



Aki Kallio/VM/RMO

27.11.2013

## Taustamuistio; Kysely joukkorahoituksesta

### 1 Joukkorahoitus

Joukkorahoitus eli *crowdfunding* on tapa tehdä yhteistyötä ja saada huomiota erilaisille, henkilöiden tai organisaatioiden vetämillä hankkeilla, joiden rahoittaminen tapahtuu keskenään, yleensä internetiin perustetun palvelualueen välityksellä, verkostoituvien ihmisten avulla. Kun iso joukko yksityishenkilöitä saadaan osallistumaan projektiin, on mahdollista kerätä rahoitus myös suurempiin hankkeisiin. Tietyissä tapauksissa yleisö pääsee suoraan vaikuttamaan siihen, minkälaisia tuotteita hanke tuottaa ja välikädet<sup>1</sup> putoavat pois tuottajan ja yleisön väliltä, kuten monilla muilla aloilla on käynyt.

Joukkorahoituksesta voidaan nykyisellään erottaa seuraavia toisistaan niin toiminnallisesti kuin taloudellisestikin eroavia muotoja. Luettelo ei ole tyhjentävä, vaan kuvastaa tällä hetkellä markkinoilla esiintyneitä joukkorahoitusmuotoja. On todennäköistä, että tulevaisuudessa markkinoilla nähdään myös nykyisten rahoitusmuotojen välimuotoja kuten *mezzanine* –mallilla (esimerkiksi pääoma- tai vaihtovelkakirjalaina pohjalta) toteutettuja joukkorahoitusjärjestelyitä.

	Rahoitusmuoto	Palautuksen muoto	Rahoittajan motiivi	Esimerkkilista toimijoista	Kotimainen lainsäädäntö
<b>Lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus</b>	Lahjoitus	Ei palautusta	Sosiaalinen	Mesenaatti.me (FI), Kickstarter (US)	Rahankeräyslaki
<b>Palkintomuotoinen joukkorahoitus</b>	Lahjoitus, ennako-osto	Palkinto, tuote	Sosiaalinen, mutta myös palkinnon saaminen	Mesenaatti.me (FI), Kickstarter (US)	Kuluttajansuoja- ja kauppalaki (ml. täydentävät säännökset)
<b>Joukkolainamuotoinen rahoitus (engl. <i>peer-to-peer lending</i>)</b>	Laina	Laina korokkeen, mutta sosiaalinen lainaus yleensä korotonta	Taloudellinen, sosiaalinen	Lainaja.fi (FI), Fixura (FI), Kiva (US)	Rahoitusmarkkinalainsäädäntö (mm. AIFML, AML, LLL, SIPAL, MLL) <sup>2</sup>
<b>Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus (engl. <i>equity based crowdfunding</i>)</b>	Sijoitus	Pääoman arvonnousu, jos yritys menestyy tai osinko	Taloudellinen, sosiaalinen	Invesdor Oy (FI), Venture Bonsai (FI), FundedByMe (SE)	Rahoitusmarkkinalainsäädäntö (mm. AIFML, AML, LLL, SIPAL, MLL)

Joukkorahoituksen merkitystä tulevaisuuden rahoitusmuotona ei kannata aliarvioida. Eri arvioiden mukaan joukkorahoituksella kerättiin vuoden 2012 aikana yksistään Euroopassa noin 1 miljardin euron sijoitukset. Joukkorahoitus on kuitenkin törmännyt eri maissa perinteisten rahoituskanavien esit-

<sup>1</sup> Toisaalta voidaan perustellusti väittää, että palvelualueen ylläpitävä palveluntarjoaja toimii tietynlaisena välikätenä joukkorahoitustoi-  
minnassa.

