaatimuksia. Italian laki hyödyntää lisäksi suhteellisuusperiaa- tetta, jonka perusteella MIFID I:n säännöt soveltuvat sellaisinaan palvelualustoja ylläpi- täviin ja hallinnoiviin pankkeihin ja muihin rahoitusyhtiöihin (engl. *financial interme- diaries*), mutta CONSOB:ilta erikseen toimiluvan saaneille yrityksille (engl. *authorised managers*) ovat voimassa kevyemmät säännöt, jotka vastaavasti sisältävät paljon toimin- tarajoitteita ja velvollisuuksia (muun muassa kiellon antaa sijoitusneuvontaa, velvollisuu-

den 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 joukkorahoituskierroksen 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 miljoonaan 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 lähivuosien aikana.

Ranska

Ranskassa sijoitus- ja lainamuotoista 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. Sijoitus- ja lainamuotoista joukkorahoitusta koskevan lain voimaantulon kanssa tehtiin samalla poikkeuksia myös Ranskan pankkimonopoliin ja yleisölle suuntautuvien arvopaperitarjousten sääntöihin.

Laki mahdollistaa sijoitusmuotoiselle joukkorahoituspalvelustalle 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 toimintarajoitteita. 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 liikkeeselaskijakohtainen 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 palkintomuotoiselle joukkorahoitukselle. IFP voi myös olla pankkitaluottolaitos, 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 korottomiin 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 liikkeeselaskijakohtainen 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 esitettä ei tarvitse laatia alle miljoonan euron liikkeeseenlaskusta 12 kuukauden aikana. Tällöin sijoittajille (CIP) ja asiakkaille (PSI) pitää kuitenkin tarjota yksityiskohdaiset 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 % 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 vuoden 2015 huhtikuun lopulla. Asia nousi Saksassa ensimmäisen kerran esille vuoden 2013 aikana ja 16 päivänä joulukuuta 2013 liittotasavallan hallitus mainitsi 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 laiksi Saksan kuluttaja-sijoittajien suojaamiseksi (saks. *Kleinanlegerschutzgesetz*) julkaistiin 28 päivänä heinäkuuta 2014. Kyseinen lakiluonnos sisältää ensimmäiset joukkorahoituksesta koskevat säännökset Saksassa.

Täydennetty lakiluonnos julkistettiin 12 päivänä marraskuuta 2014. Saksan liittopäivät hyväksyivät lakiesityksen (18/3994, 18/4708, 18/4709) 23 päivänä huhtikuuta 2015 toisessa käsittelyssä valtiovarainvaliokunnan esittämässä muodossa.

Lain keskeisenä tavoitteena on parantaa kuluttaja-sijoittajien suojausta joukkorahoituksessa. Entisestä poiketen uusi laki muun muassa lisää laajasti joukkorahoituksessa aiemmin hyödynnetyt alistetut tuotto-osuuslainat (saks. *partiarische Nachrangdarlehen* ja engl. *subordinated profit-participating loans*) sijoitustuotteiksi ja ne tulevat näin Saksan sijoitustuotelain (saks. *Vermögensanlagengesetz* ja engl. *German Investment Products Act*) soveltamisalan piiriin. Myös muut sijoitukset, jotka antavat oikeuden vaatia sijoituksen takaisin maksua ja sille kertynyttä korkoa, luokitellaan sijoitustuotteiksi ja ne tulevat lähitökohtaisesti 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 lähtökohdaisesti toimiluvan BaFin:ltä. Jos joukkorahoituspalvelualusta kuitenkin järjestää tai välittää alustansa kautta ainoastaan alistettuja tuotto-osuuslainoja tai osuuksia kommandiittiyhtiöissä (engl. *silent partnership*), se voi hyötyä laissa olevasta poikkeuksesta toimilu-

paedlytykseen. Tällöin vaatimuksena on, että (i) palvelualusta harjoittaa ainoastaan sijoitusten tai sopimusperäisten oikeuksien välittämistä, (ii) ainoastaan sijoitustuotteet sijoitustuotelain merkityksessä tai yhteissijoitusyritysten rahasto-osuudet voivat olla antien kohteena 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 voimaantulua. Tilanne on uuden lain voimaantulon myötä joiltakin osin muuttunut.

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 esitevelvollisuus ei koske tällaista antia. Nykyisin voimassa olevan sijoitustuotelain mukaan alisteiset tuotto-osuuslainat eivät ole lain soveltamisalan piirissä, minkä takia myöskään esitettä ei tarvita. Jos nämä tai muut laeissa olevat esitevelvollisuutta koskevat poikkeukset eivät sovellu, on esite laadittava ja hyväksyttävä BaFin:llä.

Uusi laki sisältää kokonaan uuden, joukkorahoitusta silmällä pitäen laaditun poikkeuksen esitevaatimukseen, joka koskee alistettuja tuotto-osuuslainoja. Poikkeus tulee sovellettavaksi, jos annin kokonaismäärä on enintään miljoona euroa, anti koskee vain alistettuja tuotto-osuuslainoja, annin markkinointi tapahtuu ainoastaan Internet-pohjaisten palvelualustojen kautta, joilla on tarvittava toimilupa, minkä lisäksi sijoitusmääriä koskevia rajoitteita, jotka vaihtelevat 1 000 – 10 000 euron välillä/sijoittaja/anti noudatetaan. Näissä tapauksissa sijoittajille pitää toimittaa ainoastaan kolmesivuinen asiakirja (engl. *fact sheet*) sijoituksen kohteena olevasta yhtiöstä tai projektista. Uusi laki näyttäisi kuitenkin rajoittavan joukkorahoitusalan kautta tehtävien antien markkinointia. Sijoitustuotteiden mainostaminen olisi mahdollista ainoastaan tietyissä tiedotusvälineissä, jotka käsittelevät talouteen liittyviä asioita. Tällöin mainostamista voi harjoittaa niin tällaisten tiedotusvälineiden paperi- kuin Internet-versioissa. Sen sijaan annin mainostaminen sosiaalisen median (Facebook, Twitter) kautta olisi kokonaan kiellettyä.

Saksassa sijoitusmuotoinen joukkorahoitus hyödyntää keskeisesti rahoitusvälineitä, jotka jäävät MIFID I:n soveltamisalan ulkopuolelle (kuten alisteiset tuotto-osuuslaineet ja kommandiittiyhtiön äänettömän yhtiömiehen osuudet) eivätkä 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 tuotto-osuuslainat ja kommandiittiyhtiön äänettömän yhtiömiehen osuudet, eivät ole oman pääoman ehtoisia sijoitustuotteita. Saksan laki koskee käytännössä vain 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 nykyisellään 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 kerääminen ja vastaanottaminen maksutarkoituksiin. Vastaavasti ne eivät voi myöskään vastaanottaa, välittää ja toimeenpanna 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 joukkorahoitus). 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 tavoiteltu oikeusvarmuutta niin palvelualustoille, sijoittajille kuin kohdeyhtiöille (lainanottajille). Lakiesityksen tavoitteena on myös varmistaa riittävä sijoittajansuoja ottaen huomioon joukkorahoituksen muodostama korkea riskin sijoitusympäristö. Lakiesitys koskee ainoastaan sijoitus- ja lainamuotoista joukkorahoitusta eli niin lahjoitus- kuin palkintomuotoinen toiminta on jätetty sen soveltamisalan ulkopuolelle. Lakiesityksen mukaan sijoitus- tai lainamuotoista joukkorahoitusta harjoittavan palvelualustan on haettava toimilupa Espanjan arvopaperimarkkinavalvojalta (esp. *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, jäljempänä *CNMV*) ja lainamuotoisessa toiminnassa osalta joissakin tapauksissa Espanjan keskuspankilta (esp. *Banco de España*), joka valvoo niiden toimintaa ja tarvittaessa asettaa valvontansa tehosteeksi lakiesityksessä säädettyjä sanktioita. Lakiesitys asettaa siirtokelpoiset arvopaperit, kuten listattujen osakeyhtiöiden osakkeet ja joukkolainat (ilman esitettä), ja siirtokelvottomat arvopaperit, kuten listaamattomien yhtiöiden osakkeet ja lainat, keskenään yhdenvertaiseen asemaan. Lakiesityksen mielenkiintoisin piirre on, että se määrittää esityksen piirissä 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. On huomionarvoista, että lakiesityksen mukaan palvelualustat eivät voi olla sijoituspalveluyrityksiä, koska ne ovat MIFID I:n soveltamisalan ulkopuolella. Lakiesityksen mukaan palvelualustojen ydintoimintana on projekti-

en 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 toimimista siirtokelvottomien arvopaperien ja lainojen osalta, kunhan tällainen toiminta ei vaadi toimilupaa. Lain mukaan kiellettyä toimintaa on lähtökohtaisesti kaikki, mikä sisältyy muun muassa MIFID I:n ja maksupalveluista sisämarkkinoilla annetun direktiivin (2007/64/EY, engl. *Payment Services Directive*, jäljempänä *maksupalveludirektiivi*) tai muun toimilupaa vaativan sääntelyn piiriin (esimerkiksi sijoitusneuvonta, toimeksiantojen vastaanottaminen ja välittäminen, maksupalvelujen tarjoaminen, markkinatakauksen antaminen projekteille, 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 vastuuvakuutus, joka kattaa vahingot 400 000 euroon/vuosi. 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 %:lla, jos toimintaa on yli viiden miljoonan euron edestä ja 0,2 %:lla, 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 olevaan hankkeeseen kuin korkeintaan 10 %:n osuudella.

Lakiesitys asettaa palvelualustan kautta rahoitusta hakevan yrityksen vastuulliseksi sijoituskohteesta annettavista tiedoista. Palvelualustalla ei myöskään voi kerrallaan olla meilläään kuin yksi saman yhtiön rahoituskampanja. Rahoitusta hakevan projektin koko ei voi myöskään ylittää 2 miljoonan euron rajaa. 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 instituutiot tai yhtiöt, joilla on yli miljoonan euron edestä varoja, 2 miljoonan euron vuosittainen liikevaihto tai 300 000 euron omat resurssit, ja yksityiset, joilla on yli 50 000 euron vuosittaiset tulot tai 100 000 euron varallisuus, voivat vapaasti tehdä sijoituksia joukkorahoitusalojen kautta tarjottaviin projekteihin. Sijoituksiin liittyvistä riskeistä on annettava kaikki riittävä tieto sijoittajille (muun muassa osingon ja omistusosuuden liudentumisen todennäköisyys, esitteen ja 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. 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 miljoo-

nasta 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. 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 tämän hetkisen tiedon perusteella myöskään toimi yhtään toimilupaa hakenutta ja saanutta palvelualustaa.

Sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa hyödynnetäänkin 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*) holding-yhtiön kautta tai vaihtoehtoisesti muita voitonjakoon oikeuttavia velkakirjoja. Osallistumisoikeuksien perusteella maksetaan tuottoja vain, jos holding-yhtiön osakkeet (ammattimainen yhtiö, joka sijoittaa yhteistoiminnassa yleisön kanssa) saadaan myytyä 100 prosenttisesti (onnistunut rahoituskierrös) tai kun rahoitettu yritys on likvidoitu (epäonnistunut rahoituskierrös). Belgiassa tavallisia velkakirjoja ja osallistumisoikeuksia ei pidetä MIFID I:n näkökulmasta rahoitusvälineinä, jolloin toiminta myös jää 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 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 joukkorahoitusalan, joka sijoitusmuotoista joukkorahoitusta asiakkailleen välittäessään sai toiminnastaan asiakkailtaan palkkion, sijoituspalvelua tarjoavaksi yritykseksi ja näin MIFID I:n 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 esitepoikkeuksen (engl. *crowdfunding exemption*), jotka tekivät olemassa olevista poikkeuksista joustavammat ja lisäsivät 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 arvopaperitarjoustun välittämisestä (engl. *intermediation*) ilman luottolaitoksen tai sijoituspalveluyrityksen toimilupaa, jos arvopapereita tarjotaan merkittäväksi vastikkeeltaan alle 2,5 miljoonan euron suuruinen määrä 12 kuukauden aikana.

Lainamuotoinen joukkorahoitus perinteisemmässä muodossaan (vertaislainaus), jossa kerätään talletuksia tai muita takaisinmaksettavia varoja yleisöltä erinäisin liikkeeseen laskettavien velkakirjojen, kuuluu Belgiassa pankkimonopolin piiriin ja vaatii toimiluvan. Ku-

ten 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 tämän hetkisten 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. 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 tulkinnan 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 rahoitusvälineitä ja tällaisilla rahoitusvälineillä operoiva palvelualusta on sijoituspalveluyritys MIFID I:n näkökulmasta. Käytännössä palvelualusta tarvitsee toimiakseen sijoituspalveluyrityksen toimiluvan rahoitusvälineitä koskevien tarjousten vastaanottamiseen ja välittämiseen.

Alankomaissa lainamuotoinen joukkorahoitus on mahdollista AFM:n 24 päivänä marraskuuta 2014 joukkorahoituspalvelualueille antaman poikkeuksen nojalla. Poikkeus sallii joukkorahoituspalvelualueiden 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 joukkorahoituspalvelualueet 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/palvelualueesta (kertasijoituksen ollessa enintään 2 500 euroa) tai lainamuotoisessa joukkorahoituksessa yli 40 000 euroa/palvelualueesta (kertasijoituksen ollessa enintään 5 000 euroa). Lisäksi ehdottomana rajana on enintään 100 sijoitusta joukkorahoitettuihin kampanjoihin ylipäättään.

AFM julkaisi 19 päivänä joulukuuta 2014 Alankomaiden valtiovarainministeriön toimeksiannosta valmistelemansa 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, sijoitus- ja lainamuotoiselle toiminnalle molemmille omansa. Näin toimialan erityispiirteet, riittävä sijoittajansuoja ja palvelualustoille asetetut toimintaedellytykset voitaisiin määrittää kaikkia osapuolia tyydyttävästi lain tasolla, mikä osaltaan edesauttaa 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 ei ole voimassa joukkorahoitusta koskevaa erillislainsäädäntöä. Vuoden 2014 syyskuussa Itävallan valtiovarain- ja opetusministeriö ilmoittivat teettävänsä selvityksen 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).

Itävallassa liittovaltion laki arvopapereiden valvonnasta (saks. *Wertpapieraufsichtsgesetz*) käsittää sijoituspalvelua (saks. *Wertpapierdienstleistungen*), sijoituspalveluiden oheistuotteita (saks. *Nebendienstleistungen*), rahoitusvälineitä (saks. *Finanzinstrumente*) ja sijoitusarvioita (saks. *Veranlagungen*) koskevat säännöt. Joukkorahoituksen näkökulmasta keskeisiä ovat säännöt liittyen rahoitusvälineisiin, jotka koskevat siirtokelpoisia arvopapereita (osakkeet ja lainat) ja sijoitusarvioihin, jotka puolestaan koskevat määrittelemättömiä omistusoikeuksia, jotka edustavat yhden tai useamman sijoittajan suoraa tai epäsuoraa sijoitusta (yksin tai yhdessä liikkeeseenlaskijan kanssa) edellyttäen, etteivät sijoit-

tajat hallinnoi tällaisia omistusoikeuksia (esimerkiksi määrittelemättömät osuudet, rajoitetut yhtiöosuudet, 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. *Finanzmarktufsicht*) 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.

Itävallan pääomamarkkinalain (saks. *Kapitalmarktgesetz*) mukaan Itävallassa ei ole esitteen laatimis- ja julkaisuvelvollisuutta, jos arvopapereita tarjotaan merkittäväksi vastikkeeltaan alle 250 000 euron suuruinen määrä 12 kuukauden aikana. Itävallassa palvelualusta ei yleensä ole vastuussa esitteen laatimisesta ja julkaisusta, koska sen ei katsota aktiivisesti markkinoivan palvelualustallaan olevia sijoituskohteita. Myöskään alisteisten lainojen liikkeeseenlasku ei yleensä edellytä esitteen laatimista ja julkaisua.

Itävallassa joukkorahoituksella kerättiin noin 1,2 miljoonaa euroa vuoden 2013 aikana. Markkinoilla toimii tällä hetkellä vähintään 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 puoleen väliin mennessä vireillä. Ruotsin markkinavalvoja (ruots. *Finansinspektion*) on kuitenkin tehnyt selvitystä sijoitus- ja lainamuotoisesta joukkorahoituksesta, mutta yleisesti ottaen erityisesti sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on Ruotsissa pitkälti sääntelemätöntä eikä siihen sovellu myöskään olemassa oleva rahoitusmarkkinalainsäädännön muodostama sääntelykehikko.

Ruotsin arvopaperimarkkinalaki (ruots. *Lag om värdepappersmarknaden* ja engl. *Swedish Securities Market Act, 2007:528*) sääntelee arvopaperien kauppaa, sijoitusten vastaanottamista ja välittämistä, sijoitusneuvontaa ja esitesääntöjä. Palvelualustat, jotka toteuttavat julkisesti osakeanteja uusien osakkeiden merkitsemiseksi tai olemassa olevien osakkeiden ostamiseksi, toimivat käytännössä markkinapaikkoina ja ovat käytännössä toimilupavelvollisuuden ja markkinavalvonnan alaisia. Palvelualustat, jotka tarjoavat osakeanteja vain suljetulle sijoittajaryhmälle (enintään 200 sijoittajaa) tai toimivat yhteistyössä Ruotsin markkinavalvojan sääntelemän ja valvoman sijoituspalveluyrityksen kanssa, eivät tarvitse toimilupaa.

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

kana. Ruotsissa on lisäksi katsottu, ettei esitteen laatimisvelvollisuus muutenkaan koske palvelualustoja, koska ne toimivat ainoastaan välittäjinä (engl. *intermediary*) tai oikeastaan sosiaalisena Internet-pohjaisena kohtaamispaikkana sijoittajien ja rahoitusta hakevien yritysten välissä. Vastuu esitteen laatimisesta kuuluu tämän tulkinnan mukaan varsinaisesta osakeannista vastaavalle taholle eli käytännössä rahoitusta hakevalle yritykselle. Palvelualustan 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. Ruotsin osakeyhtiölaki kuitenkin sallii yksityiselle osakeyhtiölle oikeuden hakea rahoitusta yleisöltä, kunhan tällainen osakeanti suunnataan alle 200 sijoittajalle, jolloin sitä ei pidetä julkisena osakeantina. Kyseinen Ruotsin osakeyhtiölaissa oleva poikkeus on osoittautunut merkittäväksi sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen ja *start-up* -yritysten rahoituksen hankinnan näkökulmasta.

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 markkina-avalvojalta etenkin, jos ne välittävät luottoja kuluttajille. Lakiin sisällytettiin siirtymäaika vuoden 2015 alkuun. Laki edellyttää lisäksi, että luottosopimus sisältää selkeät luottoehdot, jonka lisäksi palvelualustoilla on myös muita lisätiedonantovelvollisuuksia.

Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen markkina Ruotsissa oli vuonna 2013 noin kolme miljoonaa euroa, joka kerättiin käytännössä kahden palvelualustan kautta.

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 harkitsee parhaillaan joukkorahoitusta koskevan kansallisen lain säätämisen tarvetta. Asiaa käsitellään parlamentarisessa 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 lainsäädäntö 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 markkina-avalvojan hyväksymät joukkorahoitusluset. 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 palvelualusta myötävaikuttaa osakkeita tai muita rahoitusvälineitä koskevan annin järjestämiseen, jossa annin kohteena oleva yhtiö 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 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 sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevassa 18 päivänä joulukuuta 2014 annetussa lausunnossa ja neuvossa on laaja-alaisesti arvioitu sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen tämänhetkistä asemaa eri EU-valtioissa. 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. ESMA:n keskeinen viesti on, ettei nykyisin voimassa olevaa EU-lainsäädäntöä ole saatettu voimaan joukkorahoitusta silmällä pitäen eikä se näin ollen ota huomioon joukkorahoitukseen toimialana ja rahoitusmuotona liittyviä erityispiirteitä.

