

Artikkeli on julkaistu FINEn juhlakirjassa Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 45 vuotta (Toim. Olli Norros, Irene Luukkonen, Erik Sirén ja Ville Raulos), Vakuutus- ja rahoitusneuvonta, Helsinki 2016.

Ilkka Harju
Lainsäädäntöneuvos

Joukkorahoituksen sääntely – norminpurku, suhteellisuusperiaate ja epävarmuustekijät

Joukkorahoituslain lähtökohdat

Tausta. Joukkorahoitus tarkoittaa suurelle yleisölle esitettäviä avoimia pyyntöjä kerätä vastikkeellista rahoitusta henkilöiden ja organisaatioiden hankkeille sekä yritysten toimintaan. Rahoitus kerätään halutun rahoitusmäärän saavuttamiseksi ja yleensä internet-sivustoilla toimivien joukkorahoituksen palvelualueiden kautta. Joukkorahoitus on kuitenkin teknologianeutraalia ja voi tapahtua myös internetin ulkopuolella. Joukkorahoituksen välittäjä kerää toiminnassaan rahaa laajalta joukolta pieninä summina joko laina- tai sijoitusmuotoisella joukkorahoituksella ja sen jälkeen välittää rahat eteenpäin velallisille eli rahoitusta hakeville yrityksille, joita uudessa joukkorahoituslaissa (734/2016) nimitetään joukkorahoituksen saajiksi.

Rahoitusmarkkinoiden sääntely on yksityiskohtaistunut ja laajentunut huomattavasti vuonna 2008 alkanutta kansainvälistä finanssikriisiä seuranneen globaalien sääntelytulvan seurauksena. Sääntelystä suuri osa Suomessa on käytännössä EU-sääntelyn täytäntöönpanoa. Joukkorahoituslaki tuli voimaan 1.9.2016 ja lakia täydentävä valtiovarainministeriön asetus joukkorahoituksen välittäjän tiedonantovelvollisuudesta myöhemmin samana syksynä. Joukkorahoituslaki on sikäli harvinainen poikkeus, ettei se juuri lainkaan perustu EU-sääntelyyn. Joukkorahoituksen välittäjille asetetaan kuitenkin kansallisen harkinnan perusteella useita sijoituspalveluyritysten EU-sääntelyyn pohjautuvia velvollisuuksia. Niiden on esimerkiksi noudatettava sijoituspalvelulain (747/2012) 10 luvun 13 §:n säännöksiä asiakasvalitusten käsittelystä (joukkorahoituslain 10.2 §). Joukkorahoituksen välittäjien toimintaa tultaneen siten käsittelemään FINEn arvopaperilautakunnassa.

Joukkorahoituslain keskeisenä kansallisena taustatekijänä on ollut, että Suomi on ainoa EU:n jäsenvaltio, jossa rahankeräyslainsäädännöllä säännellään joukkorahoitusta muistuttavaa vastikkeetonta varainhankintaa. Rahankeräyslain (255/2006) suhde joukkorahoitukseen ja sen käytännön ilmiöihin on osoittautunut ongelmalliseksi, mikä sai myös poliittista huomiota laki- ja toimenpideohjeina eduskunnassa. Rahankeräyslain osittaisuudistuksen (HE 6/2014 vp, HaVM 13/2014 vp) yhteydessä hyväksytyn eduskunnan lausuman (6.6.2014) mukaisesti joukkorahoituslaissa (HE 46/2016 vp, TaVM 15/2016 vp) on selvennetty rahankeräyslain ja joukkorahoituksen suhdetta (1.4 §). Eduskunnan ja hallituksen poliittisten tavoitteiden mukaisesti on pyritty joukkorahoituksen kevyeen erityissääntelyyn, mikä vastaa myös kansallista sääntelytarvetta vuonna 2014 koskeneen kyselyn tuloksia. Euroopan komissio teki vastaavan, mutta laajemman kyselyn vuonna 2013. Lopullinen sysäys joukkorahoituslain valmistelulle oli Finanssivalvonnan tulkintakannanotto 26.6.2014, jota sekä poliittisissa piireissä että toimialalla pidettiin ankarana, koska se poikkesi eurooppalaisesta valtavirrasta ja hallitusohjelman tavoitteista sekä lisäsi joukkorahoituksen palve-

lualustojen hallinnollista taakkaa, ja jonka johdosta aktiiviseen lainvalmisteluun ryhdyttiin elokuussa 2014. Laintasoisen sääntelyn puuttuessa valvontaviranomaisen kannanotto muodostuu käytännössä normiksi.

