

# Privanetin lausunto joukkorahoituslain muutosehdotuksesta

## TIIVISTELMÄ

Privanet Securities Oy (**Privanet**) vastustaa joukkorahoituslain muutosesitystä. Muutosehdotus on tehty kuulematta toimialaa tai etujärjestöjä, ja sillä on voimakkaita haitallisia vaikutuksia kotimaiseen vaihtoehtoisen rahoituksen markkinaan. Muutosehdotuksen liityntä rahoitusvälineiden markkinat II –direktiiviin (**MIFID II**) on vähäinen ja monilta osin keinotekoinen. Muutosehdotus vaikuttaa laaditun kiireessä ja ilman riittävää joukkorahoitusmarkkinoita koskevaa asiantuntemusta. Tämä heijastuu väistämättä muutosehdotuksen sisältöön ja laatuun. Joukkorahoituslaki on kansallista sääntelyä, jolla on saatettu osin voimaan MIFID I:n 3 artikla, joka on jäsenvaltio-optio. MIFID I:n 3 artikla antaa direktiivissä asetetuista reunaehdoista jäsenvaltioille mahdollisuuden olla soveltamatta MIFID-sääntelyä tietyntilaisiin toimiin, kuten Suomessa sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen. Direktiivi on Euroopan unionin jäsenvaltioille tarkoittama lainsäädäntöohje, joka ei suoraan muuta jäsenvaltion lainsäädäntöä, vaan antaa kansalliselle lainsäätäjälle (Suomessa eduskunnalle) toimintaohjeita. Lainsäätäjän velvollisuus on toteuttaa direktiivin sisältö maansa lainsäädännössä, mutta kussakin jäsenvaltiossa voidaan valita toteuttamisen muoto ja keinot tarkoituksenmukaisimmalla tavalla. MIFID II:n täytäntöönpanon yhteyteen liitetty joukkorahoituslain muutosehdotus on monelta osin puutteellinen, tarkoitushakuinen ja ennen kaikkea kotimaisille rahoitusmarkkinoille haitallinen. Ehdotuksessa ei ole otettu – hallituksen esityksessä esitettyjen väitteiden vastaisesti – riittävässä määrin huomioon hallitusohjelman kirjauksia joukkorahoituksen tukemisesta ja sääntelykehikon pitämisestä joustavana, vaikka direktiivin täytäntöönpanon yhteydessä tämä olisi mahdollista.

Privanetin näkemyksen mukaan muutosehdotus vaikeuttaa ja jopa estää pienistä ja keskisuurista yrityksistä koostuvan yrityskehityksen ja tarkemmin kasvuyritysten vaihtoehtoisen rahoituksen ja kasvun kehittymisen, minkä lisäksi se on monelta osin pääministeri Sipilän hallitusohjelman tavoitteiden vastainen. Valtiovarainministeriön poukkoileva sääntelytoiminta ei myöskään ole omiaan luomaan luottamusta ja uskottavuutta kotimaisten rahoitusmarkkinoiden pitkäjänteiselle ja tavoitehakuiseen kehittämiselle, mikä on omiaan heikentämään kotimaisten rahoitusmarkkinoiden asemaa globaalissa kilpailussa. Privanet ihmettelee, miksi kaikista käytettävistä olevista keinoista on valittu ilmeisen ennenaikainen ja kotimaisten rahoitusmarkkinoiden kehittämiselle haitallinen etenemistapa, jossa kiiteltä ja markkinoilla hyvin vastaanotettu - hallitusohjelman kärkihankkeena valmisteltu ja markkinoitu - joukkorahoituslaki tietoisesti ajetaan alas.

Privanet ehdottaa joukkorahoituslain muutosehdotuksen erottamista MIFID II:n täytäntöönpanosta ja palauttamista huolelliseen jatkovalmisteluun, mihin kytketään mukaan myös toimiala ja etujärjestöt. Samassa yhteydessä olisi myös syytä tehdä kattava oikeusvertailu muiden EU-valtioiden toiminnasta suhteessa niiden kansallisiin erillislakeihin, konsultoida komissiota ja Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaista (**ESMA**) MIFID II:n tulkinnasta kansallisten joukkorahoituslakien suhteen ja ennen kaikkea laatia asianmukaiset ja kattavat vaikutusarviot muutosehdotuksen edellyttämistä muutoksista ja niiden kustannuksista.

## JOHDANTO

### Yleistä Privanet Securities Oy:stä

Privanet on Suomessa toimiva toimiluvallinen ja Finanssivalvonnan valvonnan alaisuudessa toimiva sijoituspalveluyritys. Muiden toimiluvassaan yksilöityjen liiketoimintojen lisäksi Privanet ylläpitää Suomen suurinta sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen keskittyntä AROUND-joukkorahoitusalausta. Privanet tarjoaa mahdollisuuden kasvurahoituksen hankkimiseen liikevaihtoa jo tekeville yrityksille 1-5 miljoonan euron välillä ilman toimialarajoitusta. Yrityksen tarinan tulee olla hyvä ja takana vahva tiimi. Kun nämä asiat ovat kunnossa, Pri-