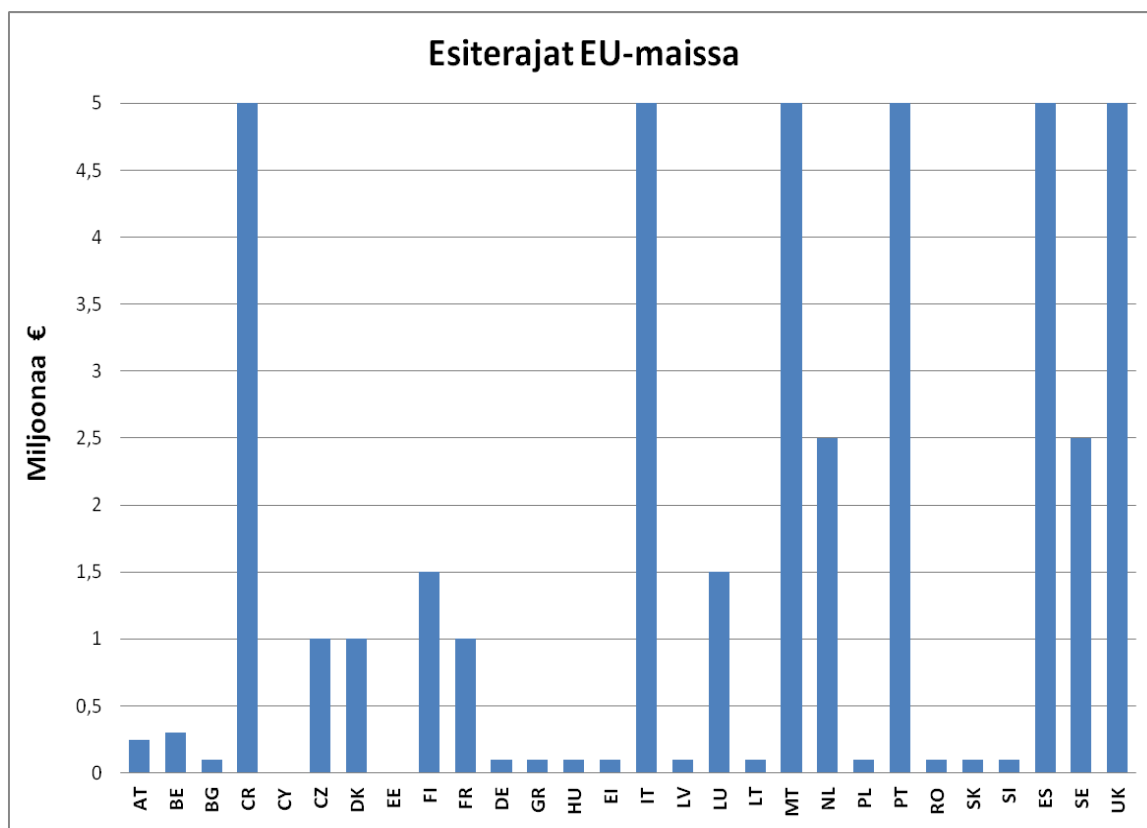
Neuvossaan EU-valtioiden kansallisille markkinavalvojille ESMA arvioi sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen piirissä olevia erisältöisiä liiketoimintamalleja ja niihin mahdollisesti soveltuvia eri EU-lainsäädäntökehikkoja. Neuvo sisältää arvion siitä, miten yleisimmin esiintyvät sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen liiketoimintamallit sijoittuvat EU-lainsäädäntökehikkoon (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, jäljempänä esitedirektiivi, engl. *Prospectus Directive*, 2003/71/EY) 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 sisältyy joukkorahoituksen näkökulmasta 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 toimialaan. Tämä puolestaan on saanut monet EU-valtiot ja kansalliset markkinavalvojat laatimaan omia tapauskohtaisia tulkinta- ja arviointikäytäntöjään ja ehdottamaan sekä panemaan täytäntöön omia kansallisia sääntelyratkaisujaan tulkintaongelmien poistamiseksi. Lausunnon mukaan muun muassa esitedirektiiviin sisältyviä esiterajoja ja MIFID I:n pääomavaatimuksia tulisi tarkistaa, minkä lisäksi MIFID I:n 3 artiklan tarjoaman soveltamisalaa koskevan valinnaisen poikkeuksen laajalaisempaa soveltamista tulisi pohtia. ESMA ehdottaa EU-instituutioille myös harkittavaksi EU-tason sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevaa erillistä sääntelykehikkoa 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. 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 joukkorahoituksen sääntelytarpeisiin. ESMA palanee asiaan MIFID II:n voimaantulon yhteydessä.

ESMA:n neuvon ja lausunnon 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 ollut tavoite kansallisen kilpailukyvyn turvaamisesta ja parantamisesta.

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. 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.



Myös MIFID I:n soveltuminen sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen poikkeaa suuresti eri EU-valtioiden välillä. Lähtökohtaisesti MIFID I soveltuu sijoituspalvelusyhtiöihin. Sijoituspalveluyritys on oikeushenkilö, jonka tavanomaisena ammatti- tai liiketoimintana on yhden tai useamman sijoituspalvelun ammattimainen tarjoaminen kolmansille osapuolille. Käytännössä MIFID I soveltuu sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittäviin 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. MIFID I:n näkökulmasta rahoitusvälineitä ovat siirtokelpoiset arvopaperit. Tällä on sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen osalta 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 sopimuksesta. Jos joukkorahoituksen välittäjä välittää siirtokelvottomia rahoitusvälineitä, ei toiminta ole MIFID I:n soveltamisalan piirissä eikä kysymyksessä siis ole 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 (Espanja, Irlanti ja Ruotsi), jolloin palvelualustan ei katsota tarjoavan MIFID I:n mukaisia palveluita tai toimintoja. Voi myös olla, ettei MIFID I sovellu sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen, koska palvelualustan tai rahoitusta hakevan yrityksen sijoittajille vastikkeeksi tarjoama tuote ei nimenomaisesti ole MIFID I:n mukainen rahoitusväline (siirtokelpoinen arvopaperi) (Belgia, Saksa, Itävalta ja 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 sijoitus- ja/tai lainamuotoista joukkorahoitusta välittäviä palvelualustoja (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. Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus myös ilmenee eri EU-valtioissa eri muodoissaan, mikä vaikeuttaa toiminnan määrittelyä muun muassa MIFID I:n soveltamisalan näkökulmasta.

	<u>Toimintamuoto</u>	<u>MIFID I</u>	<u>Rekisteröinti</u>	<u>Kommentteja</u>
<u>FI</u>	Liikkeeseenlaskun järjestäminen	Soveltuu	Finanssivalvonta	=
<u>UK</u>	Toimeksiantojen vastaanottaminen ja välittäminen	Soveltuu (myös poikkeus artikla 3 voimassa)	FCA	Myös MIFID I:n 3 artikla implementoitu kansalliseen lainsäädäntöön
<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 (Ei rahoitusväline)	Ei sovellu	Yksinkertainen elinkeinotoimilupa / BaFin (jos rahoitusväline)	Perustuu lakimuutokseen, joka on tullut voimaan (saks. <i>Kleinanlegerschutzgesetz</i>)
<u>ES</u>	Sosiaalinen media (Vaikka käytetään 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 (Ei rahoitusväline)	Ei sovellu	-	Joukkorahoituspoikkeus esitteen julkaisuvelvollisuuteen
<u>NL</u>	Toimeksiantojen vastaanottaminen ja välittäminen / Liikkeeseenlasku	Soveltuu	AFM	AFM on ehdottanut sijoitus- ja lainamuotoista joukkorahoitusta koskevien kansallisten lainsäädäntöhankkeiden aloittamista
<u>AT</u>	Liikkeeseenlaskun järjestäminen	Ei sovellu	- / Finanzmarktaufsicht	Ministeriön toimeenpanema selvitys käynnissä (saks.

	täminen (Ei rahoitusväline)		(jos rahoitusväline)	<i>Warten auf attraktiven Rechtsrahmen für Crowdfunding,</i> 2149/AB XXV. GP)
SE	Sosiaalinen media (Ei rahoitusväline)	Ei sovellu	-	-
DK	Toimeksiantojen vastaanottaminen ja välittäminen / Liikkeenlaskun järjestäminen	Soveltuu	Finanstilsynet	Parlamentaarisen komitean lainsäädäntöselvitystyö käynnissä

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 totesi neuvossaan pitävänsä sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittäville 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 kasvuille. Toisaalta itsekin kasvuvaiheessa olevien yritysten kasvaminen saman tien EU-tason toimijoiksi ei käytännössä välttämättä ole suoraan mahdollista, vaan voi edellyttää ensin kansallisten markkinoiden haltuunottoa, johon liittyen myös kansallisilla joukkorahoitusta koskevilla lainsäädäntöratkaisuilla voi olla merkittävä vaikutus.

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 erityisyhtiötä (SPV), 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 mainittuja määritelmiä. 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 luonnollisesti aina riippuu tarkastelun kohteena olevasta liiketoimintamallista ja sen tapauskohtaisesta arvioinnista. Yleisesti ottaen AIFMD:n sisältämät sangen korkeat pääomavaatimukset

saattavat kuitenkin kannustaa muotoilemaan liiketoimintamalli MIFID I:n tai jonkin muun toimintaan soveltuvan direktiivin muodostaman sääntelykehikon mukaiseksi.

Maksupalveludirektiivistä ESMA totesi, että direktiivi asettaa säännöt maksupalveluntarjoajien erottamiseen 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 tietojenantovaatimuksia 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 toimijan toimintaa, sisältää maksupalveludirektiivi myös muita poikkeuksia, joiden perusteella se saattaa jäädä soveltumatta joukkorahoitustoimintaan. Joukkorahoitustoiminnan näkökulmasta keskeisiä 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 suoritukset, taikka lunastukseen tai myyntiin, rajautuvat maksupalveludirektiivin soveltamisalan ulkopuolelle. Joukkorahoituksessa keskeiset maksupalvelut ovat ESMA:n mukaan: 1. palvelut käteisen tallettamiseksi maksutilille sekä kaikki maksutilin hoitamisen edellyttämät operaatiot; 2. palvelut käteisen nostamiseksi maksutililtä sekä kaikki maksutilin hoitamisen edellyttämät operaatiot; 3. maksutapahtumien toteuttaminen, mukaan luettuna varojen siirto käyttäjän maksupalveluntarjoajan tai jonkin muun maksupalveluntarjoajan ylläpitämälle maksutilille; 4. maksuvälineiden liikkeeseenlasku ja/tai tapahtumahyvitys; ja 5. 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. Jos palvelualustan katsotaan toimivan maksupalveludirektiivin mukaisena maksulaitoksena, niin 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 valvojien 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 ei toistaiseksi ole julkistettu tietoja.

Euroopan pankkiviranomainen (EBA)

EBA:n lainamuotoista joukkorahoitusta koskevassa 26 päivänä helmikuuta 2015 annettussa 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 ja toiminnasta eri markkinaosapuolille (lainanantajat, lainaajat/rahoitusta hakevat ja palvelualustat) aiheutuvia mahdollisia riskejä. EBA:n lausunto on suunnattu osin EU-valtioiden kansallisille markkinavalvojille tavoitteena lisätä EU-valtioiden markkinavalvojen toiminnan ja tulkintakäytäntöjen yhdenmukaisuutta sekä luoda EU-tasolle lainamuotoista joukkorahoitusta koskeva nykyistä yhtenäisempi toimintakenttä ja 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 eri EU-valtioissa. EBA:n keskeinen viesti on, että toimialan yhdenmukaistaminen tulisi perustua voimassa olevaan EU-lainsäädäntöön. Tältä osin EBA kuitenkin suosittelee, että komissio selvittää voimassa olevan direktiiveihin ja asetuksiin perustuvan sääntelykehikon soveltuvuutta lainamuotoiseen joukkorahoitukseen. Internet-pohjaisena toimintana joukkorahoituksella on suuri mahdollisuus edistää rajat ylittävää toimintaa EU:ssa. Erilaiset lähestymistavat ja kansalliset lainsäädäntöratkaisut EU-valtioiden välillä kuitenkin aiheuttavat haasteita rajat ylittävän toiminnan laajamittaiselle ja nykyistä tehokkaammalle hyödyntämiselle. Tässä yhteydessä ja mahdollisen tulevan joukkorahoitusta koskevan erillisen EU-tason lainsäädäntökehikon osalta lausunto esittää harkittavaksi useita sääntelytoimenpiteitä, jotka koskevat erityisesti rahoitusta hakevien yritysten ja palvelualustojen tiedonantovelvollisuutta, yritystarkastuksen (engl. *due diligence*) sisältöä ja laajuutta, yleisten toimialan toimintaan liittyvien ja erityisesti rahoitettavia hankkeita koskevien riskien julkistamista ja palvelualustojen sisäisten toimintamekanismien luotettavuuden parantamista. Lisäksi EBA suosittelee, että myös olemassa olevat joukkorahoitusta koskevat kansalliset sääntelykehitot otetaan ratkaisuja tehtäessä huomioon viitaten erityisesti Ranskan, Espanjan ja Iso-Britannian kansallisiin lainsäädäntöratkaisuihin.