<sup>2</sup> Lyhenteiden selitykset ovat seuraavat AIFML: Laki vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista, AML: Arvopaperimarkkinalaki, LLL: Laki luottolaitostoiminnasta, SIPAL: Sijoituspalvelulaki ja MLL: Maksulaitoslaki.



tämään – osin perusteltuun – arvosteluun ja epäilyihin sen toimivuudesta ja kannattavuudesta. Suurimman esteen joukkorahoituksen laajemmalle leviämislle ja hyödyntämiselle näyttää asettavan toisaalta voimassa oleva lainsäädäntö, joka perustuu EU-maissa sisällöllisesti poikkeavasti voimaansaadettuihin direktiiveihin sekä toisaalta joukkorahoituksen sääntelemättömyys, joka estää rahoitustoiminnan riittävän valvonnan ja sijoittajansuojan toteutumisen.

## 2 Rahoitusmarkkinoiden kannalta keskeiset joukkorahoitusmuodot

Rahoitusmarkkinaosaston näkökulmasta eri joukkorahoitusmuotojen erottaminen on keskeistä, koska esimerkiksi lahjoitusmuotoinen, vastikkeeton joukkorahoitus kuuluu selvästi sisäasiainministeriön ja siellä poliisihallituksen toimivallan piiriin. Rahankeräyslupa voidaan rahankeräyslain mukaan antaa Suomessa rekisteröidylle yhteisölle tai säätiölle, jolla on yksinomaan yleishyödyllinen tarkoitus. Vastaaavasti rahankeräyksellä tarkoitetaan toimintaa, jossa yleisöön vetoamalla kerätään vastikkeetta rahaa. Näinhän asia ei ole palkinto-, lainoitus tai –sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa, jotka rajautuvat näin rahankeräyslain ulkopuolelle. Sisäasiainministeriö on 21.10.2013 julkistanut luonnoksen rahankeräyslain muuttamiseksi, jossa vastikkeeton rahankeräys sallittaisiin jatkossa myös mm. kirkoille ja yliopistoille, mutta tällä ei ole vaikutusta vastikkeelliseen joukkorahoitustoimintaan.

Rahoitusmarkkinoiden näkökulmasta erityisesti lainoitus- ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus ovat rahoitusmuotoja, jotka kilpailevat ainakin jossain määrin vakiintuneiden rahoituskanavien eli pankki- ja pääomasijoituspalveluita tarjoavien yritysten kanssa. Toistaiseksi lainamuotoinen joukkorahoitus, jossa palveluntarjoaja tarjoaa yhteisölainoja yrityksille tai yksityisille, on vielä Suomessa sangen marginaalista liiketoimintaa, mutta kyseistä rahoitusmuotoa ja siihen liittyviä potentiaalisia ongelmia kannattaa pohtia samassa yhteydessä sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen kanssa.

## 3 Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus

Valtiovarainministeriön käsityksen mukaan markkinoilla toimivat joukkorahoituksen palveluntarjoajat ovat poikkeuksetta hoitaneet sijoitusten vastaanottamisen hallinnoimilleen asiakasvaratilille. Ne ovat myös hoitaneet antiprosessin toteutuksen yleisesti ottaen siten, että rahaa hakenut yritys/yrittäjä on suorittanut kaikki tarvittavat päätökset, rekisteröinnit yms. ennen kuin palveluntarjoaja on luovuttanut kerätyt varat eteenpäin. Mikäli sijoitusta ei saada kokoon määräaikaan mennessä ja/tai hakeva yritys ei toimi palveluntarjoajan kanssa sovitun prosessin mukaisesti, rahat palautetaan sijoittajille.

Finanssivalvonta on tähän mennessä tarkastellut sijoitusmuotoista joukkorahoitusta erityisesti kahdesta eri näkökulmasta:

- onko rahoituksen ”välittäminen” toimilupaa edellyttävää sijoituspalvelua sijoituspalvelulain (SIPAL) mukaan;
- noudattaako rahoituksen hankkija arvopaperimarkkinalain (AML) (mikäli kyse on arvopapereista) yleisiä säännöksiä (riittävien tietojen tasapuolinen pitäminen saatavilla, kieltä antaa totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja) ja soveltuviissa tilanteissa AML:n 3-5 lukujen esitettä koskevia säännöksiä.