vanet kuuntelee yrityksen johdon esittelyn ja tekee sen jälkeen yritystä koskevan taloudellisen yritystarkastuksen (*due diligence*). Toukokuusta 2016 toimineen AROUND-joukkorahoitusalan kautta on tähän mennessä kerätty yhteensä yli 28 miljoonaa euroa markkinaehtoista kasvurahoitusta voimakkaasti kasvaville kotimaisille pienille- ja keskisuurille yrityksille (**pk-yritys**). Privanet on AROUND-palvelunsa kautta toteuttanut onnistuneesti 14/15 palvelualustalle esikarsinnan jälkeen hyväksytystä rahoituskierroksesta. Privanet on näin osaltaan tukenut kotimaisten pk-yritysten kasvua ja sijoittajien mahdollisuutta investoida kotimaisiin kasvuyrityksiin. Kasvu- ja pk-yritykset ovat Suomen kansantalouden selkäranka, jotka työllistävät valtaosan kotimaisesta työvoimasta, joten tässä mielessä kasvurahoituksen laajamittainen mahdollistaminen luo omalta osaltaan myös työpaikkoja ja kasvua.

### **Joukkorahoituslaki**

Privanet on toiminnassaan hyödyntänyt valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosaston valmistelemaa ja 1.9.2016 voimaantullutta Eurooppalaisessa mittakaavassa poikkeuksellisen edistynyttä ja suhteellisuusperiaatetta oikeassa suhteessa noudattavaa joukkorahoituslakia (734/2016). Privanet osallistui aktiivisesti alkuperäisen joukkorahoituslain valmisteluun, joka toteutettiin hyvässä, rakentavassa ja avoimessa yhteistyössä valtiovarainministeriön sekä toimialan ja etujärjestöjen välillä. Privanetin käsityksen mukaan joukkorahoituslain keskeinen saavutus liittyy siihen, että se on luonut kevyen ja mahdollistavan sääntelykehikon vaihtoehdoisen rahoituksen kasvulle Suomessa. Lainvalmistelun yhteydessä otettiin onnistuneesti huomioon myös kilpailuneutraliteetti, ja joukkorahoituslain mahdollistamat kevennykset saatettiin kohtuullisissa määrin myös toimiluvallisten rahoitusmarkkinatoimijoiden, kuten Privanetin, hyödynnettäviksi. Privanetin näkökulmasta joukkorahoituslain keskeisiä saavutuksia oli Suomen rahoitusmarkkinoiden sääntelyn lähentäminen kohti yleiseurooppalaista linjaa muun muassa niin, että sijoituspalvelulaissa määriteltyjen toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä sekä liikkeeseenlaskun järjestämistä koskevien sijoituspalveluiden sisältöjen tulkintakäytäntöjä täsmennettiin tavalla, joka korostaa liikkeeseenlaskun järjestämisen nykyistä suppeampaa ja toimeksiantojen vastaanottamisen ja välittämisen nykyistä laajempaa tulkintaa, mikä osaltaan on parantanut rahoitusmarkkinatoimijoiden toimintaedellytyksiä ja mahdollisuuksia välittää rahoitusta kasvu- ja pk-yrityksille entistä paremmin.

### **Taloudellinen merkitys**

Joukkorahoitus on kasvanut maailmalla, kuten Suomessa, voimakkaasti viime vuosina. Cambridgen yliopiston vuoden 2016 syksyllä julkistamien selvitysten mukaan globaalijoukkorahoitusmarkkina oli vuonna 2016 jo yli 100 miljardia Yhdysvaltojen dollaria, missä erityisesti Kiinan markkinoiden voimakkaalla kasvulla on suuri vaikutus. Valtiovarainministeriön joulukuussa 2016 oman kyselytutkimuksensa perusteella julkistamien lukujen perusteella joukkorahoitusmarkkina kasvoi Suomessa vuoden 2015 70,5 miljoonasta eurosta vuoden 2016 153 miljoonaan euroon (+117 %). Samassa ajassa sijoitusmuotoinen joukkorahoitus, joka on nimenomaan kasvuyritysten näkökulmasta keskeistä, kasvoi 14,5 miljoonasta eurosta 41,3 miljoonaan euroon (+184 %). Suomi on syrjässä maailman rahoitusmarkkinoiden keskuksista, jolloin on oleellista, että kotimaisten yritysten kasvun mahdollistavia vaihtoehtoisia ja korostuneen markkinaehtoisia rahoituskanavia on tarjolla. Tämä ei ole mahdollista tai tulee ainakin merkittävässä määrin supistumaan, jos muutosehdotuksessa esitetyt monelta osin tarpeettomat kiristykset pannaan Suomessa täytäntöön.