Joukkorahoituslaki kuuluu pääministeri Juha Sipilän hallituksen kärkihankkeisiin. Toimintasuunnitelmassa strategisen hallitusohjelman kärkihankkeiden ja reformien toimeenpanemiseksi (Hallituksen julkaisusarja 13/2015, 28.9.2015) joukkorahoituslaki on mainittu osana toimintasuunnitelman kärkihanketta 1 (Kilpailukyvyyn vahvistaminen elinkeinoelämän ja yrittäjyyden edellytyksiä parantamalla) ja sen toimenpiteenä 2 (Yritysten rahoitusaseman ja oman pääoman aseman vahvistaminen). Hallitus on pitänyt tärkeänä joukkorahoitusta koskevan puitelainsäädännön luomista. Hallitus on myös tukenut Euroopan komission pyrkimyksiä EU:n pääomamarkkinaunionin kehittämiseksi ja pyrkinyt huolehtimaan siitä, että sen käytännön toteutus parantaa myös suomalaisten pk-yritysten rahoitusmahdollisuuksia, mikä osin on myös kotimaisen laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskevan hankkeen tavoite. Joukkorahoituslaki on siten kansallinen poliittinen hanke ja eroaa sikäli tyypillisestä rahoitusmarkkinoiden kansallisesta sääntelystä, jossa tunnollisesti ja pikkutarkasti kopioidaan EU-sääntelyn yksityiskohtia Suomen lakiin. Lisäksi joukkorahoituksen sääntely on rakenteeltaan kevyttä eikä yhtä monikerroksista kuin muu rahoitusmarkkinoiden lainsäädäntö. Joukkorahoituslaki sisältää myös vain vähän muulle rahoitusmarkkinoiden kansalliselle sääntelylle ominaisia kotimaisia lisävaatimuksia (*gold-plating*) eikä siten hallinnollisesti kuormita markkinaosapuolia. Asetelma on sikäli paradoksaalinen, että lailla on näverrettävä vapauden aukko muuhun sääntelyyn.

Tavoitteet. Hallituksen esityksen (jäljempänä *lakiesitys*) perusteluissa mainitaan useita seikkoja, joiden perusteella laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen kansallinen sääntely suppealla ja keveällä puitelailla on nähty tarkoituksenmukaiseksi. Näitä seikkoja ovat:

- Pankkisääntelyn kiristyessä on ilmennyt tarvetta uusille, volyymitaan ja systeemiriskiltään pienemmille rahoituskanaville. Uutena rahoitusmuotona joukkorahoitus tarjoaa monenlaisia etuja sekä lupaavia rahoitus- ja sijoituslähteitä monentyyppisille toimijoille, erityisesti siemen-, kasvu- ja pk-yrityksille, jotka eivät löydä rahoitus- tai sijoitustarpeisiinsa soveltuvia ratkaisuja perinteisistä rahoituslähteistä, kuten pankkirahoituksesta tai pääomamarkkinoilta.
- Joukkorahoitukseen on usein yhdistetty asiakkaiden ja asiakaspalautteen hankintaa, markkinointia sekä asiakas- ja markkinatutkimusta. Rahoituskanava on rahoitusta hakevien yritysten näkökulmasta monia perinteisiä rahoituslähteitä monipuolisempi ja monikäyttöisempi. Alalla on suurta kasvupotentiaalia täydentävänä ja osin vaihtoehtoisena rahoituslähteenä.
- Sijoittajille joukkorahoitus tarjoaa uuden tavan hajauttaa sijoituksia ja mahdollisuuden saada keskimääräistä korkeampaa tuottoa suuremmalla riskillä. Osinkoverotus on listamattomissa yrityksissä sijoittajille pörssiyrityksen osakkeisiin sijoittamista edullisempaa. Kasvuyhtiösijoituksissa rahoittajan motiivi ei läheskään aina ole taloudellinen vaan esimerkiksi idealistinen, ideologinen tai sosiaalinen. Pienten kohdeyritysten toiminnan läpinäkymättömyys toisaalta nostaa tiedonantovelvollisuuden puuttuessa informaation hankinnan kustannuksia.
- Joukkorahoituksen monimuotoisuudesta ja alan vakiintumattomuudesta johtuu, että toimintaan liittyy monenlaisia riskejä ja haasteita erityisesti sijoittajansuojan kannalta. Riskeihin on varauduttu määrittämällä kutakin joukkorahoituksen toimintamuotoa koskevat toi-

