

Lausunto joukkorahoituslain muutosehdotuksesta

LAUSUNNON TAUSTA

Olen toiminut valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosastolla eri tehtävissä yhteensä 4,5 vuoden ajan aikavälillä 5/2012-1/2017. Toimenkuvaani on kuulunut valtiovarainministeriön näkökulmasta sängen vaativia ja myös poliittisesti sensitiivisiä tehtäviä, kuten vastuu Suomen valtion vakuusjärjestelyistä. Lisäksi olen toiminut pääministeri Sipilän kärkihankkeenakin mainitun joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmän pääsihteerinä. Vuoden 2013 lopulta olen vastannut valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosastolla joukkorahoituksen rahoitusmarkkinaoikeudellisesta arvioinnista. Ydintehtäväni oli arvioida rahoitusmuotoa koskevan voimassa olevan kotimaisen ja EU-sääntelykehikon soveltuvuuden ja mahdollisten kehittämistarpeiden arviointi.

Ministeri Vapaavuori käynnisti kotimaisen joukkorahoituslain valmistelun vuonna 2014 tarkoituksena edistää toimialan kasvua Suomessa unohtamatta riittävän tasoista sijoittajansuojaa. Kyseisen ajankohdan jälkeen olen toiminut valtiovarainministeriössä joukkorahoituslain vastuuvalmistelijana. Toimenkuvani mukaisesti olen lisäksi osallistunut Suomen valtion edustajana Euroopan komission alaiseen joukkorahoituksen kehitysnäkymiä pohtineeseen asiantuntijaryhmään (*European Crowdfunding Stakeholder Forum*). Lisäksi olen osallistunut alan asiantuntijana Euroopan komission alaisen Euroopan arvopaperikomitean (*Expert Group of the European Securities Committee*) ja Euroopan neuvoston kilpailukyky- ja kasvu työryhmän (*Working Party on Competitiveness and Growth*) työhön joukkorahoitukseen ja laajemmin yritysrahoitukseen liittyvissä kysymyksissä. Olen luennoinut Suomen joukkorahoituslaista sen valmisteluajana ja sen voimaantultua monissa kansainvälisissä tilaisuuksissa. Merkittävimpinä saavutuksina niin valtiovarainministeriön edistykselliselle lainvalmistelulle kuin allekirjoittaneelle henkilökohtaisesti voidaan pitää puhujakutsuja niin Oxfordin (Said Business School) kuin Cambridgen (Judge Business School) yliopistoihin.

Olen oma-aloitteisesti irtisanoutunut vakituisesta valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosastolle sijoittuneesta neuvottelevan virkamiehen virastani 2.1.2017 alkaen siirtyessäni yksityisen sektorin palvelukseen. Alkuperäisen joukkorahoituslain (734/2016) vastuuvalmistelijana ja esittelijänä koen tarpeelliseksi kuitenkin edelleen osallistua lain 28.4.2017 valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosaston julkaisemaan muutosehdotusta koskevaan julkiseen keskusteluun yksityishenkilönä antaen oman asiantuntemukseni lainvalmisteluprosessin käyttöön.

MUUTOSEHDOTUKSEN VALMISTELU JA MERKITYS

Joukkorahoituksen taloudellinen merkitys

Valtiovarainministeriön joulukuussa 2016 julkistaman tiedotteen mukaan Suomen joukkorahoitusmarkkinat ovat yli kaksinkertaistuneet vuodessa. Tulokset perustuvat valtiovarainministeriön markkinatoimijoille tekemään kyselyyn.

Joukkorahoituksella kerättiin vuonna 2016 rahoitusta yhteensä 153 miljoonaa euroa, kun edellisenä vuonna määrä oli 70,5 miljoonaa euroa. Toissa vuonna markkinoiden koko oli 52 miljoonaa euroa.

Joukkorahoitus jakautui tiedotteen mukaan vuonna 2016 seuraavasti:

- sijoitusmuotoinen joukkorahoitus: 41,3 miljoonaa euroa (+184 prosenttia viime vuodesta)
- lainamuotoinen joukkorahoitus yrityksille: 39,9 miljoonaa euroa (+92 prosenttia)
- yksityishenkilöiden välinen vertaislainaus: 71,3 miljoonaa euroa (+106 prosenttia)

- vastike- ja hyödykemuotoinen joukkorahoitus: 846 000 euroa (+32 prosenttia).

Yritysrahoituksen kannalta keskeiset sijoitus- ja lainamuotoinen joukkorahoitus ovat kasvaneet vuoden 2016 aikana erittäin voimakkaasti. Valtiovarainministeriö on tehnyt vuosittain kyselytutkimuksen markkinatoimijoille vuodesta 2014 alkaen. Sähköpostikyselyllä on tavoitettu valtaosa Suomen markkinoilla toimivista joukkorahoituksen välittäjistä. Valtiovarainministeriö arvioi tiedotteessaan, että markkinat kasvavat edelleen. Tiedotteen mukaan kasvua tukee muun muassa uusi joukkorahoituslaki, joka selkeyttää niin markkinatoimijoiden kuin sijoittajien oikeuksia ja velvollisuuksia. Laki tuo laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen osaksi säänneltyjä rahoitusmarkkinoita.

Komission 8.6.2017 julkaisema pääomamarkkinaunionin toimintasuunnitelmaa koskevaa keskilähtökäsitteistöä koskevan tiedonannon KOM(2017) 292 ja erityisesti sen liitteenä olleen taloudellisen analyysin SWD(2017) 224 mukaan joukkorahoitusmarkkina on kasvanut voimakkaasti myös Euroopassa. Euroopassa toimii noin 367 joukkorahoituksen välittäjää ja markkinoiden kooksi arvioitiin vuonna 2015 5,43 miljardia euroa. Suomen joukkorahoitusmarkkina oli vuonna 2015 viidenneksi suurin Euroopassa. Suomen edellä olivat vain suuret jäsenvaltiot, kuten Iso-Britannia, Ranska, Saksa ja Hollanti. Kasvun arvioidaan jatkuvan edelleen suurena erityisesti laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen osalta.

Yleistä muutosehdotuksesta

Allekirjoittaneen käsityksen mukaan muutosehdotus on valmisteltu kiireellä ja se perustuu monelta osin vakaviin väärinkäsityksiin niin EU-oikeuden asettamista vaatimuksista kuin joukkorahoituksesta rahoitusmuotona yleensä. Käsitykseni mukaan valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosasto on muutosehdotuksen valmisteluprosessin aikana vaihtanut vastuuvalmistelijaa ja siirtänyt valmistelun sellaisten virkamiesten harteille, joilla ei ole merkittävää kokemusta tai kattavaa ymmärrystä vaihtoehtoisesta rahoituksesta saati joukkorahoitusasioiden käsittelystä komission eri toimielimissä. Nykyiset vastuuvaihtajat eivät myöskään ole osallistuneet valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosastolla alkuperäisen joukkorahoituslain valmisteluun. Tämä on käsittäkseni merkittävin yksittäinen syy sille, että muutosehdotus perustuu monelta osin virheellisiin käsityksiin rahoitusvälineiden markkinat –direktiivin (MIFID I ja sen päivitykseen, joka on muutosehdotuksen taustalla eli MIFID II) sisällöstä suhteessa erityisesti sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen erityispiirteisiin. Muutosehdotus on myös monelta muilta osin puutteellinen.

Joukkorahoituslaki on kansallinen erityislaki, jolloin sen muuttamisen yhteydessä tulisi laatia tarkat ja yksityiskohtaiset vaikutusarviot muutosten niin taloudellisista kuin oikeudellisista vaikutuksista. Tällaisia ei muutosehdotuksessa ole tehty. Muutosehdotuksessa on nähdäkseni myös hyvin tarkoitushakuisesti tulkittu MIFID II:n asettamia edellytyksiä alkuperäisen joukkorahoituslain muutoksille. Käsittelen niitä lausunnossani yksityiskohtaisesti ja toivon, että valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosasto ottaa esittämänä rakentavan kritiikin huolellisesti huomioon. Siltä osin kuin kommenttini koetaan virheellisiksi, niin toivon, että tällaisia asiakokonaisuuksia käsitellään kattavasti muutosehdotuksen perusteluissa, jotka ovat muutosehdotuksessa todella suppeat (2,5 sivua).

Pidän muutosehdotusta myös monelta osin ennenaikaisena. Komission monelta osin kehuja ja markkinoiden hyvin vastaanottama joukkorahoituslaki ei edellytä tämän tason muutoksia ennen kuin komissiolta ja Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaiselta (ESMA) saadaan tulkintaohjeita sen suhteen, miten MIFID II käytännössä vaikuttaa erityisesti sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen. Olisi myös kansallisen kilpailukykyyn näkökulmasta järkevää odottaa, mitä muut oman kansallisen joukkorahoituslakinsa voimaansaattaneet jäsenvaltiot tulevat teemmään MIFID II:n voimaantulon johdosta. Suomen ei kannata olla ensimmäisten joukossa heikentämässä omaa toimivaa sääntelykehikkoa. Lisäksi muutosehdotuksen oheen on oleellista laatia kattava oikeusvertailu MIFID II:n muissa jäsenvaltioissa kansallisiin joukkorahoitus-

lakeihin aiheuttamista muutoksista noudattaen alkuperäisessä joukkorahoituslaissa noudatettua kattavan oikeusvertailun kaavaa.

Muutosehdotuksen valmistelu

Alkuperäisen joukkorahoituslain valmistelun yhteydessä avoimuus ja niin toimialan kuin muiden viranomaisten asiantuntemuksen kytkeminen valmisteluprosessiin nähtiin valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosastolla keskeisenä kansallisen erityislain valmistelun onnistumisen edellytyksenä. Ero muutosehdotuksen valmisteluun on poikkeuksellisen suuri erityisesti tässä suhteessa. Muutosehdotus on tehty kokonaisuudessaan kuulematta toimialaa tai etujärjestöjä. Ennen alkuperäisen joukkorahoituslain hallituksen esityksen lähettämistä lausunnoille järjestettiin kolme julkista kuulemistä. Näiden lisäksi markkinatoimijoita ja viranomaisia tavattiin kymmenissä bilateraaleissa tapaamisissa parhaan ja tasapainoisimman sääntelykehikon aikaansaamiseksi.

Muutosehdotuksen valmistelutapa ja sen eri vaiheet vaikuttavat myös monelta muilta osin sängen hämmäntäviltä ja omintakeisilta. Olen yksityishenkilönä tarjonnut asiantuntemustani valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosaston käyttöön, jotta olisin omalta osaltani voinut avustaa muutosehdotuksen sisällön valmistelussa. Ottaen huomioon asemani lain entisenä vastuuvalmistelijana ja esittelijänä, pidän omituisena, ettei asiantuntemukselleni nähty valmistelussa minkäänlaista tarvetta.

Saamieni tietojen mukaan valmisteluprosessissa on ollut vakavia puutteita, joiden syitä ja motiiveja voi vain arvailla. Avoimen lainvalmistelun periaatteita kunnioittaen ne on kuitenkin syytä tuoda julkisesti esiin, jotta niiden taustalla vaikuttavia syitä voidaan arvioida demokraattisista ja hyvään lainvalmistelutapaan kuuluvista avoimen valmistelun lähtökohdista käsin. Tässä arvioinnissa tulisi ottaa huomioon joukkorahoituslain asema yhtenä hallituksen kärkihankkeista sekä aliministerityöryhmän tuore linjaus lain pitämisestä mahdollisimman joustavana. Myös viime aikoina julkisuudessa monelta arvovaltaiselta taholta esitetyt moitteet lainvalmistelun laadusta ja vaikutusarvioiden puutteellisuudesta ovat seikkoja, joita ei voida ilman syvällistä analyysia sivuuttaa.

Haluan lausunnossani tuoda esiin seuraavat merkittävät omituisuudet / puutteet, mitkä liittyvät havaintojeni mukaan muutosehdotuksen valmisteluun:

- Valtiovarainministeriössä on vaihdettu vastuuvalmistelijaa kesken muutosehdotuksen valmistelun,
 - Alkuperäisen joukkorahoituslain valmisteluun osallistunut ja toimialan erityispiirteisiin syvällisesti perehtynyt rahoitusmarkkinaosaston vastuuvalmistelijalla on siirretty syrjään antamatta tälle mitään perusteita, ja
 - Myöskin toinen valtiovarainministeriön alkuperäisen joukkorahoituslain valmisteluun osallistunut virkamies on siirretty syrjään valmistelusta.
- Toimialaa tai etujärjestöjä ei ole kuultu,
 - Tämä on erityisesti uuden kansallisen lain valmistelussa (tai muutoksessa) normaali toimenpide, jolla varmistetaan riittävän tasoisen ymmärryksen saavuttaminen toimialasta ja sen erityispiirteistä, ja
 - Toimintatapa poikkeaa huomattavasti alkuperäisen joukkorahoituslain valmistelusta.
- Rahoitusmarkkinaosasto ei ole konsultoinut muutosehdotuksesta muita jäsenvaltioita, joissa on saatettu voimaan kansallinen joukkorahoituslaki,

- Tämä olisi erityisesti kotimaisten rahoitusmarkkinoiden kilpailukyvyyn varmistamiseksi erittäin tärkeää, ja
 - Oikeusvertailun puuttuminen muutosehdotuksesta tilanteessa, jossa alkuperäisen joukkorahoituslain hallituksen esityksessä vertailu oli tehty 11 maasta, on merkittävä puute, joka vaatisi tuekseen vahvat perustelut.
- Vastuuvalmistelijat eivät ole selvittäneet komissiolta, miten MIFID II –sääntelyä tulisi joukkorahoituksen yhteydessä tulkita,
 - Koska MIFID II on direktiivi eikä asetus, niin kussakin jäsenvaltiossa voidaan valita toteuttamisen muoto ja keinot erityisesti direktiivin mahdollisen valinnaisen jäsenvaltio-option näkökulmasta tarkoituksenmukaisimmalla eli tässä tapauksessa hallitusohjelman parhaiten huomioon ottavalla tavalla, ja
 - Koska komission näkökulma joukkorahoituksen soveltamisalaan on erittäin keskeinen, olen käynyt heidän kanssaan suoraa dialogia vastuuvalmistelijoiden puolesta (ks. Liite 2).
- Saamieni tietojen mukaan muutosehdotuksesta 29.5.2017 järjestettyyn julkiseen kuulemiseen ei ollut kutsuttu kuin yksi alkuperäisen joukkorahoituslain perusteella rekisteröitymistä hakenut toimija,
 - Jos tarkoitus on nimenomaisesti hakea palautetta markkinatoimijoilta jälkikäteisesti tilanteessa, jossa muutosehdotus on jo lähetetty lausunnoille, niin eikö tällöin olisi tärkeä saada palautetta korostuneesti niiltä tahoilta, joita laki koskee? ja
 - Kuulemisessa alkuperäisen joukkorahoituslain valmisteluun osallistuneilta valmistelijoilta on kielletty puheoikeus, vaikka heille on osoitettu suoraan kysymyksiä.
- Valmisteluprosessiin liittyen huolestuttavinta on se, että valtiovarainministeriön alivaltiosihteeri on omalla toiminnallaan ja virka-asemaansa käyttäen vähintään epäsuorasti estänyt allekirjoittanutta osallistumasta yksityishenkilönä 29.5.2017 järjestettyyn julkiseen kuulemistilaisuuteen ilmoittautumisestani huolimatta.
 - Tämä on avoimen lainvalmistelun, demokratiaperiaatteen ja VM:n arvojen vastaista, ja
 - Ennen kaikkea tällainen toiminta herättää vakavan kysymyksen siitä, mitkä ovat muutosehdotuksen tarkoitukset ja tavoitteet tilanteessa, jossa avoin keskustelu asian ympärillä pyritään aktiivisesti estämään?

Pidän henkilökohtaisesti joukkorahoituslain muutosehdotuksen valmisteluprosessia edellä mainituin perustein entinen virkaurani huomioon ottaen todella kummallisena ja ilmeisen tarkoitushakuisena. Ottamatta sen enempää kantaa rahoitusmarkkinaosaston oikeuteen määrätä sisäisesti virkamiesten toimenkuvista ja työtehtävistä, pidän hyvin merkillisenä sitä, että rahoitusmuodon ja toimialan parhaiten tuntevat asiantuntijat on sivuutettu kokonaisuudessaan muutosehdotuksen valmistelusta.

SUBTANSSIKOMMENTIT JOUKKORAHOTUSLAIN MUUTOSEHDOTUKSEEN

MIFID II:n täytäntöönpanon vaikutus joukkorahoituslakiin

MIFID II:n edellyttämät riittävät muutokset

Muutosehdotuksessa viitataan monessa kohdin (mm. s. 1 ja 44), että joukkorahoituslakiin ehdotettavat muutokset perustuvat MIFID II:n täytäntöönpanoon liittyviin tarpeisiin. Tämä on

osin totta, mutta muutosehdotuksessa näitä muutostarpeita on tulkittu paikoin turhan kiristävasti MIFID II:n sanamuodon mukaiseen tulkintaan perustuen.