Muutamat joukkorahoitusalan perustaneet palveluntarjoajat ovat valtiovarainministeriön käsityksen mukaan olleet yhteydessä Finanssivalvontaan. Toimilupa-asian osalta Finanssivalvonta on aiemmin linjannut seuraavasti:

- jos palveluntarjoaja tuo yhteen rahoitusta hakevia yhtiöitä ja kiinnostuneita sijoittajia, mutta ei myy, markkinoi eikä tee muitakaan toimenpiteitä pääoman sijoittamisen osalta, vaan toimenpiteet tekee rahoitusta hakeva yhtiö käyttämällä palvelualan toiminnallisuuksia, ei kyse ole toimiluvanvaraisesta liikkeeseenlaskun järjestämisestä;
- kyse ei myöskään ole rahoitusvälineitä koskevien toimeksiantojen vastaanottamisesta tai välittämisestä, jos palveluntarjoaja saattaa yhteen rahoitusta hakevan yhtiön ja mahdolliset pääoman sijoittajat palvelualueensa kautta.

Keskeistä arvioinnissa on Finanssivalvonnan mukaan se, ettei palveluntarjoaja lähde toimimaan ns. yrityksen edustajana, vaan pysyttäytyy ainoastaan tarjoamansa palvelualustan kautta paikkana, jossa yritykset selkeästi toimivat omana itsenään ja palvelualusta vastaavasti toimii selkeästi omana yrityksenään. Palveluntarjoaja on palvelualustaa koskevien sopimusehtojen mukaisesti antanut rahoitusta hakevalle yritykselle mahdollisuuden hakea rahaa palvelualustan ja sen tarjoamien toiminnallisuuksien kautta. Palvelu voi toki markkinoida omaa palvelualustaansa ja siihen liittyvää palvelukonseptiaan, mutta sen täytyy tapahtua siten, että sijoittajille on selkeää, että itse yritykset hakevat rahaa omana itsenään.

Esitevaatimusten osalta tilanne on selkeämpi, koska AML pitää sisällään esitepoikkeukset, joita noudattaessaan voi välttää esitevastuun (keskeisimpänä Suomessa harjoitetun joukkorahoitustoiminnan osalta tilanne, jossa arvopapereita tarjotaan merkittäväksi vastikkeeltaan alle 1,5 miljoonan euron suuruinen määrä 12 kuukauden aikana).<sup>3</sup> Toisaalta tarjottaessa arvopapereita laajalle ja ennalta rajoittamattomalle joukolle tulevat AML:n yleiset säännökset tiedonantovelvollisuuden täyttämisestä noudatettavaksi.

#### 4 Lainamuotoinen joukkorahoitus

Myös lainamuotoisen joukkorahoituksen markkinapaikkana toimii Internet-pohjainen palvelualusta, jossa tiedot päivittyvät suhteellisen ajantasaisesti niin sijoittajille kuin yrityksillekin. Lainamuotoinen joukkorahoitus toimii Suomessa tällä hetkellä lähinnä yksityishenkilöiden välillä eri palveluntarjoajien hallinnoimien palvelualustojen kautta.

Toimiessaan asianmukaisesti lainamuotoinen joukkorahoitus voisi mahdollistaa myös yksityisiltä tulevan vieraan pääomanehtoisen rahoituksen erityisesti kasvu- ja pk-yrityksille. Kyseisenlainen vertaislainojen välittäminen on tällä hetkellä suhteellisen vapaata, eikä Finanssivalvonta lähtökohtaisesti valvo toimintaa. Toimilupaa ei lähtökohtaisesti tarvita, koska vertaislainojen välittäminen ei ole pankki-toimintaa (luotonvälittäjä ei pidä sijoitettavia varoja hallussaan, vaan tarjoaa ainoastaan välityskanavan) eikä sijoitustoimintaa (varsinaiset lainasopimukset tehdään vertaislainan antajien ja ottajien välillä).