mivaltaiset viranomaiset ja asettamalla joukkorahoituksen välittäjälle soveltuvin osin sijoituspalveludirektiivin (2004/39/EY) mukaiset sijoittajansuojaa vahvistavat vaatimukset.

- Joukkorahoitus on monimuotoisuutensa vuoksi laaja-alaisesti kytketty muuhun rahoitusmarkkinoiden lainsäädäntöön. Mikään nykyinen kansallinen laki ei kata kaikkia joukkorahoituksen toimintamuotoja saati tunnista niihin liittyviä erityispiirteitä. Lainsäädäntöä ei ole laadittu eikä EU-sääntelyä saatettu miltään osin voimaan joukkorahoituksen näkökulmasta.
- Euroopan komission kunnianhimoisena lippulaivahankkeena alkanut työ EU:n pääomamarkkinaunionin kehittämiseksi vuoteen 2019 mennessä vaatii myös jäsenvaltioilta aktiivista otetta omien vakiintuneiden rahoitusmarkkinoidensa kehittämiseksi. Joukkorahoitusta on Euroopan komissiossa tarkasteltu nimenomaan osana EU:n pääomamarkkinaunionia, johon liittyy myös pyrkimys kansallisten lainsäädäntöjen harmonisointiin.
- Joukkorahoitukseen voivat soveltua useat EU-sääntelyn vaihtoehdot, jotka eroavat toisistaan merkittävästi soveltamisalansa, sisältönsä, toimijoille asetettujen velvollisuuksien ja oikeuksien sekä toimivaltaisten valvontaviranomaisten ja niiden vastuunjaon kannalta.
- Nykylainsäädännöstä johtuvat hallinnolliset vaatimukset ovat toimialan ja joukkorahoituksen palvelualustojen pieni koko sekä toiminnan kehitysvaihe huomioon ottaen monesti tarpeettoman raskaita ja rahoitusmarkkinoiden EU-sääntelyssä vakiintuneen suhteellisuusperiaatteen vastaisia. Kun asetetaan sijoittajansuojan näkökulmasta riittävät vaatimukset joukkorahoituksen luotettavalle sääntelylle ja vältetään EU-direktiivien vähimmäisvaatimukset ylittäviä kansallisia lisävaatimuksia, eräitä sijoittajansuojaa menettelytavoissa koskevia seikkoja lukuun ottamatta, voidaan myös ennakoida mahdollisia tulevia EU-sääntelyhankkeita.
- Lainsäädäntöä selkeyttämällä, sijoittajansuojaa parantamalla, yritysten rahoitusvaihtoehtoja lisäämällä sekä rahoitusmarkkinoita ja rahoitusjärjestelmää monipuolistamalla voidaan edistää ja tukea joukkorahoituksen kotimaista toimialaa sekä samalla soveltuvin osin ottaa huomioon eurooppalainen lainsäädäntö poimimalla ja yhdistelemällä jäsenvaltioista sekä Euroopan komission samoin kuin eurooppalaisten valvontaviranomaisten, etenkin Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA) ja Euroopan pankkiviranomaisen (EBA) selvitetyistä Suomen olosuhteisiin parhaiten sopivat ratkaisut ja vaatimukset. Poistamalla lakisäätteiset rajoitukset, jotka estävät joukkorahoituksen välittämisen kehittymistä elinkeinona ja haittaavat kasvuyritysten rahoituksen hankintaa, varmistetaan lisäksi, että markkinoilla joukkorahoitusta välittävät yritykset voivat kehittyä ja kilpailla tasavertaisesti muiden rahoitusmuotojen kanssa niin kansallisesti kuin kansainvälisestikin.
- Erityisesti sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen on kohdistunut Finanssivalvonnan tulkintakannanotosta johtunut muita jäsenvaltioita raskaampi sääntely, jossa joukkorahoitusta on pidetty sijoituspalveluyrityksen toimilupaa edellyttävänä liikkeeseenlaskun järjestämisenä. Luomalla lainsäädännöllä edellytykset purkaa tämä ankarana pidetty tulkinta voidaan turvata rahoitusmarkkinoiden EU-sääntelyssä tunnustetun suhteellisuusperiaatteen mukaisesti erikokoisille toimijoille mahdollisuudet päästä markkinoille ja toimia niillä ilman, että sääntelystä aiheutuu kohtuuttomia kustannuksia. Lisäksi yhtenäistetään kotimaista tulkintakäytäntöä ESMA:n näkemyksiin ja muissa jäsenvaltioissa yleisimmin noudatettuun tulkintakäytäntöön, jossa sijoitusmuotoista joukkorahoitusta laajalti pidetään toimeksiantojen vastaanottamisena ja välittämisenä sijoituspalveludirektiivin soveltamisalan piirissä. Tämä edellyttää kevyttä sääntelyä, hallinnollisen taakan välttämistä, pienimuotoisen yritystoiminnan suosimista rahoituspalveluja tarjottaessa, rahoitusmarkkinoiden konsolidoitumispaineiden hidastamista ja rahankeräyslain soveltamisalan kaventamista.