Euroopan unionista tulevilla sääntelyllä on monia eroja. Toisin kuin Euroopan unionin asetus, joka on jäsenvaltioissa sellaisenaan suoraan sovellettavaa sääntelyä, niin direktiivi on enemmän Euroopan unionin jäsenvaltioille tarkoittama lainsäädäntöohje. Se ei suoraan itsessään muuta jäsenvaltion lainsäädäntöä kuin poikkeustapauksissa. Direktiivi asettaa kansalliselle lainsäätäjälle eli Suomen tapauksessa eduskunnalle toimintaohjeita ja näihin liittyviä suuntaviivoja. Eduskunnan velvollisuus on toteuttaa direktiivin sisältö kotimaisessa lainsäädännössä, mutta sen vapaavalintaiseksi tehtäväksi jää valita direktiivin osoittaman oikeusohjeen toteuttamisen muoto ja keinot. Oleellista on huomata, että jos Suomen lainsäädäntö jo ennestään täyttää direktiivistä tulevat vaatimukset, niin tarvetta uusille lainsäädäntötoimille ei ole.

Alkuperäisen joukkorahoituslain valmistelussa MIFID II:n otettiin laajasti huomion. Alkuperäistä joukkorahoituslakia koskevan hallituksen esityksen perusteluissa (HE 46/2016 vp s. 72–73) on todettu muun muassa seuraavasti:

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

”MIFID II:n täytäntöönpanon yhteydessä sijoituspalvelulakia tullaan muuttamaan ja täydentämään kattavasti, mikä myös osaltaan perustelee laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen säätämistä erikseen joukkorahoituslaissa, koska tällöin MIFID II:n toimeenpanon yhteydessä riittää pitkälti pykäläviittausten korjaaminen olemassa olevaan erillislakiin. Tämän vuoksi ehdotettavan joukkorahoituslain 9 ja 10 §:t tulevat mahdollisesti muutettavaksi sangen lyhyen ajan kuluttua sijoituspalvelulain laaja-alaisen, MIFID II:n voimaan saattamiseen yhteydessä toteutettavan, uudistuksen yhteydessä.”

”Sen sijaan joukkorahoituslain 2 luvussa asetettu vaatimus rekisteröitymisvelvollisuudesta ylittää MIFID I:n 3 artiklan vaatimukset mutta vastaa toisaalta MIFID II:n 3 artiklan vaatimuksia luvanvaraisuudesta siten kuin säätämisperusteluissa selostetaan. Kyse on luvanvaraisuuden voimaansaattamisesta kansallisesti MIFID II:n 3 artiklan edellyttämällä – luvanvaraisuutta vastaavalla (engl. analogous) rekisteröitymisellä. Tämän vuoksi oletusarvo on, että lain 2 lukua ei ole tarpeen muuttaa MIFID II:n täytäntöönpanon yhteydessä.”

”Vastaavasti tietyt MIFID II:n sisällyttämät menettelytapasäännökset pyritään ottamaan huomioon jo ennakolta esityksessä, jolloin esitykseen ei tältä osin kohdistu suuria muutostarpeita MIFID II:n voimaansaattamisen yhteydessä.”

Kun tarkastellaan alkuperäisen joukkorahoituslain 9 § ja 10 §:n sisältöä, niin ainoa merkittävä MIFID II:n asettama muutos näyttäisi liittyvän MIFID II 3 artiklan 2 kohdan täytäntöönpanemiseen sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen osalta. Muilta osin riittäisi sijoituspalvelulakiin MIFID II:n täytäntöönpanemisen yhteydessä tehtävien muutosten ottaminen huomioon korjaamalla pykäläviittaukset soveltuvien osin. Tältä osin muutosehdotus on selvästi ylimitoitettu ja sisältää huomattavaa lisäsääntelyä MIFID II:n tosiasiallisesti asettamiin edellytyksiin nähden.

Muutosehdotuksessa on sivulla 64 todettu, että ”Joukkorahoituslakia laadittaessa jo tiedotettiin, että MIFID II:n täytäntöönpanon yhteydessä tietyt lain säännöksiä joudutaan jo sangen lyhyen ajan kuluttua mahdollisesti muuttamaan ja yhteen sovittamaan MIFID II:n asettamien vaatimusten kanssa (HE 46/2016 vp s. 72–73).” Kyseinen väittämä asettuu sangen outoon valoon, kun sitä verrataan yllä esitettyihin suoriin alkuperäisen joukkorahoituslain hallituksen esityksestä otettuihin lainauksiin. Mitkä tarkoitukset ovat tällaisella valikoivalla

ja täysin virheellisen mielikuvan antavalla tekstipätkän poiminnalla alkuperäisen joukkorahoituslain perusteluista?

Rekisteröinti vs. toimilupa

Muutosehdotuksessa viitataan monessa kohdin (mm. s. 1, 64–65 ja 76), että MIFID II edellyttää joukkorahoituslakia muutettavan niin, että lakiin lisätään direktiivin mukainen toimilupavaatimus sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittäjälle.

MIFID II:n 3 artiklan 1 kohdassa todetaan: ”*Member States may choose not to apply this Directive to any persons for which they are the home Member State, provided that the activities of those persons are authorised and regulated at national level and those persons:...*”. Vastaava kohta on direktiivin suomenkielisessä versiossa käännetty seuraavasti: ”*Jäsenvaltiot voivat päättää olla soveltamatta tätä direktiiviä sellaisiin henkilöihin, joiden kotijäsenvaltioita ne ovat, edellyttäen, että nämä henkilöt ovat saaneet toimiluvan ja näiden henkilöiden toimintaa säännellään kansallisella tasolla ja että nämä henkilöt:...*”.

Kun otetaan huomioon direktiivin merkitys kansallisen lainsäätäjän näkökulmasta, niin esitettyä sanamuodon mukaista tulkintaa voidaan kestävin perustein pitää liian pitkälle menevänä ja ainoastaan sanamuotoon pelkistyvänä. Direktiiviin sisältyvä jäsenvaltio-optio nimenomaan mahdollistaa direktiivin sangen pitkälle menevän kansallisen tulkinnan. Samoin jäsenvaltio-optio nimenomaisesti rajaa sen kattaman toiminnan direktiivin soveltamisalan ulkopuolelle asettaen kansalliselle lainsäätäjälle ainoastaan tiettyjä, joukkorahoituslaissa jo pitkälti voimaansaatettuja, toimintaohjeita. Lainsäätäjän velvollisuus on toteuttaa direktiivin sisältö kotimaisessa lainsäädännössä, mutta sen vapaavalintaiseksi tehtäväksi jää valita direktiivin osoittaman oikeusohjeen toteuttamisen muoto ja keinot. Muutosehdotuksessa sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevaa kansallista toimilupaa koskeva sääntely ehdotetaan sisällytettävän sijoituspalvelulakiin (s. 94–95). Kun otetaan huomioon alkuperäisen joukkorahoituslain esitöissä (HE 46/2016 vp s. 70–71) ilmaistu tavoite pitää joukkorahoitusta koskeva substanssisääntely keskitetysti rahoitusmuotoa käsittelevän erillislain piirissä, jotta rahoitusmuotoa koskeva keskeinen sääntely olisi helposti löydettävissä yhdestä laista, on merkittävää huomata, että joukkorahoituslain mekaniikka ja luettavuus monimutkaistuu huomattavasti alkuperäisestä.

Muutosehdotuksessa todetaan, ettei nykyisen lain edellyttämää rekisteröitymisvaatimusta MIFID II:n mukaan voitaisi pitää sijoitusmuotoista joukkorahoitusta tarjoavien toimijoiden osalta riittävänä, vaan niiltä olisi edellytettävä direktiivin sanamuodon ja tavoitteiden mukaisesti toimilupaa. Toimilupa olisi kansallinen, eikä se oikeuttaisi tarjoamaan palveluita muihin jäsenvaltioihin. Muille toimijoille rekisteröitymisen ehdotetaan jatkossakin olevan riittävää.

Käytännössä joukkorahoituslain muutosehdotus näyttäisi muodostavan 3-tasoisen järjestelmän, jossa:

- lainamuotoista joukkorahoitusta voi välittää rekisteröitymällä joukkorahoituslain mukaisesti,
- sijoitusmuotoista joukkorahoitusta voi välittää hankkimalla sijoituspalvelulain 3 §:ään lisättäväksi ehdotetun edellä viitatuksi kansallisen toimiluvan ja
- sekä laina- että sijoitusmuotoista joukkorahoitusta voi välittää esimerkiksi sijoituspalveluyrityksen tai luottolaitoksen toimiluvan perusteella (s. 65).

Muutosehdotuksen perustelut kolmiportaisen järjestelmän taustalla ovat varsin ohuet viitaten vain direktiivin sanamuotoon. Käytännössä perusteluissa jätetään kokonaan huomioimatta aiemman joukkorahoituslain perustelut, MIFID II:n asema lainsäädäntöohjeena ja ennen kaikkea hallitusohjelman kirjaukset, joiden perusteella joukkorahoituslaki tulisi pitää niin

joustavana kuin mahdollista. Koska MIFID II jättää ilmaisemansa lainsäädäntöohjeen toteuttamisen keinot ja muodon vapaaksi, niin järkevintä, yksinkertaisinta ja sääntelyä soveltavien toimijoiden näkökulmasta helppointa olisi kutsua sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevaa ”toimilupaa” edelleen rekisteröinniksi. Käytännössä tämä ei edellyttäisi mitään muuta kuin sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevien rekisteröintiedellytysten tietynasteista kiristämistä suhteessa lainamuotoiseen joukkorahoitukseen. Edut olisivat kuitenkin huomattavat, koska tällöin hallituksen esityksessä ehdotettu käytännössä ainoastaan sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskeva kansallinen ”toimilupa” ei sekoittuisi normaaliin sijoituspalvelulain mukaiseen toimilupaan. Tällöin ei myöskään tarvittaisi 3-tasoista lupajärjestelmää, vaan voitaisiin pysyä entisessä alkuperäisen joukkorahoituslain yhteydessä luodussa 2-tasoisessa järjestelmässä pienin muutoksin.

Olen ollut yhteydessä asian osalta suoraan komission DG Fisman arvopaperiyksikköön, joka tarkastelee työkseen muun muassa joukkorahoitusta. Komissio on kirjallisessa vastauksessaan todennut olevansa allekirjoittaneen kanssa samaa mieltä siinä, ettei muutosehdotuksen mukaiselle 3-tasoiselle lupajärjestelmälle ole mitään EU-oikeudesta johtuvaa pakottavaa syytä. Jos Suomi haluaa sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen osalta kutsua lupamenettelyään myös vastaisuudessa rekisteröinniksi, niin komissiolla ei ole mitään tätä vastaan edellyttäen, että joukkorahoituslakiin tehdään MIFID II:n edellyttämät muutamat lakitekniset muutokset (ks. [Liite 2.](#)). Käytännössä riittävää olisi, että sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen harjoittamiselle asetetaan muutamissa kohdin tiukemmat rekisteröitymisedellytykset, jotka tyhjentyvät käytännössä MIFID II:n 3 artiklan 2 kohdan asettamiin vaatimuksiin. Kyseisiä vaatimuksia ei kuitenkaan tule tulkita identtisesti, vaan analogisesti, jolloin jäsenvaltiolla jää suhteellisen paljon harkinnan- ja tulkinnanvaraa, millä tavalla niiden sisältö kansallisessa sääntelyssä konkreettisesti täytetään. Tällainen ratkaisu olisi myös hallitusohjelman ja aliministerityöryhmän linjausten mukainen sekä huomattavasti yksinkertaisempi ja lukijaystävällisempi.

Kun vielä otetaan huomioon komission 8.6.2017 julkaisema pääomamarkkinaunionin toimintasuunnitelmaa koskevaa keskilähtökäsitteistöä koskeva tiedonanto KOM(2017) 292 final ja sen sivulla 13 neljäntenä prioriteettina mainittu kanta, jonka mukaan komission tulee arvioidaan laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen osalta aikaisempaa suhteellisempien lupaedellytysten tarvetta, niin lienee selvää, ettei Suomessa ole mitään tarvetta ennakkollisesti, vastoin komission nimenomaista suositusta ja ilman MIFID II:sta tulevaa pakkoa heikentää ja vaikeuttaa joukkorahoituksen välittäjien rekisteröitymisedellytyksiä. Tältä osin sijoituspalvelulakiin sijoitusmuotoiselle joukkorahoitukselle kirjattu lupamenettely tulee siis poistaa ja pitää työtä ainoastaan joukkorahoituslain mukaisessa rekisteröitymisessä.

COM(2017) 292 final COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS - on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan

“The ongoing public consultation on FinTech launched on 23 March 2017 will provide the Commission with valuable input on: whether new, more proportionate licensing arrangements for FinTech activities and firms in areas such as investment-based and lending-based crowdfunding are needed; how to support FinTech firms, registered in one EU country, doing cross-border business without requiring further authorisation in each EU country (‘passporting’).”

Priority action 4

As part of a comprehensive approach to enable FinTech, the Commission will assess the case for an EU licensing and passporting framework for FinTech activities in Q4 2017.”

MIFID II:n mukaiset menettelytapa- ja toiminnan järjestämisvaatimukset

Muutosehdotuksessa viitataan monessa kohdin siihen, että MIFID II kiristää joukkorahoituksen välittäjien menettelytapa- ja toiminnan järjestämisvaatimuksia (s. 64, 76, 83 ja 94–95). Sivulla 64 otetaan nimenomaisesti kantaa asiaan seuraavasti:

”Kansallisten vaatimusten on kuitenkin vähintään vastattava tiettyjä direktiivin vaatimuksia liittyen toimiluvan myöntämiseen, jatkuvaan valvontaan, menettelytapasääntelyyn sekä toiminnan järjestämistä koskeviin vaatimuksiin. Sijoittajansuojan vahvistamiseksi kyseisen poikkeussäännöksen soveltamisalaa ja edellytyksiä on näin merkittävästi rajoitettu suhteessa MIFID I:een, joka ei sisältänyt toimilupavaatimuksia, eikä yksityiskohtaisia menettelytapa- ja toiminnan järjestämisvaatimuksia. Direktiivin (johdantolause 29 ja 42) mukaan on syytä erityisesti vaatia jäsenvaltioita soveltamaan direktiivin soveltamisalan ulkopuolelle jätettäviin henkilöihin vaatimuksia, jotka vähintään vastaavat direktiivissä vahvistettuja vaatimuksia, erityisesti silloin, kun ollaan myöntämässä toimilupaa, kun arvioidaan näiden mainetta ja kokemusta ja mahdollisten osakkeenomistajien sopivuutta ja kun tarkastellaan toimiluvan myöntämisen ja jatkuvan valvonnan edellytyksiä ja menettelytapavelvoitteita.”

On sinänsä totta, että MIFID II:n myötä menettelytapa- ja toiminnan järjestämisvaatimukset kiristyvät suhteessa MIFID I:een. Perehtymällä tarkemmin alkuperäiseen joukkorahoituslakiin ja ennen kaikkea sen esitöihin (HE 46/2016 vp s. 72–73) olisi kuitenkin voinut havaita, että suurin osa MIFID II:n mukanaan tuomista menettelytapa- ja toiminnan järjestämisvaatimuksista on jo ennakkolisesti otettu huomioon joukkorahoituslaissa. Muun muassa rekisteröityminen rinnastuu jo nykyisellään MIFID II:n mukaisen ”toimiluvan” myöntämiseen, joukkorahoituksen välittäjät ovat Finanssivalvonnan valvonnassa, joukkorahoituksen välittäjän johtoon kohdistuu kattava *fit&proper* –tarkastus ja niin edelleen. Myös tältä osin allekirjoittanut on käynyt komission kanssa sähköpostikirjeenvaihtoa eikä sellaisille MIFID II:sta johtuville muutoksille joukkorahoituslaissa ole tarvetta, jotka on laissa otettu huomioon jo ennakolta (ks. [Liite 2.](#)).

Soveltamisalapykälän muutos

Muutosehdotuksessa todetaan useassa kohtaa, että joukkorahoituslain soveltamisalasäännösten selkeyttämisellä pyritään välttämään lain säännösten ristiriitaisuus EU-sääntelyyn perustuvien sijoituspalvelulain säännösten kanssa (ks. 65, 76 ja 177). Esityksessä todetaan, että nykyisen joukkorahoituslain soveltamisalasäännöksen perustelut joukkorahoituslain ja sijoituspalvelulain keskinäisestä normihierarkiasta ovat ongelmallisia siksi, että kansallinen joukkorahoituslaki ei voi ohittaa pakottavaan EU-sääntelyyn perustuvan sijoituspalvelulain tai muun lain soveltamista. Kyseinen toteamus näyttää perustuvan virhetulkintaan MIFID I tai II 3 artiklan sisällöstä.

Artiklassa mainitun valinnaisen jäsenvaltiopoikkeuksen käyttäminen nimenomaisesti tarkoittaa, että kyseisen artiklan kattama toiminta (kuten Suomessa sijoitusmuotoinen joukkorahoitus) ei ole MIFID I tai II sääntelyn piirissä.

MIFID II 3 artiklan mukaan:

”Jäsenvaltiot voivat päättää olla soveltamatta tätä direktiiviä sellaisiin henkilöihin, joiden kotijäsenvaltioita ne ovat...”.