#### 5 Esimerkkejä muista rahoitusmarkkinasääntelyn näkökulmasta tarkasteltavista asioista

##### *Laki luottolaitostoiminnasta (LLL)*

Luottolaitostoimintaa ei saa harjoittaa ilman LLL:n mukaista toimilupaa. Luottolaitostoiminnalla tarkoitetaan liiketoimintaa, jossa yleisöltä vastaanotetaan takaisinmaksettavia varoja sekä tarjotaan omaan lukuun luottoja tai muuta rahoitusta. Joukkorahoitus, jossa otetaan vastaan ainoastaan maksusitoumuksia, ei näyttäisi täyttävän LLL:n alaisen liiketoiminnan määritelmää. Onko kohtelu sama tilanteissa, joissa sijoittajilta maksusitoumusten sijaan kerätään varoja suoraan palveluntarjoajan hallinnoimille asiakasvaratilille, josta ne mahdollisesti joudutaan palauttamaan, jos suunniteltu sijoituskiertä ei jostain syystä toteudukaan?

##### *Maksulaitoslaki (MLL)*

Maksulaitoslain mukaan lakia sovelletaan mm. (i) maksutapahtuman toteuttamiseen maksupalvelulaisessa tarkoitettuna tilisiirtona, varojen siirtona palveluntarjoajan maksutilille, suoraveloituksena taikka maksukortilla tai muulla maksuvälineellä tai (ii) palveluun, jossa palveluntarjoaja vastaanottaa maksajalta varoja perustamatta maksutiliä maksajan tai maksunsaajan nimiin ja jossa yksinomaisena tarkoituksena on siirtää vastaanotettuja varoja vastaava määrä maksunsaajalle tai maksunsaajan puolesta

---

<sup>3</sup> Muista poikkeuksista mainittakoon (i) tarjoaminen yksinomaan kokeneille sijoittajille ja (ii) tarjoaminen kutakin ETA-valtiota kohden alle 150 sijoittajalle, jotka eivät ole kokeneita sijoittajia.

toimivalle toiselle palveluntarjoajalle tai jossa palveluntarjoaja vastaanottaa varat maksunsaajan puolesta ja asettaa ne tämän käyttöön (*rahanvälitys*).

MLL:n mukaisen toimiluvan tarve tulee arvioitavaksi esimerkiksi tilanteissa, joissa palveluntarjoaja (i) vastaanottaa varoja sijoittajalta omalle asiakasvaratililleen siirtääkseen ne sijoituskierron onnistuttua sijoituksen kohteena olevalle yhtiölle ja (ii) näyttää ylläpitämällään palvelualustalla sijoittajan virtuaalisella tilillä olevien varojen määrän ja ylipäättään mahdollistaa niiden sijoittamisen palvelualustalla esillä oleviin sijoituskohteisiin.<sup>4</sup> Onko joukkorahoitusta tarjoavien operaattoreiden toiminnan katsottava tietyissä tilanteissa olevan toimiluvanvaraista MLL:n mukaisesti?

#### Rahoitusvälineiden markkinoista annettu direktiivi (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID)

Voimassa olevan Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan joukkorahoitus ei täytä MiFIDin määritelmää sijoituspalveluista eikä siten tarvitse SIPAL:n mukaista toimilupaa. Luonnollisesti soveltuvuutta arvioidaan nimenomaan palvelualustan sisältämän palvelun ja sen laajuuden näkökulmasta. MiFID II/MiFIR ehdotus näyttäisi laajentavan sijoituspalvelun käsitteen koskemaan myös ”*operating an organised trading facility*”. Täyttääkö nykymuotoinen sijoitusmuotoinen joukkorahoitus kyseisen ehdon ja tuleeko näin toimilupavaatimuksen alaan? Pitäisikö SIPAL:n mukaisia toimiluvanvaraisen toiminnan kehikkoa laajentaa nykyisestä?

