



Valtiovarainministeriölle
PL 28
00023 VALTIONEUVOSTO

Dnro 25/2015

12.6.2015

1 (12)

valtiovarainministerio@vm.fi
aki.kallio@vm.fi

Lausuntopyyntö VM0124:00/2013

LAUSUNTO JOUKKORAHOITUSTA KOSKEVAN LAINSÄÄDÄNNÖN TARPEESTA

Suomen Asianajajaliitolle (jäljempänä "Asianajajaliitto") on varattu mahdollisuus esittää lausuntonsa valtiovarainministeriön luonnoksesta hallituksen esitykseksi joukkorahoituslaiksi sekä laeiksi eräiden muiden lakien muuttamisesta. Asianajajaliitto kiittää mahdollisuudesta lausua hallituksen esityksen luonnoksesta ja esittää lausuntonaan seuraavaa:

Tavoitteista

Joukkorahoitus on ilmiönä uusi ja kasvava rahoitusmuoto, jolla kerätään yleensä pienempiä velka- tai muita sijoituksia yleisöltä. Rahoitusmuoto tarjoaa etenkin pienemmille kasvuyrityksille mielenkiintoisen tavan kerätä varoja.

Toiminnan kehittymisen myötä on syntynyt tarve luoda tarkoituksenmukaista sääntelyä tämäntyyppiselle toiminnalle, ja pidämme arvokkaana, että Suomessa on ryhdytty tältä osin lainsäädännöllisiin toimenpiteisiin. Esityksellä pyritään kehittämään rahoitusmarkkinoita luomalla toimialalle selkeät laintasoiset pelisäännöt. Tavoitteena on varmistaa sijoittajansuoja sekä selkeyttä toisaalta eri viranomaisten vastuita markkinoilla esiintyvien joukkorahoitusmuotojen valvonnassa ja toisaalta rajapintoja eri säännösten välillä (Yleisperustelut s. 2). Joukkorahoitusta palvelualustansa kautta välittäville elinkeinonharjoittajille säädettäisiin rekisteröitymisvelvollisuus.

Esityksen tavoitteeksi (Yleisperustelut s.49) on asetettu laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskeva suppea ja keveä puitelainsäädäntö. Esityksen mukaan niin toimijoiden kuin toimialankin suhteellisen pieni koko puoltavat käyttäjäystävällistä ja sääntelyn noudattamiskustannukset minimoivaa lakitekniikkaa. Esityksen mukaan kevyt puitesääntely ulotettaisiin sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen ja sen välittäjien lisäksi lainamuotoiseen joukkorahoitukseen ja sen välittäjiin siitä riippumatta, käyttävätkö ne toiminnassaan siirtokelpoisia tai siirtokelvottomia arvopapereita.

Joukkorahoitustoiminnan luonteen johdosta on lainsäädäntöhankkeessa erityisen tärkeää määritellä toiminnan rajapintoja muun muassa arvopapereiden ja sijoituspalveluiden tarjoamiseen. Tältä osin on erityisesti tarpeen pohtia joukkorahoituksen luonnetta suhteessa arvopaperimarkkina- (746/2012, "AML") ja sijoituspalvelulaissa (747/2012, "Sipa-laki") säänneltyyn toimintaan. Joukkorahoituksessa palvelunvälittäjä pyrkii tarjoamaan esimerkiksi Internet-pohjaisen alustan kautta eräänlaisen teknisen markkinapaikan niin rahoittajien kuin rahoitusta hakevien toimijoiden omaehtoiselle toiminnalle. Joukkorahoitus tarkoittaa lähtökohtaisesti rahoituksen välittämistä ylläpitämällä siihen tarkoitettua markkina-alustaa. Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa lainaa ei myönnetä eikä sijoituksia oteta vastaan joukkorahoituksen välittäjän omaan lukuun, vaan luotonvälitys edellyttää sitä, että velkasuhde syntyy joukkorahoituksen saajan ja joukkorahoituksen antajan välille. Joukkorahoituksen välittäjä ei ole sijoituspalveluyritys, mutta se voi tarjota sijoituspalveluna yksinomaan toimeksiantojen välittämistä ja vastaanottamista tai siihen liittyvää sijoitusneuvontaa, jos sillä ei pääsääntöisesti ole hallussaan tai hallinnoitavana asiakasvaroja (Yksityiskohtaiset perustelut s. 4). Joukkorahoituksen rajapintana on näin toisaalta omasta taseesta tapahtuva lainamuotoinen rahoitus ja toisaalta toimiluvanvarainen sijoituspalvelutoiminta. Lisäksi luotonvälitys kuluttajille on rajattu pois lain sovellettavuudesta.