## **JOUKKORAHOTUSLAIN MUUTOSEHDOTUS**

### **Valmisteluprosessi**

Privanet haluaa kiittää valtiovarainministeriötä ja sen rahoitusmarkkinaosastoa alkuperäisen joukkorahoituslain avoimesta ja rahoitusmarkkinoiden monipuolistamiseen tähänneestä valmistelusta, jonka yhteydessä toimialaa kuultiin aktiivisesti ja esitettyjä kommentteja otettiin kattavasti huomioon. Tässä suhteessa joukkorahoituslain muutosehdotuksen valmistelu on

eronnut alkuperäisen joukkorahoituslain valmistelusta täydellisesti. Privanet on havainnut joukkorahoituslain muutosehdotuksen valmistelussa vakavia puutteita, joista valtiovarainministeriö ei ole ollut halukas käymään avointa keskustelua. Muutosehdotuksen sisällöstä, sen vaikutuksista toimialan liiketoimintaedellytyksiin tai laajemmin kotimaisiin rahoitusmarkkinoihin ei ole muutosehdotuksen valmisteluvaiheessa keskusteltu toimialan tai etujärjestöjen kanssa lainkaan. Valmistelu ei tältä osin ole ollut Privanetin näkemyksen mukaan kaikilta osin hyvän lainvalmistelutavan mukaista. Vähintäänkin ero alkuperäisen joukkorahoituslain avoimeen valmisteluun on ilmeinen.

Tiivistetysti Privanet haluaa tuoda seuraavat muutosehdotuksen valmistelun puutteellisuutta ja jopa epädemokraattisuutta kuvaavat kotimaisten rahoitusmarkkinatoimijoiden näkökulmasta huolestuttavat näkökohdat lausunnossaan esiin:

- Toimialaa tai etujärjestöjä ei ole muutosehdotuksen valmistelussa kuultu miltään osin – ero alkuperäisen joukkorahoituslain valmisteluun on merkittävä ilman näkyvää syytä tai perustetta, mikä herättää kysymyksen tällaisen linjan muutoksen syistä,
- Valtiovarainministeriö ei ole konsultoinut muutosehdotuksesta muita EU-valtioita, joissa on saatettu voimaan kansallinen joukkorahoituslaki eikä tältä osin myöskään ole tehnyt oikeusvertailua – jälleen ero alkuperäisen joukkorahoituslain valmisteluun koostuu,
- Valtiovarainministeriö ei ole selvittänyt komissiolta, miten MIFID II –sääntelyä tulisi joukkorahoituksen yhteydessä tulkita – koska kyseessä ei ole asetus, vaan direktiivi, niin kussakin jäsenvaltiossa voidaan valita toteuttamisen muoto ja keinot erityisesti direktiivin valinnaisten jäsenvaltio-optioiden osalta, joten Suomessa voitaisiin myös EU-oikeuden näkökulmasta tavoitella kevyintä mahdollista lähestymistapaa,
- Alkuperäinen joukkorahoituslaki on kansallista sääntelyä, joka perustuu MIFID I:n 3 artiklan muodostaman jäsenvaltio-option käyttöön, jolloin myös MIFID II:sta riippumattomien kansallisten vaikutusarvioiden laatiminen on keskeisessä roolissa, jotta muutosehdotus olisi mahdollisimman kattavasti linjassa hallitusohjelman linjausten ja paljon julkisuudessa esillä olleen laadukkaan lainvalmistelun vaatimusten kanssa,
- Alkuperäisen joukkorahoituslain valmisteluun rahoitusmarkkinaosastolla osallistuneiden lainvalmistelijoiden sivuuttaminen muutosehdotuksen valmistelusta kokonaisuudessaan ja heidän hiljentämisensä maanantaina 29.5 järjestetyssä hallituksen esityksen julkistamisen jälkeen järjestetyssä julkisessa kuulemistilaisuudessa herättää voimakasta huolta valtiovarainministeriön tarkoituseristä muutosehdotuksen sisällön suhteen erityisesti koska uusilla vastuuvalmistelijoilla ei kertomansa mukaan ole kokemusta vaihtoehtoisesta rahoituksesta tai joukkorahoitusmarkkinasta,
- Saamiemme tietojen mukaan alkuperäisen joukkorahoituslain vastuuvalmistelijaa ja esittelijää ei ole kuultu miltään osin muutosehdotuksen valmistelussa. Kyseinen henkilö on Euroopan mittakaavassa erittäin arvostettu alan asiantuntija, joka on ollut luonnoimassa aiheesta sekä komissiolle osana komission asiaa käsittelevää asiantuntijaryhmää että arvostetuimmista Eurooppalaisissa yliopistoissa, kuten Cambridgessa ja Oxfordissa, mikä jälleen kerran herättää vahvan ihmetyksen muutosehdotuksen tarkoituseristä,
- Viimeisimpänä, mutta ei vähäisimpänä, olemme saaneet tietoomme, että valtiovarainministeriö on ilmeisesti epäasiallisin toimintatavoin kansainvälisistä rahoitusasioista vastaavan alivaltiosihteerin toimesta estänyt entistä joukkorahoituslain vastuuvalmistelijaa ja esittelijää osallistumasta ilmoittautumisestaan huolimatta joukkorahoituslain muutosehdotusta koskeneeseen julkiseen kuulemiseen – kyseessä on avoimen lainvalmistelun ja demokratian näkökulmasta pöyristyttävä toimenpide, joka vaatii

avoimen julkisen selvityksen korkea-arvoisen virkamiehen toiminnasta ja sen laillisuudesta.