Joukkorahoituslain keskeisenä tavoitteena oli täytäntöön panna MIFID I:n valinnainen 3 artikla no. kevyemmin säännellyn sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen mahdollistamiseksi (ks. HE 46/2016 vp s.70–72) ja tätä kautta lähentää joukkorahoituksen sääntelyä Suomessa kohti yleiseurooppalaista kevyempään sääntelyyn perustuvaa linjaa. Tässä on joukkorahoituslain voimaantultua onnistuttukin varsin hyvin, mikä ilmenee myös komission eri jäsenvaltioiden kansallisista joukkorahoitusta koskevista sääntelykehikoista tekemistä vertailuista (ks. [Liite](#)

3.) MIFID I tai II 3 artiklan mukaisen poikkeussäännöksen soveltamisalaan kuuluvaan toimintaan soveltuu ainoastaan toimintaa sääntelevä kansallinen lainsäädäntö eli Suomessa joukkorahoituslaki, kuten alkuperäisen joukkorahoituslain perusteluista käy ilmi (ks. HE 46/2016 vp s. 102–103). Alkuperäistä joukkorahoitusta valmisteltaessa havaittiin, että kotimaisessa rahoitusmarkkinalainsäädännössä oli myös muita kansallisia erikoisuuksia, joita päätettiin kotimaisten rahoitusmarkkinoiden kilpailukyvyyn parantamiseksi ja kilpailuneutraliteetin ylläpitämiseksi korjata samassa yhteydessä (ks. HE 46/2016 vp ibid.). Muun muassa tästä johtuen alkuperäisen joukkorahoituslain soveltamisalasäännös on kirjoitettu niin, että lakia sovelletaan tiettyjä yksittäisiä säännöksiä lukuun ottamatta myös toimiluvallisiin toimiin, näiden välittäessä joukkorahoitusta soveltuvin osin joukkorahoituslain mukaisesti.

Muutosehdotuksen mukainen soveltamisalasäännöksen muutos ei mielestäni selkeytä, vaan pikemminkin sekoittaa alkuperäisen joukkorahoituslain soveltamisalasäännöstä. Koska joukkorahoituslain mukaisen laina- tai sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittämässä ei nimenomaisesti ole kyse sijoituspalvelun tarjoamisesta, vaan joukkorahoituslaissa erikseen määritellystä toiminnasta, niin soveltamisalasäännöksen muuttamiselle ei ole nähdäkseni perusteita. On jo itsessään selvää, että myös toimiluvalliset toimijat voivat toimilupansa puitteissa tarjota rahoitusvälineisiin liittyvää toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä sekä näihin liittyvää sijoitusneuvontaa. Koska niin laina- kuin sijoitusmuotoista joukkorahoitusta ei ole aiemmin lainsäädännössä määritelty eikä niiden erityispiirteitä ole otettu huomioon MIFID I tai II:ssa puhumattakaan kansallisessa sijoituspalvelulaissa, niin on loogista hyödyntää joukkorahoituslain tarjoamaa kehikkoa soveltuvin osin myös toimiluvallisten toimijoiden kohdalla. Koska niitä toimiluvallisina toimijoina koskee lähtökohtaisesti kovemmat sääntelyt johtuvat velvoitteet, niin tällöin niillä on katsottava myös olevan laajemmat valtuudet joukkorahoituksen välittämiseen. Asiaa on käsitelty kattavasti alkuperäisen joukkorahoituslain perusteluissa (ks. HE 46/2016 vp s. 73–81 erityisesti 79–81) ja sillä on merkittävä liityntä toimeksiantojen vastaanottamisen ja välittämisen sekä liikkeeseenlaskun järjestämistä koskevien sijoituspalveluiden keskinäiseen erotteluun ja tulkintaan, josta lisää seuraavan alaotsikon alla.

Toimeksiantojen vastaanottaminen ja välittäminen suhteessa liikkeeseenlaskun järjestämiseen

Joukkorahoituslain valmistelu sai käytännössä alkunsa Finanssivalvonnan kesäkuussa 2014 yllättäen antaman tulkintalinjauksen seurauksena. Finanssivalvonta katsoi tuolloin, että sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on käytännössä kategorisesti sijoituspalvelulain mukaista liikkeeseenlaskun järjestämistä toimeksiantojen vastaanottamisen ja välittämisen sijaan. Tulkinta oli toimialalle erityisen merkittävä, koska liikkeeseenlaskun järjestämiseen liittyy monien hallinnollisesti raskaiden velvoitteiden lisäksi muun muassa korkeampi pääomavaatimus sekä ennen kaikkea järjestäjävastuu laajoine tiedonantovelvollisuuksineen. Asiasta käytiin sittemmin Finanssivalvonnan kanssa kattavia neuvotteluita, joissa tavoitteena oli saattaa Suomen rahoitusmarkkinasääntely myös tältä osin yleiseurooppalaiselle ja huomattavasti kevyemmälle tulkintalinjalle tarkoituksena tukea toimialan kehittymistä ja kilpailukykyä Suomessa.

Liikkeeseenlaskun järjestämistä ja sen sisältöä ei ole tarkkarajaisesti määritelty niin EU-sääntelyssä (MIFID I ja II) kuin kotimaisessa lainvalmisteluaineistossa. Valtiovarainministeriö ja Finanssivalvonta saavuttivat alkuperäisen joukkorahoituslain talousvaliokuntakäsittelyn yhteydessä yhteisen tulkintanäkemyksen asiaan liittyen. Valtiovarainministeriön Eduskunnan talousvaliokunnalle 31.5.2016 toimittamassa julkisessa vastineessa hallituksen esityksestä eduskunnalle joukkorahoituslaiksi sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 46/2016 vp) annettujen lausuntojen johdosta koskevassa sen liitteessä sivuilla 16–19 on käsitelty asiaa erittäin yksityiskohtaisesti. Keskeistä kyseisessä liitteessä on sen sivulla 19 oleva valtiovarainministeriön ja Finanssivalvonnan talousvaliokunnalle yhteisesti ponneksi ehdottama kanta, jonka mukaan:

”VM ja Fiva ehdottavat yhdessä harkittavaksi, että talousvaliokunta korostaa sen tärkeyttä, että sijoituspalvelulaissa määriteltyjen toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä se-

kä liikkeeseenlaskun järjestämistä koskevien sijoituspalveluiden sisältöjen tulkintakäytännöissä edistettäisiin yleiseurooppalaisia linjauksia.”

Yleiseurooppalaisilla linjauksilla viitataan kyseisessä liitteessä ESMA:n kansallisilta valvoilta kerättyihin tietoihin, joiden perusteella sijoitusmuotoinen joukkorahoitus katsottiin valtaosassa käsitellyistä tapauksista (40/53) nimenomaan toimeksiantojen vastaanottamiseksi ja välittämiseksi. Suomen rahoitusmarkkinoiden kilpailukyvyyn ja joukkorahoitussektorin kehittymisen näkökulmasta on oleellista, että kyseinen Eduskunnan talousvaliokunnalle valtiovarainministeriön ja Finanssivalvonnan yhteistyössä antama tulkinta ohjaa jatkossa Finanssivalvonnan tekemiä tulkinta- ja ratkaisusuosituksia.

Muutosehdotuksen joustavuus ja hallitusohjelman mukaisuus

Muutosehdotuksen sivulla 65 todetaan, että: *”Ehdotettu säädösten täytäntöönpanomalli sekä MIFID II 3 artiklan täytäntöönpano ottaisi näin suhteellisuusperiaatteen mukaisesti huomioon pienimuotoisen sijoituspalvelun tarjoamisen, eikä kansallisesti ehdoteta hallitusohjelman mukaisesti säädettävän minkäänlaisia lisävelvoitteita. Ehdotus on omiaan edistämään rahoitusmarkkinatoimijoiden monipuolistumista sekä sijoitusympäristön kehittämistä. Ehdotus turvaa myös joukkorahoituslain säilymisen mahdollisimman joustavana, sillä kyse olisi jatkossa puhtaasti kansallisesta sääntelystä lukuun ottamatta pakottavaan EU-sääntelyyn (MIFID II) perustuvia säännöksiä. Ehdotus on näin linjassa myös kilpailukyvyyn aliministeriyöryhmän linjauksen kanssa rahoitusmarkkinoiden monipuolistamistavoitteen ja sääntelyn joustavuustavoitteen kanssa.”*

On vaikea edellä esitetyin perustein nähdä, miten muutosehdotuksen sivulla 65 kirjattu kappale voi ylipäätään pitää paikkaansa. MIFID II:sta on tulkittu tavalla, joka nimenomaisesti tuo Suomen rahoitusmarkkinalainsäädäntöön tarpeetonta lisäsääntelyä, kuten edellä on osoitettu (muun muassa 3-tasoinen lupamenettely, vaikeaselkoinen soveltamisalasäännöstö, virheellinen käsitys MIFID I tai II 3 artiklan soveltuvuudesta ja niin edelleen). Muutosehdotuksessa nimenomaisesti tuodaan kansalliseen sääntelyyn turhia ja hallinnollisesti raskaita lisävelvoitteita, joille myöskään komissio ei kirjallisessa vastauksessaan ole löytänyt perusteita. Tosiasiallisesti muutosehdotus hallituksen esityksessä esitettyssä muodossaan heikentää rahoitusmarkkinoiden monipuolistumista ja mitä todennäköisimmin ajaa useita toimijoita pois markkinoilta. Muutosehdotus on mahdollista kirjoittaa uusiksi tavalla, joka toteuttaa edellä mainitut lähtökohdat joustavuudesta, hallitusohjelman noudattamisesta samoin kuin aliministeriyöryhmän linjauksista, mutta tämä vaatii muutosehdotuksen palauttamista jatkovalmisteluun. Esitettyssä muodossa mikään muutosehdotuksessa todetuista tavoitteista ei näyttäisi toteutuvan. Kappale perustuu ilmeisesti totaaliseen virheelliseen ymmärrykseen toimialan toimintaedellytyksistä. Tämä on tietyllä tasolla jopa toivottavaa, koska vaihtoehtoisesti joku alkuperäiseen joukkorahoituslakiin, sen valmisteluun ja toimialan liiketoimintaan perehtynyt voisi jopa luulla, että kappaleella pyritään tietoisesti toimialan ja poliittisten päättäjien tarkoitukselliseen harhaanjohtamiseen.

Tuleva kehitys

Pääomamarkkinaunionia koskevan komission vihreän kirjan (*Vihreä kirja Pääomamarkkinaunionin muodostamisesta*) KOM(2015) 63 18.2.2015 tapahtuneen julkistuksen ja siitä alkaneen 13.5.2015 päättyneen konsultaation yhteydessä on esitetty, että MIFID II:n 3 artikla olisi liian laaja, raskas ja yksityiskohtainen joukkorahoituksen sääntelytarpeisiin. ESMA on ilmoittanut palaavansa asiaan MIFID II:n yhteydessä. Asiaa on käsitelty laajasti alkuperäisen joukkorahoituslain perusteluissa (ks. HE 46/2016 vp s. 44–59 erityisesti s. 45–46). Tässäkin suhteessa muutosehdotusta voidaan pitää vahvasti ennenaikaisena. Ei ole syytä ennakkollisesti heikentää hyväksi havaittua kansallista lainsäädäntökehikkoa ennen kuin saadaan tarkempaa tietoa siitä, mihin suuntaan kansallista kehikkoa pitäisi ylipäätään MIFID II:n johdosta lähteä muuttamaan.

Muita huomioita

Muilta osin viittaa toimialalle yksityishenkilönä laatimaani muistioon, jossa käsitellään seikkaperäisesti muutosehdotukseen liittyviä ongelmia. Muistio on tämän lausunnon liitteenä (ks. Liite 1.). Muutosehdotuksen valmisteluprosessin yhteydessä on valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosaston vastuuvalmistelijoiden toimesta esitetty monia väitteitä. Olen kerännyt kyseiset väitteet ja kirjoittanut niihin faktapohjaiset vastaukset (ks. Liite 4.).

TOIMENPIDE-EHDOTUKSET

Joukkorahoituslain muutosehdotus on kiireellä valmisteltu ja monilta osin virheellisiin käsityksiin perustuva kokonaisuus. Kansallisesta joukkorahoituslaista ei ole tehty niin oikeudellisia kuin taloudellisia vaikutusarvioita. Toimialaa tai etujärjestöjä ei ole kuultu ja lisäksi hankkeesta on syrjäytetty valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosaston valmistelijat, jotka ovat parhaiten perillä toimialasta ja sitä koskevasta sääntelystä. Kun valmisteluprosessiin liittyy myös monia muita omituisia piirteitä, kuten entisen vastuuvalmistelijan ja esittelijän epäsuora estäminen osallistumasta julkiseen kuulemistilaisuuteen sekä lain soveltamisalan piiriin kuuluvien toimialan edustajien kutsumatta jättäminen kyseiseen tilaisuuteen, niin muutosehdotus tulisi kokonaisuutena irrottaa MIFID II:n valmistelusta ja palauttaa huolelliseen jatkovalmisteluun.

Jatkovalmisteluun tulisi varata riittävästi aikaa, jotta samassa yhteydessä voidaan kuulla komissiota, ESMA:a ja muita jäsenvaltioita, jotka ovat saattaneet omia kansallisia joukkorahoituslakejaan voimaan. Lisäksi valmisteluun olisi syytä heti alusta alkaen kytkeä mukaan toimiala ja etujärjestöt parhaan mahdollisen lopputuloksen saavuttamiseksi. Valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosastolla tulisi sisäisesti arvioida, tulisiko valmistelu siirtää takaisin entisille vastuuvalmistelijoiden, joilla on toimialaa koskeva paras osaaminen ministeriössä. Lainvalmisteluprosessin aikana ilmi tulleet muut omituisuudet olisi syytä tutkia puolueettoman tahon toimesta, jotta valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosaston puolueettomuus, luotettavuus ja uskottavuus kotimaisen rahoitusmarkkinasääntelyn valmistelijana saadaan asianmukaisesti palautettua.

Jos alkuperäinen joukkorahoituslaki ja sen markkinaehtoiselle kasvurahoitukselle aikaansaama noste Suomessa halutaan mitätöidä ja toimialan toiminta- ja kasvuedellytyksiä heikentää, niin se on luonnollisesti täysin mahdollista. Tällöin olisi suotavaa, että asiaa koskeva poliittinen päätös tehtäisiin avoimeen lainvalmisteluun ja monipuoliseen sekä rakentavan kriittiseen keskusteluun perustuen. Tästä olisi myös hyvä avoimesti informoida toimialaa, joka on investoinut suuria rahamääriä saattaakseen toimintansa juuri voimaansaattatun – hallituksen kärkihankkeena markkinoidun – joukkorahoituslain mukaiseksi. MIFID II –paketin yhteydessä yllättäen ja ilman avointa keskusteluyhteyttä valmisteltu joukkorahoituslain monilta osin puutteellinen muutosehdotus ei täytä edellä mainittuja edellytyksiä miltään osin.

Kehotan kunnioittavasti valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosastoa harkitsemaan muutosehdotusta ja sen sisältöä edellä esitetyin perustein uudestaan ja palauttamaan asian avoimeen jatkovalmisteluun. Asialla on suurta merkitystä erityisesti kansallisten rahoitusmarkkinoiden ja *fintech* –sektorin kilpailukyvyyn näkökulmasta. Olen entisenä virkamiehenä valmis osallistumaan yksityishenkilönä jatkovalmisteluun omalla vapaa-ajallani, jos valtiovarainministeriö näkee sille tarvetta.

Oslossa 8.6.2017

Kunnioitavasti



Aki Kallio

Alkuperäisen joukkorahoituslain vastuuvastuun valmistelijä ja esittelijä

Komission entisen asiantuntijaryhmän "*European Crowdfunding Stakeholder Forum*" jäsen

Liitteet:

- Liite 1. Toimialan pyytämä muistio - Joukkorahoituslain muutosehdotus
- Liite 2. Komission vastaukset joukkorahoituslain muutosehdotukseen
- Liite 3. Note to EGESC - Update on Crowdfunding
- Liite 4. Joukkorahoituslain muutosehdotuksen valmistelussa rahoitusmarkkinaosaston toimesta esitetyt väitteet

Joukkorahoituslain muutosehdotus – ennenaikainen, virheellinen ja vakavasti haitallinen

1. Valmistelutapa.

- Muutosehdotus on valmisteltu ilman keskusteluyhteyttä toimialan ja Euroopan komission kanssa. Valmistelun aikana ei ole järjestetty ainuttakaan julkista kuulemistä, vaikka alkuperäistä joukkorahoituslakia valmisteltaessa pidettiin kolme julkista kuulemistä.
- Ottaen huomioon, että alkuperäinen joukkorahoituslaki on ollut voimassa vasta runsaat 8 kuukautta, olisi ollut perusteltua kuulla toimialaa aktiivisesti ja avoimesti muutosehdotuksen valmistelussa.
- Hämmäntävää on, että alkuperäisen joukkorahoituslain eduskuntakäsittelyn yhteydessä eduskunta hyväksyi lausuman, jonka mukaan ”*Eduskunta edellyttää, että valtioneuvosto ryhtyy välittömästi vaadittavien lainsäädännön muutosten valmisteluun, jotta sijoittajien korvausrahastoa koskeva sääntely vastaisi muuttuneen toimintaympäristön tarpeita sijoittajien suojan turvaavalla tavalla huomioiden erityisesti palvelun tarjoajan oikeudellinen rakenne, toiminnan laatu, laajuus ja riskit*”. Lausuman johdosta ei VM:ssä tiettävästi ole tehty mitään, vaikka se olennaisella tavalla liittyy hallituksen kärkihankkeeseen digitalisaatiosta, parantaisi olennaisesti kotimaisten *fintech*-toimijoiden toimintaedellytyksiä ja on ennen kaikkea osa nyt muutettavaa sijoituspalvelulakia. Lausuma on erityisen ajankohtainen nyt, kun julkisessa keskustelussa on korostettu hallintarekisteriin liittyvien eduskunnan lausumien suurta merkitystä poliittisina tahdonilmaisuuksina.