- Poikkeussäännöksellä arvopaperimarkkina- (746/2012) esitteen laatimisvelvollisuuden alaraja osakeannissa nousee joukkorahoituksessa viiteen miljoonaan euroon. Tämä helpottaa erityisesti pk-yritysten monipuolisemman ja kustannuksiltaan edullisemmän rahoituksen hankkimista ja tukee rahoituksen saatavuutta. Lisäksi joukkorahoituksen välittäjien tiedonantovaatimukset yhtenäistetään sekä itsesääntelyä ja hyviä markkinakäytäntöjä kehitetään joukkorahoituksen vakaan kehityksen turvaamiseksi.

Laina- ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus saatetaan näin hyväksytyiksi toiminta- ja elinkeinomuodoiksi rahoitusmarkkinoilla. Edelleen täsmennetään kansallisia tulkintoja muiden sijoituskohteiden kuin rahoitusvälineiden tarjoamisesta. Näillä toimenpiteillä voidaan edistää toiminnan kasvua kuitenkin niin, että väärinkäytöksiltä vältytään. Samalla saatetaan voimaan ESMA:n tiedonanto rahanpesun ja terrorismin rahoituksen estämisestä ja selvittämisestä sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen yhteydessä.

Lain rakenne ja keskeiset säännökset

Joukkorahoituslaki koskee joukkorahoituksen välittäjiä. Lain soveltamisalaan kuuluvat vain rahoitusmarkkinoilla elinkeinotoiminnan rahoituksessa hyödynnetyt toimintamuodot (1.1 §). Laina- ja sijoitusmuotoisella joukkorahoituksella on suurin potentiaali yritysten rahoitusmahdollisuuksien sekä taloudellisen toimintaympäristön kehittämiseksi ja parantamisessa. Muut joukkorahoituksen toimintamuodot (ml. kuluttajien välinen vertaislainaus, 1.3 §) on rajattu lain soveltamisalan ulkopuolelle. Eduskuntakäsittelyssä lakiesitykseen tehtiin etenkin kuluttajan- ja sijoittajansuojaa vahvistavia muutoksia, jotka lähensivät joukkorahoituksen sääntelyä samanaikaisesti talousvaliokunnassa käsiteltyyn vertaislainan välittäjien sääntelyyn, mikä toteutettiin asuntoluottodirektiivin (2014/17/EU) täytäntöönpanon yhteydessä (HE 77/2016 vp, TaVM 17/2016 vp). Suurin osa muutoksista perustui oikeusministeriön ja Finanssivalvonnan ehdotuksiin, sillä ne pitivät lakiesityksen tarjoamaa sijoittajansuojaa riittämättömänä. Muutokset lisäävät Finanssivalvonnalle osoitettuja toimintavaltuuksia sekä turvaavat uutta rahoitusmuotoa ja toimialaa koskevan lainsäädännön täsmällisyyden ja riittävän sijoittajansuojan. Merkittävä avaus on joukkorahoituslain hyväksymisen yhteydessä annettu eduskunnan lausuma, joka koskee sijoittajien korvausrahaa koskevan vanhentuneen sääntelyn asettamia esteitä alalle tulolle. Tästä lisää artikkelin lopussa, jossa käsitellään tulevaisuuden epävarmuustekijöitä.