Privanet pitää joukkorahoituslain muutosehdotuksen valmisteluprosessia kaiken kaikkiaan todella epätavallisena ja monelta osin keskeisten avoimen lainvalmistelu- ja demokratiaperiaatteiden vastaisina. Privanet toivoo, että muutosehdotuksen valmistelun taustat ja niiden tarkoituksiperät selvitetään huolellisesti ja avoimesti riippumattoman tahon toimesta.

## **Muutosehdotuksen sisältö**

### *Yleistä*

Hallituksen esityksessä ja järjestämässään kuulemistilaisuudessa valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosasto on useassa yhteydessä viitannut siihen, että joukkorahoituslakiin esitetyt muutokset ovat pakollisia johtuen MIFID II:n täytäntöönpanosta aiheutuvista muutoksista. Vastaavaa väitettä valtiovarainministeriö on käyttänyt viime aikoina useassa yhteydessä. Toisin kuin suoraan sovellettava Euroopan unionin asetus, niin direktiivi on Euroopan unionin jäsenvaltioille tarkoittama lainsäädäntöohje. Se ei suoraan muuta jäsenvaltion lainsäädäntöä, vaan antaa kansalliselle lainsäätäjälle (Suomessa eduskunnalle) toimintaohjeita. Lainsäätäjän velvollisuus on toteuttaa direktiivin sisältö maansa lainsäädännössä, mutta kussakin jäsenvaltiossa voidaan valita toteuttamisen muoto ja keinot. Jos valtion lainsäädäntö ennestään täyttää direktiivin vaatimukset, mitään lainsäädäntötoimia ei tarvita. Kun joukkorahoituslaissa keskiössä on kaiken lisäksi MIFID II:n 3 artikla, joka on jäsenvaltio-optio, niin lainsäätäjän harkintavalta toteuttamisen muotojen ja keinojen osalta on vielä entistäkin laajempi. Kun otetaan lisäksi huomioon, että komissio on monessa yhteydessä julkisesti ilmoittanut pitävänsä Suomen joukkorahoituslakia tasapainoisena kokonaisuutena ja yhtenä parhaista esimerkeistä toimialaa tukevasta, mutta samalla riittävän tasoisen sijoittajansuojan varmistavasta, kansallisesta lainsäädännöstä, niin monelta hallituksen esityksessä esitetyltä toimialan toimintaedellytyksiä heikentävältä muutosehdotukselta näyttäisi puuttuvan MIFID II:sta johtuvat perusteet. Kun lisäksi otetaan huomioon, että MIFID II on jo pitkälti otettu huomioon alkuperäisessä joukkorahoituslaissa (ks. HE 46/2016 vp s. 72–73), niin muutosehdotus ei tunnu tältäkään osin tarkoituksenmukaiselta, vaan laajasti ylimitoitetulta ja tarkoitushakuiselta.

### *Toimeksiantojen vastaanottaminen ja välittäminen suhteessa liikkeeseenlaskun järjestämiseen*

Liikkeeseenlaskun järjestäminen on jäänyt niin EU-säätelyssä (MIFID I ja II) kuin kotimaisessa lainvalmisteluaineistossa tarkkarajaisesti määrittelemättä. Tällöin on luontevaa erityisesti hallitusohjelman linjausten valossa, että valitaan sellainen tulkinta, joka tukee Suomen rahoitusmarkkinoiden kilpailukykyä, yritysrahoituksen saatavuutta ja markkinoiden integriteettiä. Privanetin käsityksen mukaan niin EU-säätely kuin kotimainen lainsäädäntö ei aseta tälle mitään esteitä. Alkuperäisen joukkorahoituslain esitöissä viitataan monessa kohdin ESMA:n kansallisille markkinavalvojille osoittamaan lausuntoon (ks. HE 46/2016 vp s. 44–54), joka nimenomaisesti korostaa sijoitusmuotoista joukkorahoitusta pääsääntöisesti toimeksiantojen vastaanottamisena ja välittämisenä. Tällaiseksi vastaanottamiseksi ja välittämiseksi on perinteisesti katsottu esim. toimiminen merkintäpaikkana eli merkintöjen vastaanottaminen yleisöltä sekä merkintöjen edelleenvälitys osakeannin järjestävälle taholle, jolloin alusta toimii merkintäpaikkana ja tilanne vastaa emissionmyyntiä.

Alkuperäisen joukkorahoituslain hallituksen esityksestä selviää, että kansallisten markkinavalvojien tekemien ilmoitusten ja joulukuussa 2014 kerätyn aineiston perusteella EU:ssa toimi vuoden 2014 lopulla yhteensä 46 säänneltyä palvelualustaa. MIFID I:n säätelyn soveltamisalan laajuus ja säätelystä johtuva hallinnollinen taakka riippuivat pitkälti siitä, millaista MIFID I:n mukaista säänneltyä toimintaa sijoitusmuotoista joukkorahoitusta tarjoavan palvelualustan katsottiin harjoittavan. Palvelualusta voi luonnollisesti harjoittaa useaa MIFID I:ssä säänneltyä toimintaa esim. niin, että se tarjoaa toimeksiantojen vastaanottamisen ja välittämisen lisäksi sijoitusneuvontaa, minkä takia pääomamarkkinaunionia koskevan ESMA:n konsul-