2. Vaikutusarviot ovat puutteelliset ja jopa harhaanjohtavat, minkä lisäksi ne on tarkoitus - hämmästyttävää kyllä - tehdä vasta jälkikäteen (s.65, s.84). Taloudellisten vaikutusarvioiden merkitykseen on julkisuudessa kiinnitetty voimakasta huomiota viimeksi, kun Turun yliopisto julkaisi asiaa koskevan tutkimuksensa, jonka mukaan monet hallituksen esitykset on valmisteltu huolimattomasti ja niissä on – erityisesti vaikutusarvioissa – suuria puutteita. Vaikutusten joukkorahoitusmarkkinoihin jopa arvioidaan olevan olemattomat, vaikka tosiasiallisesti asia on päinvastoin:

- MIFID II:n 3 artiklaan sellaisenaan perustuva alkuperäisen joukkorahoituslain 9.3 § kumotaan ja siirretään soveltamisalaltaan supistettuna sijoituspalvelulakiin (1 luvun 3.1 §:n 1 kohta). Lakitekniseksi ilmeisesti tarkoitettu lainpaikan vaihtaminen kuitenkin hämärtää oikeutta toimeksiantojen vastaanottamiseen ja välittämiseen toimiluvallisille rahoituspalvelujen tarjoajille ja saattaa olla näin esteenä uusien yritysten perustamiselle joukkorahoitusmarkkinoilla.
- Toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä koskevan sääntelyn rajaaminen sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen aiheuttaa sen, että muutosehdotus syö pois huolella rakennetun, MIFID II:n 3 artiklan mukaisen sekä sijoittajansuojan ja kasvun tasapainoa korostavan infrastruktuurin, jossa rekisteröitymisvelvolliset joukkorahoituksen välittäjät eli joukkorahoitusmarkkinoiden ns. aluskasvillisuus ruokkivat toimiluvallisia rahoituspalvelujen tarjoajia.
- Mitään perusteluja ei esitetä sille, miksi MIFID II:n 3 artiklaa ei täysimääräisesti enää sovelleta lainamuotoiseen joukkorahoitukseen. Lainamuotoinen joukkorahoitus rajoitetusti siirtokelpoisilla arvopapereilla jää MIFID II:n soveltamisalan ulkopuolelle ja siihen voitaisiin soveltaa kevyempää sääntelykehikkoa kuin MIFID II edellyttää. Ratkaisu vaatisi kuitenkin kattavien vaikutusarvioiden laatimisen ja perustelut sille, miksi poiketaan joukkorahoituslain alkuperäisestä systematiikasta ja sille esitetyistä

kattavista perusteluista soveltaa MIFID 3 artiklaa sekä laina- että sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen (no. sijoittajansuojan vahvistamisen näkökulmasta).

- Sisällöllisesti merkittävä muutosehdotus kohdistuu myös alkuperäisen joukkorahoituslain 9.2 §:ään, josta poistetaan joukkorahoituksen välittäjän oikeus tarjota laina- ja sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen liittyvää sijoitusneuvontaa. Kyseinen poisto on vastoin MIFID II:n 3 artiklan sanamuotoa. Poistolle ei esitetä myöskään mitään perusteluita.
- Joukkorahoituslain soveltamisalapykälän (1 §) muutoksella on ennakoinnattomia seurauksia muun muassa joukkorahoituslain 11.4 §:n mukaisen esitettä koskevan joukkorahoituspoikkeuksen soveltumiseen nykyisten toimiluvallisten toimijoiden välittäessä joukkorahoitusta yrityksille (joukkorahoituksen saajille). On epäselvää, mitä säännöstä kyseisessä tilanteessa muutosehdotuksen perusteella sovelletaan.
- Muutosehdotus ilmentää siten ymmärtämättömyyttä joukkorahoituksen liiketoimintalogiikasta ja toimintaympäristöstä sekä merkittävää poikkeamaa yleiseurooppalaisesta MIFID II:n 3 artiklan tulkinnasta.
- Muutosehdotus näyttäisi pakottavan toimiluvalliset rahoituspalvelujen tarjoajat hakemaan sekä toimilupaa että rekisteröitymistä, mikä johtaa kaksinkertaisiin kustannuksiin ja nostaa valvontamaksut 2,5-kertaisiksi.
- Muutosehdotus on tältä osin vastoin säädösten sujuvoittamista ja norminpurkua koskevaa hallituksen kärkihanketta, eikä perusteluksi riitä mukautuminen Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain muuttuneeseen sisältöön.
- Mitään vaikutusarviota ei esitetä myöskään ainoasta MIFID II:n 3 artiklasta johtuvasta uudesta substanssilisäyksestä eli päästöoikeus- ja hyödykejohdannaisten sääntelystä puhumattakaan MIFID I 3 artiklan ja MIFID II 3 artiklan keskeisistä substanssieroista.
- VM:n markkinatoimijoille marras-joulukuussa 2016 tekemän kyselytutkimuksen tulokset sivuutetaan käytännössä kokonaisuudessaan ilman, että ratkaisua lainkaan perustellaan. Tämä on erityisen huolestuttavaa siksi, että joukkorahoitusmarkkinat ovat kasvaneet vuodesta 2015 vuoteen 2016 yli sata prosenttia, minkä lisäksi kaikki kyselyyn vastanneet markkinatoimijat ilmaisivat pitävänsä alkuperäistä joukkorahoituslakia yhtenä markkinoiden kasvun ajurina ja hyödyntävänsä sitä liiketoiminnassaan.
- Vaikutusarvion merkitys tässä yhteydessä on jopa tavanomaista suurempi, koska kysymyksessä on jäsenvaltio-option käyttö (MIFID II:n 3 artikla). Tämä on yksi muutosehdotuksen merkittävimpiä väärinkäsityksiä, joka vaikuttaa nojautuvan virheelliseen olettamukseen siitä, että MIFID II:n 3 artikla olisi pakottavaa lainsäädäntöä (s.177). Väärinkäsityksestä seuraa mm. tarpeeton jaottelu toimiluvalliseen ja muuhun kuin toimiluvalliseen (eli rekisteröitymisvelvolliseen) joukkorahoituksen välittäjään. Tämä liittyy myös olennaiseen väärinkäsitykseen MIFID II:n 3 artiklassa käytetystä analogisuuden käsitteestä, joka on virheellisesti ymmärretty identtisyiden synonyymiksi. Komission mukaan MIFID II:n 3 artikla ei edellytä toimilupavaatimuksen asettamista, vaan myös rekisteröinti tulee kysymykseen, jos rekisteröintiprosessi ottaa riittävässä määrin huomioon MIFID II:n 3 artiklan asettamat vaatimukset.
- Yli kaksi kolmasosaa (noin 30 miljoonaa euroa) sijoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta keskeisen osan muodostavan osakepohjaisen joukkorahoituksen runsaan 40 miljoonan euron volyymin kohdistuu voimakkaasti kasvaviin kasvuyrityksiin, joita pääomasijoittajat rahoittavat.
- Joukkorahoitus on kehittynyt ja kehittymässä kasvurahoituksen merkittäväksi välineeksi aivan kuten esim. Isossa Britanniassa. Tämän vuoksi ehdotetuilla muutoksilla on arvioitua selvästi suurempia kielteisiä vaikutuksia markkinoiden kehittymiseen ja kasvun edellytyksiin:

- Useimmat uudet joukkorahoituspalveluja tarjoavat yritykset ovat investoineet joukkorahoituspalveluihin ja ovat juuri lanseeraamassa toimintojaan. Näiden yritysten toiminnan aloitusta joudutaan siirtämään tai kokonaan lopettamaan, koska kustannukset kasvavat ennakoimattomasti.
- Jo vakiintuneiden toimijoiden (käsitykseni mukaan ainakin Privanetin ja mahdollisesti Invesdorin) rooli osana pääomasijoitustoiminnan rahoitusta saattaa vaarantua. Epävarmuus uusien pykälien tulkinnoista olisi suurta.
- Nordean äskettäin perustamalle joukkorahoituspalvelulle uudella tulkinnalla on merkittävä potentiaalinen riski toiminnan jatkamisen ja kehittämisen kannalta.
- Taloudellisten investointien ohella panostukset itsesääntelyn kehittämiseen valuvat hukkaan.
- Näistä syistä väite (s.83), jonka mukaan muutosehdotuksella ei ole vaikutuksia nykyisiin toimiluvallisiin joukkorahoitusta välittäviin rahoituspalvelujen tarjoajiin, on väärä. Joukkorahoituslain soveltamisalan (1 §) muutos tarkoittaa käytännössä, etteivät toimiluvalliset rahoituspalvelujen tarjoajat voi enää vedota joukkorahoituslakiin miltään keskeisiltä osin, vaan jäävät omat sääntelykehikkonsa piiriin, koska joukkorahoituslain toimiluvallisia rahoituspalvelujen tarjoajia koskevat kevennykset puretaan. Keskeisimmät syyt tähän liiketoimintamahdollisuuksia rajoittavaan muutokseen ovat sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen virheellinen määrittäminen sijoituspalveluksi ja lainamuotoiseen joukkorahoitukseen liittyvien toimeksiantojen välittämisen estäminen MIFID II:n 3 artiklan vastaisesti. Vastaavasti laina- ja sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen liittyvän sijoitusneuvonnan antaminen näyttäisi estyvän kokonaisuudessaan.

3. Suhde hallitusohjelmaan.

- Muutosehdotuksessa sivuutetaan täysin se keskeinen lähtökohta, että alkuperäisen joukkorahoituslain tavoite on yritysrahoituksen edistämiseen liittyvänä hallituksen kärkihankkeena mahdollistaa uudenlaista liiketoimintaa hallitusohjelman linjausten mukaisesti sekä monipuolistaa rahoitusmarkkinoita ja luoda uusia rahoituslähteitä yritysten rahoitukseen.
- Kilpailukyvyyn aliministerityöryhmän johtopäätöstä 24.3.2017 joukkorahoituslain säilyttämisestä joustavana ja rahoitusmarkkinoiden monipuolistamisesta tulkitaan muutosehdotuksen sisältö huomioon ottaen virheellisesti (s.65). Aliministerityöryhmä nimittäin linjasi, että *”työtä rahoitusmarkkinoiden monipuolistamiseksi jatketaan. Uuden joukkorahoituslain toimivuutta on tarpeen seurata ja varmistaa, että sääntely säilyy mahdollisimman joustavana.”* Joukkorahoituslain äkillinen muutos on kuitenkin täysin eri asia kuin lain toimivuuden seuranta ja siten täysin päinvastainen toimenpide siihen nähden, mitä aliministerityöryhmä on tarkoittanut.
- Muutosehdotus on myös vastoin hallituksen kärkihanketta, jolla tavoitellaan digitalisaation ja siihen liittyvän finanssiteknologian hyödyntämistä.
- Hallituksen puoliväliriihessä 24.4.2017 on linjattu viranomaisprosessien keventämispyrkimyksiä (ilmoitus- ja rekisteröitymismenettelyt), joiden kanssa muutosehdotus on myös ristiriidassa (siirrytään virheellisiin perustein rekisteröitymisestä toimilupaan).
- Muutosehdotus heijastaa yhtäältä kielteistä suhtautumista yrittäjyyteen ja yritystoimintaan sekä toisaalta yritysten perustamiseen liittyvien kustannusten ja liiketoiminnan suunnitteluun käytännössä vaadittavan ajan väheksymistä.
- Joukkorahoituslain merkitys pk-sektorin rahoitusedellytysten kehittämisen kannalta on poliittisesti symbolinen, joten muutosehdotus on ristiriidassa hallitusohjelman

muidenkin tavoitteiden kanssa (pk-sektorin toimintaedellytysten parantaminen, yritysrahoituksen pullonkaulojen poistaminen, talouskasvu, työllisyys, norminpurku ja EU-sääntelyn vähimmäisvaatimusten ylittämisen kieltö).

- Muutosehdotuksessa väitetään useasti (s.44, s.84), ettei siinä anneta direktiiviin perustumatonta kansallista lisäsääntelyä. Väite ei ainakaan joukkorahoituksen välityksen kohdalla pidä paikkaansa, koska direktiiviä tulkitaan monelta osin kiristävästi ja vastoin komission allekirjoittaneelle kirjallisesti esittämiä näkemyksiä.

4. **Suhde Euroopan komissioon.** Muutosehdotuksella sivuutetaan se, että:

- Joukkorahoituslaki on valmisteltu tiiviissä yhteistyössä Euroopan komission usean pääosaston kanssa, jotka ovat kiittäneet lakia onnistuneeksi ja tasapainoiseksi.
- Euroopan komission täsmentynyt positio joukkorahoituksesta on oletettavasti esillä EU:n pääomamarkkinaunionia koskevan komission lippulaivahankkeen puolivälin tarkastelussa, josta julkistetaan komission tiedonanto näillä näkymin 7.6.2017.
- Komissio on allekirjoittaneelle sähköpostitse korostanut, ettei nyt esitetyn kaltaiseen suureen reformiin ole MIFID II:n 3 artiklasta johtuvaa tarvetta ainakaan tässä vaiheessa.
- Komissio tulee ilmoituksensa mukaan tarkastelemaan MIFID II:n vaikutuksia EU-valtiossa täytäntöönpanojen kansallisten joukkorahoituslakien osalta vuosien 2017-2018 aikana. Tässäkin mielessä nyt valittu enenaikainen puuttuminen toimivaan kotimaiseen lainsäädäntökehikkoon vaikuttaa erityisen haitalliselta ja osin turhalta.

5. **Suhde eurooppalaiseen oikeusvertailuun.** Muutosehdotukseen ei sisälly minkäänlaista kansainvälistä vertailua, vaikka alkuperäinen joukkorahoituslaki perustui kymmenen EU-valtion ja Yhdysvaltojen lainsäädännön huolelliseen vertailuun.

- Lisäksi muutosehdotuksella sivuutetaan se, että alkuperäinen joukkorahoituslaki on tietoisesti asetettu eurooppalaisen kehityksen valtavirtaan (MIFID II:n 3 artikla), mikä on perustunut komissiosta, EBA:sta ja ESMA:ta saatuun tietoon.
- Muutosehdotuksesta puuttuvat kansainvälisen vertailun ohella perustelut sille, miksi on katsottu tarpeelliseksi irtautua eurooppalaisesta trendistä ja palata jokseenkin samaan tilanteeseen, jossa joukkorahoituslain valmistelu aloitettiin eli ilmeisesti Fivan kesäkuussa 2014 antamaan kummalliseen ja eurooppalaisittain omaperäiseen tulkintaan joukkorahoituksen välityksestä liikkeeseenlaskun järjestämisenä. Tämä ei tule suoraan muutosehdotuksesta ilmi, mutta käsitykseni mukaan soveltamisalapykälän muutos viittaa tähän (muutosehdotuksen 1.6 § ”*Sijoituspalvelun tarjoamisesta rahoitusvälineillä säädetään sijoituspalvelulaissa (747/2012)*”).
- Päinvastoin, valmistelun hätiköityä luonnetta kuvaa hyvin se, että eurooppalaista kehitystä on tarkoitus seurata vasta myöhemmin: ”*Tilannetta on hallituksen esityksen antamisen jälkeen seurattava myös muissa jäsenvaltioissa mahdollisesti säädettävien säännösten ja niiden soveltamiskäytännöstä saatujen kokemusten perusteella. Vielä ei ole tietoa siitä, mitkä EU jäsenvaltiot tulevat säätämään MIFID II:n täytäntöönpanon seurauksena direktiivin vähimmäisvaatimuksia tiukempia kansallisia säännöksiä kyseisen poikkeussäännöksen osalta esimerkiksi joukkorahoituksen osalta.*” (s.65 ja lähes samanasaisesti s.84)
- Ottaen huomioon komissiosta saadut tiedot, muutosehdotus asettuu tältä osin todella outoon valoon.

6. **Suhde muihin pohjoismaihin.** Muutosehdotuksella sivuutetaan se, että:

- Pohjoismainen toimiala (Nordic Crowdfunding Alliance) on tehnyt yhteisen laajapohjaisen aloitteen Suomen joukkorahoituslain ottamisesta malliksi muissa pohjoismaissa.

- Ruotsissa vireillä olevassa VM:n selvityksessä käytetään jo lähteenä Suomen joukkorahoituslakia.