EBA:n mukaan maksupalveludirektiivi näyttäisi helpoiten soveltuvan nimenomaan lainamuotoiseen joukkorahoitukseen, koska kyseinen toimintamuoto käytännössä kattaa 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 lainatoimintaa koskevia näkökohtia, minkä johdosta monet joukkorahoitustoimintaan liittyvät riskikokonaisuudet jäävät nykyisellään sääntelemättä. Lisäksi EBA huomauttaa, etteivät lainamuotoista joukkorahoitusta tarjoavat palvelualustat ja näiden liiketoimintamallit EBA:n tekemän arvion perusteella nykyisellään täytä EU-lainsäädännön mukaisen luottolaitoksen ja sen säännellyn liiketoiminnan määritelmää. Toiminnassa ei näin ollen ole kyse luottolaitostoiminnasta eivätkä lainamuotoisen joukkorahoituksen kautta lainatut varat ole talletuksia eivätkä ne näin ollen kuulu myöskään EU:n talletussuojan piiriin.

EU-lainsäädännöstä EBA käsittelee lausunnossaan tarkemmin vakavaraisuusdirektiiviä (2013/36/EU, engl. *Capital Requirements Directive*, jäljempänä *CRD*), vakavaraisuusasetusta (EU No 575/2013, engl. *Capital Requirements Regulation*, jäljempänä *CRR*), sähköistä rahaa koskevaa direktiiviä (2009/110/EU, engl. *Electronic Money Directive*, jäljempänä *EMD*), 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, minkä johdosta tulisi tarkoin harkita suhteellisuusperiaatteen mukaista sääntelyllistä lähestymistapaa toimialaa kohtaan sekä toimialan kasvun edistämiseksi yhtenä vaihtoehtoisena rahoituslähteenä että markkinauskottavuuden ja riittävän tasoisen suojan varmistamiseksi markkinoilla toimiville eri osapuolille.

Komission selvitys ja pk-yrityksille suunnattu joukkorahoitusopas

Komissio pyysi vuoden 2014 syksyllä tarjouksia markkinoilta julkisella tarjouspyynnöllä 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 kansallisia tarpeita täydentää kansallista lainsäädäntöä vaihtoehtoisten rahoituskanavien toiminnan edistämiseksi erityisesti sijoitus- ja lainamuotoisen joukkorahoituksen osalta. Joukkorahoitusilmiön 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. Tämän tavoitteen saavuttamista tukevat joukkorahoitusta koskevat tietyissä EU-valtioissa jo voimaan saatetut kansalliset lainsäädäntökehikot, jotka usein pyrkivät kodifioimaan toimi-

alaa koskevat parhaat käytännöt ja tätä kautta lisäämään oikeusvarmuutta palvelualueiden 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 olevan kansallisen lainsäädäntökehikon ja soveltuvin osin jo täytäntöönpanijain EU-direktiivien sopeuttamista ottamaan huomioon joukkorahoituksen erityispiirteet. Raportti kannustaa kansallisia viranomaisia selkeyttämään omaa kansallista joukkorahoitusta koskevaa lainsäädäntöään ja kehottaa myös komissiota ryhtymään toimiin EU-tason joukkorahoitusta koskevan yhtenäisen lainsäädäntöratkaisun saavuttamiseksi.

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, mitä joukkorahoitus on ja miten sitä voi yritystoiminnassa 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.

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 joukkorahoituksen eri muotojen lisäksi mikrorahoituksen ja laskusaatavien rahoituksen) markkinaa keskeisissä EU-valtioissa markkinoiden koon, kasvun ja monimuotoisuuden näkökulmasta itsenäisin, systemaattisin ja luotettavin tutkimuskeinoin lainsäätäjien, markkinavalvojen, lehdistön ja yleisön informoimiseksi ja kouluttamiseksi vaihtoehtoisen rahoituksen markkinasta. Tietoa kerättiin yhteensä 255 johtavalta eurooppalaiselta palvelualueelta pääasiassa Internet-pohjaisen kyselytutkimuksen kautta, jonka arvioitiin kattavan noin 85–90 prosenttia Euroopan vaihtoehtoisen rahoituksen markkinasta. Raportissa esitetyt lukuja on hyödynnetty myös tässä esityksessä, koska tutkimuksen metodologiaa kerätyn aineiston vahvistamisineen, yhdenmukaistamisineen ja ristiintarkistamisineen voidaan pitää tieteellisesti pätevänä ja luotettavana, 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 universaaliala 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 tässä 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.

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 viimeisten kolmen vuoden 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 vuosikasvun ollessa 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 tarjoamat mahdollisuudet niin sijoittajille kuin rahoitusta tarvitseville taholle. 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 vaihtoehtoinen rahoitus on tullut jäädäkseen ja siirtyy askel kerrallaan kohti valtavirtaa. Esimerkiksi Yhdysvalloissa ja osin Iso-Britanniassa vaihtoehtoisen rahoituksen markkina on houkutelut mukaan laajan joukon institutionaalisia sijoittajia, mikä on odotettava lopputulos ainakin isoimpien EU-valtioiden markkinoilla.

Yhteenveto eri EU-valtioiden tilanteesta

Suomen, kymmenen muun EU-valtion ja Yhdysvaltojen sijoitus- ja lainamuotoista joukkorahoitusta koskevan lainsäädäntökehikön 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 vaikuttavat joukkorahoitusta koskevalle lainsäädännölle asetetut tavoitteet. Koska kyseessä on uusi rahoitusmuoto, jolle on asetettu paljon odotuksia erityisesti siemen-, kasvu- ja pk-yritysten rahoituksen saannin edistämisen näkökulmasta, olennaista on kaikkien toimialalla vaikuttavien etutahojen erisuuntaisten intressien tasapuolinen huomioon ottaminen. Kyse on tasapainon hakemisesta riittäväksi arvioitun 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 käytiin keskustelua tai oli jo ehdotettu tai pantu täytäntöön kansallinen sijoitus- tai lainamuotoista 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.

Tilanteessa, jossa ESMA on neuvossaan ja lausunnossaan tuonut esiin oman arvionsa nykyisin voimassa olevan EU-lainsäädännön soveltuvuudesta sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen, EBA omassa lausunnossaan vastaavan arvion lainamuotoisesta joukkorahoituksesta ja eri EU-valtiot ovat enenevässä määrin kiinnittäneet huomiota joukkorahoi-

tukseen 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 sijoitus- ja lainamuotoiseen 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 sijoitus- ja lainamuotoista joukkorahoitusta koskevia tulkintakannanottoja.

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 sijoitus- ja lainamuotoisen 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 ennen kaikkea 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 ylipäätään 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 kasvuille tulee korostumaan.

2.3.2 Suomen tilanne

Suomessa oli vuoden 2014 lopussa arviolta 13 joukkorahoituksen välittäjää. Lahjoitusmuotoista joukkorahoitusta ei lähinnä voimassa olevaan rahankeräyslakiin, siihen liittyvien epäselvyyksien ja sitä koskeneen uudistustyön johdosta tarjonnut Suomessa yksikään toimija. Palkintomuotoista joukkorahoitusta tarjoavat Suomessa ainakin Pocket Venture, Mesenaatti.me, Kiririnki ja Rapport. Lainamuotoista joukkorahoitusta yksityisten välisen vertaislainatoiminnan muodossa (engl. *peer-to-peer consumer lending*) tarjoavat muun muassa Fixura Ab Oy, ruotsalainen TrustBuddy AB, Fellow Finance Oy ja Vertaislaina Oy (lainaaja.fi). Lainamuotoista joukkorahoitusta yrityksille (engl. *peer-to-peer business lending*) tarjoaa tällä hetkellä ainakin Fundu Oy ja Vauraus Suomi Oy. Sijoitusmuotoista joukkorahoitusta eri liiketoimintamallilla ja kohdeasiakkailla tarjoavat Investdor Oy, Innovestor Oy, Vauraus Suomi Oy, ruotsalainen FundedByMe AB, Pocket Venture ja Venture Bonsai Oy. 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 runsaan tiedotusväline- ja viranomaisu huomion seurauksena. Keskustelu joukkorahoituksesta ja sen asemasta olemassa olevassa rahoitusmarkkinainfrastruktuurissa ja kotimaisessa sääntelykehikossa on yhä kiihtynyt vuoden 2015 alkupuoliskolla. Eri joukkorahoitusmuotoihin on kiinnitetty korostunutta huomiota eri viranomaisten toimesta vuoden 2015 aikana, mikä on selkeyttänyt viranomaisten kantoja. Toisaalta monet näistä selkeytyneistä kannoista ovat tulleet yllätyksenä joukkorahoitustoimijoille ja aiheuttaneet näille paikoin huomattavaa taloudellista lisärasitusta kiristyneiden vaatimusten tai muutuneen laintulkinnan kautta. Joukkorahoitusta koskevaa sääntely-, valvonta- ja tulkin-
tampäristöä voi hyvin kuvata volatiiliseksi viimeisten vuosien aikana.

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 asian selkeyttämiseksi, jää nähtäväksi. Asialla on merkitystä myös palkintomuotoisen joukkorahoituksen ja sen toimintaedellytysten näkökulmasta, koska kyseisessä liiketoimintamuodossa usein yleisöltä kerätään ensin sijoituksina rahaa ja niiden pohjalta aikaansaatu hyödyke (esimerkiksi cd-levy tai tietokonepelejä) tai palvelu (esimerkiksi näytelmä) on hyödynnettävissä vasta myöhemmin. Keskeistä kyseisen joukkorahoitusmuodon toimivuudelle on, että vastikkeen määritelmä ei aiheuta epäselvyyttä voimassa olevan rahankeräyslain kannalta, vaan myös aineettomat vastikkeet ovat ilman epäselvyyksiä hyödynnettävissä liiketoiminnassa. Lähtökohtaisesti joukkorahoitusmuodon toiminnassa ei pitäisi olla epäselvyyttä sen kuuluessa nykymuodossaan joko kuluttajansuojalain tai kauppalain soveltamisalan piiriin.