Joukkorahoituslain rakenteellisina ja teknisinä esikuvina ovat laki eräiden luotonantajien rekisteröinnistä (747/2010) ja laki vakuutusedustuksesta (570/2005). Puitesääntely laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittäjistä on perusteltu ottaen huomioon toiminnan monimuotoisuus, monimutkaisuus, liityntä useaan olemassa olevaan lainsäädäntökehikkoon sekä toimijoiden ja toimialan pienuus suhteessa muihin rahoitusmarkkinoilla toimiviin säänneltyihin ja valvottuihin osapuoliin ja jo vakiintuneisiin rahoitusmuotoihin. Erillislaki selkeyttää toimialan käsitteistöä ja viranomaisvastuita, parantaa monimutkaisen asiakokonaisuuden ymmärrettävyyttä suhteessa kuluttajiin ja muihin sijoittajiin sekä vahvistaa näiden asemaa määrittämällä toimialaa koskevat sijoittajansuojan ja tiedonantovelvollisuuden edellytykset. Puitesääntely on järkevää myös ESMA:n ja EBA:n alun perin yhteisen selvitystyön jakauduttua laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskeviin asiakokonaisuuksiin sekä Euroopan komission mahdollisen tulevan sääntelyaloitteen ja sen kansalliselle lainsäädännölle aiheuttaman muutostarpeen näkökulmasta. Myös lain tausta-aineistona oleva laaja lainsäädäntövertailu jäsenvaltioista ja Yhdysvalloista sekä

ESMA:n EU:n pääomamarkkinaunionia koskevaan Euroopan komission vihreään kirjaan antama konsultaatiovastaus liitteineen tukevat valittua ratkaisua puitesääntelystä.

Keskeinen uudistus on lain 2 luvussa säädetty joukkorahoituksen välittäjän velvollisuus rekisteröityä Finanssivalvontaan (3.1 §). Kysymys ei ole toimilupavelvollisuudesta, joka olisi huomioon ottaen toimialan ja markkinoilla toimivien joukkorahoituksen palvelualustojen pieni koko, harjoitetun liiketoiminnan luonne ja toiminnassa otetun riskin vähäisyys sekä markkinoille pääsyn edellytykset selvästi turhan raskas menettely riittävän tasoisen sijoittajansuojan saavuttamiseksi. Kansallisella harkinnalla sääntely on muutoinkin laadittu kevyemmäksi kuin muu rahoitusmarkkinoiden sääntely osin näistä syistä ja osin, koska tavoitteena on monipuolistaa kotimaisia rahoitusmarkkinoita tarjoamalla uusille vaihtoehtoisille rahoitusmuodoille kestävä, ennakoitavat ja rahoitusmarkkinoiden EU-sääntelyssä keskeisen suhteellisuusperiaatteen huomioonottavat toimintaedellytykset.

Toinen, vielä merkittävämpi uudistus on panna täytäntöön jäsenvaltioille valinnainen, sijoituspalveludirektiivin soveltamisalaan tiettyjä poikkeuksia sisältävä 3 artikla, joka (i) sallii laajan kansallisen harkinnan sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen sääntelyssä, jota (ii) on käytetty myös Iso-Britanniassa, Italiassa ja Ranskassa, ja (iii) jonka mukaisin ehdoin joukkorahoituksen välittäjä ei ole sijoituspalveluyritys. Valinnainen artikla olisi voitu panna täytäntöön jo syksyllä 2007, mikä olisi jo alun perin mahdollistanut joukkorahoitukselle uskottavan kansallisen sääntelyn. Tästä lisää artikkelin lopussa, jossa käsitellään tulevaisuuden epävarmuustekijöitä. Artiklan sanamuoto sijoituspalveludirektiivissä on hyvin avoin ja mahdollistaa joukkorahoituksen välityksen kevyen sääntelytavoitteen mukaisesti rekisteröitymällä Finanssivalvontaan (toimilupavaatimuksen sijaan).