7. **Suhde MIFID II –direktiiviin.**

- Muutosehdotus on useassa kohdin vastoin MIFID II:n 3 artiklan jäsenvaltio-option sisältöä, kuten alla osoitetaan (rahoitusvälineen käsitteen suppea tulkinta, MIFID II:n 3 artiklan aiheuttamien muutostarpeiden paisuttelu 3(2) artiklan ensimmäistä kappaletta ulommaksi, sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen virheellinen määrittäminen sijoituspalveluksi, lainamuotoiseen joukkorahoitukseen liittyvien toimeksiantojen välittämisen estäminen sekä laina- ja sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen liittyvän sijoitusneuvonnan kieltäminen).
- Rahoitusvälineen käsite (2 §:n 1 ja 3 kohta sekä 3 §) on luettu suppeasti, minkä seurauksena joukkorahoituslain soveltamisala supistuu olemattomaksi. Arvopaperit ovat myös rahoitusvälineitä, joten lainamuotoista joukkorahoitusta koskeva rajausta muihin kuin rahoitusvälineisiin (käytännössä siis rajoitetusti siirtokelpoisiin instrumentteihin, kuten siirtorajoituksin varustettuihin tavallisiin velkakirjoihin) on epämääräinen ja MIFID II:n 3 artiklan vastainen.
- **MIFID II:n 3 artiklan aiheuttamien muutostarpeiden paisuttelu on muutosehdotuksen suurimpia väärinkäsityksiä, sillä riittävää on implementoida MIFID II:n 3(2) artiklan ensimmäinen kappale ja korjata lisäksi lakitekniset pykäläviittaukset muutettavaan sijoituspalvelulakiin (tämän komissio on kirjallisesti vahvistanut).**
- Muutosehdotus perustuu suureksi osaksi semantiikkaan toimilupa-sanasta, ja sivuuttaa yhdellä ylimalkaisella virkkeellä (s.64) - ja mainitsematta asiasta sanallakaan sääätämisyjärjestysperusteluissa - perustuslakivaliokunnan vakiintuneen lausuntokäytännön, jossa rekisteröinti on monelta osin samaistettu toimilupaan, ja jota on laajasti arvioitu elinkeinovapauden rajoitusten näkökulmasta alkuperäisen joukkorahoituslain perusteluissa (HE 46/2016 s.135-136).
- Semanttisen lukutavan ongelma kärjistyy siinä, että MIFID II:n 3 artikla edellyttää vaatimusten olevan analogisia MIFID II:n 5 ja 7 artiklan toimilupaa koskevien vaatimusten kanssa. Muutosehdotus perustuu siihen, että analogisuuden vaatimus on virheellisesti ymmärretty identtisyysvaatimukseksi.
- **Komissiosta saadun tiedon mukaan joukkorahoitusalojen rekisteröitymistä koskevat vaatimukset ovat toimilupaan nähden analogisia, jos** (i) hakija täyttää MIFID II:n 3(1) ja 3(2) artiklan vaatimukset, (ii) toimivaltaisella viranomaisella on oikeus hylätä rekisteröitymistä tai toimilupaa koskeva hakemus, jos vaatimukset eivät täyty taikka peruuttaa se, jos olosuhteet ovat siten muuttuneet, että vaatimukset eivät enää täyty, ja (iii) toimivaltainen viranomainen voi tehokkaasti ryhtyä toimenpiteisiin estääkseen sellaisten henkilöiden toiminnan hallintoelimissä tai toiminnan osakkeenomistajina, jotka eivät täytä vaatimuksia luotettavuudesta (*fit and proper*) tai jotka ovat muutoin sopimattomia osallistumaan hakijan toimintaan.
- **Komissiosta on ilmoitettu, että jos joukkorahoitusalojen rekisteröitymismenettely Suomessa vastaa näitä menettelyllisiä näkökohtia, se vaikuttaa olevan analoginen MIFID II:n 3 artiklan toimilupaa koskevien vaatimusten kanssa.** Lisäksi komissiosta on ilmoitettu, että MIFID II:sta ei johdu merkittäviä muutoksia operatiivisiin toimintarajoituksiin, vaan vaatimukset ovat olennaisesti yhtenevät MIFID I:n 3 artiklan vaatimusten kanssa.
- Koska kansallisen toimiluvan ja rekisteröitymisen yhdistelmän sekamalli on käytössä eräissä EU-valtioissa, voi olla perusteltua arvioida sekamallin toteuttamiskelpoisuutta

myös Suomessa sen sijaan, että muutosehdotuksella toteutetaan ennalta-arvaamattomia ja äkillisiä muutoksia kiitetyssä ja toimialan hyvin vastaanottamassa kansallisessa sääntelyssä.

- Pelkkä MIFID II:n 3 artiklan mekaaninen ja sananmukainen kopiointi ei johda mihinkään, sillä jäsenvaltio-option täytäntöönpano edellyttää ympäröivää kansallista sääntelykehikkoa. Osa tästä sääntelykehikosta siirretään sijoituspalvelulakiin (1 luvun 3.1 §:n 1 kohtaan siirrettävä alkuperäisen joukkorahoituslain 9.3 §), mikä ei ainakaan selvennä edellytyksiä joukkorahoituksen välitykseen, vaikka niin useasti väitetään (s.65, s.76, s.177). Siirto liittyy väärinkäsitykseen, jossa joukkorahoituksen välitys määritellään sijoituspalveluksi (mitä se MIFID II 3 artiklan perusteella ei nimenomaisesti ole), ja johtaa huomattavaan lakitekniiseen sekavuuteen lukuisine viittaussäännöksineen mm. sijoituspalvelulain 1 luvun 3 §:ssä.
- Lainamuotoisen joukkorahoituksen sääntelyä, siltä osin kuin siinä ei käytetä MIFID:n piiriin kuuluvia rahoitusvälineitä (eli siirtokelpoisia arvopapereita), voidaan MIFID II:n täytäntöönpanosta huolimatta keventää, jos tämä arvioidaan tarkoituksenmukaiseksi. Tämä edellyttää kuitenkin huolellista harkintaa, toimialan kuulemista ja kattavia taloudellisia vaikutusarvioita sekä kansainvälistä oikeusvertailua.

8. Suhde joukkorahoituslakiin.

- Muutosehdotus on vastoin säädösten sujuvoittamista ja norminpurkua koskevan hallituksen kärkihankkeen tavoitetta nopeuttaa hallinnollisia viranomaisprosesseja, sillä alkuperäinen joukkorahoituslaki on ollut voimassa yli 8 kuukautta ilman, että ainuttakaan toimijaa on vielä rekisteröity Fivassa. Fivan menettely on ristiriidassa myös hallituksen puoliväliriihessä linjattujen, lupamenettelyn korvaamista ilmoitusmenettelyllä koskevien kehittämissuunnitelmien kanssa.
- Vaikuttaa siltä, ettei yhdenkään toimijan edes haluta rekisteröityvän joukkorahoituslain puitteissa, vaan hakevan mieluummin sijoituspalvelulain mukaista toimilupaa.

9. Suhde sijoituspalvelulakiin.

- Soveltamisala jää epäselväksi. Sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa on noudatettava sijoituspalvelulain säännöksiä ”soveltuvin osin” (10.2 §). Hämärämpää ilmaisua tuskin voi enää käyttää. Säännöksen perustelujen mukaan ”*Momentti sisältäisi informatiivisen viittaussäännöksen joukkorahoituksen välittämiseen sovellettavista sijoituspalvelulain säännöksistä*”, mitä voidaan pitää vähintäänkin harhaanjohtavana kuvauksena momentin sisällöstä (s.178-179). Mahdollisesti sovellettavaksi tulevien sijoituspalvelulain säännösten luetteleminen vain perusteluissa on ns. ”*perusteluilla säätämistä*”, mikä ei täytä hyvän lainvalmistelun vaatimuksia.
- Perustelut ovat erittäin suppeat ja poikkeavat monin kohdin alkuperäisen joukkorahoituslain perusteluista, mikä on omiaan aiheuttamaan ristiriitaisuuksia ja lisäämään epävarmuutta oikeustilasta. Tähän nähden useasti toistettu väite sijoituspalvelulain ja joukkorahoituslain välisen soveltamisalan selkeyttämisestä asettuu outoon valoon (s.65, s.76, s.177) ja on virheellinen.
- Perusteluissa esitetty normihierarkkinen ongelma joukkorahoituslain ja sijoituspalvelulain suhteesta on fiktiivinen ja Suomen oikeustieteessä vakiintuneiden oikeuslähdeoppien ja oikeusperiaatteiden vastainen (s.177), koska MIFID II:n 3 artikla ei ole pakottavaa lainsäädäntöä lukuun ottamatta 3(2) artiklan ensimmäisen kappaleen vaatimuksia MIFID:n tiettyjen artiklojen soveltamisesta, jotka sinänsä on oikein lueteltu muutosehdotuksessa (10.3 §).
- Se, että joukkorahoituksen välitys on Suomessa ja monissa muissa EU-valtioissa konstruoitu MIFID II:n 3 artiklassa sallituksi toimeksiantojen välittämiseksi ja

vastaanottamiseksi, ei tee joukkorahoituksen välityksestä sijoituspalvelua (sijoituspalvelulain 1 luvun 3.1 §:n 1 kohta ja muutosehdotuksen 1.6 §), vaan se on edelleen toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä. Joukkorahoituksen välityksen määrittäminen sijoituspalveluksi on muutosehdotuksen suurimpia väärinkäsityksiä, sillä MIFID II:n 3 artiklassa nimenomaan säädetään, ettei artiklassa tarkoitettuun toimintaan sovelleta MIFID II –direktiiviä (eräitä 3(2) artiklan ensimmäisessä kappaleessa säädettyjä poikkeuksia lukuun ottamatta).

- Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen sääntelyn lakitekhniseksi tarkoitettu siirtäminen sijoituspalvelulakiin on siten poikkeuksellinen ja yleiseurooppalaisen linjan vastainen ratkaisu, minkä komission vertailu erillislaeista (*bespoke regimes*) osoittaa. Ratkaisun syyt jäävät epäselviksi ja se aiheuttaa enemmän ongelmia kuin ratkaisee niitä.

Johtopäätökset

Muutosehdotus on syytä jättää tekemättä seuraavista syistä:

- Käsitteet ja toimijoiden jaottelu ovat vastoin MIFID II 3 artiklaa.
- Ehdotukset perustuvat ylimitoitettuun tulkintaan.
- Komissio on keskeisiltä osin päinvastaista mieltä kuin muutosehdotus.
- Toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä on perusteettomasti rajattu.
- Suomen poistuu yleiseurooppalaisesta toimialan kasvua tukevasta sääntely-ympäristöstä.
- Muutosehdotusten vaikutusarviot puuttuvat tai ovat virheellisiä.
- Muutosehdotukset estävät uuden liiketoiminnan syntymisen.
- Jo vakiintunut joukkorahoituksen välitys vaarantuu.
- Kokemukset tuoreesta joukkorahoituslaista ovat hyviä.
- Markkinatoimijoita ei ole kuultu.
- Vaikutuksia ei ole analysoitu riittävästi.

Toimenpide-ehdotukset

- Edellä esitettyjen suurten riskien vuoksi on perusteltua irrottaa muutosehdotus MIFID II -paketista ja käydä huolelliset keskustelut toimialaa konsultoiden.
- Huolellisen valmistelun avulla voidaan varmistaa joukkorahoituslain kehittäminen entistä tehokkaammaksi osaksi kasvuyritysten rahoitusta.
- Valmistelu voidaan ajoittaa joustavasti; tekniset implementointia koskevat korjaukset voidaan laatia lyhyenkin ajan kuluessa ja muun kehittämistyön tarvetta voidaan arvioida esim. vuoden kuluttua.
- Tärkeintä on, ettei turhaan kiirehdiä ja toimita harkitsemattomasti, vaan huolehditaan siitä, että lainsäädäntöä kehitetään pitkäjänteisesti, avoimesti ja ennakoitavasti sekä hallitusohjelman kirjaukset ja toimialan perustellut odotukset huomioon ottaen.
- **Ei ole järkevää tehdä hätiköityjä kotimaisia ratkaisuja ennen kuin komissio, EBA ja ESMA ovat ottaneet MIFID II:n osalta selkeän kannan ja arvioineet millaisia muutoksia eri EU-valtioissa voimaansaatettuihin kansallisiin lainsäädäntökehikoihin todellisuudessa tarvitaan.**

Aki Sakari Kallio

From: Aki Sakari Kallio <aki.kallio@ec.europa.eu>
Sent: 11. toukokuuta 2017
To: Aki Sakari Kallio
Cc: Aki Sakari Kallio <aki.kallio@ec.europa.eu>;
Aki Sakari Kallio <aki.kallio@ec.europa.eu>;
Aki Sakari Kallio <aki.kallio@ec.europa.eu>
Subject: RE: Nordic Crowdfunding Regulation White Paper
Follow Up Flag: Follow up
Flag Status: Flagged

Dear Aki,

Sorry for the delay in getting back to you.

On registration, Art. 3 MIFID requires Member States to impose requirements that are analogous to the procedure for authorisation in Art. 5 and 7 of MIFID 2. The registration procedure for investment-based CF platforms would be analogous to the MIFID 2 authorisation process if:

- A CF platform receives registration only if a competent authority is satisfied that the applicant meets all standards of entry as referred to in Article 3 (1) and (2) MIFID 2,
- The competent authority has the power to refuse requests for registration, if the requirements have not been met, as well as the power to withdraw the licence where a change results in a failure to meet relevant requirements, and
- The competent authority can take effective steps to prevent the employment of persons (or seek the removal of persons) who don't meet 'fit and proper' criteria for management body or qualifying shareholders or who are otherwise unsuitable, so that they cannot continue to engage in activities of the applicant.

If the Finnish procedure for registration of CF platforms caters for those procedural aspects, it appears to be analogous to MIFID 2 authorisation procedure.

In terms of operating restrictions, MIFID 2 introduces no significant changes. Requirements as referred to in Art.3(1) are essentially the same as compared to Art. 3 MIFID 1.

I hope this helps.

Best wishes,

From: Aki Sakari Kallio
Sent: Friday, April 28, 2017
To: Aki Sakari Kallio (FISMA)
Cc: Aki Sakari Kallio (FISMA); Aki Sakari Kallio (FISMA); Aki Sakari Kallio (FISMA);
Aki Sakari Kallio (FISMA)
Subject: RE: Nordic Crowdfunding Regulation White Paper

Hi

Many thanks for your e-mail and all the work you have done with regard to this.

In our current Crowdfunding Act almost all the things you list below are taken care of already in the text i.e. organisational and operational requirements have been included to the Finnish Crowdfunding Act (mechanical changes may be needed, but otherwise the Act should be aligned with matters you describe below).

Biggest questions we have on our table at the moment are (i) whether registration needs to be altered to be authorisation even though in reality the process would be the same (this issue is more about semantics) and (ii) whether MIFID II article 3 restricts operations of a platform in any way compared to MIFID I article 3. If I have understood correctly MIFID II article 3 still gives member states the possibility to create a lighter regime under which crowdfunding platforms can receive and transmit orders and give investment advice with regard to Financial Instruments (i.e. transferable securities) as long as those are being transmitted to authorised operators and there is a national legal framework in place, which follows MIFID II article 3 requirements.

Once again I appreciate everything you have done already but I would appreciate even more if I could get answers to my questions above.

Have a great weekend!

Br, Aki

From: aki.kallio@ec.europa.eu
Sent: 28. huhtikuuta 2017
To: Aki Sakari Kallio
Cc: aki.kallio@ec.europa.eu; aki.kallio@ec.europa.eu; aki.kallio@ec.europa.eu
Subject: RE: Nordic Crowdfunding Regulation White Paper

Hi Aki,

I checked with the colleagues in the Securities Markets Unit (who in read in copy).

In fact, Member States who designed their investment-based crowdfunding regime under Art. 3 may have to revisit the rules by 3 January 2018 to ensure compliance with the new requirements of MiFID 2.

The main changes concern **organisation and operational rules**. MiFID 2 requires Member States to submit Art. 3 entities to authorisation and on-going supervision. The requirements should also include the fit and proper criteria for management board members as well as assessment of shareholders with qualifying shareholding. In terms of organisational requirements, platforms should have an effective policy to identify and prevent conflicts of interest. They should also be subject to rules equivalent to product governance requirements (target market identification) and record-keeping obligation, including recording of telephone conversations. Operational rules include inter alia disclosure information about the service, financial instrument and total costs. Where the platform provides independent advice, national legislation should provide for rules equivalent to those set out in Article 24(7) MiFID 2 to ensure the objectivity of the advice. Platforms should also have in place effective remuneration policy designed in a way that does not conflict with its duty to act in the best interest of its clients (e.g. avoid overreliance on sales targets). Finally, crowdfunding regimes should provide for relevant suitability/appropriateness tests and reporting requirements.

Another important change concerns the **investor compensation scheme**. Platform operators should be subject to ICS pursuant to Directive 97/9/EC. Alternatively, they should hold professional indemnity insurance. As you know, currently where firms are exempted from MiFID under the optional exemption Article 3, the ICSD does not apply.

We will follow up with Member States and ESMA.