Vastaavasti kuluttaja-asiamiehen sekä kilpailu- ja kuluttajaviraston sitoumuspyyntö yhdessä Etelä-Suomen aluehallintoviraston päätöksen ja Rovaniemen hovioikeuden toistaiseksi vailla lainvoimaa olevan ratkaisun kanssa ovat johtaneet lainamuotoista joukkorahoitusta yksityisiltä yksityisille tarjoavien (engl. *peer-to-peer consumer lending*) palvelu-
alustojen 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 - palvelu-
alustat onkin viranomaisten tuorein ratkaisuin rinnastettu kuluttajansuojalain 7 luvun mukaisiksi kuluttajaluottoja myöntäviksi tahoiksi. Palvelu-
alustojen 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 riskiprofiilin mukaisesti eteenpäin lopullisille lainansaajille. Tilanne on markkinoilla toimivien yritysten oikeusturvan ja yri-

tystoimintaan liittyvän lainsäädännön ennakoitavuuden näkökulmasta ongelmallinen ja vaatii selvennystä joko lainsäädännön tai korkeimman oikeuden antaman ennakkopäätöksen kautta. Vertaislainoja välittävien tahojen asema saattaa selkeytyä jo lähiaikoina, sillä Rovaniemen hovioikeuden numerolla 514 (dnro S14/804) antama TrustBuddy AB:ta koskevasta tuomiosta on myönnetty valituslupa korkeimpaan oikeuteen. Myös oikeusministeriössä arvioidaan asuntoluottodirektiivin toimeenpanon yhteydessä vertaislainoja välittävien toimijoiden asemaa, joten asia saattaa selkeytyä myös lainsäädännön tasolla asuntoluottodirektiivin täytäntöönpanon 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 välittäminen yksityisiltä tai yrityksiltä rahoitusta hakeville yrityksille) nykyisin Suomessa esiintyvässä muodossaan lähtökohtaisesti vaadi toimilupaa eikä kuulu Finanssivalvonnan valvontaan. Suomen markkinoilla onkin useita toimijoita, jotka tarjoavat tähän liiketoimintamalliin perustuvia sijoitus- ja rahoituksenhankintamahdollisuuksia. Toimijat käyttävät liiketoiminnassaan usein siirtokelvottomia arvopapereita, kuten velkakirjalain 3 luvussa tarkoitettuja tavallisia velkakirjoja tai muuten luovutus- tai siirtokelvottomaksi räätälöityjä arvopapereita, jolloin toiminta ei lähtökohtaisesti kuulu sijoituspalvelulain eikä osin myöskään arvopaperimarkkinalain soveltamisalaan. Näin ollen keskeinen ongelma on, ettei toiminta nykymuodossaan välttämättä ole minkään – niin kuluttajansuojaa kuin sijoittajansuojaa – koskevan sääntelyn piirissä. Tätä voidaan pitää sijoittajien suojan, alan uskottavuuden ja toimintaedellytysten, rahoitusmarkkinoiden tasapuolisten kilpailumahdollisuuksien ja viranomaisten toimintaedellytysten näkökulmasta puutteena. On kaikkien markkinoilla toimivien edun mukaista, että myös tämänkaltainen toiminta saatetaan kevyen, mutta riittävän sijoittajansuojan takaavan ja viranomaisvastuut selkeyttävän, sääntelyn piiriin.

Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen arviointia vaikeuttaa edellä mainituin tavoin toiminnan monimuotoisuus. Suomessa tilanne selkeytyi kesäkuussa 2014, kun Finanssivalvonta julkaisi arvionsa, jonka mukaan sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on lähtökohtaisesti liikkeeseenlaskun järjestämistä ja näin ollen toimiluvanvaraista sijoituspalvelua ja vaatii palvelualustalta sijoituspalvelulain mukaisen toimiluvan. Tulkintaa voidaan pitää ESMA:n selvityksen (sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on lähtökohtaisesti toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä) ja kansainvälisen lainsäädäntövertailun näkökulmasta sangen ankarana. 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 sangen suuren alalle tulon kynnyksen toimijoille eikä edistä kehitysvaiheessa olevan rahoitusmuodon kehittymistä kotimaan markkinoilla tai sen kilpailukykyä suhteessa vakiintuneisiin rahoitusmarkkinatoimijoihin. Finanssivalvonnan tulkinnan johdosta markkinoilta on poistunut toimijoita ja vastaavasti uusia yrittäjiä ei ole markkinoille juuri ilmaantunut. Tämä osaltaan puoltaa vaihtoehtoisten kevyempien sääntelyratkaisujen kartoittamisen tarvetta, jotta toimiala ei Suomessa hiipuisi alalle tulon kynnyksen ollessa liian suuri sen takia, ettei voimassa oleva kotimainen sääntelykehikko tunnista joukkorahoitustoimintaan liittyviä erityispiirteitä.

Toisaalta kenties merkittävin sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskeva uutinen Suomessa ja Euroopassa liittyy Finanssivalvonnan edellä mainittuun tulkintaan ja siitä alkaneeseen prosessiin. Invesdor Oy oli yksi ensimmäisistä Suomessa toimineista sijoitusmuotoista joukkorahoitusta tarjonneista toimijoista. Finanssivalvonnan kesäkuussa 2014 julkaiseman tulkintakannanoton jälkeen se päätti hakea sijoituspalveluyrityksen toimilupaa Finanssivalvonnan julkaisemien tulkintaohjeiden pohjalta. Noin 9 kuukauden toimilupaprosessin jälkeen Invesdor Oy sai vuoden 2015 huhtikuussa MIFID I:n mukaisen sijoituspalveluyrityksen toimiluvan Finanssivalvonnalta. Yhtiö on ilmoittanut aikovansa tarjota velka- ja osakejoukkorahoituksen palveluja kaikissa 31 ETA-valtiossa. Huomionarvoista on, että Invesdor Oy on toistaiseksi ensimmäinen vastaavantasaisen sijoitusneuvonnan, toimeksiantojen vastaanottamisen ja välittämisen sekä rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskun mahdollistavan sijoituspalveluyrityksen toimiluvan saanut joukkorahoituspalvelu koko Euroopassa.

Joukkorahoitustoimiala on kokonaisuutena tullut tiedotusvälineiden kautta laajan yleisön tietoisuuteen viimeisten vuosien aikana. Toimiala on voimakkaassa kehitysvaiheessa ja tavoittelee vakiintuneilta toimijoilta 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 olevan epäselvä, mikä heikentää niin joukkorahoituksen välittäjän, sijoittajan kuin rahoitusta palvelualustan kautta hakevan yrityksen asemaa. Joukkorahoitus on toimialana poikkeuksellisen laaja ja monimuotoinen, jolla 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 toteutuminen näyttäisi vaativan olemassa olevan lainsäädäntökehikon ja sen soveltamisen selkeyttämistä eri joukkorahoitusmuotojen näkökulmasta. Näin erityisesti, jos toimialan potentiaalista halutaan Suomen nykyisessä vaikeassa taloudellisessa tilanteessa ottaa kaikki mahdollinen irti. Tulkintaepäselvyyksien purkaminen ja sääntelyn selkeyttäminen palvelee niin palvelualustoja tekemällä näiden elinkeinotoiminnasta hyväksyttävää, uskottavaa ja ennakoitavampaa kuin sijoittajia takaamalla näille riittävän tasoisien sijoittajansuojan ja nykyistä paremman tavan hajauttaa sijoituksiaan rahoitusmarkkinoilla asemansa vakiinnuttaneeseen rahoitusmuotoon. Myös rahoitusta hakevat yritykset ja viranomaiset hyötyvät, kun toimialaa koskevat pelisäännöt ja päällekkäiset, paikoin epäselvät, tulkintakannanotot saadaan ratkaistua. Kaikki nämä syyt perustelevat ehdotetun lainsäädännön kaltaista ratkaisua, jota tukee oikeusministeriön asuntoluottodirektiivin täytäntöönpanon yhteydessä säädettäväksi aiottu vertaislainaa koskeva sääntely sekä mahdollinen rahankeräyslain kokonaisuudistus.

3 ESITYKSEN TAVOITTEET JA KESKEISET EHDOTUKSET

3.1 Esityksen tavoitteet

Sijoitus- ja lainamuotoinen 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. Myös Suomen osinkoverotus, missä si-

joittaja saa edullisemmin verotettuja osinkoja listaamattomista yrityksistä kuin pörssiyrityksistä, 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 ylipäättään sovellu puhtaasti pelkän tuoton tavoitteluun, mikä tekee siitä kummajaisen ammattimaisille sijoittajille. Tämä johtuu siitä, että informaation hankinnan kustannukset ylittävät hyödyn informaatioasymmetrian johdosta. *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 notorisesti tiedossa eikä vastuuta mahdollisesta sijoituksen menettämisestä siksi 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 myös monenlaisia riskejä ja haasteita erityisesti sijoittajansuojan näkökulmasta, joihin esityksessä on pyritty varautumaan määrittämällä yksiselitteisesti kutakin eri joukkorahoituksen toimintamuotoa koskevat vastuuviranomaiset ja asettamalla joukkorahoituspalvelualustalle soveltuvin osin MIFID I:n mukaiset sijoittajansuojaa tukevat vaatimukset. Tämän lisäksi joukkorahoitus on sen toiminnan monimuotoisuuden ja mahdollisten liityntäpintojen vuoksi pyritty laaja-alaisesti kytkemään olemassa olevaan rahoitusmarkkinalainsäädäntöön.

Ala on nähtävä osana laajempaa rahoitusmarkkinoiden kokonaisuutta, toistaiseksi suhteellisen pienimuotoisena, mutta yhtenä kasvupotentiaalia omaavista vaihtoehtoisista ja täydentävistä rahoituslähteistä. Työtä vaihtoehtoisten yritysrahoituksen kanavien kehittämiseksi pankkien taseen kautta tulevan rahoituksen rinnalle tulee jatkaa. EU-tasolla alkanut työ Euroopan pääomamarkkinaunionin kehittämiseksi vaatii myös EU-valtioilta aktiivista otetta omien vakiintuneiden rahoitusmarkkinoiden kehittämiseksi. Suomessa 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.

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 komission tiedonannossa KOM(2014) 168 ja sitä koskevassa Valtioneuvoston 6 päivänä toukokuuta 2014 annetussa eduskuntakirjelmässä (E 58/2014 vp) ja siihen liittyvässä 28 päivänä toukokuuta 2014 annetussa talousvaliokunnan lausunnossa (TaVL 24/2014 vp) sekä ESMA:n sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevassa 18 päivänä joulukuuta 2014 annetussa lausunnossa ESMA/2014/1378 ja neuvossa ESMA/2014/1560 että EBA:n 26 päivänä helmikuuta 2015 antamassa lainamuotoista joukkorahoitusta koskevassa lausunnossa EBA/Op/2015/03 todetulla tavalla useat EU-sääntelyn eri vaihtoehdot, jotka eroavat toisistaan merkittävästi muun muassa soveltamisalansa, sisältönsä, toimijoille asettamiensa velvollisuuksien ja oikeuksien sekä säännöksiensä valvonnasta vastaavien toimivaltaisten viranomaisten kannalta. EBA:n selvityksen keskeinen johtopäätös on, että luoton-

välitys ei yleisesti esiintyvässä muodossaan ole talletusten vastaanottamista eikä näin ollen luottolaitostoimintaa.

Sekä ESMA että EBA näkevät tilaa ja tietynlaista tarvetta EU-tason lainsäädäntötoimiteille ja ennen sitä kansallisen oikeustilan selkeyttämiselle. Näitä eri EU-säädöksiä koskevia näkökohtia on joukkorahoituksen vakiintumattomuus ja toiminnan monimuotoisuus huomioon ottaen tarkoituksenmukaista arvioida ja esittää kootusti yhdessä laissa. Nykyisin voimassaoleva sääntely ei tunnista eri joukkorahoitusmuotoihin liittyviä erityispiirteitä eikä lainsäädäntöä ole ylipäättään 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. Näistä syistä ja kotimaisen joukkorahoitusmarkkinan kilpailukyvyn 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.