taativastauksen liitteenä olleessa raportissa käytettävä vertailuluku 53 erosi 46 identifioidun säännellyn palvelualustan määrästä. ESMA totesi, markkinavalvojilta kerättyyn tietoon viitaten, että säänneltyjen palvelualustojen katsotaan tarjonnan alustansa välityksellä pääasiassa MIFID I:n mukaista toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä. Toimeksiantojen vastaanottaminen ja välittäminen identifioitiin tarjotuksi palveluksi kaikkiaan 40/53 tapauksessa. Toiseksi yleisimmäksi säänneltyjen palvelualustojen tarjoamaksi MIFID I:n sääntelemäksi toiminnaksi ESMA:n raportissa yksilöitiin sijoitusneuvonta (6/53). ESMA:n raportin mukaan säänneltyjen palvelualustojen tarjoaman toiminnan katsottiin vain harvoin täyttävän MIFID I:n sääntelemää rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskun tai myynnin järjestämistä ilman merkintä- tai ostositoumuksen antamista koskevan toiminnan (3/53). Eröt sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen kohtelusta eri EU-valtioissa näyttävät ESMA:n mukaan perustuvan enemmän kansallisten markkinavalvojen olemassa olevasta sääntelykehikosta ja sen soveltuvuudesta tekemiin tulkintoihin kuin eri EU-valtioissa toimivien sijoitusmuotoista joukkorahoitusta tarjoavien palvelualustojen liiketoimintamallien erilaisuuteen. MIFID I:n käytössä olevasta Lamfalussy –lainsäädäntöprosessista seuraa, että ESMA:n sijoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta antamalla tulkintaohjeella tulisi olla vaikutus kansallisten viranomaisten toiminnassa.

Kun otetaan lisäksi huomioon valtiovarainministeriön Eduskunnan talousvaliokunnalle 31.5.2016 toimittama julkinen vastine hallituksen esityksestä eduskunnalle joukkorahoituslaiksi sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 46/2016 vp) annettujen lausuntojen johdosta ja erityisesti sen liitteen sivulla 19 valtiovarainministeriön ja Finanssivalvonnan talousvaliokunnalle yhteisesti ponneksi ehdottama seuraava kanta: ”*VM ja Fiva ehdottavat yhdessä harkittavaksi, että talousvaliokunta korostaa sen tärkeyttä, että sijoituspalvelulaisissa määriteltyjen toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä sekä liikkeeseenlaskun järjestämistä koskevien sijoituspalveluiden sisältöjen tulkintakäytännöissä edistettäisiin yleiseurooppalaisia linjauksia.*”, niin lienee hallitusohjelman linjaukset huomioon ottaen selvää, ettei Suomi tältä osin kiristä tulkintakäytäntöään tavalla, joka vahingoittaa kotimaisten rahoitusmarkkinatoimijoiden toimintaedellytyksiä ja kilpailukykyä. Privanetin näkökulmasta on tärkeää, että sen AROUND-palvelualustan kautta tarjoamaa sijoitusmuotoista joukkorahoitusta tulkitaan edellä mainitun linjauksen mukaisesti joustavasti. Emissionmyynti eli merkintäpaikkana toimiminen on korostetun passiivista toimintaa, joka ei vielä merkitse varsinaista liikkeeseenlaskun järjestämistä, vaan ennen kaikkea toimeksiantojen välittämistä. Privanetin rooli on olennaisesti toinen kuin toimeksiannon perusteella tehtävässä liikkeeseenlaskun järjestämisessä, jossa emissionjärjestäjä ottaa pitkälle menevän vastuun esitteestä ja sen sisällöstä. Joukkorahoituksessa rahoitusta hakevalle yritykselle tarjotaan palvelualusta ja siitä löytyvät toiminnallisuudet omaehtoiseen rahoituksenhankintaan. Privanet katsoo, että AROUND-palvelualustan liiketoimintamalli vastaa joukkorahoituslaissa määriteltyä sijoitusmuotoiseksi joukkorahoitukseksi katsottua toimintaa (ks. HE 46/2016 vp s. 104–108 erityisesti s. 105–106) ja täten tiedonantovelvollisuuden sisältö tulisi määräytyä joukkorahoituslain ja sitä koskevan asetuksen perusteella.