Best wishes,

on behalf of the FISMA crowdfunding team



NOTE TO THE EXPERT GROUP OF THE EUROPEAN SECURITIES COMMITTEE

UPDATE ON CROWDFUNDING

1. INTRODUCTION

Supporting crowdfunding as an alternative source of finance for European companies remains at the heart of the Capital Markets Union. On 20 January the Commission Services launched a public consultation on the 2017 mid-term review of the CMU Action Plan. Financing constraints remain, and one of the biggest challenges of CMU is to strengthen non-bank sources of finance for innovative companies and EU businesses with high-growth potential. This means providing funding solutions tailored to the investment needs of companies from start-up through scale-up and expansion. CMU aims not only at broadening the sources of finance for SMEs, but also at extending their geographical reach to all Member States, so that they can tap those new financial circuits that are of greatest benefit to them. More needs to be done to enhance these dynamics and ensure that EU companies can access alternative sources of funding to grow their business, including the opportunities offered by crowdfunding.

The document is structured in the following topics for discussion with Member States:

- Update on the current status of crowdfunding in the EU;
- Update on regulatory developments in the Member States;
- Status of cross-border activity;
- DG FISMA's study on identifying barriers to cross-border development;
- Next steps.

Member States will be encouraged to refer to national experiences in developing the crowdfunding market while addressing the related risks throughout the discussion.

Ahead of the meeting Member States are also welcome to submit in written form to the Commission Services:

- comments on the questions raised in this document;
- update on past or planned national regulatory developments (see Annex 1);
- data or anecdotal evidence on the development of national crowdfunding markets.

Background

Following the last regulatory workshop of the Expert Group of the European Securities Committee on crowdfunding in February 2016:

- The European Crowdfunding Stakeholder Forum (ECSF) held its last meeting on 17 February 2016. No further meetings of the ECSF are planned at this stage.
- As part of the CMU Action Plan, the Commission Services published a report on the EU crowdfunding sector in May 2016.¹
- The Commission set up an internal Task Force on Financial Technology (Fintech) that brings together services responsible for financial regulation, for the Digital Single Market, competition and consumer protection policy. It was initiated in order to assess the potential that Fintech innovation has to offer and how it could be supported in reaching its' full potential, while ensuring financial stability and consumer confidence. It will further engage outside experts and stakeholders with the aim to formulate policy-oriented recommendations and propose measures in the course of 2017. A conference on "#FinTechEU - Is EU regulation fit for new financial technologies?" will be held on 23 March in Brussels.²
- DG FISMA launched a study to identify market and regulatory barriers to the development of cross-border crowdfunding activity in the EU.

2. UPDATE ON CURRENT STATUS OF CROWDFUNDING IN THE EU

The crowdfunding sector in Europe has continued to grow over the last years. In September 2016 the Cambridge Centre for Alternative Finance released their 2nd report on the alternative finance industry. Their analysis is based on one of the largest datasets currently available with figures from 367 European platforms, which are stated to represent 90% of the visible market. They report that the European alternative finance market grew by 92% to reach the value of €5.43 billion in the year 2015. Without the United Kingdom, the growth rate was 72% and went from €594 million in 2014 to €1.02 billion in 2015.

In 2015 the United Kingdom remained a clear market leader in terms of size with a total market volume of €4.41 billion, followed by France (€319m), Germany (€249m), the Netherlands (€111m), Finland (€64m), Spain (€50m), Belgium (€37m) and Italy (€32m). When looking at market volume per capita, the United Kingdom was first with €65.88, followed by Estonia (€24.02) and Finland (€11.65).

In terms of crowdfunding type – peer-to-peer consumer lending was the largest segment with €366 million recorded for mainland Europe in 2015, followed by peer-to-peer business lending (€212m) and equity investment (€159m).

The average deal size in equity-based crowdfunding is now approximately €459,000, in contrast to just over €190,000 for debt-based securities, just under €100,000 for peer-to-

¹ Commission Staff Working Document on Crowdfunding in the EU Capital Markets Union, SWD(2016) 154 final, 3.5.2016. Available at: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study_en.pdf.

² https://ec.europa.eu/info/finance-events-170323-fintech_en

peer business loans and just under €10,000 for peer-to-peer consumer loans. Real-estate crowdfunding has the second largest average deal size with approximately €370,000. Invoice trading was just over €44,000 per transaction, while profit-sharing crowdfunding was at €30,000. Both reward-based and donation-based crowdfunding models had average funding sizes below €5,000, with €4,266 and €2,771 respectively.

The report also highlights a number of trends in the EU crowdfunding sector:

- Rising institutionalisation of crowdfunding – 26% of peer-to-peer consumer lending, 24% of peer-to-peer business lending and 8% of equity investment.
- High degree of automation in lending (selection or bidding processes) – 82% of consumer loans, 78% of traded invoices and 38% of business loans.
- Invoice trading gaining momentum – growing from €7 million in 2014 to €81 million in 2015.
- Perceived impediments to future growth as identified by the platforms – increasing default and business failure rates, fraudulent activities by fundraisers.
- The survey data indicate that new platform formation has peaked and that 2016 started to show a phase of consolidation. Several factors could be contributing to this, including regulatory developments in key jurisdictions that may have presented barriers to potential new entrants.

Ensuring an appropriate level of transparency for fundraisers and investors/lenders remains an important concern for the crowdfunding industry. Regulatory frameworks put in place by the Member States typically mandate the disclosure of information and risk warnings by platforms, including information on the structure, organisation, and ownership of the platform itself. In addition, several industry associations have introduced systems of self-regulation, notably codes of conduct which may set minimum requirements and best practices for platforms in terms of transparency and good business conduct, among other aspects. Individual platforms are increasingly disclosing information about historical performance of their investment or loan portfolios, thus indicating which sectors have performed the best and how investment deals or loans compare with the overall market.

Member states are invited to express their views on the state of EU crowdfunding sector, notably in regard to the institutionalisation of the investor base and the level of transparency:

- What are the opportunities and challenges that participation of institutional investors in investment-based and lending-based crowdfunding platforms present? How does regulation in your country address this issue?
- What is your experience with the level of transparency of crowdfunding platforms in your country? Do existing regulation or industry initiatives ensure the appropriate level of information and disclosures for fundraisers and investors/borrowers?

3. UPDATE ON REGULATORY DEVELOPMENTS IN THE EU AND IN THE MEMBER STATES

Since the Commission published its' report on *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union* in May 2016, there have been several developments in the regulatory environment for crowdfunding activities.

On 8 December 2016, the European Parliament, the Council and the Commission have agreed on revamped prospectus regulation. The reform was proposed by the Commission on 30 November 2015 as part of its Capital Markets Union Action Plan in order to improve access to finance for companies and simplify information for investors. The agreement provides that the smallest capital raisings and crowdfunding projects up to €1 million will not need to issue a prospectus at all.

The following Member States have introduced new bespoke regimes on investment-based and lending-based crowdfunding:

- Lithuania on 1 December 2016;
- Finland on 1 September 2016.

In September 2016, Greece also amended its legislation on the issuance of prospectuses and on provision of financial services to establish a legislative framework in relation to crowdfunding.

To the Commission Services' knowledge, some Member States have also reviewed their existing regimes and have implemented (or are in the process of introducing) amendments. For example:

- In October 2016, France raised the size of offers from €1 million to €2.5 million per year per project and introduced new financial instruments for investment-based crowdfunding. For lending-based crowdfunding, France also raised the maximal amount per lender per project from €1,000 to €2,000 euros (for loans with interest) and from €4,000 to €5,000 (for loans without interest). Retail and institutional investors can also invest in "mini-bons". The issuance of mini-bons is limited to €2.5 million per issuer per year.
- In July 2016 the United Kingdom launched a post-implementation review of crowdfunding rules through a call for input. In December 2016, the Financial Conduct Authority (FCA) published interim feedback following a call for input. Based on a review of the feedback received, issues seen during the supervision of crowdfunding platforms currently trading and consideration of applications from firms seeking full authorisation, the FCA believes it is appropriate to modify a number of rules for the market. These include more prescriptive requirements on the content and timing of disclosures by both loan-based and investment-based crowdfunding platforms.

An update of the overview of crowdfunding regulatory frameworks in a selection of EU Member States can be found in Annex 1.

Member States are invited to:

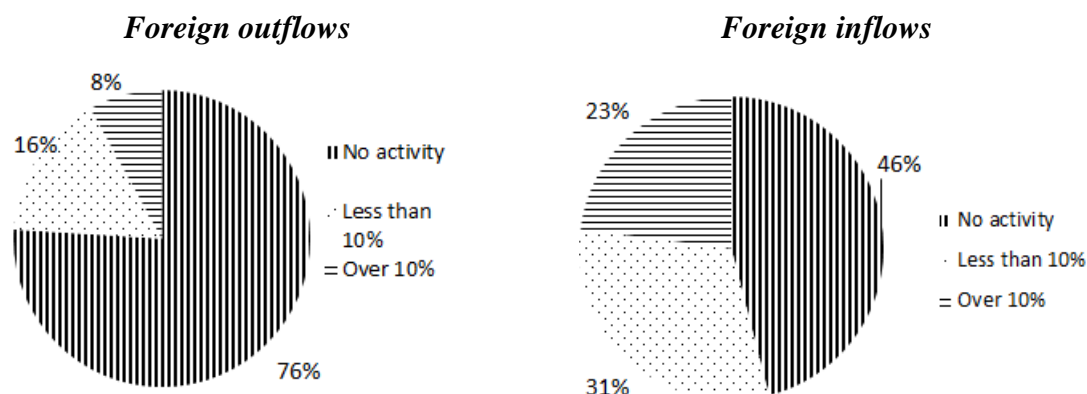
- review the summary overview of crowdfunding regulations in Annex 1;
- inform the Commission Services about any mistake or inaccuracy;
- inform the Commission Services about new developments that are not documented in the overview.

4. STATUS OF CROSS-BORDER ACTIVITY

Market activity in the crowdfunding sector remains mostly domestic. The Cambridge Centre for Alternative Finance (in cooperation with KPMG) has attempted to quantify the amount of cross-border flows in Europe (Figure 1). Their findings show that 46% of platforms indicated that not even a part of the funds they helped raise were supplied by foreign investors. 31% of platforms indicated that they had raised less than 10% from foreign investors. 23% of platforms received more than 10% (i.e. 10-100%) from foreign investors. The distribution for the last is fairly evenly distributed throughout the range.

With regards to foreign outflows, 76% of platforms reported that 0% of the funds raised went to projects outside the national border. 16% of platforms indicated that less than 10% of funds raised left the country of origination. 8% of platforms saw more than 10% of the funds raised move outside. For the latter, above 10% (11%-100%) the distribution is skewed towards the higher end, possibly indicating operation of foreign branches.

Figure 1: Cross-border transactions in the EU



Source: Cambridge Centre for Alternative Finance, *Sustaining Momentum: The 2nd European Alternative Finance Industry Report*.

Different consumer or investor protection rules, among other factors, seem to lead many platforms to refuse to provide their services to non-residents and make extension to new markets possible only through new establishments.

Other potential national barriers to cross-border activity include differences in:

- the definitions of crowdfunding and the scope of activities for investment based models;
- national credit brokerage rules for lending-based models;
- conditions for authorisation (for example capital requirements); and

- business requirements (such as professional qualifications, information and risk warnings, due diligence, conflicts of interest, investment limits).

This diversity raises concerns as to whether platforms can access other national markets without having to establish there, how consumers are protected when services are provided cross-border on a temporary basis and whether authorities can take account of the fulfilment of requirements in other Member States (for example. in respect of minimum capital or organisational structures).

Concerns have also been raised about the requirement in some Member States for investment based platforms to be authorised under national regimes, even though they should be allowed to provide cross-border investment services in relation to MiFID financial instruments on the basis of their MiFID passport.

The Commission Services have also been made aware of difficulties with issuing payment institutions licenses for lending-based crowdfunding platforms in some Member States. These have allegedly led lenders to use a payment institution from another Member State, passporting its activities in their own Member State. The Commission Services are investigating the existence and extent of this problem, and whether this may be an issue worth further discussion.

Member States are invited to comment on their own experiences with cross-border activity of crowdfunding platforms:

- *[For home Member States]:* do platforms authorised in your country clearly identify regulatory, policy or other obstacles to their cross border capital-raising? To the investment?
- *[For host Member States]:* What is your experience with platforms from other Member States that seek to establish or provide services in your country?
- What is the stance of your national authorities responsible for investor or consumer protection with regard to investors or lenders in your country seeking to invest or lend through platforms located in other Member States? Based on this experience, are investors and lenders made aware of which regulatory framework they are investing under?
- To what extent do you perceive that cross-border crowdfunding transactions entail higher risks compared to investment or lending on nationally supervised platforms? What is the nature of these risks? Have they materialised in specific instances (e.g. complaints)?
- Do (host) Member States allow non-MiFID crowdfunding platforms located in other Member States to offer investment through an online portal to investors in their jurisdiction?
- What is your experience with the functioning of the licensing regime under the Payment Services Directive for payment side of lending-based crowdfunding activities?
- Have Member States authorised peer-to-peer lending platforms as credit brokers (under national law within the meaning of Article 20 of the Consumer Credit Directive)? Has this proved to be a suitable basis for overseeing these activities and managing the related risks?

5. DG FISMA'S STUDY ON IDENTIFYING BARRIERS TO CROSS-BORDER DEVELOPMENT

DG FISMA has recently launched a study *to identify the market and regulatory obstacles to the cross-border development of crowdfunding in the EU*.

The purpose of this study will be to assist the Commission in fulfilling its commitment to monitor the development of the sector and the effectiveness and degree of convergence of national regulatory frameworks, as well as to promote convergence, sharing of best practice and keep developments under review.

A consortium consisting of the European Crowdfunding Network and Osborne Clarke was selected to carry out this study over a 9 month period and the final results will be published in October 2017. This objective of this study is to obtain an assessment of the potential for development of cross-border crowdfunding business and how existing EU legislation applies and interacts with existing and upcoming national regulatory frameworks in cross-border situations.

The three main parts that will make up the core of the study will be:

- (1) Identification and evaluation of market and regulatory barriers that crowdfunding platforms encounter when doing business across borders in the EU.
- (2) Identification and evaluation of disclosures and safeguards for different categories of users of services offered by platforms (investees, investors, borrowers, lenders).
- (3) Case studies and empirical information on entities that have the potential and appetite to scale up through cross-border expansion, including information on their business models and practical experience.

To achieve a comprehensive view of the issues related to cross-border activity, the contractors will employ a range of techniques – desk research, focus groups/expert panels and interviews with crowdfunding platforms (or association representatives) as well as case studies. The scope will cover all EU Member States at a general level, and deeper analysis will be provided on countries with the largest crowdfunding markets.

The work will focus on crowdfunding models that entail a financial return, notably investment-based crowdfunding (where companies issue equity or debt instruments to crowd-investors through a platform) and lending-based crowdfunding (where companies or individuals seek to obtain funds from the public through platforms in the form of a loan agreement).

6. NEXT STEPS

The Commission Services will continue to monitor regulatory and market developments in the crowdfunding sector. Among other developments, the insights gained from the following work streams will be used to inform future dialogues with the Member States:

1. Study on identifying market and regulatory barriers to the cross-border development of crowdfunding in the EU;
2. Results from the CMU Mid Term review consultation;
3. Results from the Commission Services stakeholder outreach on Fintech.