Esityksessä painotetaan erityisesti suhteellisuusperiaatteen merkitystä koko joukkorahoitussääntelyä koskevana periaatteena (Yleisperustelut s. 59); joukkorahoituslaissa suhteellisuusperiaate liittyy erityisesti joukkorahoituksen välittäjän koon, oikeudellisen ja hallinnollisen rakenteen sekä toiminnan laadun, laajuuden ja sijoitusriskin huomioon ottamiseen sääntelyä sovellettaessa. Esityksen mukaan joukkorahoituslaissa on pyritty ottamaan huomioon laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen haasteet ja rajoittamaan mahdollisuuksien mukaan rahoitusmarkkinasääntelyn aiheuttamaa hallinnollista taakkaa ja muita haitallisia vaikutuksia kotimaisten, pääosin sangen pienten palvelualueiden toimintaedellytyksille. Suhteellisuusperiaate liittyy viranomaisen harkintavallan käyttöön ja sen laajamittaista soveltamista voidaan esityksen tavoitteet huomioon ottaen pitää perusteltuina.

Suhteellisuusperiaatetta on siten esityksen mukaan (ibid.) noudatettava myös esimerkiksi valtiovarainministeriön käyttäessä sille lain mukaan kuuluvaa asetuksenantovaltaa. Esityksessä valtiovarainministeriölle on ehdotettu asetuksenanto-

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

Yhteenvedona lain ja sen soveltamisen kannalta ohjaavina tavoitteina on sijoittajansuojan lisäksi suppea ja keveä puitelainsäädäntö sekä suhteellisuusperiaatteen toteuttaminen siten, että lain asettamat vaatimukset ovat oikeassa suhteessa tavoiteltuun päämäärään nähden.

Palvelun luonteesta

Asianajajaliitto pitää tärkeänä lainsäädäntöehdotuksen ja muun vastaavaa toimintaa koskevan sääntelyn rajapintojen mahdollisimman tarkkaa selvittämistä – muun muassa sijoituspalveluita koskevan sääntelyn osalta. Esityksen määrittämisen mukaan *sijoitusmuotoisella joukkorahoituksella* tarkoitetaan oman tai vieraan pääoman ehtoista joukkorahoitusta arvopaperia koskevassa merkintä-, sijoitus- tai niihin rinnastettavassa sopimuksessa määritellyn suuruisen omistuksen tai muun osuuden hankkimiseksi yrityksestä tai muusta yhteisöstä.

Sijoituspalvelun ja siihen liittyvien oheispalvelujen sisältö määritellään ensisijaisesti sijoituspalvelulaissa (747/2012, ”**Sipa-laki**”); sijoituspalvelulla tarkoitetaan muun muassa

- rahoitusvälineitä koskevien toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä sekä toteuttamista asiakkaan lukuun (*toimeksiantojen välittäminen ja toteuttaminen*);
- sijoitusneuvontaa eli yksilöllisen suosituksen antamista asiakkaalle tiettyä rahoitusvälinettä koskevaksi liiketoimeksi (*sijoitusneuvonta*);
- omaisuudenhoitoa eli rahoitusvälineiden hoitamista asiakkaan kanssa tehdyn sopimuksen nojalla siten, että päätösvalta sijoittamisesta on annettu kokonaan tai osittain palveluntarjoajalle (*omaisuudenhoito*); sekä
- rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskun tai myynnin järjestämistä ilman merkintä- tai ostopositoumuksen antamista (*liikkeeseenlaskun järjestäminen*).

Sijoituspalvelun tarjoaminen edellyttää toimilupaa (”**Sipa-lupa**”). Esityksessä esitetään, ettei Sipa-laki soveltuisi joukkorahoituksen välittäjään.

Joukkorahoituksen välittäjä ei ole sijoituspalveluyritys, mutta se voi tarjota sijoituspalveluna yksinomaan toimeksiantojen välittämistä ja vastaanottamista tai siihen liittyvää sijoitusneuvontaa, jos sillä ei pääsääntöisesti ole hallussaan tai hal-

linnoitavana asiakasvaroja (Yksityiskohtaiset perustelut s. 4). Toisin sanoen muiden kuin mainittujen sijoituspalveluiden tarjoaminen edellyttää Sipa-lupaa. Rajanveto tältä osin siis on keskeisessä asemassa – etenkin rajanveto liikkeeseenlaskun järjestämiseen.

Esityksen mukaan (Yleisperustelut s. 13) 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. Asianajajaliitto korostaisikin sitä, että tämän tyyppinen toiminta vastaa markkinapaikan ylläpitämistä, ja sitä tulisi lähtökohtaisesti säännellä sellaisena.