Esityksen tavoitteena on rahoitusjärjestelmän monipuolistaminen, joukkorahoitustoimialan kansallinen edistäminen ja tukeminen sekä soveltuvin osin eurooppalaisen lainsäädäntökehikon huomioon ottaminen poimimalla ja yhdistelemällä vertailumaista Suomen olosuhteisiin 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. Myös toimijoiden suhteellisen pieni koko suhteessa vakiintuneisiin markkinatoimijoihin ja pääsääntöisesti vähäiset hallinnolliset resurssit sekä toimialan suhteellisen pieni osuus rahoitusmarkkinoilla kerätystä tai välitetystä rahan määrästä puoltavat käyttäjystävällistä 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 siirtokelpoisia tai siirtokelvottomia arvopapereita. Jos sijoitus- tai lainamuotoista joukkorahoitusta välittävät palvelualustat kokevat tarpeelliseksi ja ne täyttävät nykyisin voimassa olevassa lainsäädännössä olevat edellytykset, ne voivat edelleen hakeutua esimerkiksi toimiluvanvaraisiksi sijoituspalveluyrityksiksi. Esityksellä pyritään mahdollistamaan EU-sääntelyssä tunnustetun suhteellisuusperiaatteen mukaisesti erikokoisille toimijoille mahdollisuudet päästä ja toimia markkinoilla ilman kohtuuttomia sääntelystä aiheutuvia kustannuksia.

Tavoitteena on lisäksi saattaa niin sijoitus- kuin lainamuotoinen 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 sijoitus- ja lainamuotoisen joukkorahoituksen ja sitä koskevien keskeisten määritelmien nostamisen lain tasolle voidaan arvioida selkeyttävän yleisön käsitystä joukkorahoituksesta osana rahoitusmarkkinoiden toimintaa. Lisäksi pyritään ennakkolisesti ottamaan huomioon Poliisiammattikorkeakoulussa laadittavana oleva Suomen

kansallisen rahanpesun ja terrorismin rahoituksen riskiarvio, jonka on määrä valmistua kesällä 2015. Riskiarviolla voi olla välillisiä vaikutuksia niin rahankeräystä kuin joukkorahoitusta koskevaan lainsäädäntöön.

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 potentiaalisen rahoitusmarkkinoiden monipuolistamisen kannalta. Valiokunta myös korosti, että pankkisääntelyn kiristyessä on ilmeistä tarvetta uudenslaisille, volyymiltaan 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 tämentämistä.

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

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 selvitykset osoittavat, että sijoitus- ja lainamuotoista joukkorahoitusta koskevat sääntelyratkaisut EU-valtioissa vaihtelevat suuresti. 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 keskeinen havainto on, ettei nykyisin voimassa olevia joukkorahoitukseen sovellettavaksi mahdollisesti tulevia EU-säädöksiä myöskään ole laadittu joukkorahoituksen eri toimintamuotojen näkökulmasta eivätkä 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 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 kuin sijoittajien näkökulmasta. Suomalaisten 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 korostunut. Toimialan kilpailukyvyyn edistämistä ja ylläpitämistä korostava tavoite on joukkorahoituksen kansallisessa sääntelyssä yksi keskeinen lähtökohta. Rahoitusmarkkinainfrastruktuurin kehittäminen mahdollistamalla myös uusien 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 lakirakenteseen.

Esityksessä on noudatettu rahoitusmarkkinalainsäädännössä vakiintunutta sääntelyteknikkaa, 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 parantamiseksi tarkoituksenmukaista esittää kootusti yhdessä erillislaissa. Tämä on aiheellista myös joukkorahoituksen tunnustamiseksi sallituksi elinkeinoksi ja markkinoilla yleisesti hyväksytyksi rahoitusmuodoksi sekä siihen liittyvän tarvittavan kansallisen ja kansainvälisen huomioarvon saavuttamiseksi.

Toinen vaihtoehto, jota rahoitusmarkkinalainsäädännössä ei ole Suomessa kuitenkaan toistaiseksi valittu, olisi esimerkiksi säätää kustakin direktiivistä omassa laissaan. Tätä ei ole edelleenkään 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 (jäljempänä sijoitusrahastodirektiivi (2009/65/EY, engl. *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*, jäljempänä *UCITS*) 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. Toistaiseksi komissio ei ole julkistanut täsmällisiä suunnitelmiaan, vaan jatkaa tiedonkeruuta ja joukkorahoituksen kehityspiirteiden selvittämistä osana pääomamarkkinaunionin kehittämistä muun muassa ESCF:n toiminnan kautta. Komission vihreässä kirjassa mainitaan joukkorahoituksen toimivan hyvin kansallisella tasolla mutta huolesti rajat ylittävissä tilanteissa. Oletusarvo on, ettei komissio tule ehdottamaan joukkorahoitusta koskevaa sääntelyä vuoden 2015 aikana.

Esityksessä on näistä 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 puolivälistunnossa 28 päivänä helmikuuta 2013 tehtyä päätöstä, jossa hallitus sitoutui päätöksissään loppuvaalikauden aikana välttämään teollisuudelle aiheutuvien kustannusten tai sääntelytaakan lisäämistä. Myös toimijoiden pieni koko ja pääsääntöisesti vähäiset asian tuntijaresurssit (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.

Kansallisen joukkorahoituskyselyn tulosten perusteella edellä mainittu raportti (*Raportti joukkorahoituskyselystä – Joukkorahoitus on tehokas, nopea ja joustava rahoitustapa*) toteasi yksiselitteisesti, 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). 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 toimilupavaatimuksen soveltamisalan laajuudesta ja ennen kaikkea sen raskaudesta joukkorahoituksen kannalta. 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 hallinnointivelvollisuudet jakautuvat suhteessa toimijan kokoon ja sen harjoittaman toiminnan riskiin ja monimutkaisuuteen. ESMA:n selvityksessä on lisäksi havaittavissa piirteitä epäilystä, että joillakin joukkorahoituksen käytännön ilmiöillä on tarkoitus kiertää rahoitusmarkkinoiden EU-tason sääntelyä, mihin on kiinnitettävä myös kansallisessa lainvalmistelussa erityishuomiota. ESMA näyttää selvityksellään pyrkineen yhdenmukaistamaan eri EU-valtioiden markkinavalvojien sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevia tulkintalinjauksia, mutta sen onnistumisesta ei tässä vaiheessa ole vielä varmuutta. 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 ja ennen sitä kansallisen oikeustilan selkeyttämiseksi. Vastaavaan lopputulokseen on päädytty myös komission selvityksessä.

Esityksessä ehdotetaan erillislain säätämistä joukkorahoituksen välittäjistä (sijoitus- ja lainamuotoinen joukkorahoitus). Erillislaki on perusteltu ottaen huomioon toiminnan monimuotoisuus, monimutkaisuus, liityntä useaan mahdolliseen voimassaolevaan lain-

säädäntökehikkoon sekä toimijoiden ja toimialan pienuus suhteessa muihin markkinoilla toimiviin osapuoliin ja jo vakiintuneisiin rahoitusmuotoihin. 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 sijoittajansuojaan liittyvät edellytykset.

Nämä näkemykset on pyritty ottamaan huomioon joukkorahoitusta koskevassa erillislaissa, jossa keskeistä on panna täytäntöön MIFID I:n EU-valtioille sallimat direktiivin soveltamisalaa liittyvät valinnaiset poikkeukset sisältävä 3 artikla, jonka mukaisin ehdoin joukkorahoituksen välittäjä ei ole sijoituspalveluyritys. Artikla tarjoaa mahdollisuuden välittää joukkorahoitusta kevyen sääntelytavoitteen mukaisesti rekisteröitymällä Finanssivalvontaan, jolloin myös otetaan huomioon toimijan kokoon, harjoitetun liiketoiminnan monimutkaisuuteen ja toiminnassa otetun riskin suuruuteen liittyvä EU-oikeudessa keskeinen suhteellisuusperiaate. Näistä syistä sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittäjälle on riittävää asettaa alin sijoituspalvelulain mukainen pääomavaatimus. Vastaavasti lainamuotoisen joukkorahoituksen välittäjälle pääomavaatimusta ei ole tarpeen asettaa lainkaan, koska sijoituspalvelulaki ei nyky muodossaan sovellu velkakirjalain 3 luvun mukaisiin tavallisiin velkakirjoihin, joita useimmiten hyödynnetään lainamuotoisessa joukkorahoituksessa rahoitusvälineinä. Kun tavoitteena on välttää direktiivien asettamia velvoitteita laajempien kansallisten vaatimusten asettamista alan toimijoille, voidaan esityksessä ehdotettua, pitkälle sijoituspalvelulain mukaista, sijoittajansuojan ulottamista lainamuotoiseen joukkorahoitukseen pitää riittävänä ilman erikseen asetettavaa pääomavaatimustakin.

Samalla luodaan alan toimijoille tai markkinoille tuloa pohtiville elinkeinonharjoittajille käyttökelpoinen vaihtoehto Finanssivalvonnan julkistamalle laintulkinnalle joukkorahoituksesta nimenomaan sijoituspalveluyrityksen toimilupaa edellyttävänä liikkeeseenlaskun järjestämisenä. Toimilupavaatimus sitoo huomattavasti itsekin kasvuvaiheessa olevien 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 finanssiryhmittymiä. 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 ja velvoittaa toimijat liittymään jäseneksi sijoittajien korvausrahastoon, 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.

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 lakitekniiseen viittaustekniseen ilmaisuvirheeseen perustuvaa Finanssivalvonnan kansallista tulkintaa, joka sinänsä vastaa lain kirjainta, mutta nykymuodossaan, korkean pääomavaihtumuksen ja sijoittajien korvausrahastoon 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.

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 on 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 2016 loppuun mennessä. On siten tarpeen varata mahdollisuus MIFID I:n 3 artiklan kansallisen tulkinnan kehittymiseen. Esityksen yhtensovittamista MIFID II:n kansalliseen täytäntöönpanoon arvioidaan tarkemmin jatkovalmistelussa. MIFID II:n toimeenpanon yhteydessä sijoituspalvelulakia tullaan muuttamaan ja täydentämään kattavasti, mikä myös osaltaan perustelee sijoitus- ja lainamuotoisen joukkorahoituksen sääntämisestä 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 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 sääntämisjärjestysperusteluissa selostetaan. Tämän vuoksi oletusarvo on, että lain 2 lukua ei ole tarpeen muuttaa MIFID II:n täytäntöönpanon yhteydessä.

Toisaalta ei ole tarkoituksenmukaista ryhtyä myöskään 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 arvioinut. Myöhemmin on tarpeen tarkastella asiakokonaisuutta uudelleen MIFID II:n täytäntöönpanon yhteydessä yhtäältä joukkorahoitusta koskevan sääntelyn toimivuuden ja toisaalta laajemmin sijoituspalvelulain alaisen 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 sijoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta tehtyjä kansallisia sääntelyratkaisuja, joita on toistaiseksi saatettu hyvin erisisältöisinä voimaan Italiassa, Ranskassa, Saksassa, Espanjassa ja Iso-Britanniassa. Direktiivien tai niiden yksittäisten artiklojen ennakkollinen täytäntöönpano on Suomessa käytännössä harvinaista ja voi mainittujen lisäselvitystarpeiden aiheuttami-

en riskien ohella ja toimialan voimakas kehitysvaihe huomioon ottaen myös lisätä oikeustilan epävarmuutta tarpeettomasti.

Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus kattaa usein myös muita sijoituspalvelulain mukaisia toimintamuotoja kuin liikkeeseenlaskun järjestämisen, kuten ainakin toimeksiantojen vastaanottamisen ja välittämisen sekä sijoitusneuvonnan. 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 soveltua sijoituspalvelulain sijaan esimerkiksi laki vaihtoehdorahastojen hoitajista, maksupalvelulaki, maksulaitoslaki tai laki luottolaitostoiminnasta. Näin ollen 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.

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) ehdotetaan kevyttä erityissääntelyä joukkorahoituksesta. Pyrkimys on 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.

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 mahdollisesti myös esittää asiaa koskevaa sääntelyä, minkä vuoksi esityksessä ehdotettu sääntely rajoittuu muita sijoittajia kuin kuluttajia koskeviin sijoittajansuojan kehittämistarpeisiin. Asia on ajankohtainen ja sääntelytarpeeseen on kiinnitetty huomiota niin poliittisella taholla kuin viranomaisten toimesta (Finanssivalvonta, kilpailu- ja kuluttajavirasto ja Etelä-Suomen aluehallintovirasto).

Neljänneksi on syytä tarkentaa joukkorahoituksen suhdetta arvopaperimarkkinalain mukaiseen sääntelyyn esitteistä. Koska kansallisten esitteiden laatimisvelvollisuuden raja-arvo, joka Suomessa on ESMA:n selvityksestä saatujen tietojen valossa EU-valtioiden

keskiarvoa kireämpi, on parhaillaan tarkasteltavana avoimuusdirektiivin (2004/109/EY, engl. *Transparency Directive*, jäljempänä *avoimuusdirektiivi*) muutoksen (2013/50/EU) täytäntöönpanon yhteydessä, raja-arvoa on esityksessä ehdotettu muutettavaksi vain joukkorahoitusta koskevalla poikkeussäännöksellä arvopaperimarkkina-alaista. 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 arvopaperimarkkinain vaatimuksista erillään. Muutosehdotuksen tarkkarajaisuus on perusteltua myös siksi, että komission konsultaatiossa esitedirektiivistä, joka julkistettiin samana päivänä kuin pääomamarkkinaunionia koskeva vihreä kirja (*Review of the Prospectus Directive*), 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.

Joukkorahoituksen tunnustamiseksi sallitaksi elinkeinoksi ja markkinoilla yleisesti hyväksytyksi rahoitusmuodoksi sekä siihen liittyvän tarvittavan kansallisen ja kansainvälisen huomioarvon 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.

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 raskautta 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.

3.3 Esityksessä huomioitavia keskeisiä asiakokonaisuuksia

3.3.1 Asiakkaana kuluttaja, ammattimainen vai 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 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 muutamaaan ryhmään. Jaotteluun ovat vaikuttaneet tavoitteet (a) sijoittajien suojaamisesta, (b) pankkirahoituksen vaikeutumisen huomioon ottamisesta ja yritysrahoituksen edellytysten varmistamisesta, (c) laina- ja sijoitusmuotoisen joukko-rahoitustoiminnan edistämisestä ja (d) maltillisen pitkäaikaisen vaihtoehtoisia rahoituskanavia hyödyntävän sijoittamisen edellytysten parantamisesta. Ei-ammattimaisten asiakkaiden ryhmittely vastaa siten hallituksen rahoitusmarkkinoiden kehitystä 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 joukkovelkakirjaemissioissa 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 selonottovelvollisuuden sääntelyyn. Joukkorahoituslain soveltamisalalla ei ole käytännön syistä perusteltua pitäytyä tiukasti rajatuissa ei-ammattimaisen asiakkaan ja ammattimaisen asiakkaan käsitteissä.

Muussa kotimaisessa lainsäädännössä on toisaalta esim. kuluttaja-käsitettä tietyissä tapauksissa laajennettu. Vakuutuslainsäädännössä (543/1994) 3 §:n mukaan laki on vakuutusosastajan hyväksi pakottava, jos vakuutusosastaja 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 vakuutusosastajan sopijapuolena rinnastettavissa kuluttajaan solmittaessa vakuutuslainsäädännön mukaista. Lain esitöissä

täsmennetään, että kuluttajiin rinnastettavia tahoja vakuutus sopimuksissa 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-säätelyssä. 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 kuteinkin 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 valtiontuesta pieniin ja keskisuuriin yrityksiin tehtävien riskipääomasijoitusten edistämiseksi (2006/C 194/02, 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 yhteis-hankkeena (engl. *joint venture*). Suuntaviivoissa tarkoitettu bisnesenkeli ei voi omistaa enemmän kuin 30 prosenttia osakepääomasta eikä hänellä saa olla enemmän kuin 30 prosenttia äänivallasta. Suomen bisnesenkeli verkosto, *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 palvelualusta 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 asetuksenantovaltaa. Esityksessä valtiovarainministeriölle on ehdotettu asetuksenantovallan antamista, joten asian käsittely on tältä osin olennasta. 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 perusteluvelvollisuuteen 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 sängen pienten palvelualustojen 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 vaihtoehtoisten rahastojen 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 suoma 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)

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 liittyvät huoleen hiipuneesta talouskasvusta, yritysrahoituksen saatavuuden vaikeutumisesta ja vähenevästä yrittäjyydestä. Suhteellisuusperiaatteen korostaminen tukee myös näitä hallituksen poliittisia tavoitteita. Hallinto-oikeudessa noudatettavan lojaliteetti-ideologian mukaisesti hallitusohjelman tai hallituksen periaatepäätösten suuntaviivat on otettava huomioon myös lainvalmistelussa.

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, 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 eivertoitavia 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 noudata 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 (624/2006) 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 sanktiota, 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 6.1 §, AIFML 18 luvun 2.3 § tai ”kohtuullisin keinoin pyrittävä estämään” (AIFML 18 luvun 7.1 §)).

EBA:n tai ESMA:n (tai komission) julkistamiin kysymys/vastaus –tiedonantoihin (”Q&A”) ei voida kytkeä Suomessa seuraamusuhkaa, koska kyseiset tiedonannot ovat 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 määränemistöllä.

EBA:n ja ESMA:n kaltaiseen ulkoparlamentaariseen valmisteluun on useasti kiinnitetty huomiota. Asiaan on viimeksi (7 päivänä helmikuuta 2014) kiinnitetty huomiota eduskunnan suuren valiokunnan mietinnössä 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 valankäytön 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 suosituluonteisella 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. 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 noudata tai selitä –periaatteen (engl. *comply or explain*) pohjalta. Se, ettei perustelua 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 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 mukaiseen säädösvallan siirtoon perustuvien komission delegoitujen asetusten valmistelua, joista ei välttämättä järjestetä minkäänlaista julkista kuulemistä 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 suosituluonteisen 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 toimielimiin, 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 kui-

tenkin katsoa rinnastuvan suositukseen. Lähestymistapa vastaa myös Suomessa vakiintunutta käsitystä Suomen kansallisen viranomaisen toimivallasta antaa määräyksiä ja ohjeita. Viranomaisen voi antaa Suomessa oikeudellisesti velvoittavia määräyksiä vain, mikäli sen toimivalta perustuu riittävän selkeään ja määräyksiä sisällöllisesti rajoittavaan lain säännökseen. Viranomaisen antamalla ohjeilla ei voida määritellä 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 tarpeellisen säännellä laissa. Viranomaisen ei kuitenkaan voi korvata lakiin perustuvaa määräystä ohjeella, eikä viranomaisen voi muutenkaan antaa ohjeita, jotka sisältäisivät oikeudellisesti sitovia oikeussääntöjä.

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

3.4 Lakikohtaiset keskeiset ehdotukset

3.4.1 Yleistä

Esityksessä ehdotetaan säädettäväksi joukkorahoituslaki, joka koskee joukkorahoituksen välittäjiä. Lain rakenteellisina ja teknisinä esikuvina ovat laki eräiden luotonantajien rekisteröinnistä (747/2010) 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 sääntelyihin ja valvottuihin osapuoliin ja jo vakiintuneisiin rahoitusmuotoihin. Puitesääntely on nähty järkeväksi myös ESMA:n ja EBA:n alun perin yhteisen selvitystyön jakaannuttua sijoitus- ja lainamuotoista joukkorahoitusta koskeviin asiakokonaisuuksiin sekä komission mahdollisen tulevan lainsäädäntöaloitteen ja sen kansalliselle lainsäädännölle aiheuttaman muutostarpeen näkökulmasta. Myös valtiovarainministeriön toteuttama lainsäädäntövertailu eri EU-valtioiden välillä tukee esityksessä omaksuttua puitesääntelyä koskevaa ratkaisua.

Keskeinen ehdotus on joukkorahoituksen välittäjien rekisteröitymisvelvollisuus Finanssivalvontaan. Esitys ei siten sisällä ehdotusta toimilupavelvollisuudesta, jota olisi toimialan ja markkinoilla toimivien palvelualustojen koko huomioon ottaen sekä markkinoille pääsyn edellytysten näkökulmasta pidettävä turhan raskaana menettelynä riittävän tasoisen sijoittajansuojan saavuttamiseksi. Sääntely on muutoinkin pyritty laatimaan kevyemmäksi kuin muu rahoitusmarkkinoita koskeva sääntely osin edellä todetuin perustein ja osin, koska tavoitteena on monipuolistaa kotimaista rahoitusmarkkinaa tarjoamalla uusille vaihtoehtoisille rahoitusmuodoille kestävä, ennakoitavat 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 26 päivänä kesäkuuta 2013 annettu (*Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi eurooppalaisista pitkäaikaissijoitusrahastoista*) KOM(2013) 462 pitkäaikaissijoitusrahastoja koskeva asetus (engl. *European Long-Term Investment Fund regulation*, jäljempänä *ELTIF-asetus*).

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. Myös sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen lain tasoinen määrittely ja siihen soveltuvan lainsäädäntökehikon tunnistaminen on lain soveltamisalan ja viranomaisvastuiden näkökulmasta olennaista.

Lain 2 luvussa säädetään oikeudesta välittää 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 sangen yksityiskohtaista, millä pyritään ottamaan huomioon toimijoiden suhteellisen pieni koko ja toiminnan monimuotoisuus sekä helpottamaan sääntelyn noudattamista.

Lain 3 luvussa säädetään asiakkaansuojasta, kuten joukkorahoituksen välittäjän oikeudesta ilman toimilupaa tarjota sijoituspalvelua, joukkorahoituksen välittäjän menettelytavoista ja velvollisuuksista sijoittajaa kohtaan, tiedonantovelvollisuudesta ja asiakkaan tuntemisesta. Keskeiset säännökset ovat lain 9 ja 10 §:t, joissa pannaan täytäntöön MIFID I:n 3 artikla.

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 rikemaksu 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, osakkeenomistajiin, yhtiömiehiin ja jäseniin.