#### Sijoittajansuoja / Markkinointi- ja tiedonantovelvollisuudet

Joukkorahoitus on toisinaan nähty ns. ”*friends, fools and family*” –tyyppisenä rahoitusmuotona, jossa rahoittajiksi saadaan oikeastaan vain rahoitettavan lähipiiriin sijoittuvia henkilöitä. Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen saadessa yhä merkittävämpiä piirteitä on kuitenkin tarve tarkastella sijoittajansuojaa laajemmin. Sijoittajansuojan sisältö on periaatteessa sopimuksin ratkaistavissa oleva asia, mutta dokumentaatio ei joukkorahoituksessa useinkaan voi olla laajaa tai ylipäättään neuvoteltavissa sijoittajien suuresta määrästä johtuen. Tämän vuoksi usein turvaututaan vakiosopimuksiin, joissa sijoittajien neuvottelupositio ei useinkaan ole merkittävä. Toisaalta Suomessa sijoittaja voi tukeutua myös rikoslakiin, jossa petos ja jo sen yritys on säädetty rangaistavaksi.<sup>5</sup> Myös markkinointirikos voi tulla kysymykseen.

Jälkikäteinen sijoittajansuoja ei kuitenkaan poista palveluntarjoajan markkinointi- ja tiedonantovelvollisuuksia. Joissain maissa on nimenomaisesti katsottu tarpeelliseksi rajoittaa yksityisten listaamattomien yhtiöiden mahdollisuutta markkinoida sijoitusmahdollisuuksia laajalle yleisölle.<sup>6</sup> Suomessa sijoittajaa suojaavat lähtökohtaisesti sekä kuluttajansuojalaki (hyvän tavan vastaisen markkinoinnin ja sopimattoman menettelyn kieltä, kieltä antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja, olennaisten tietojen antamatta jättäminen, 6 luku kotimyyntistä ja etämyyntistä ja 6a luku rahoituspalvelujen ja rahoitusvälineiden etämyyntistä) että AML:ssa määritellyt tiedonantovelvollisuudet (riittävien tietojen tasapuolinen pitäminen saatavilla, kieltä antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja arvopaperien ja muiden rahoitusvälineiden markkinoinnissa ja vaihdannassa, joka tapahtuu elinkeinotoiminnassa sekä hyvän tavan vastaisen ja muun sopimattoman menettelyn kieltä). Onko nykyisenkaltaista tilannetta pidettävä sijoittajan näkökulmasta riittävänä?

<sup>4</sup> Maksulaitoslain 2 § 2 mom. 3) kohdan mukaan lakia ei sovelleta sellaisiin välineisiin perustuvaan palveluun, joita voidaan käyttää tavarain, palvelun tai muun hyödykkeen hankkimiseksi ainoastaan välineen liikkeeseenlaskijan käyttämissä tiloissa taikka liikkeeseenlaskijan kanssa solmitun sopimuksen nojalla joko hyödykkeen tarjoajien rajatussa verkossa tai määrättyjen hyödykkeiden hankkimiseksi.

<sup>5</sup> Joka, hankkiakseen itselleen tai toiselle oikeudetonta taloudellista hyötyä taikka toista vahingoittaakseen, erehdyttämällä tai erehdyttäen hyväksi käyttämällä saa toisen tekemään tai jättämään tekemättä jotakin ja siten aiheuttaa taloudellista vahinkoa erehtyneelle tai sille, jonka eduista tällä on ollut mahdollisuus määrätä, on tuomittava *petoksesta* sakkoon tai vankeuteen enintään kahdeksi vuodeksi.

<sup>6</sup> Näin mm. USA (max. 2000 osakkeenomistajaa), Ruotsi (max. 200 osakkeenomistajaa), Irlanti (max. 99 osakkeenomistajaa) ja Australia (max. 50 yhtiön ulkopuolista osakkeenomistajaa).

Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annettu direktiivi (Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD)

Laki vaihtoehtorahastojen hoitajista on tulossa voimaan joulukuussa 2013. Sen soveltamisala on laaja kattaen pääoma-, kiinteistö-, hyödyke- ja hedge-rahastosijoittamisen ja muun vastaavan yhteisen sijoitustoiminnan. Lailla implementoitua direktiiviä sovelletaan vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja säännöllisenä liiketoimintanaan hoitaviin yhteisöihin, jotka hankkivat pääomaa useilta sijoittajilta sijoittaakseen ne määritellyn sijoituspolitiikan mukaisesti sijoittajien eduksi. Laki edellyttää toimijoilta toimilupaa tai rekisteröitymistä. Joukkorahoituksen vakiintumattoman luonteen ja erilaisten toimintamallien vuoksi on hankala arvioida sen kuulumista lain soveltamisalan piiriin. Myös joukkorahoitus voi olla lain soveltamisalaan kuuluvaa toimintaa, jos se täyttää laissa säädetty edellytykset. Pitäisikö Finanssivalvonnan ottaa määräyksissään tai ohjeissaan jo ennakoivasti kantaa joukkorahoituksen kuulumisesta AIFM:n piiriin?

Rahanpesu

Suomen rikoslaissa rahanpesuksi katsotaan toiminta, jossa joku ottaa vastaan, käyttää, muuntaa, luovuttaa, siirtää tai välittää rikoksella hankittua omaisuutta peittääkseen tai häivyttääkseen hyödyn tai omaisuuden laittoman alkuperän. Joukkorahoituksessa kaikki palveluntarjoajat eivät edellytä sijoittajiensa tunnistautuvan palvelualustalleen muutoin kuin täyttämällä rekisteröintilomakkeen. Näin olleen luotettavaa sijoittajien tunnistamista esim. pankkitunnusten avulla ei tehdä, mikä voidaan nähdä ongelmallisena etenkin rahanpesusääntelyn kannalta keskeisen ns. ”*know your customer*” -velvoitteen näköpiiristä. Voidaanko nykymuotoista tilannetta pitää hyväksyttävänä vai pitäisikö joukkorahoituksen palveluntarjoajat asettaa samaan tilanteeseen muiden yleisöltä varoja keräävien finanssi-instituutioiden kanssa?

Muita lainsäädännön alaan liittyviä kysymyksiä

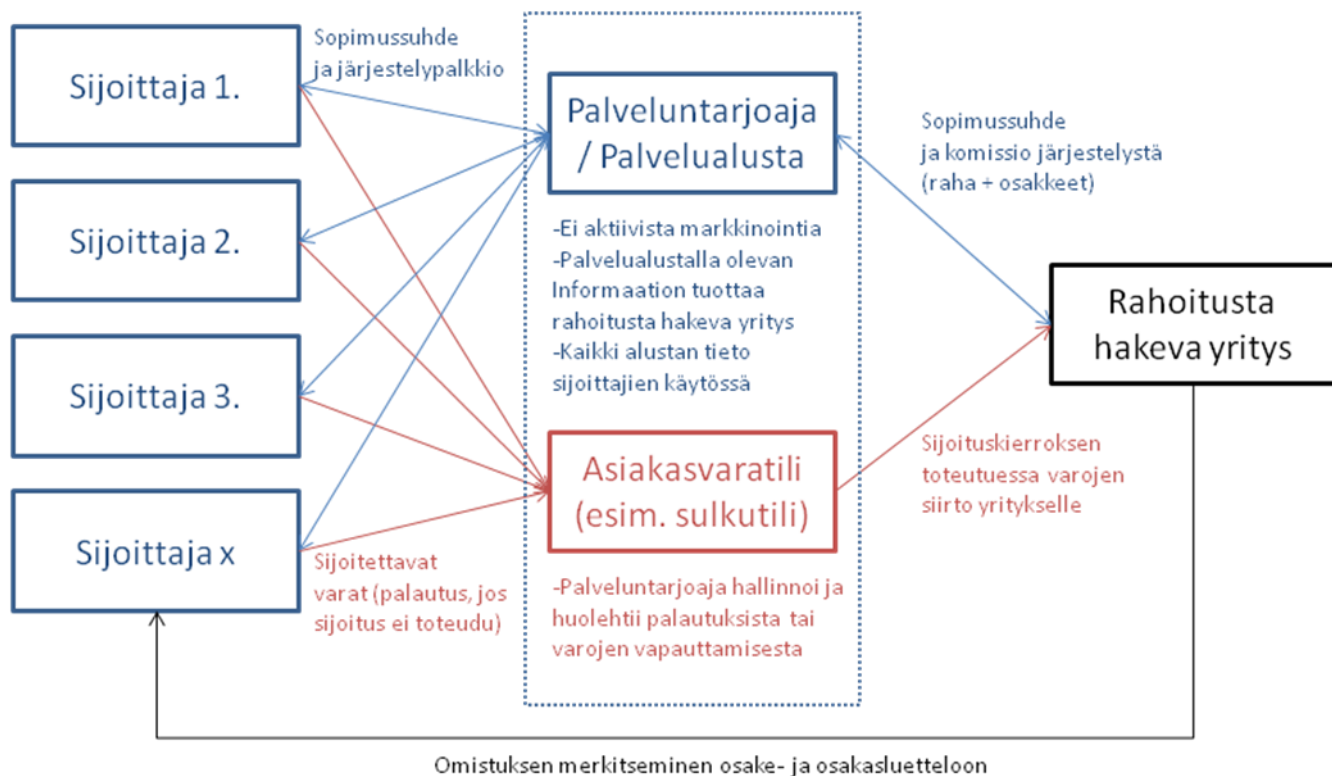
Joukkorahoitus uutena innovatiivisena rahoitusmuotona tarvitsee kannanottoja myös moniin muihin juridisiin kysymyksiin. Tällaisina keskeisinä seikkoina voidaan nostaa esiin:

- *verotus* (esim. yleishyödyllisen joukkorahoituskohteen saamien lahjoitusten veronalaisuus), jonka saralta arvioitavaksi tulevat arvonlisä-, tulo-, elinkeino ja lahjaverotus,
- *yhtiöoikeus* ja sen toimivuus joukkorahoitetussa kohteessa, jossa omistajia voi olla tuhansia (esim. yhtiökokouksen järjestäminen ja potentiaalisesti vaikeat exit-kysymykset sijoittajien näkökulmasta),
- *henkilötietosuojakysymykset* (esim. miten tuhansien sijoittajien henkilötietoja säilytetään), ja
- *insolvenssioikeus* tilanteessa, jossa sijoittajat ovat jo siirtäneet rahansa palveluntarjoajalle, joka kuitenkin joutuu konkurssiin ennen kuin sijoituskierrös on saatu vietyä loppuun.

## 6 Lopuksi

Pk-sektorin näkökulmasta joukkorahoituksen kaltaiselle rahoitusmuodolle on selkeästi tilausta ja se täydentää jo olemassa olevia pankki- ja pääomasijoitustoiminnan rahoituslähteitä lisäten näin myös kilpailua rahoitusmarkkinoilla. Keskeisenä ongelmana voidaan pitää kuitenkin sitä, että joukkorahoitus uutena innovatiivisena rahoitusmuotona näyttäisi tällä hetkellä sijoittuvan lainsäädännöllisesti ns. harmaalle alueelle. Tämä on ongelmallista toiminnan arvioinnin ja sääntelyn kannalta, koska nykyisellään ei ole muuta vaihtoehtoa kuin tarkastella kutakin joukkorahoituksen palveluntarjoajaa tapauskohtaisesti voimassaolevan sääntelyn näkökulmasta. Lisäpohdintaa tarvitaan siitä, miten varmistetaan joukkorahoitusmarkkinoiden kestävä kasvu ja niiden asianmukainen tukeminen sääntelykehityksen avulla ottaen huomioon niin palveluntarjoajien, rahoitusta hakevien yritysten kuin sijoittajien perustellut odotukset.

Liite 1. Esimerkki sijoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta



Liite 2. Esimerkki lainapohjaisesta joukkorahoituksesta