### *Markkinapaikkasääntely*

Julkisen osakeyhtiön osakkeet voidaan ottaa kaupankäynnin kohteeksi arvopaperipörssissä (säännelty markkina) sekä monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Yksityisen osakeyhtiön osakkeilla ei voida käydä kauppaa pörssissä, sen sijaan niillä voidaan käydä kauppaa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Hallituksen esityksessä MIFID II:n koskevien muutosten myötä kauppapaikoiksi luetaan säännelty markkina, monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä ja organisoitu kaupankäyntijärjestelmä. Suomessa sijaitsee yksi säännelty markkina Helsingin Pörssi ja yksi monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä Nasdaq Helsinki First North. Kummankin edellä mainitun markkinan ylläpitäjänä toimii Nasdaq Helsinki Oy. Organisoitujen kaupankäyntijärjestelmien määrää ei tiedetä, koska ne tulevat ensimmäistä kertaa sääntelyn piiriin. Hallituksen esityksen mukaan Suomessa kauppapaikkojen ja niiden ylläpitäjien osalta vaikutukset keskittyvät pitkälti Nasdaq Helsinki Oy:öön. Privanet ylläpitää Suomen johtavaa ja tunnetuinta listaamattomien yritysten kaupankäyntipaikkaa, jossa sijoittajat voivat antaa osto- ja myyntitoimeksiantoja kaupankäynnin kohteena olevien yritysten arvopapereista. Huolimatta kaupankäynnistä Privanetin kauppapaikalla, yhtiö säilyy listaamattomana yrityk-

senä. Käytännössä Privanet välittää listaamattomien yhtiöiden osakkeita, jotka eivät ole kaupankäynnin kohteena pörssissä eivätkä monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä noudattaen toiminnassaan omia kaupankäyntiohjeitaan. Privanetin tarjoama kaupankäyntipalvelu on käytännössä manuaalisesti meklareiden ylläpitämä julkinen ilmoitustaulu, jossa listaamattomien osakkeiden myymisestä ja ostamisesta kiinnostuneet sijoittajat voivat tehdä keskenään näitä koskevia osto- ja myyntitoimeksiantoja. Privanetin kauppapaikalla kaupat toteutetaan manuaalisesti hyväksymällä ne kaupat, joissa myyjän ja ostajan intressit ovat antamiensa tietojen perusteella yhtyneet. Privanetin näkemyksen mukaan MIFID II:lla ei ole vaikutusta Privanetin ylläpitämään listaamattomien yritysten kaupankäyntipaikkaan.

### *Kolmiportasmalli joukkorahoituksen välitykseen liittyen*

Hallituksen esityksessä (s. 64–65) todetaan, että MIFID II edellyttää muutoksia alkuperäisen joukkorahoituslain soveltamisalaa ja rekisteröintiä koskeviin säännöksiin. Esityksessä todetaan, että MIFID II:n 3 artiklan kansallinen täytäntöönpano edellyttää, että tiettyjä lain soveltamisala-, rekisteröitymis- ja asiakkaansuojasäännöksiä muutetaan direktiivin säännöksiä vastaaviksi. Direktiivin edellyttämät toimilupa-, menettelytapa- ja toiminnan järjestämistä koskevat vaatimukset olisi esityksen mukaan ulotettava sovellettavaksi sellaiseen laissa tarkoitettuun joukkorahoituksen välitykseen, jossa on kyse MIFID II:n 3 artiklan 1 kohdan b alakohdassa tarkoitetusta siirtokelpoisiin arvopapereihin ja yhteissijoitusyritysten osuuksiin kohdistuvasta toimeksiantojen vastaanottamisesta ja välittämisestä. Nykyisen lain edellyttämää rekisteröitymisvaatimusta ei esityksen mukaan voitaisi pitää kyseisten 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.

Näin ollen joukkorahoituslain muutosehdotus näyttäisi muodostavan kolmiportaisen järjestelmän, jossa (i) lainamuotoista joukkorahoitusta voi harjoittaa rekisteröitymällä joukkorahoituslain mukaisesti, (ii) sijoitusmuotoista joukkorahoitusta voi välittää hankkimalla sijoituspalvelulain 3 §:ään lisättäväksi ehdotetun kansallisen toimiluvan ja (iii) sekä laina- että sijoitusmuotoista joukkorahoitusta voi tarjota ja välittää esimerkiksi sijoituspalveluyrityksen tai luottolaitoksen toimiluvan perusteella (s. 65). Hallituksen esityksen perustelut kolmiportaisen järjestelmän taustalla ovat ohuet. Kun MIFID II velvoittaa lainsäätäjää toteuttamaan direktiivin sisällön Suomen lainsäädännössä, jättäen toteuttamisen muodot ja keinot kuitenkin vapaiksi, niin erilliselle kansalliselle toimiluvalla ei näyttäisi olevan tarvetta, vaan toimintaa voitaisiin hyvin kutsua Suomessa rekisteröinniksi. MIFID II edellyttää, että tiettyjä joukkorahoituslain soveltamisala-, rekisteröitymis- ja asiakkaansuojasäännöksiä muutetaan direktiivin säännösten mukaisiksi analogisesti, mutta ei suinkaan identtisesti. Näin ollen joukkorahoituslaki voisi edelleen kattaa sekä laina- että sijoitusmuotoisen toiminnan harjoittamisen edellytykset ja molempia voisi harjoittaa rekisteröitymisen perusteella. Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen harjoittamiselle tulisi ainoastaan asettaa muutamissa kohdin tiukemmat rekisteröitymisedellytykset, jotka liittyvät 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 täytäntöönpannaan. Hallituksen esityksessä viitataan MIFID II:n osalta sanamuodon mukaiseen tulkintaan, mikä ei kuitenkaan ole direktiiviä täytäntöönpannassa välttämätöntä, koska muoto ja keinot ovat jäsenvaltioiden itsensä harkittavissa. Hallitusohjelma linjaukset edellyttäisivät tältä osin huomattavasti joustavampaa kuin sanamuodon mukaista tulkintaa.