Finanssivalvonnan nykyisen tulkinnan mukaan sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on kuitenkin toimiluvanvaraista sijoituspalvelua ja vaatii palveluntarjoajalta sijoituspalvelulain mukaisen toimiluvan, jos palveluun liittyvä sijoituskohde on sijoituspalvelulain 1 luvun 10 §:n mukainen rahoitusväline (esimerkiksi osake tai joukko-velkakirjalaina) ja jos palvelua tarjoava toimija tarjoaa sijoituspalvelulain 1 luvun 11 §:ssä määriteltyä sijoituspalvelua.

Lain mukaista toimiluvanvaraista sijoituspalvelua on rahoitusvälineisiin liittyvä toimeksiantojen vastaanottaminen ja edelleen välittäminen (Sipa-lain 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 toimeksiannon asiakkaan lukuun, toiminta on sijoituspalvelulain 1 luvun 11 §:n 1 momentin 2 kohdan mukaista toimiluvanvaraista toimeksiantojen toteuttamista.

On kuitenkin tärkeätä pitää asianomaiset toiminnot erillään rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskun tai myynnin järjestämisestä ilman merkintä- tai ostositoumuksen antamista (*liikkeeseenlaskun järjestäminen*, (Sipa-lain 1 luvun 11 §:n 1 momentin 7 kohta). Finanssivalvonnan 26.6.2014 antaman kannan mukaan toiminta, jossa palvelun tarjoaja tarjoaa rahoitusvälineen liikkeeseenlaskijalle palvelua sijoittajien hankkimiseksi, on sijoituspalvelulain mukaista toimiluvanvaraista liikkeeseenlaskun järjestämistä. Sijoittajien hankkiminen (*placing*) näyttäisi olevan keskeinen kriteeri järjestäjän aseman kannalta.

Järjestämistoimen sisältö tarkentuu muun muassa aiemman arvopaperimarkkina-lain muuttamista koskeneiden esitöiden valossa (HE 38/2005, s. 28); AML:n tiedonantovelvollisuus koskee myös sitä, joka toimeksiannon nojalla huolehtii arvopaperin tarjoamisesta ja näitä tahoja olisivat ”esimerkiksi emissionjärjestäjät tai muut sijoittajadokumentaatiota tarjoavat tai hallinnoivat tahot”.

Lainsäädäntöhankkeen toimivuuden kannalta olisi tärkeätä tarkentaa sitä, minkä kaltainen toiminta muodostaa / ei muodosta liikkeeseenlaskun järjestämistä ja mitkä toimet tai palvelut ovat omiaan antamaan toiminnalle järjestämistoimen luonteen. Finanssivalvonnan linjaukset ovat tältä osin vielä varsin suppeat ja jos järjestämistoiminnan kriteerit täytyisivät joukkorahoitustoiminnassa, joutuisivat joukkorahoitustahot käytännössä hakemaan Sipa-lupaa toiminnan liittyessä rahoitusvälineisiin (huomio: järjestäminen koskee rahoitusvälineitä eikä arvopapereita). Esityksessä olisi pyrittävä määrittämään joukkorahoituksen toteuttamistavat siten, että muodostuu selkeä ”safe haven” -toiminta-alue, jonka puitteissa joukkorahoituksen välittäjä varmasti voi toimia ilman Sipa-lupaa. Rajanveto järjestämiseen on kriittinen tässä suhteessa.

Joukkorahoituksen suhde Sipa-lakiin on ratkaistu yksinkertaisesti määräämällä, ettei Sipa-laki soveltuisi joukkorahoituksen välittäjään. Säännöstä täytynee ymmärtää niin, että Sipa-lain soveltumattomuus rajoittuu nimenomaan kyseisen tahon asemaan joukkorahoituksen välittäjänä: jos asianomaisen toimintaan sisältyy muita sijoituspalveluita kuin joukkorahoituslaissa sallitut, tähän tarvitaan Sipa-lupa. Tätäkin seikkaa olisi syytä tarkentaa.

Toinen rajapintakysymys Sipa-lain kannalta on, missä olosuhteissa sijoituspalveluyritys voi tarjota nimenomaan joukkorahoituslain tarkoittamaa joukkorahoitusta koskien arvopapereita.