Lain 5 luvussa ovat erinäiset säännökset rekisterin tietojen antaminen verkkopalveluna, itsesääntelystä, salassapitovelvollisuudesta, muutoksenhausta, valtiovarainministeriön asetuksenantovaltuudesta, Finanssivalvonnan määräystenantovaltuuksista ja siirtymäsäännökset. Sääntely vastaa muuta rahoitusmarkkinalainsäädäntöä.

3.4.3 Muut esitykseen sisältyvät lait

Esityksessä ehdotetaan muutettavaksi kahdeksaa muuta lakia, joita ovat sijoituspalvelulaki, rahankeräyslaki, laki Finanssivalvonnasta, laki Finanssivalvonnan valvontamaksusta (879/2008), laki vaihtoehtorahastojen hoitajista, sijoitusrahastolaki (48/1999), maksulaitoslaki 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 kansallisen täytäntöönpanon varmistamiseksi. Sijoituspalvelulakia on lisäksi tarpeen muuttaa joukkorahoituksesta julkaistun ESMA:n lausunnon ja neuvon huomioon ottamiseksi (koskien erityisesti sijoitusmuotoista joukkorahoitusta nimenomaan toimeksiantojen vastaanottamisena ja välittämisenä MIFID I:n soveltamispiirissä) 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 joukkorahoitukseen ja sitä kautta yleisemmin myös rahoitusmarkkinoille vakautta, tarjoavan parempaa sijoittajansuojaa sekä lisäävän oikeusvarmuutta niin markkinatoimijoiden kuin viranomaisten näkökulmasta. Sääntelyllä pyritään edistämään joukkorahoitustoimialan toimintaedellytyksiä, minkä 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 kattavuus-

desta ja toimintaa valvovasta toimivaltaisesta viranomaisesta, on aiheuttanut hallinnollista rasitetta sekä toimialalle että viranomaisille. Tämä on puolestaan edellyttänyt resurssi-panostuksia asioiden selvittämiseen, mikä on aiheuttanut kustannuksia kaikille osapuolil-le. 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 rahoitus-ta 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 rahoitusmuotona ja antaa nykyistä paremmat edellytykset joukkorahoituksen kansalliselle kehittymiselle.

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. 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 kilpailukykynekökulma

Maailmanpankki (*International Bank for Reconstruction and Development*) on vuodesta 2003 julkistanut *Doing Business* –raportin, joka on saavuttanut aseman Maailmanpankin jokavuotisena 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 %) kuin Ruotsissa (6,71 %). Suomi ja Ruotsi kuuluvat GEM-tutkimuksessa samaan viiteryhmään eli innovaatiovetoisiin talouksiin, joiden painottamaton vastaava keskimääräinen luku varhaisen vaiheen yrittäjien osuudelle on 7,8 %. 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 yrittä-

yyden mahdollisuuksissa, sillä 70 % työikäisistä ruotsalaisista kokee alueellaan olevan hyvät mahdollisuudet yrityksen perustamiseksi, kun Suomessa vastaava luku on 42 %. 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 % väestöstä, kun Ruotsissa vastaava osuus on 5,64 %. 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 % 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 keski suurten yritysten rahoituksen kehittämisen on tärkeyttä. Yksi keino pk-yritysten rahoituksen monipuolistamiseksi ja ulottamiseksi uusille sijoittajatahoille on joukkorahoitus.

Esitetyn lainsäädännön välittömät vaikutukset

Suomessa oli vuoden 2014 lopussa arviolta 13 joukkorahoituksen välittäjää. 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.

Euroopan komissio ei ole toistaiseksi tuottanut vaikutusarvioita tai sääntelyaloitteita joukkorahoituksen sääntelystä. Myöskään ESMA:n tai EBA:n lausuntojen ja neuvojen yhteydessä ei ole julkistettu kustannus- ja hyötyerittelyjä eikä arvioita sääntelyvaihtoehtojen kokonaisvaikutuksista, vaan niissä on käsitelty sääntelyn teknisten yksityiskohtien

tulkintavaihtoehtoja. Esityksen tukena ei siten ole kattavia eurooppalaisia vaikutusarvioita, kustannusvaikutusanalyysseja 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 erityislaatuisilla markkinoilla on myös sangen 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 vaihtoehtoisena rahoitusmuotona riittävää sijoittajansuojaa kuitenkin unohtamatta. 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.

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 konsolidoitumispaine 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 kantakseen kustannustehokkaasti sääntelyn johdosta kasvaneet valvonta-, hallinto- ja liiketoimintakustannukset, jotka kuitenkin arvioidaan erittäin kohtuullisiksi verrattuna muihin rahoitusmarkkinasääntelyyn. Kustannuksia aiheutuu ensinnäkin rekisteröinti- ja pääomavaatimusten sekä toiminnan järjestämistä koskevien vaatimusten täyttämisestä. Toisaalta vastaavia kuluja olisi ollut odotettavissa myös nykytilanteessa valvontaviranomaisen viime aikoina tekemien voimassa olevaa lainsäädäntöä ja sen soveltamista joukkorahoitukseen koskevien tulkintaohjeiden perusteella. Rekisteri-ilmoitus ja siihen liitetyt tiedonanto- ja muut velvollisuudet ovat selkeästi uusia kustannuksia 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 lisäkulujen 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 yritysrahoituksen saatavuuden heikentymiseen sekä tällaisen rahoituksen tarjonnan vähentymiseen että 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 joukkorahoitustoimija sovittaa 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 pienenemiseen 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 sovittaa 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 yritysten 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.

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 tulkinnan mukaan toimiluvanvaraista sijoituspalvelun tarjoamista ja Finanssivalvonnan valvomaa rahoitusmarkkinatoimintaa. Finanssivalvonnan valvontatehtävien täsmentäminen esityksessä ehdotetulla tavalla edistää Finanssivalvon-

nasta 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, 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 tulkintakannanottojen 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 sijoitustuotteita 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 pitkäaikaissijoitusrahastot tulevat parantamaan yhteiskunnan infrastruktuuria mahdollistamalla rahoituksen ja osaamisen ohjaamisen erityisesti yrityksiin, jotka harjoittavat muun muassa asuntorakentamista.

Esityksellä pyritään avaamaan rahoitusmarkkinoita antamalla uudelle, nykyisiin rahoitusmuotoihin nähden täydentävälle ja osin vaihtoehtoiselle rahoituskanavalle toiminta- ja kasvuedellytykset selkeiden laintasosten pelisääntöjen luomisen kautta. Lisäksi esityksellä pyritään lisäämään sijoitusvaihtoehtoja erityisesti piensijoittajille tilanteessa, jossa pitkään jatkunut EU-alueen talouskriisi on ajanut pankkien tarjoaman korkotason lähelle nolaa. Tavallisesti piensijoittajien transaktiokustannukset ovat institutionaalisia sijoittajia suurempia suhteessa sijoituksen määrään muun muassa informaatioasymmetriasta ja oikean sijoituspäätöksen tekemisen taustaksi hankittavan informaation hankintakustannuk-

sista 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 (vasikketeettoman) 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 linjausten 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 väärinkäyttöihin 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 potentiaalinen 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 uudensääntelyille, volyymitaan ja samalla myös systeemiriskiltään 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 katsoo, että komissionkin lähtökohta ensisijaisesti seurata ja hankkia toiminnasta lisätietoa on perusteltu. Toisaalta yksittäisten joukkorahoituksen ilmenemismuotojen, kuten vertaislainat, 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-kirjetä (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 joukkora-*

hoituksen muodoista tällä hetkellä säänneltyä ja siten valvonnan piirissä) laintulkinna, 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 lausunnossa esiintuomien johtopäätösten taustalla olleet käsitykset muuttuivat. Tämän johdosta valtiovarainministeriö alkoi kiireellisesti selvittää kansallisen erityisesti sijoitus- ja lainamuotoista 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 sijoitus- ja lainamuotoista 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 tilitysvollisuus ja velvollisuus käyttää rahankeräystuotto ilmoitettuun keräyskohteeseen. Rahankeräysilmoituksia ja rahankeräystilityksiä vastaanottavana rekisteriviranomaisena toimisi maistraatti, joka voisi kieltää rahankeräyksen toimeenpanon ja asettaa uhkasakon, jos tilitysvollisuutta ei olisi noudatettu. Lisäksi muutettaisiin rikoslain (39/1889) rahankeräysrikosta koskevaa rangaistussäännöstä. Hallinnollisten velvollisuuksien laiminlyönnit säädettäisiin rangaistavaksi rahankeräysrikkomuksena. Henkilötietojen käsittelystä poliisitoimessa 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. Näin ollen rahankeräyslain kokonaisuudistus on toistaiseksi pysähdyksissä, mikä entisestään korostaa sijoitus- ja lainamuotoista joukkorahoitusta koskevan lainsäädäntöhankkeen jatkovalmistelun merkitystä.

Kuluttaja-asiamies julkisti 16 päivänä joulukuuta 2014 uutiskirjeessään (6/2014) katsauksen (*Vertaislainat pikaluottomarkkinoilla*), jossa tämä kertoi tarkastelevansa vertaislainatoimintaa kokonaisarvioinnin 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 sijoitus- ja lainamuotoista joukkorahoitusta koskevat säännökset yhdeksi lakiehdotukseksi.

Valtiovarainministeriö on valmistellut esityksen virkatyönä. 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 kuulemistilaisuus 29 päivänä toukokuuta 2015.

5.2 Lausunnot ja niiden huomioon ottaminen

Esityksestä pyydettiin lausuntoja hallituksen esityksen muotoon laaditusta luonnoksesta, josta lausunnon antoivat määräaikaan päivään kuuta 2015 mennessä [oikeusministeriö, sisäministeriö, sosiaali- ja terveysministeriö, työ- ja elinkeinoministeriö, Suomen Pankki, Finanssivalvonta, kilpailu- ja kuluttajavirasto, Patentti- ja rekisterihallitus, Poliisihallitus, tietosuojavaltuutettu, Etelä-Suomen aluehallintovirasto, Elinkeinoelämän Keskusliitto EK, Finanssialan Keskusliitto FK, Keskuskauppakamari, Osakesäästäjien keskusliitto, Perheyrittäjien liitto, Pörssisäätiö, Suomen Ammattiliittojen Keskusjärjestö SAK, Suomen Asianajajaliitto, Suomen pääomasijoitusyhdistys FVCA, Suomen Teollisuussijoitus Oy, Suomen Yrittäjät ja Työeläkevakuuttajat TELA]. Kuulemis- ja lausuntopalaute on pääosin pyritty ottamaan huomioon.

6 MUTTA ESITYKSEN VAIKUTTAVIA SEIKKOJA

Riippuvuus muista esityksistä

Esitys ei välittömästi liity muihin hallituksen esityksiin. Esityksellä on yhtymäkohtia valtiovarainministeriössä valmisteilla olevaan hallituksen esitykseen niin MIFID II:n kuin avoimuusdirektiivin muutoksen kansallisesta täytäntöönpanosta, oikeusministeriössä valmisteltavaan asuntoluottodirektiivin täytäntöönpanoon ja sisäministeriön 28 päivänä elokuuta 2014 asettamaan lainsäädäntöhankkeeseen rahankeräyslain uudistamiseksi, jonka valmistelua jatketaan seuraavalla hallituskaudella.

Kansainväliset velvoitteet

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