Privanet toivoo, että valtiovarainministeriö harkitsee esityksessä olevan kolmiportasmallin tarkoituksenmukaisuutta ja vähintään täsmentää perusteluitaan sen osalta, millaista joukkorahoitustoimintaa kullakin hallituksen esityksessä kuvailulla toimintamallilla voi esitetystä muodossaan harjoittaa. Privanetin näkökulmasta on oleellista, että kaikilla eri toimintamalleilla on lähtökohtaisesti samat säännöt (kuitenkin niin, että raskaammin säännellyillä toimiluvallisilla toimijoilla on laajemmat mahdollisuudet joukkorahoituksen harjoittamiseen, kuten alkuperäisen joukkorahoituslain perusteella tähänkin asti).

MIFID II:ssa edellytetään, että MIFID II:n soveltamisalan ulkopuolelle 3 artiklan nojalla jäte-tyt toimijat kuuluvat direktiivin 97/9/EY mukaisesti hyväksytyyn sijoittajien korvausjärjestelmään. Toisaalta EU-valtiot voivat sallia, että toimijat eivät kuulu tällaiseen järjestelmään edellyttäen, että niillä on riittäväksi arvioitu ammatillinen vastuuvakuutus, pankkitakaus tai muu vastaava vakuus, joka toimijan koon, riskiprofilin ja oikeudellisen luonteen huomioon ottaen varmistaa vastaavan suojan niiden asiakkaille. Alkuperäisessä joukkorahoituslaissa tarjottiin joukkorahoituksen välittäjille mahdollisuus hyödyntää vastuuvakuutusta tai muita pääomavaatimukselle valinnaisia vakuuksia sijoittajien korvausrahastoon kuulumisen sijaan. Privanet katsoo, että kilpailuneutraliteetin näkökulmasta on keskeistä, että kaikki joukkorahoitusta välittävät tahot kuuluvat jatkossa sijoittajien korvausjärjestelmän piiriin.

### *Soveltamisalasäännös*

Hallituksen esityksessä todetaan useassa kohtaa, että joukkorahoituslain soveltamisalasäännösten selkeyttämisellä pyritään välttämään lain säännösten ristiriitaisuus EU-sääntelyyn perustuvien sijoituspalvelulain säännösten kanssa (s. 65, 76, 95 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 merkittävään väärinkäsitykseen. MIFID I tai II 3 artiklaan perustuvan jäsenvaltio-option käyttäminen nimenomaisesti tarkoittaa, että kyseisen jäsenvaltio-option kattama toiminta (kuten Suomessa sijoitusmuotoinen joukkorahoitus) ei ole MIFID I tai II sääntelyn piirissä (*...jäsenvaltiot voivat päättää olla soveltamatta tätä direktiiviä...*). Näin ollen kyseiseen toimintaan soveltuu ainoastaan toimintaa sääntelevä kansallinen lainsäädäntö eli tässä tapauksessa joukkorahoituslaki. Asiaa on käsitelty seikkaperäisesti ja yksityiskohtaisesti alkuperäisen joukkorahoituslain perusteluissa (ks. HE 46/2016 vp s. 102–103). Tästä johtuen alkuperäisen joukkorahoituslain soveltamisalasäännös on myös kirjoitettu niin, että lakia sovelletaan tiettyjä yksittäisiä säännöksiä lukuun ottamatta myös toimiluvallisiin toimijoihin, näiden välittäessä joukkorahoitusta joukkorahoituslain mukaisesti.

Privanet katsoo, että ehdotettu soveltamisalasäännöksen muutos ei selkeytä, vaan pikemminkin sekoittaa alkuperäisen joukkorahoituslain soveltamisalasäännöstä. Koska joukkorahoituslain mukaisen laina- tai sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittämisessä ei ole kyse sijoituspalvelun tarjoamisesta, vaan joukkorahoituslaissa erikseen määritellyistä toiminnasta, niin soveltamisalasäännöksen muuttamiselle ei ole perusteita. Koska kyseessä on edellä mainituin perustein korostuneesti kansallinen laki, niin muutosehdotus edellyttää myös huomattavasti nyt hallituksen esityksessä esitettyjä kattavampia ja perustellumpia vaikutusarvioita.