Toimintaluokittelusta

Finanssivalvonta erittelee¹ lainamuotoisen ja arvopaperimuotoisen joukkorahoituksen seuraavasti:

- (a) *Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa* palvelun tarjoaja välittää rahoitusta lainanantajilta lainanottajille (esimerkiksi vertaislainojen välittäminen). Tällainen lainojen välittäminen ei yleensä vaadi toimilupaa eikä kuulu Finanssivalvonnan valvontaan.
- (b) *Sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa* palveluntarjoaja tarjoaa rahoitusta hakevalle yritykselle mahdollisuuden hankkia yrityksen arvopapereihin (mm. osake ja joukkovelkakirjalaina) sijoittavia sijoittajia ja yleisölle mahdollisuuden merkitä tai ostaa näitä arvopapereita palvelun kautta. Arvopaperimuotoisessa joukkorahoituksessa tulee ottaa huomioon toiminnan mahdollinen luvanvaraisuus ja muu sijoitustoimintaa koskeva sääntely, kuten esimerkiksi velvollisuus laatia arvopaperimarkkinain mukainen esite ja arvopapereiden tarjoamiseen liittyvät muut tiedonantovelvollisuudet.

Esitetty sääntely lähtee vastaavasti jaottelusta lainamuotoiseen ja sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen. Jaottelu lähtee siis tavallaan Finanssivalvonnan sääntelyrajanvetotarpeista (sijoituspalvelut / muut palvelut), mikä tuntuu lainsäädän-

¹ <http://www.finanssivalvonta.fi/FI/TOIMILUVAT/JOUKKORAHOTUS/Pages/Default.aspx>

nön perustaksi osaksi epäjohdonmukaiselta. Vaihtoehtoisesti voidaan toimintaa hahmottaa ja jaotella sen perusteella, 1) rajoittuuko toiminta markkinapaikan ylläpitämiseen, 2) tarjoaako toiminnanharjoittaja sijoituskohteita asiakkaille vai 3) toimiiko toiminnanharjoittaja liikkeeseenlaskijan lukuun sijoittajien hankkimiseksi.

Esityksen mukaan (Yksityiskohtaiset perustelut s. 5) sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa on kysymys arvopaperimarkkina-alueissa tarkoitetuista arvopapereista, olivatpa ne sitten oman tai vieraan pääoman ehtoisia tai niiden välimuotoja (hybridejä). Esityksen määritelmässä (s. 4) on arvopaperin ja rahoitusvälineen osalta lähdetty melko perinteiseltä pohjalta:

”Laissa tarkoitettuihin arvopapereihin sisältyvät edelleen ne arvopaperit, joilla on Suomen lain mukaiset vaihdantakelpoisten arvopaperien tunnusmerkit. Siviilioikeudessa arvopaperilla ymmärretään vakiintuneesti asiakirjaa, jonka hallinta on sen osoittaman oikeuden käyttämisen edellytys. Vaihdantakelpoisuudella tarkoitetaan lähinnä sitä, että arvopaperin luovutuksensaajaa suojataan velkakirjalain 2 luvun juoksevia velkakirjoja koskevien säännösten tai muiden niitä vastaavien säännösten nojalla. Velkakirjalain säännökset ja periaatteet voivat tulla sovellettaviksi joko analogisesti tai lakiin perustuen myös muihin pääomamarkkinoilla kehittyneisiin rahoitusvälineisiin.”

”Perinteisesti arvopaperimarkkinalain mukaisen arvopaperin määritelmän ulkopuolelle jäävinä arvopapereina on pidetty muun muassa lain tai sopimuksen perusteella luovutusrajoituksen kohteena olevia arvopapereita, kuten usein esimerkiksi velkakirjalain 3 luvussa tarkoitettuja tavallisia velkakirjoja tai laissa avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä tarkoitettuja kommandiittiyhtiön äännettömän yhtiömiehen yhtiöosuuksia. Kyseiset rahoitusvälineet ovat siirtokelvottomuuden lisäksi usein keskenään erisältöisiä eivätkä täytä arvopaperille asetettua samansältöisyyden vaatimusta, mikä osaltaan voi rajata ne arvopaperimarkkinalain arvopaperin määritelmän ulkopuolelle.”

Tältä osin on kuitenkin syytä kiinnittää huomiota seuraavaan:

- (i) Arvopaperimarkkinalain (746/2012, ”**AML**”) 2:1:n mukaan *arvopaperilla* tarkoitetaan ao. laissa sellaista arvopaperia, joka on vaihdantakelpoinen ja joka on saatettu tai saatetaan yleiseen liikkeeseen useiden samansältöisistä oikeuksista annettujen arvopaperien kanssa. Arvopaperin määritelmä on AML:n soveltamisalan kannalta keskeisin määritelmä, joka määrittää, mitkä toimijat ja transaktiot tulevat AML:n piiriin. Määritelmään siis sisältyy kolme elementtiä: (i) vaihdantakelpoisuus, (ii) yleiseen liikkeeseen laskeminen ja (iii) lajiesinemäisyys.