ANNEX 1: OVERVIEW OF CROWDFUNDING REGULATORY FRAMEWORKS IN A SELECTION OF EU MEMBER STATES (UPDATED JANUARY 2017)

Investment-based crowdfunding

	Austria	Belgium	Spain	France	UK	Italy	Germany	Portugal	Finland	Lithuania
Bespoke regime	Yes	No but "crowdfunding exemption" in the prospectus regime	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Scope	Shares, bonds, business shares in limited companies and cooperatives, participation rights, silent partnerships and subordinated	N/A	Securities and lending	Bespoke regime: ordinary shares and plain vanilla fixed rate bonds.	Securities and lending	Equity	Profit-participating loans, subordinated loans, or other investment products (which grant the right to interest and repayment, or in exchange for the temporary provision of funds, grant a claim for cash settlement).	Financial Instruments granting rights to share capital, a share in dividends or a stake in profit, lending, reward and donation	Securities and lending (to businesses)	Securities and lending (to businesses)
Entry into force	1 September 2015	17 May 2014. A legislative proposal on investment-based crowdfunding is still being discussed.	29 April 2015	1 October 2014	1 April 2014	17 December 2012 (Law) and 26 June 2013 (Consob Regulation).	10 July 2015	Crowdfunding law: 24 August 2015. Will enter into force when CMVM issues relevant regulatory rulings.	1 September, 2016	1 December, 2016

	Austria	Belgium	Spain	France	UK	Italy	Germany	Portugal	Finland	Lithuania
Passport	Yes if MiFID platforms (for transferable securities)	N/A	No (because platforms do not provide MiFID services)	Yes if MiFID platforms No for platforms registered under exemption (Art.3 MiFID)	Yes if MiFID platforms (for transferable securities)	Yes if MiFID platforms No for platforms registered under exemption (Art.3 MiFID)	Yes if MiFID platforms (for transferable securities)	No. Bespoke regime not adopted under exemption of Art. 3 MiFID except for tied agents. Platforms are therefore not authorized to provide MiFID services unless the platforms are managed by a financial intermediary. Bespoke regime has specific requirements also for the latter.	Yes if MiFID platforms No for platforms registered under exemption (Art.3 MiFID)	Yes if MiFID platforms No for platforms registered under exemption (Art.3 MiFID)

	Austria	Belgium	Spain	France	UK	Italy	Germany	Portugal	Finland	Lithuania
Authorisation	<p>Authorisation for business investment consulting according to section 136a of Austrian Trading Act.</p> <p>Or</p> <p>Authorisation for Investment Services Undertakings according to section 4 (1) of the Securities Supervisory Act.</p>	N/A	<p>Authorisation and registration by the National Securities Market Commission (CNMV).</p>	<p>For MiFID and non-MiFID platforms: authorisation by AMF.</p>	<p>Authorisation by FCA. MiFID authorisation but firms will also need to consider whether they are performing other activities set out in the Regulated Activities Order.</p>	<p>Authorisation by Consob (banks and authorised investment companies do not need authorisation but must be enrolled in the Register of platforms)</p>	<p>Platform must be an investment service enterprise providing investment advice or investment brokerage services (MiFID) pursuant to Section 32 of the Banking Act (Kreditwesengesetz) or must obtain an authorization pursuant to Section 34f of the Trade, Commerce and Industry Regulation Act (Gewerbeordnung – GewO) from the competent authorities of the federal states (Länder), usually the trade office (Gewerbeamt).</p>	<p>Authorisation by the CMVM</p>	<p>Registration with the Financial Supervisory Authority. Does not apply if registered in another EEA state and operations in Finland are only temporary.</p>	<p>Registration with the Bank of Lithuania.</p>

	Austria	Belgium	Spain	France	UK	Italy	Germany	Portugal	Finland	Lithuania
Minimum capital requirements	<p>For business investment consulting: none.</p> <p>For MiFID platforms: Depending on the MiFID investment services and activities</p>	N/A	Initial: € 60,000 (share capital), or a professional liability insurance or a combination of both. If funds that are raised exceed €2 million, minimum equity will amount to €120,000 (and increase in proportion to the funds raised, up to €2 million).	<p>None for non-MiFID platforms.</p> <p>For MiFID platforms: Depending on the MiFID investment services and activities.</p>	CRD IV minimum capital requirements. The minimum requirement is own funds of €50,000.	None	<p>For MIFID platforms: Depending on the MiFID investment services and activities.</p> <p>For platforms with a commercial license: professional liability insurance.</p>	€50,000 or liability insurance up to such amount.	€50,000 or appropriate professional liability insurance policy, bank guarantee or other corresponding collateral.	€40,000 or professional liability insurance (not less than €100,000 for a single liability claim and €500,000 in total); capital requirements to be re-calculated at the end of each year and must equal 0.2% of the amount of loans that have yet to be repaid.

	Austria	Belgium	Spain	France	UK	Italy	Germany	Portugal	Finland	Lithuania
Services provided	N/A	N/A	<p>Reception, selection and publication of projects;</p> <p>Development, establishment and exploitation of communication channels to facilitate the fundraising between investors and promoters.</p> <p>Ancillary services.</p>	Investment advice	MiFID services (mostly "reception and transmission of orders").	Reception and transmission of orders	Investment advice or reception and transmission of orders	N/A	Reception and transmission of orders and investment advice.	N/A

	Austria	Belgium	Spain	France	UK	Italy	Germany	Portugal	Finland	Lithuania
Financial instruments	To benefit from the prospectus exemption, instruments must be: "alternative financial instruments" (shares, equity shares, bonds, shares in cooperative, participation rights, silent partnerships and subordinated loans) issued by SMEs (as defined by Recommendation 2003/361/EC (i.e. transferrable securities)	All types of investment instruments (which is larger than MiFID "financial instruments") fall under the prospectus law	Transferable securities, limited liability company's shares (provided that the company's by-laws ensure their transferability)	Platforms authorised under bespoke regime: ordinary shares and fixed rate bonds (i.e. transferable securities). Mini-bons (up to 2.5 million per issuer per year). MiFID platforms: financial instruments (Annex 1 C MiFID)	Equities and debt securities, transferable and non-transferable. Bespoke set of rules for non-readily realisable securities (NRRS).	Shares or units (quotas) of the equity capital of innovative start-ups and innovative SMEs; units or shares of collective investment undertakings or other companies investing at least 70% in innovative start-ups and innovative SMEs	To benefit from the prospectus exemption, instruments must be: profit-participating loans, subordinated loans, other investment products which grant the right to interest and repayment, or in exchange for the temporary provision of funds, grant a claim for cash settlements.	No limitation as to the financial instruments to be used for funding purposes.	Transferable securities and other financial instruments.	Financial instruments.

	Austria	Belgium	Spain	France	UK	Italy	Germany	Portugal	Finland	Lithuania
<p>KYC rules (suitability or appropriateness; AML checks)</p>	<p>Platform to establish identity of both issuer and investors. Compliance with anti-money-laundering and terrorism financing legislation</p>	<p>N/A</p>	<p>Platforms must assess the experience and knowledge of its clients and verify that they can take their own investment decisions and understand and prioritise information risks.</p>	<p>Access to platforms restricted to registered investors who have been warned of and expressly accepted the risks.</p>	<p>Money Laundering Regulations: due diligence about their customers.</p>	<p>For retail investors:</p>	<p>Checks regarding the suitability or appropriateness of the investment for the investor pursuant to the Securities Trading Act or the Financial Investment Brokerage Ordinance; AML/CFT rules in case platforms qualify as obliged entities under the AML/CFT Act (depends on their business activities)</p>	<p>Investors should declare that they understand business conditions, including risks.</p>	<p>Investors should declare that they understand business conditions, including risks.</p>	<p>Suitability test for first-time engagement with each product. Risk warnings must be issued if product is deemed unsuitable.</p>
			<p>Platforms must ensure that no promoter has simultaneously published more than one project on a platform; and that the fundraising amount per project does not exceed €2 million (or €5 million when projects are exclusively targeting accredited investors).</p>	<p>Suitability test.</p> <p>Platforms to ensure that investment is in line with investor's experience, financial situation and risk appetite. In case of mismatch, platform to refuse investor's subscription.</p> <p>Compliance with money laundering and terrorism financing legislation</p>	<p>Platforms may not make direct offer financial promotions (except for: professional client or eligible counterparty; high net worth retail client; certified sophisticated or self-certified sophisticated retail client; a retail client who is taking regulated advice; a restricted investor, who commits not to invest more than 10% of their net investable assets in this type of security).</p>	<p>Appropriateness test by platforms (facultative: in alternative the appropriateness test is made by banks or investment firms which receive the orders).</p> <p>Investors must read the financial investor education material published on Consob's website and state one's awareness that the entire investment may be lost.</p> <p>AML checks performed by banks receiving the orders and payments.</p>				

	Austria	Belgium	Spain	France	UK	Italy	Germany	Portugal	Finland	Lithuania
Size of offer (limitations or prospectus requirements)	Simplified prospectus for total considerations of more than €1.5 million but less than €5 million over a seven year period, and for public offers of bonds or shares of at least €250,000 but not more than €5 million. 3) If more than €5 million in capital has been raised, a prospectus is required.	A prospectus is required if an offer exceeds €100,000. Under the "crowdfunding exemption", this amount is raised to €300,000. Note that this exemption applies to all types of offer, thus not only to those made through crowdfunding platforms	€2 million per project, per platform, in a given year. €5 million, if the offer is limited to accredited investors	€2.5 million per year per project	Lower than €5 million	Lower than €5 million.	Exemption from the full prospectus requirement for offers of profit-participating loans, subordinated loans or other investment products below €2.5 million. This exemption is not available where an investment of the issuer is being publicly offered using the exemption of Section 2 para. 1 no. 3 of the Capital Investment Act.	€1 million per year and per project. €5 million if the offer is limited to professional ((i.e. person with an annual income above €100,000)/legal persons only.	Lower than €5 million over a 12 month period.	Lower than €5 million over a 12 month period.

	Austria	Belgium	Spain	France	UK	Italy	Germany	Portugal	Finland	Lithuania
Maximum investable amounts	<p>€5,000 per individual investor per year. This limit does not apply to: (i) legal persons, (ii) professional investors. Exceptionally, individual investors can invest more than €5,000, but no more than either the double of their monthly net income or 10% of their financial assets.</p>	<p>Under the "crowdfunding exemption", individual amount that each investor can invest is limited to €1,000.</p>	<p>Non - accredited investors: €3,000 per project and maximum €10,000 a year.</p> <p>Accredited investors: no limit. Accredited investors are (i) Institutional investors; (ii) Companies with €1 million of assets, €2 million of annual turnover or €300,000 of equity; (iii) Individuals with €50,000 of annual income or €100,000 of financial assets.</p>	<p>No restriction with regard to the type of investors, the number of investors, or maximum investment limits.</p>	<p>No hard investment limit.</p> <p>Retail investors who do not take advice, are not high net worth and are not sophisticated: not to invest more than 10% of their net investable assets.</p>	<p>No limit.</p> <p>Exemption from appropriateness test for investments under the following thresholds: (i) Natural persons: €500 per individual order and €1,000 in annual total orders; (ii) Legal persons: €5,000 per individual order and €10,000 in annual total orders.</p> <p>Based on self-declaration by investors.</p>	<p>If the investor has freely available assets of at least €100,000: up to €10,000 in an issue.</p> <p>If the investor does not have freely available assets of at least €100,000: twice the investor's monthly income, but in any case not more than €10,000</p> <p>In all other cases (particularly if the investor does not provide a statement on assets and income): €1,000</p> <p>No limits for corporate entities.</p>	<p>€3,000 per project and a total of €10,000 per year. This limit does not apply to: (i) legal persons and (ii) professional investors.</p>	<p>Mandatory appropriateness tests for investments above €2,000.</p>	<p>No limit – appropriateness test and risk warning.</p>

	Austria	Belgium	Spain	France	UK	Italy	Germany	Portugal	Finland	Lithuania
Disclosure to investors by the issuer	For total considerations of at least €100,00 but less than €1.5 million, or offers of bonds and shares of more than €100,000 but less than €250,000: Issuer must provide information on issuer, alternative financial instruments and risks, annual report, opening balance sheet business plan, terms and conditions (information investment sheet).	N/A	All disclosure requirements and risk warnings are directly imposed on the platforms. Complete, clear and detailed project description. Information about the promoter and the securities. Project owner is liable to investors for the information provided.	Mandatory document with information provided by the issuer and the platform (AMF template): procedures for transmission of subscription orders to the issuer; details of fees charged to the investor and indication that it is possible to request a description of the services provided to the issuer and the associated costs; description of the specific risks linked to the business and to the project owner.	Firms to: disclose sufficient information in a fair, clear and not misleading manner; provide appropriate information about designated investments so that the client is reasonably able to understand the nature and risks and to take investment decisions on an informed basis. Issuers encouraging investment in their own securities are prohibited to communicating financial promotions in the course of business, unless an authorised person has approved the promotion or an exemption exists in secondary legislation.	Publication of information (in a short, correct and clear way, using the Consob standard form). All the information is provided by the offeror under own responsibility and there is no requirement of prior approval by Consob. Offerors allowed to use other communication tools such as films, interviews, slides, pitches.	If no prospectus is required: Issuer must prepare an investment information sheet (VIB) and submit it to BaFin. VIB must: present essential information about the investment; contain a notice that there is no prospectus approved by BaFin; contain a notice that further information may be requested from offeror or issuer; warn about the risks. Investors must confirm that they have taken note (signature or equivalent). Civil liability of offeror if VIB is misleading or inaccurate. Issuer must comply with rules on marketing of investments (warning of risks).	Issuer must prepare a document called "Key information for investors in crowdfunding investment"	The following has to be disclosed: information on the company, on the investment project and the investment instrument. Timely disclosure of true and sufficient information on factors affecting its' value and repayment capability.	The following information has to be disclosed: project & project owner characteristics, proportion of own funds used, details of the offering, security measures, existence of secondary markets. Information document needs to be prepared when the amount is between €100,000 and €5 million. At least 10% of the project has to be financed using own-funds.

	Austria	Belgium	Spain	France	UK	Italy	Germany	Portugal	Finland	Lithuania
Information requirements & risk warnings by platforms	Information on the platform operator. Information about issuer selection requirements. Information about type, amount and frequency of collected payments. Platform to inform about risk of loss and that investors should preferably invest assets which will not be needed in cash in the near future.	N/A	Warnings on: risks entailed in investing in the projects published by the platforms; platforms are not investment firms or credit institutions; projects are not subject to the authorisation and supervision, information provided by promoters has not been reviewed by supervisor and does not constitute an approved prospectus. Requirements on investor's information and representations prior to the investment.	Platforms must have a restricted-access website with the following characteristics: access to details of the offers reserved to potential investors who have given personal details, read the risks and expressly accepted them; website shall propose several projects; The projects shall have been selected on the basis of criteria and in accordance with a procedure that have been predefined and published on the website.	Requirement not to disguise, diminish or obscure important items, statements or warnings.	Information about: activities performed; investors' fees; taxation benefits; general risks related to crowdfunding investments For each offer, information on: risks; issuer and the financial instruments offered; the offer; services offered by the platform in relation to the offer.	If platform provided investment advice: must provide the VIB (see above) to potential investor in good time prior to purchase of the investment.	Detailed information available on products "key information for investors in crowdfunding", information on the platform itself, and ongoing information on the funded entities and projects.	Basic information document on risks, crowdfunding recipients, investment instrument and offering, guarantor and collateral, other information.	Information on the platform itself, investment risks associated with crowdfunding, project selection criteria, crowdfunding information booklet (fees, taxes, procedures). Monthly and yearly progress updates.

	Austria	Belgium	Spain	France	UK	Italy	Germany	Portugal	Finland	Lithuania
Due diligence	No requirement but platform must check the completeness, comprehensibility and consistency of issuer's information.	N/A	Platform shall verify that the information about the project required under the law to be disclosed to investors is complete.	Platforms must perform due diligence in selecting the projects and disclose the pre-determined criteria used in the selection process. Issuer is responsible for the completeness, accuracy and balanced nature of the information provided, while the platform monitors that the issuer provides consistent and clear information.	No obligation on what due diligence procedures must be followed. Firms must disclose the nature of their service and appropriate information about it.	Platforms must provide detailed information on strategies for the selection of the offers to be presented on the platform.	N/A	N/A	N/A	Platform shall conduct project due diligence as well as publicly display the applicable criteria.

	Austria	Belgium	Spain	France	UK	Italy	Germany	Portugal	Finland	Lithuania
Conflict of interest	Operator cannot issue on own platform. Operator allowed to invest through own platform but only to a very small extent to facilitate information flows between issuers and investors.	N/A	Platform to publish a policy on conflict of interests; Platform's directors, managers, employees to avoid conflict of interests; Platform, directors, managers and significant shareholders can invest in a project (max. 10%) and can act as an issuer (max. 10% of funds raised through the platform)	Platforms are subject to rules relating to the management of conflicts of interest (General Regulation of AMF).	Platforms to identify possible conflicts of interest that may entail a material risk of damage to the interests, to keep a record of these possible conflicts and take all reasonable steps to avoid the conflict leading to loss for clients. Where the risk cannot be managed, it should be disclosed to clients.	Platforms must follow specific rules of conduct similar but lighter than ones provided for investment firms. Platforms must work with diligence, fairness and transparency, avoiding any conflicts of interest which could arise in the management of the platform that may affect the interests of the investors and the issuers, and ensuring equal treatment of the beneficiaries of the offers who are in identical conditions.	Platforms required to disclose any fees, payments or other monetary benefits that they receive from third parties other than the investors in connection with the services provided	Platforms to be organised to avoid conflict of interests; Platforms ' officers and employees cannot have interests opposed to those of investors. Platform cannot offer advice on projects published on its website.	Crowdfunding intermediaries must act honestly, fairly, professionally and in the interest of consumers. Financial instruments or cash belonging to customers must be recorded and kept separately.	Platforms must disclose the fee structures for investors and project owners as well as provide applicable tax information.

	Austria	Belgium	Spain	France	UK	Italy	Germany	Portugal	Finland	Lithuania
Professional requirements	Depends on the authorisation (either business investment consulting or Investment Services Undertaking)	N/A	Recognised knowledge, experience and professional repute of directors and managers	Platforms managers or administrators must provide evidence of the required level of professional skills (requirements examined by AMF) prior to the platforms registration. Appropriate professional skills and good repute requirements of crowdfunding investment advisers.	FCA threshold conditions (e.g. appropriate resources; employ people who are competent, fit and proper for their role; suitable business model). Employees controlling the business must have honesty, integrity and good reputation; must be financially sound and have appropriate competence and capability for their role.	Integrity requirements for the controlling shareholders. Integrity and professional requirements for the persons who perform managerial and supervisory functions.	Reliability, expertise shown by passing exam conducted by the Chamber of Industry and Commerce.	Platform should have necessary human, technical, material and financial resources. Assessment of platforms' officers by CMVM	Familiarity with the operations of financial markets for the board as a whole. Reliability requirement for platform operators, board members and significant stakeholders. Must comply with good crowdfunding practice by belonging (directly or indirectly) to an independent body established in the EEA that represents a wide range of industry stakeholders and following their code of conduct.	Criminal record check for platform operators, board members and significant stakeholders.