### **Muita huomioita**

Hallituksen esityksen sivulla 64 todetaan: ”*Joukkorahoituslakia laadittaessa jo tiedostettiin, että MIFID II:n täytäntöönpanon yhteydessä tiettyjä 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 lausuma on hyvä esimerkki hallituksen esityksessä joukkorahoituslain osalta esitetystä tarkoitushakuisista näkemyksistä. Alkuperäisen joukkorahoituslain perusteluissa todetaan MIFID II:n osalta (HE 46/2016 vp s. 72–73) seuraavaa:

*”MIFID II:n täytäntöönpanon yhteydessä sijoituspalvelulakia tullaan muuttamaan ja täydentämään kattavasti, mikä myös osaltaan perustelee laina- ja sijoitusmuotoisen joukko-rahoituksen 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.”*

Markkinatoimijoiden näkökulmasta on hyvin hämmäntävää, että valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosaston näkemykset joukkorahoituslain muutostarpeista ovat muuttuneet kahdeksan kuukauden aikana näin merkittävästi. Markkinatoimijoiden tulisi voida luottaa sääntelyn ennakoitavuuteen ja johdonmukaisuuteen investointipäätöksiä tehdessään. Nyt valtiovarainministeriön toiminta rahoitusmarkkinasääntelyn osalta vaikuttaa päämäärättömältä ja erittäin epäjohdonmukaiselta sekä edellä mainituin perustein varsin tarkoitushakuiselta.

## **LOPUKSI**

Privanet pitää joukkorahoituslain muutosehdotusta puutteellisesti valmisteltuna, monelta osin tarkoitushakuisena, kotimaisten rahoitusmarkkinoiden kehityksen näkökulmasta haitallisena ja ennen kaikkea ennenaikaisena.

Alkuperäisen joukkorahoituslain perusteluissa (ks. HE 46/2016 vp s. 73) todettiin, että:

*”Myöhemmin voidaan tarpeen mukaan tarkastella asiakokonaisuutta uudelleen MIFID II:n täytäntöönpanon yhteydessä yhtäältä joukkorahoitusta koskevan sääntelyn toimivuuden ja toisaalta laajemmin sijoituspalvelulain alaisten sijoituspalvelujen tarjoamisen näkökulmasta. Samalla jatkovalmistelussa on mahdollisuus selvittää komission ja ESMA:n välisen keskustelun jatkuessa myös komission mahdollisten tulevien ehdotusten tai muiden toimenpiteiden merkitystä ja vaikutusta sekä muiden EU-maiden laina- ja sijoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta tehtyjä kansallisia sääntelyratkaisuja.”*

Joukkorahoituslain muutosehdotus on valmisteltu kaikilta keskeisiltä osin alkuperäisen joukkorahoituslain perusteluissa hahmoteltujen suuntaviivojen vastaisesti. Muutosehdotuksen perustelut ovat ohuet ja vaillinaiset. Kiitellyn ja kotimaisia rahoitusmarkkinoita monipuolistaneen kansallisen lain merkittävään muutokseen ei ole kytketty vaikutusarvioita, vaikka niihin pitäisi nimenomaisesti kiinnittää korostunutta huomiota lainvalmistelussa. Lainvalmisteluprosessissa on myös ollut huomattavia puutteita niin avoimuuden kuin noudatettujen toimintatapojen suhteen. Privanet ihmettelee suuresti, miksi alkuperäisen joukkorahoituslain valmistelijat on kokonaisuudessaan sivuutettu muutosehdotuksen valmistelusta ja miksi valtiovarainministeriö on merkittäväällä tavalla ja perustelematta muuttamassa linjaansa hallitusohjelman ja alkuperäisen joukkorahoituslain vastaiseksi.

Privanet ehdottaa, että joukkorahoituslain muutosehdotus erotetaan MIFID II:n täytäntöönpanosta ja palautetaan jatkovalmisteluun. Jatkovalmistelu tulisi tehdä avoimessa yhteistyössä toimialan ja etujärjestöjen kanssa. Jatkovalmisteluun tulisi myös kytkeä ne valtiovarainministeriön valmistelijat, jotka ovat parhaiten perillä toimialan erityispiirteistä. On myös suositeltavaa, ettei jatkovalmistelua jatketa ennen kuin tiedetään, mihin suuntaan muut jäsenvaltiot,



komissio ja ESMA tulkitsevat MIFID II:n vaatimuksia suhteessa kansallisiin joukkorahoitusta koskeviin lainsäädäntökehikkoihin.

Privanet korostaa, että alkuperäinen joukkorahoituslaki oli sekä sisällöltään että valmistelultaan loistava esimerkki innovatiivisesta ja ennakkoluulottomasta lainsäädäntöhankkeesta, jolla pystyttiin monipuolistamaan kotimaisia rahoitusmarkkinoita. Hallitusohjelman kirjauksia tältä osin tulisi edelleen noudattaa ja MIFID II:n täytäntöönpanossa valita sekä muoto että keinot tavalla, joka parhaiten edistää kotimaisten rahoitusmarkkinoiden kilpailukykyä ja kasvua. Direktiivin täytäntöönpano antaa tähän kullekin jäsenvaltiolle parhaaksi katsomansa mahdollisuudet.

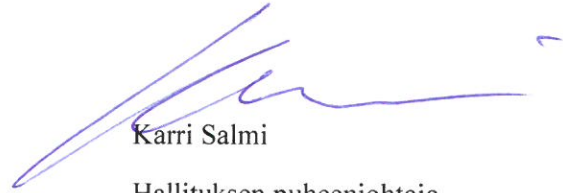
Helsingissä 7.6.2017

Kunnioitavasti



Kimmo Lönnmark

Toimitusjohtaja



Karri Salmi

Hallituksen puheenjohtaja