Rekisteröitymisvelvollisuus ja sijoituspalveludirektiivin 3 artikla ovat myös valtiosääntöisestä näkökulmasta kietoutuneet toisiinsa, sillä artiklassa säädetään kevennetystä toimiluvasta. Koska eduskunnan perustuslakivaliokunta on elinkeinovapauden näkökulmasta rinnastanut toimiluvan ja rekisteröitymisen, on rekisteröitymisvelvollisuus katsottu riittäväksi kansalliseksi vaatimukseksi. Myös Finanssivalvonnasta on ilmoitettu, että viranomaisnäkökulmasta rekisteröitymis- ja toimilupavelvollisuus eivät hallinnollisesti ja menettelyllisesti juuri eroa toisistaan, vaan hallinnollisen taakan keveneminen koskee vain markkinaosapuolia eikä ulotu viranomaiseen. Viranomaisvalvonnan näkökulmasta joukkorahoituksen välittäjät voidaan rinnastaa käytännössä rekisteröitymisvelvollisiin vaihtoehtorahastojen hoitajiin ja rekisteröitymisvelvollisiin maksulaitoksiin. EU-sääntelyn mukainen toimilupa on perinteisesti antanut oikeuden tarjota rahoituspalveluja rajan yli, minkä sijoituspalveludirektiivin 3(2) artikla nimenomaisesti kieltää ("Henkilöitä, jotka 1 kohdan mukaisesti on jätetty tämän direktiivin soveltamisalan ulkopuolelle, ei koske 31 artiklassa säädetty sijoituspalvelujen tarjoamisen ja sijoitustoiminnan harjoittamisen vapaus eikä 32 artiklassa säädetty vapaus perustaa sivuliikkeitä"). Toimilupavaatimus aiheuttaisi siten sekaannusta niin sanotun euopassin soveltamisalasta. Kun vielä otetaan huomioon, että sijoituspalveludirektiivin 3 artikla on jäsenvaltiolle valinnainen, lakiesityksessä on katsottu voitavan poiketa artiklan sanamuodosta, eikä edellytetä joukkorahoituksen välittäjältä toimilupaa. Muutoin artiklan sanamuotoa on seurattu tunnollisesti. Joukkorahoituslaki on ainoa tietämäni säädöshanke, jota jo valmisteluvaiheessa on uhattu EU-tuomioistuimeen joutumisella vain siksi, ettei se perustu EU-sääntelyyn vaan kansalliseen harkintaan.

Joukkorahoituslaki jakautuu viiteen lukuun, jotka koskevat yleisiä säännöksiä, oikeutta välittää joukkorahoitusta, asiakkaansuojaa, valvontaa ja seuraamuksia sekä erinäisiä säännöksiä. Lain 1 luvun yleisiin säännöksiin kuuluvat soveltamisala ja määritelmät. Määritelmien avulla vältetään laaja viittaustekniikka laista toiseen uudistetun sijoituspalveludirektiivin (2014/65/EU, *MIFID 2*) täytäntöönpanon yhteydessä vuonna 2018 sekä vähennetään tarvetta selvittää joukkorahoitukseen kulloinkin soveltuvaa lainsäädäntökehikkoa ja sijoittajansuojan kattavuutta, mikä on aiem-