Siviilioikeudessa arvopaperilla ymmärretään vakiintuneesti asiakirjaa, jonka hallinta on sen osoittaman oikeuden käyttämisen edellytys (HE 93/2012, s. 101 ja HE 184/2001, s. 21). Tämä ei kuitenkaan rajaa lain soveltamista vain fyysisiin asiakirjoihin, vaan lain soveltamisen kannalta hallintaan on rinnastettu myös kirjaus arvo-osuustilille tai arvopaperitilille (HE 93/2012, s. 101):

”Fyysiseen hallintaan rinnastetaan (sähköinen) kirjaus arvo-osuusjärjestelmään kuuluvalle arvo-osuustilille, mistä säädetään ehdotetussa laissa arvo osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta. Lisäksi arvopaperin fyysiseen hallintaan rinnastettava asiantila voi syntyä arvopaperin kirjaamisella arvopaperitilille, josta säädetään ehdotetussa laissa arvopaperitileistä.”

Lain tarkoittamaa arvopaperitiliä voi pitää vain säännelty taho. Jää näin epäselväksi, ulottuuko rekisterianalogia myös muihin tapauksiin, kuten liikkeeseen laskijan itse pitämään hallintarekisteriin.

- (ii) Tavallinen velkakirja ei ole lähtökohtaisesti siirtokelvoton. Tavallinen velkakirja voidaan yleensä luovuttaa eli siirtää toiselle, jollei siirto ole velallisen ja velkojan välisin sopimuksin kielletty (esim. *Y. J. Hakulinen*; Velkakirjalaki, s. 208–210). Yksittäiset velkakirjat voivat kaupallisten ominaisuuksien puolesta olla samansisältöisiä ja täten ei sinänsä pitäisi olla estettä joukkolainojen liikkeeseen laskulle myös tavallisina velkakirjoina.

Arvopaperin määritelmän lisäksi AML 2:1:ssä esitetään esimerkkiluettelo arvopapereista. Määritysten kannalta on sinänsä selvää, että juoksevina velkakirjoina tai arvo-osuuksina annetut joukkovelkakirjat ovat arvopapereita. Sen sijaan tavallinen velkakirja (vaikka jvk:kin) tai lainaosuus ei välttämättä tätä olisi. Se, ovatko tavalliset velkakirjat tai lainaosuudet AML:ssa tarkoitettuja arvopapereita, riippunee keskeisimmin niiden vaihdantakelpoisuudesta. Jos lainaosuuden luovutuksensaajan katsotaan saavan juoksevia velkakirjoja vastaavaa luovutuksensuojaa, kyseessä olisi vaihdantakelpoinen instrumentti. Jos se taas ei lainaosuuden ehtojen mukaan ole siirrettävissä kolmannelle ilman velallisen suostumusta, vaihdantakelpoisuuden edellytys ei täytyisi, jolloin kyseessä ei olisi arvopaperi. Rajanveto joukkolainojen ja lainaosuuksien välillä on häilyvä varsinkin jos ao. tuotteet on viety arvo-osuusjärjestelmään.

Kehitys siirtyy yhä enemmän sähköisten saamistodisteiden käyttöön, toisin sanoen luottosopimuksiin tai saamistodistuksiin, jotka allekirjoitetaan sähköisesti vahvasta sähköisestä tunnistamisesta ja sähköisistä allekirjoituksista annetun lain (617/2009) mukaisesti. Jos nämä ovat siirtokelpoisia, ne voivat olla vaikeasti sovitettavissa esityksen luokitteluun. Sähköiset saamistodistukset ja lainaosuudet voivatkin olla arvopaperin kaltaisia, jos niistä ylläpidetään sähköistä rekisteriä.

Yhteenvetona esityksen jaottelu on osaksi epäjohdonmukainen (esim. yleisperustelujen s. 49 puhutaan siirtokelpoisista ja siirtokelvottomista arvopapereista – jälkimmäinen tuntuisi ainakin AML:n kannalta olevan mahdottomuus). Esimerkiksi tavallisiin velkakirjoihin perustuvia joukkolainoja (sekä siirtokelpoisia² että siir-

² Saksan pääomamarkkinoilla käytetään tavallisen velkakirjan tyyppistä sijoitustuotetta, jonka tuotekuvaus on vapaasti käännettynä rekisteröity joukkolaina (Saksa: *Namensschuldverschreibung*). Rakenne perustuu järjestäjäpankin ylläpitämään haltijarekisteriin, ja oikeuksien siirto ehtojen mukaan edellyttää rekisteri-

tokelvottomia) on käytetty joukkorahoituksen tuotteina ainakin muualla kuin Suomessa. Vastaavasti voisi ajatella siirtokelpoisten sähköisten saamistodistusten tai lainaosuuksien käyttöä joukkorahoituksessa. Sinänsä ehdotetun lain voisi tulkita koskevan myös näitä tuotteita, mutta kun kehitys selvästi on menossa tämänkaltaisten tuotteiden käyttöön ja joukkorahoitus nimenomaan perustuu internet-alustaan, näitä trendejä voisi huomioida myös esityksessä.