Overview of domestic regulatory frameworks on lending-based crowdfunding

	Spain	France	UK	Portugal
Bespoke regime	Yes	Yes	Yes	Yes
Entry into force	29 April 2015	1 October 2014	1 April 2014	Q1 2016 (expected)
Scope of lenders and borrowers (Consumers-to-Consumers, Consumer-to-Business, business-to-consumers, business-to-business)	Consumer-to-Business; Business-to Business; consumer-to-consumer. Loans can be solicited for a business, education or consumer project.	Consumers-to-Businesses; Business-to-business; Consumer-to-consumer (only if loan application for educational project)	Consumer-to-Consumer; Business to consumer; Consumer-to – Business; Business-to-business if the borrower is a sole trader or a partnership consisting of two or three persons or an unincorporated body of persons and the loan amount does not exceed £25,000.	Consumer-to-businesses; Businesses-to-business. Funds must be collected for funding entities or their projects and activities.
Authorisation	Authorisation and registration with CNMV after mandatory and binding opinion from Bank of Spain.	Registration with ORIAS (association in charge of a single register of finance intermediaries). The ORIAS has to check if the platform responds to the legal requirement (knowledge and competence, duty and professional indemnity insurance). Checks are carried out on a declarative basis. Platforms regulated by the ACPR and supervised by the DGCCRF for consumer protection purposes. No ex-ante authorisation required.	Authorisation by FCA. Platforms may also need other permissions, depending upon the activities they undertake	The same applies as for investment-based crowdfunding

	Spain	France	UK	Portugal
Money handling	Platforms might only receive funds on behalf of investors or borrowers if they do have the purpose of payment and the platform has been granted an authorization as hybrid payment institution. They should segregate their own funds and their clients' funds into separate accounts.	Platforms may provide payment services and, when doing so, must follow the specific rules applying to their other status allowing for such a service (credit institution, payment institution, electronic money institution...)	Where firms are responsible for client money, they are subject to rules in the FCA Client Assets Sourcebook (CASS), especially the client money rules (CASS 7), which ensure adequate protection of client money.	The same applies as for investment-based crowdfunding.
Minimum capital requirements	€60,000 (share capital), or a professional liability insurance or a combination of both. If funds that are raised exceed €2 million, equity will amount to €120,000 (and increased in proportion to the funds raised, up to €2 million).	None (but have to take professional indemnity insurance).	€50,000 or a percentage of loaned funds – whichever is higher	The same applies as for investment-based crowdfunding.
Type of loans	Fixed or variable rate loan; profit participating loans; senior and subordinated loans; unsecured and secured loans (but projects shall not be secured by a mortgage on the borrower's main residence. Furthermore, promoters that qualify as consumers according to the general consumer protection laws may not apply for a mortgage-backed loan).	Loan cannot exceed 1 M€, with a fixed rate and a maximum duration of 7 years. Only natural persons are allowed to lend on an IFP platform, with a maximal amount of 1,000 € per project.	All types of loans, including secured and unsecured loans, loans to businesses and loans to consumers.	Loans whereby the interest rate is determined on the subscription.

	Spain	France	UK	Portugal
Business continuity requirements	Platforms must have effective mechanisms in place that ensure that, in the event of cessation of activity, essential services are provided to those projects that had successfully obtained funding.	IFP must define and organize any arrangements to ensure business continuity, including in the event of the failure of the platform.	Continuity arrangements need to be in place so existing loans can be administered even in the event of a firm running a platform failing.	Platform's organisational duty to draft, publish online and enforce policies and procedures in order to ensure business continuity.
KYC rules (suitability or appropriateness; AML checks)	Platforms must assess the experience and knowledge of its clients and verify that they can take their own investment decisions and understand and prioritize information risks.	Platforms are also subject to anti-money laundering rules. Neither appropriateness nor suitability test is foreseen.	As of 6 April 2016: firms providing personal recommendations to invest in P2P agreements will be providing a regulated activity). No appropriateness test for lending-based crowdfunding Platforms must establish, implement and maintain adequate policies and procedures sufficient to ensure compliance of the firm including it managers, employees and appointed representatives (or where applicable, tied agents) with its obligations under the regulatory system and for countering the risk that the firm might be used to further financial crime.	The same applies as for investment-based crowdfunding.
Size of loans	€2 million per project, per platform, in a given year. €5 million, if the offer is limited to accredited investors	€1 million per year per project (duration up to 7 years).	No maximum	The same applies as for investment-based crowdfunding.

	Spain	France	UK	Portugal
Maximum investable amounts	<p>Non -accredited investors: €3,000 per project and €10,000 max a year.</p> <p>Accredited investors: no limit. Accredited investors are (i) Institutional investors; (ii) Companies with €1 million of assets, €2 million of annual turnover or €300,000 of equity; (iii) Individuals with €50,000 of annual income or €100,000 of financial assets.</p>	<p>Lender can finance up to €2,000 per project if financing is in the form of a loan with interest and up to €5,000 per project for an interest free loan.</p>	<p>No maximum</p>	<p>The same applies as for investment-based crowdfunding.</p>
Disclosure to investors by borrower	<p>Description of project seeking funding and borrowers' main features.</p>	<p>Disclosure requirements imposed on the platform.</p>	<p>Where creditor does not lend in the course of business and borrowers are consumers: platform must provide adequate pre-contractual explanation to the borrower. In addition, all communications by the platform must meet FCA requirements to be clear, fair and not misleading.</p> <p>Where the creditor lends in the course of business the full protections required by the Credit Consumer Act and FCA rules apply.</p>	<p>The same applies as for investment-based crowdfunding.</p>

	Spain	France	UK	Portugal
Information requirements & risk warnings by platforms	Information on the platform itself, (especially on how the projects are selected) and on the loan. General warnings on risks to non-accredited investors.	Warn the lender about the risks an provide to lenders: with tools to assess the possible loan amount they can afford given their income and expenses; the relevant elements enabling them to assess the economic viability of the project, in particular the business plan.	Information on the platform and its services, including: contact details, a statement that the firm is authorised, details of what performance reports the client can expect, and the firm's conflicts of interest policy. General description of the nature and risks of a product, in sufficient detail so the client can take investment decisions on an informed basis. Platform must send a statement at least once a year of the investments and client money held by the firm for the client.	The same applies as for investment-based crowdfunding.
Due diligence	Platform shall verify that the information about the project required under the law to be disclosed to investors is complete.	Platforms must perform due diligence in selecting the projects and disclose the pre-determined criteria used in the selection process.	No obligation on what due diligence procedures must be followed. Platforms must disclose the nature of their service and appropriate information about it. Disclose sufficient information about the nature of service so investors understand what due diligence is undertaken and the need to conduct additional due diligence of their own before investing.	N/A

	Spain	France	UK	Portugal
Conflict of interest	Platform to publish a policy on conflict of interests; Platform's directors, managers, employees to avoid conflict of interests; Shareholders of platforms cannot provide advice on projects. Platform, , directors, managers and significant shareholders can invest in a project (max. 10%) and can act as an issuer (max. 10% of funds raised through the platform)	-	Platforms to identify possible conflicts of interest that may entail a material risk of damage to the interests, to keep a record of these possible conflicts and take all reasonable steps to avoid the conflict leading to loss for clients. Where the risk cannot be managed, it should be disclosed to clients.	The same applies as for investment-based crowdfunding.
Professional requirements	Recognised knowledge, experience and professional repute of directors and managers	Good repute and professional qualifications / experience.	Platforms to have appropriate resources employ people who are competent, fit and proper for their role, and to have a suitable business model. The employees controlling the business must have honesty, integrity and good reputation. They must be financially sound and have appropriate competence and capability for their role.	The same applies as for investment-based crowdfunding.

Joukkorahoituslain muutosehdotuksen yhteydessä rahoitusmarkkinaosaston toimesta esitetyt väitteet

1. MIFID II pakottaa muuttamaan joukkorahoituslakia esitetyllä tavalla.

On totta, että MIFID II edellyttää tiettyjä muutoksia alkuperäiseen joukkorahoituslakiin. Koska direktiivi on Euroopan unionin jäsenvaltioille tarkoittama lainsäädäntöohje, niin se ei suoraan itsessään muuta jäsenvaltion lainsäädäntöä kuin poikkeustapauksissa. Direktiivi asettaa kansalliselle lainsäätäjälle eli Suomen tapauksessa eduskunnalle toimintaohjeita ja näihin liittyviä suuntaviivoja. Eduskunnan velvollisuus on toteuttaa direktiivin sisältö kotimaisessa lainsäädännössä, mutta sen vapaavalintaiseksi tehtäväksi jää valita direktiivin osoittaman oikeusohjeen toteuttamisen muoto ja keinot. Oleellista on huomata, että jos Suomen lainsäädäntö jo ennestään täyttää direktiivistä tulevat vaatimukset, niin tarvetta uusille lainsäädäntötoimille ei ole.

Kun tarkastellaan alkuperäisen joukkorahoituslain 9 § ja 10 §:n sisältöä, niin ainoa merkittävä MIFID II:n asettama muutos näyttäisi liittyvän MIFID II 3 artiklan 2 kohdan täytäntöön panemiseen sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen osalta. Muilta osin riittäisi sijoituspalvelulakiin MIFID II:n täytäntöön panemisen yhteydessä tehtävien muutosten ottaminen huomioon korjaamalla pykäläviittaukset soveltuvin osin. Tältä osin muutosehdotus on selvästi ylimitoitettu ja sisältää huomattavaa lisäsääntelyä MIFID II:n tosiasiallisesti asettamiin edellytyksiin nähden.

2. MIFID II edellyttää, että sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen osalta luovutaan rekisteröimisestä ja siirrytään kansalliseen toimilupaan.

Tämä on totta, jos MIFID II:sta tulkitsee mekaanisesti sen sanamuodosta lähtien. Näin direktiiviä ei kuitenkaan ole pakko tulkita, vaan jäsenvaltio voi itse valita lainsäädäntöohjeen toteuttamista koskevat keinot ja muodon. Kun otetaan huomioon alkuperäisen joukkorahoituslain tavoitteet, hallitusohjelman ja aliministerityöryhmän linjaukset sekä komission nimenomainen kannanotto, niin myös sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen osalta voidaan Suomessa edelleen käyttää rekisteröintiä. Tältä osin joukkorahoituslakiin täytyy ainoastaan lisätä muutamia teknisiä lisäedellytyksiä, mutta samassa yhteydessä säästyy suuri vaiva, kun erilaiset toimiluvat eivät sekoitu toisiinsa ja vastaavasti joukkorahoituslain mekaniikka pysyy entisellään.

3. MIFID II edellyttää, että joukkorahoituslain muutos on tehtävä välittömästi.

Väite on täysin väärä. MIFID II ei ota millään tasolla kantaa joukkorahoituksen erityispiirteisiin. Komissio ja ESMA ovat ilmoittaneet arvioivansa MIFID II:n vaikutusta joukkorahoitukseen vasta direktiivin tultua voimaan. Vastaavanlaisia kansallisia lainsäädäntökehikkoja on saatettu voimaan ympäri Eurooppaa. Miksi Suomi olisi ainoa, joka heikentää omaa kansallista kilpailukykyään etukäteen tilanteessa, jossa ei ole edes varmuutta siitä, miten EU-tason viranomaiset tulevat MIFID II:n sisältöä joukkorahoituksen osalta tulkitsemaan. Muutosehdotus on tässä mielessä täysin ennen aikainen.

4. Hallituksen esityksessä väitetään, ettei muutosehdotus tuo mukanaan lisäsääntelyä, suhteellisuusperiaatetta noudatetaan ja sääntely pidetään muutenkin joustavana.

Väite on täysin väärä. MIFID II:sta on tulkittu tavalla, joka nimenomaisesti tuo Suomen rahoitusmarkkinalainsäädäntöön tarpeetonta lisäsääntelyä (muun muassa 3-tasoinen lupamenettely, vaikeaselkoinen soveltamisalasäännöstö, virheellinen käsitys MIFID I tai II 3 artiklan soveltavuudesta ja niin edelleen). Muutosehdotuksessa ni-

menomaisesti tuodaan kansalliseen sääntelyyn turhia ja hallinnollisesti raskaita lisävelvoitteita, joille myöskään komissio ei kirjallisessa vastauksessaan ole löytänyt perusteita. Tosiasiallisesti muutosehdotus hallituksen esityksessä esitetyssä muodossaan heikentää rahoitusmarkkinoiden monipuolistumista ja mitä todennäköisimmin ajaa useita toimijoita pois markkinoilta. Muutosehdotus on mahdollista kirjoittaa uusiksi tavalla, joka toteuttaa edellä mainitut lähtökohdat joustavuudesta, hallitusohjelman noudattamisesta samoin kuin aliministerityöryhmän linjauksista, mutta tämä vaatii muutosehdotuksen palauttamista jatkovalmisteluun. Esitetyssä muodossa mikään hallituksen esityksessä todetuista tavoitteista ei näyttäisi toteutuvan. Kappale perustuu joko totaalisen virheelliseen tulkintaan toimialan toimintaedellytyksistä tai sitten toimialan ja poliittisen päättäjien tarkoitukselliseen harhaanjohtamiseen.

5. Kansallisia vaikutusarvioita ei tarvita, koska kyseessä on EU-oikeuteen perustuva muutos.

Väite on täysin väärä. Joukkorahoituslaki on kansallinen erillislaki, joka perustuu MIFID I (ja monelta osin MIFID II) 3 artiklan kansalliseen täytäntöönpanoon. Tällöin MIFID I (tai II) ei nimenomaisesti sovellu kyseisen jäsenvaltio-option täytäntöönpanevaan kansalliseen lakiin ja sen kattamaan toimintaan. Näin ollen muutosehdotus olisi korostuneesti tarvinnut tuekseen niin oikeudelliset kuin taloudelliset vaikutusarviot, jotta perusteluita voitaisiin tältä osin pitää asianmukaisina.

6. Vaikutusarvioita on mahdoton tehdä tai niiden tekeminen on poikkeuksellisen vaikeaa.

Väite on täysin väärä. Joukkorahoituksesta, markkinoiden koosta ja volyyymista on saatavilla paljon tietoa eri tietolähteistä. Ehkä keskeisimpänä tietolähteenä voisi mainita valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosaston toimialalle vuodesta 2014 asti tekemän kyselyn, jonka viimeisin versio toteutettiin marras-joulukuussa 2016. Kyselyssä tiedusteltiin muun muassa joukkorahoituslain merkityä alan toimijoille. Kyselyn tulokset julkistettiin valtiovarainministeriön Internet-sivuilla 28.12.2016. Kaikki laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittäneet tahot kertoivat vastauksissaan hyödyntävänsä joukkorahoituslakia toiminnassaan. Tarkempien vaikutusarvioiden tekemiseksi olisi suositeltava haastatella rahoitusmarkkinatoimijoita ja ennen kaikkea kuulla toimialaa. Tämä ei ole vaikeaa eikä mahdotonta, vaan perustoiminto, jolla varmistetaan hyvän lainvalmistelutavan noudattaminen.

7. Kuulemiset ovat poikkeuksellisia eikä niitä ole tapana järjestää

Väitteen todenperäisyys riippuu siitä, mistä suunnasta asiaa tarkastelee. Lainvalmistelussa käytetään suurta julkista valtaa. Tällöin lähtökohtana pitäisi olla mahdollisimman suuri avoimuus, jotta lainsäätäjä saa jo valmisteluvaiheessa mahdollisimman paljon kommentteja toimialalta eli niiltä tahoilta, joita valmisteltava sääntely tulevaisuudessa koskee. Joukkorahoituslain ja joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmän yhteydessä järjestettiin molemmissa kolme julkista kuulemistä. Tavoitteena oli nimenomaisesti toimialan ja etujärjestöjen kytkeminen osaksi valmistelua mahdollisimman varhaisessa vaiheessa parhaan lopputuloksen saavuttamiseksi. Vastaava käytäntö pitäisi olla pääsääntö eikä poikkeus, jos lainvalmisteluprosessissa tavoitellaan avoimuutta ja parasta mahdollista lopputulosta.

8. Komission ja Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA) näkemyksistä on erilaisia tulkintoja.

Komissio ja ESMA ovat olleet harvinaisen selkeitä ulostuloissaan joukkorahoitukseen liittyen. Molemmat tahot ovat pitäneet kyseistä rahoitusmuotoa kannatettavana ja tulevaisuudessa mahdollisesti merkittävänä kasvu- ja pk-yritysten rahoituslähteenä.

Komission tuoreet kannanotot valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosaston kaavailemaan joukkorahoituslain muutosehdotukseen on liitetty osaksi tätä lausuntoa. Komission ja ESMA:n näkemyksiä ja tulkintoja joukkorahoituksen osalta on käsitelty kattavasti alkuperäisen joukkorahoituslain hallituksen esityksessä (HE 46/2016 vp s. 44–59), eikä niiden osalta näytä muissa jäsenvaltioissa olevan hirveästi eriäviä näkemyksiä (ks. Liite 3.).