min aiheuttanut hallinnollista rasitetta sekä joukkorahoituksen toimialalle että viranomaisille, edellyttänyt resurssipanostuksia ja aiheuttanut kustannuksia kaikille osapuolille. Samalla voidaan edistää sijoittajien ja muun yleisön ymmärrystä oikeuksistaan ja velvollisuuksistaan. Laissa ei kuitenkaan ole erillistä joukkorahoituksen määritelmää, vaan pelkästään määritelmät laina- ja sijoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta sekä joukkorahoituksen saajasta ja joukkorahoituksen välittäjästä, joiden sääntelyyn laki keskittyy (2 §). Mainitut neljä lainsäädäntöaluetta sekä toimintaan soveltuvan lainsäädäntökehikon tunnistaminen ovat lain soveltamisalan ja viranomaisvastuiden näkökulmasta olennaisia. Perustelujen mukaan joukkorahoitusta voidaan yleisesti luonnehtia varojen keräämiseksi yleisöltä elinkeinonharjoittajan ennalta määrittämien hankkeiden tai yritystoiminnan rahoittamiseksi useimmiten elektronisen internet-pohjaisen joukkorahoituksen palvelualustan välityksellä. Joukkorahoituksen määritelmän jättämistä pois laista perustellaan lain joustavalla luonteella ja sen mahdollistamien liiketoimintamallien moninaisuudella.

Soveltamisalan kannalta keskeisiä liityntäpintoja muuhun kansalliseen lainsäädäntöön on neljä eli joukkorahoituksen suhde sijoituspalvelulakiin, arvopaperimarkkinalakiin, rahankeräyslakiin ja kuluttajansuojalakiin (38/1978). Tällä korostetaan, että lain soveltamisalaan eivät kuulu kaikki markkinoilla nykyisin esiintyvät joukkorahoituksen muodot. Ymmärtämättömyyttä siviilioikeudellisista oikeusperiaatteista heijastava yleinen väärinkäsitys on nimittäin ollut, että joukkorahoituslailla voitaisiin kiertää arvopaperimarkkinalakia vain nimittämällä osakeanti joukkorahoitukseksi. Joukkorahoituslaki ei kuitenkaan vaikuta rahoitusta hakevan yrityksen elinkeinovapauden mukaiseen mahdollisuuteen tarjota ja myydä – osakeyhtiölakia ja arvopaperimarkkinalakia noudattaen – itsenäisesti omia arvopapereitaan oman internet-sivustonsa kautta tai muulla valitsemallaan tavalla järjestämässään osakeannissa.

Lain 2 luvussa säädetään joukkorahoituksen välittäjän oikeudesta tarjota laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta. Joukkorahoituksen välittäjän on rekisteröidyttävä Finanssivalvonnan ylläpitämään rekisteriin (3.1 §). Säännöksiä on rekisteröitymisvelvollisuudesta (3 §), rekisteri-ilmoituksen sisällöstä (4 §), rekisteriin merkittävistä tiedoista ja muutoksista ilmoittamisesta (5 §), rekisteröinnin edellytyksistä (6 §), ylimmän johdon luotettavuudesta ja rahoitusmarkkinoiden toiminnan tuntemuksesta (7 §) sekä rekisteristä poistamisesta (8 §). Sääntely etenkin rekisteröinnin edellytyksistä on sangen yksityiskohtaista, millä on otettu huomioon toimijoiden pieni koko ja toiminnan monimuotoisuus sekä näin helpotettu sääntelyn noudattamista. Finanssivalvonta voi antaa määräyksiä toiminnan lopettamisesta rekisteristä poistamisen perusteella (8.3 §).