Esityksen mukaan (Yksityiskohtaiset perustelut s. 3) toimialaa ei tulisikaan määritelmien tasolla rajoittaa liikaa, vaan määritelmät on kirjoitettava riittävän yleisiksi, jotta ne kattavat mahdollisimman monia joukkorahoituksen toimintamuotoja – myös niitä, joita ei vielä Suomen markkinoilla ole esiintynyt.

Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on varsin tiukasti sidottu arvopaperin käsitteeseen, eikä välttämättä sovellu muihin tarkoituksiin. Lainamuotoinen joukkorahoitus on käsitteenä joustavampi. Ilmeisenä riskinä on kuitenkin, että lain systematiikka on omiaan vääristämään sen tavoitteiden toteutumista.

Olisikin suositeltavaa pohtia, pitäisikö lain luokittelun perustua ensisijaisesti toiminnan luonteeseen eikä sen kohteena oleviin tuotteisiin ja olisiko riittävää määrittää yksi joukkorahoituskäsite. Tämä olisi myös omiaan selkeyttämään rajanvetoa sijoituspalveluihin nähden; perusteluissa voisi vielä tarkentaa hyväksyttävän joukkorahoitustoiminnan sisältöä. Joukkorahoitus voitaisiin määrittää esimerkiksi seuraavasti:

”Tässä laissa tarkoitetaan:

joukkorahoituksella sähköisen markkina-alustan ylläpitämistä ammattimaisesti vastiketta vastaan harjoitettavaa oman tai vieraan pääoman ehtoisten rahoitusvälineiden tai muun osuuden tai saamistodisteen välitystä varten sekä siihen liittyvää toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä ja sijoitusneuvontaa”.

Joukkorahoituksen välittäjän käsitteen voisi myös sitoa kiinteämmin itse joukkorahoitustoimintaan – esitettyinä määreinä näyttäisi olevan lähinnä yksinomaan tiettyjen sijoituspalveluiden tarjoaminen. Määritys voisi kuulua:

”Tässä laissa tarkoitetaan:

joukkorahoituksen välittäjällä elinkeinonharjoittajaa, joka harjoittaa joukkorahoitusta mutta ei ole sijoituspalveluyritys.”

Tiedonantovelvollisuus ja vastuu

merkintää. Joukkolainoista annetaan fyysiset velkakirjat, mutta ilmeisesti niiden tarkoitus on lähinnä todentaa ehdot. Kyseessä on tavallaan synteettinen arvo-osuusjärjestelmä. Vastaavanlaista järjestelyä ei tietääksemme ole toteutettu Suomessa.

Ehdotetun lain 11 §:n 1 ja 2 momentin tiedonantovelvollisuus ulotetaan myös joukkorahoituksen välittäjään:

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

Joukkorahoituksen saajan on perustellun arvion tekemiseksi joukkorahoituksen saajasta ja tarjouksen edullisuudesta julkistettava 20 §:n mukaisesti ennen varainhankinnan aloittamista oikeat ja riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan yrityksen arvoon tai takaisinmaksukykyyn. Joukkorahoituksen välittäjän on huolehdittava siitä, että joukkorahoitusyritys täyttää tässä momentissa säädetyn velvollisuuden.”

Määräys vastaa sisällöltään pitkälti AML:n 1 luvun 3 §:n ja 4 §:n tiedonantomääräyksiä ja lähestymistapa vaikuttaa samankaltaiselta. Huomionarvoista on kuitenkin, että AML:n säännökset koskevat erityisesti liikkeeseenlaskun järjestämistä (mikä toiminta kuitenkin vaatii Sipa-lupaa ja olisi näin käytännössä suljettu pois joukkorahoituslain sovellettavuudesta).

AML 1:4 kuuluu:

”Joka itse tai toimeksiannon nojalla tarjoaa arvopapereita tai hakee arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säänneltylle markkinalle tai monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään tai jolla on 3–9 tai 11 luvun nojalla tiedonantovelvollisuus sijoittajia kohtaan, on velvollinen pitämään sijoittajien saatavilla tasapuolisesti riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon.”

Ehdotus näyttäisi olevan jopa tätä määräystä ankarampi siinä, että se asettaa välittäjälle velvollisuuden varmistaa, että joukkorahoituksen saaja täyttää velvoitensa³. Korostettakoon, ettei AML:n sovellettavuutta rajoiteta esityksessä, ja näin ollen 1 luvun 3 §:n ja 4 §:n tiedonantomääräykset ilmeisesti soveltuvat rinnakkain ainakin osaksi. Tähän nähden lienee itsestään selvää, ettei määräysten sisältö voi poiketa relevanteilta osin. Tätä yhteensovittamista voisi esityksessä käsitellä.

Vastaavasti kuin AML:n osalta, esityksen 16 §:n mukaan joukkorahoituksen välittäjä ja joukkorahoituksen saaja ovat velvollisia korvaamaan vahingon, jonka ne ovat tahallaan tai huolimattomuudesta aiheuttaneet asiakkaalleen tai muulle henkilölle tämän lain tai sen nojalla annettujen säännösten vastaisella menettelyllä. Esityksen mukaan (Yksityiskohtaiset perustelut s. 14) korvausvastuu koskee myös varallisuusvahinkoa ilman vahingonkorvauslain mukaisia erityisvaateita ja sopimusvastuussa on yleisenä periaatteena, että vahingon aiheuttajan on vas-

³ Huom. epä johdonmukaisuus lainkohdan käsitteissä: joukkorahoitusyritys ei ole laissa määritetty käsite vaan lainkohdassa tarkoitetaan joukkorahoituksen saajaa.

tuusta vapautuakseen pystyttävä näyttämään, että on toiminut huolellisesti (käännetty todistustaakka).

Esityksen 20 §:n mukaan valtiovarainministeriön asetuksella voidaan antaa tarkemmat säännökset joukkorahoituksen saajan velvollisuudesta julkaista:

- 1) 11 §:n 2 momentissa tarkoitetut oikeat ja riittävät tiedot, kun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviä 2003/71/EY arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta (*esitedirektiivi*) ei sovelleta tarjoukseen;
- 2) 11 §:ssä tarkoitettujen oikeiden ja riittävien tietojen rakenne ja sisältö laskettuna 12 kuukauden ajalta, vastikkeeltaan ETA-alueella yhteensä alle 5 000 000 euron, mutta vähintään 3 500 000 euron suuruudesta tarjouksesta.

Esityksen perusteluissa todetaan tiedonantovelvollisuudesta varsin suppeasti (Yksityiskohtaiset perustelut s. 11):

”Velvollisuus huolehtia joukkorahoituksen saajaa koskevien oikeiden ja riittävien tietojen hankkimisesta kohdistuu siten myös joukkorahoituksen välittäjään, jonka on tarpeen tehdä tapauskohtaisesti riittäväksi arvioitu, mutta ei välttämättä täydellinen yritystarkastus (engl. *due diligence*) joukkorahoituksen saajassa. Joukkorahoituksen saaja ei voi olla konkurssissa, yrityksen saneerausmenettelyssä tai muussa maksukyvyttömyysmenettelyssä, mistä joukkorahoituksen välittäjän on 12 §:n mukaisesti ennen varainhankinnan aloittamista varmistuttava. Maksukyvyttömälle yritykselle ei saa välittää joukkorahoitusta tai muutoin osallistua sen varainhankintaan joukkorahoituksen välityksellä.”

Tiedonantovelvollisuuden sisältö jää täten käytännössä valtiovarainministeriön antaman asetuksen varaan. Esityksessä julkilausuttujen tavoitteiden kannalta tämä ei vaikuta täysin onnistuneelta ratkaisulta. Selkeyden ja käyttäjäystävällisyydenkin kannalta olisi ollut suotavaa, että tiedonantovelvollisuuden sisältö olisi ainakin yleisellä tasolla periaatteellisesti pyritty tarkentamaan esityksessä. Nyt vaatimukset annettavien tietojen suhteen jäivät epäselviksi. Tosin suhteellisuusperiaatetta on esityksen mukaan (Yleisperustelut s. 59) noudatettava valtiovarainministeriön käyttäessä sille lain mukaan kuuluvaa asetuksenantovaltaa. Toivottavasti tämä toteutuu tiedonantovelvollisuudenkin osalta.

AML:n ja sijoituspalveluiden osalta Finanssivalvonnan ohjeistus tarkentaa tiedonantovelvollisuuden sisältöä suhteellisuusperiaatteenkin mukaisesti; Finanssivalvonta muun muassa määrittää tarkemmin vastuun sisältöä määräyksessään 6/2013 (*Arvopapereiden tarjoaminen ja listalleotto*) seuraavasti:

”Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan AML:n 1 luvun 4 §:n ja 4 luvun 1 §:n mukainen tiedonantovelvollisuus on ensisijaisesti arvopaperin tarjoajalla tai kaupankäynnin kohteeksi hakevalla. Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan pääjärjestäjän selonottovelvollisuus niistä tiedoista, joita AML:n 1 luvun 4 §:n ja 4 luvun 1 §:n tiedonantovelvollisuuden täyttämisen edellyttää, ulottuu myös siihen, mitä infor-

maatiota sen voidaan edellyttää kohtuudella hankkivan liikkeeseenlaskijasta ottaessaan vastaan toimeksiannon ja toimeksiannon aikana. Muulla järjestäjällä on vastuu AML:n 1 luvun 4 §:n ja 4 luvun 1 §:n tiedonantovelvollisuuden täyttämistä siltä osin kuin sillä on ollut saatavilla informaatiota säännöksissä edellytetyistä tiedoista.” (kappale 5, kohta 44)

”Pelkästään merkintäpaikkana toimivan sijoituspalvelun tarjoajan AML:n 1 luvun 4 §:n ja 4 luvun 1 §:n tiedonantovelvollisuus rajoittuu Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan siihen, että sijoittajille tarjotaan mahdollisuus saada käyttöönsä liikkeeseenlaskijaa koskeva liikkeeseenlaskuun liittyvä julkaistu informaatio, erityisesti esite. Jos sijoituspalvelun tarjoajalla on kuitenkin erityistä syytä epäillä, että sijoittaja ei ole ymmärtänyt annettuja tietoja tai tarjottujen arvopaperien oikeudellista luonnetta tai sijoituksen taloudellista riskiä, Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan AML:n 1 luvun 2 § ja sijoituspalvelulain 10 luvun 2 §:n 1 momentti edellyttävät, että sijoituspalvelun tarjoaja selvittää näitä asioita sijoittajalle ennen sijoituspäätöksen tekoa.” (kappale 5, kohta 46)

Jos joukkorahoituksen välittäjä on tarjonnut ainoastaan teknisen alustan, hänen vastuunsa pitää vastaavasti hänen osallisuuteensa suhteutettuna olla hyvinkin rajoittunut. Asianajajaliiton näkemyksen mukaan nimenomaan markkinapaikan ylläpitäminen vastaa lähtökohtaisesti joukkorahoitustoiminnan perusluonnetta (ellei siihen sisälly lisäelementtejä). Samoin lainanmuotoisessa joukkorahoituksessa joukkorahoituksen saajien määrä voi olla huomattava, mutta yksittäiset lainamäärät pienet – yritystarkastuksen toimeenpano yksittäisten saajien osalta tuntuu näissä olosuhteissa liialliselta eikä liene tarkoituskaan; asiantila tulisi kuitenkin pyrkiä selkeyttämään esityksessä. Esityksessä olisi syytä asettaa tarpeellinen tavoitteellinen ohjeistus tältä osin. Käännetty todistustaakkakin huomioon ottaen tuntuu kohtuuttomalta jättää vastuun sisältö tulevan asetuksen varaan – tällöin jäisi joukkorahoituksen välittäjän näytettäväksi, mikä lainsäätäjän tarkoitus on ollut.

Erityisesti korostettakoon, että AML:n tapainen ratkaisu tiedonantovelvollisuuden osalta tuntuu suhteettomalta siihen nähden, että joukkorahoituslain mukainen toiminta ei käsitä rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskun järjestämistä. Olisikin lain tavoitteiden vastaista, jos joukkorahoituksen välittäjälle asetetaan sijoituspalvelulain mukainen järjestäjän vastuu, kun tämä ei toimi rahoitusta hakevan yrityksen edustajana, vaan ainoastaan tarjoaa palvelualustansa kautta paikan, jossa yritykset selkeästi toimivat itsenäisesti. Voi perustellusti kysyä, miksi välittäjän ollenkaan pitäisi vastata tiedoista näissä olosuhteissa. Palvelun luonteen pitäisi olla omiaan määrittämään myös vastuun sisältö ja ulottuvuus vastaavasti kuin sijoituspalveluiden osalta. Tämä ei ole täysin tyydyttävästi ratkaistu ehdotuksessa. Asia olisi kuitenkin korjattavissa lisäämällä ainakin periaatteellista ohjeistusta esityksen yksityiskohtaisiin perusteluihin.

SUOMEN ASIANAJAJALIITTO



Risto Sipilä
Suomen Asianajajaliiton puheenjohtaja, asianajaja

LAATIJAT

Asianajaja, osakas Henrik Mattson, Asianajotoimisto Hannes Snellman Oy, Helsinki

Asianajaja, osakas Klaus Ilmonen, Asianajotoimisto Hannes Snellman Oy, Helsinki

Suomen Asianajajaliiton lausunnot valmistellaan oikeudellisissa asiantuntijaryhmissä, joiden toiminnassa on mukana noin 120 asianajajaa. Tämä lausunto on valmisteltu arvopaperimarkkina- ja rahoitusoikeuden asiantuntijaryhmässä.