Keskeisin säännös on lain 9 §, jossa kutakuinkin sanatarkasti täytäntöön pantu sijoituspalveludirektiivin 3 artikla tarjoaa mahdollisuuden kansalliseen sääntelyratkaisuun mutta ei anna oikeutta tarjota rahoituspalveluja rajan yli eli niin sanottua europassia. Luottolaitoksilla, sijoituspalveluyrityksillä, rahastoyhtiöillä, vaihtoehtorahastojen hoitajilla ja maksulaitoksilla ei ole rekisteröitymisvelvollisuutta, joten ne voivat toimiluvallisina markkinaosapuolina todennäköisesti tarjota joukkorahoituksen välitystä toisiin jäsenvaltioihin (isäntävaltion valvontaviranomaisen linjauksesta riippuen) ja siten hyödyntää lain muuta rahoitusmarkkinoiden kansallista ja EU-sääntelyä keveämpää rakennetta. Tämä oikeus ei kuitenkaan koske niiden sivuliikettä, joka voi tarjota rahoituspalveluja vain siinä jäsenvaltiossa, johon se on sijoittunut. Kun toimiluvallinen markkinaosaapuoli välittää joukkorahoitusta oman toimilupansa nojalla Suomessa, useat joukkorahoituslain säännökset tulevat sovellettavaksi (1.2 §). Keskeiset luottolaitokset ovatkin osoittaneet kiinnostusta joukkorahoituksen välitykseen, tosin erilaisilla liiketoimintamalleilla, jotka joustava puitelaki tarkoituksellisesti mahdollistaa. Rekisteröitymisvelvollisuus ei myöskään koske toiseen ETA-valtioon sijoittautunutta elinkeinonharjoittajaa, joka välittää tilapäisesti joukkorahoitusta Suomessa (3.2 §). Säännös perustuu EU-tuomioistuimen oikeuskäytäntöön mutta ei mahdollista toimintaa esimerkiksi norjalaisten pöytälaatikkoyhtiöiden kautta.

Lain 3 luku koskee asiakkaansuojaa, joukkorahoituksen välittäjän menettelytapoja ja velvollisuuksia sijoittajaa kohtaan (10 §), tiedonantovelvollisuutta (11 §) sekä asiakkaan tuntemista (12 §).

Lain 4 luku koskee valvontaa (13 §) ja seuraamuksia. Sääntely vastaa pitkälti muuta rahoitusmarkkinoiden kansallista lainsäädäntöä. Joukkorahoitusrikoksena rangaistaan joukkorahoituksen välittäminen ilman rekisteröintiä ja asiakkaan tuntemisvelvollisuuden laiminlyönti (14 §). Hallinnollisia seuraamuksia ovat rikemaksu ja seuraamusmaksu, jotka kohdistetaan laissa yksilöityihin rikkomuksiin ja laiminlyönteihin (15 §). Hallinnollisten seuraamusten määräämisestä, julkistamisesta, täytäntöönpanosta ja käsittelystä markkinaoikeudessa säädetään laissa Finanssivalvonnasta (878/2008). Vahingonkorvausvastuun sääntely ulottuu joukkorahoituksen välittäjän ja joukkorahoituksen saajan lisäksi joukkorahoituksen välittäjän ylimpään johtoon, jos se on rikkonut asiakasvarojen hallintaa koskevaa 10.3 §:ää (16 §).

Lain 5 luvussa ovat erinäiset säännökset rekisterissä olevien tietojen saatavilla pitämisestä (17 §), hyvästä joukkorahoitustavasta ja itsesääntelystä (18 §), salassapitovelvollisuudesta (19 §), muutoksenhausta (20 §), valtiovarainministeriön asetuksenantovaltuudesta (21 §), voimaantulosta (22 §) ja siirtymäsäännöksistä (23 §). Itsesääntelyyn kannustava velvollisuus hyvän joukkorahoitustavan noudattamiseen kattaa arvopaperimarkkinalain soveltamisalaan kuulumattomien siirtokelpoisten arvopaperien ohella myös arvopaperimarkkinalain soveltamisalaan kuulumattomat siirtokelvottomat tai rajoitetusti siirtokelpoiset arvopaperit, kun niitä hyödynnetään joukkorahoitusta hankittaessa tai välitettäessä. Luvun sääntely vastaa pitkälti muuta rahoitusmarkkinoiden kansallista lainsäädäntöä, joskin huomionarvoista on, että lakia täydentää vain yksi valtuus antaa arvopaperimarkkinalain vaatimuksia kevyempi erillinen valtiovarainministeriön asetus tiedonantovelvollisuudesta, jossa säädetään muun muassa riskivaroituksesta ja muista sijoittajien näkökulmasta keskeisiksi arvioiduista seikoista (21 §), ja vain yksi Finanssivalvonnan määräystenantovaltuus rekisteristä poistamisesta (8.3 §). Riskivaroituksessa rahoituskierrokseen ja sijoituskohteeseen, rahoitusvälinetyyppiin ja joukkorahoitukseen yleisesti liittyvät riskit kuvataan mahdollisimman tarkasti ja ymmärrettävästi.

Joukkorahoituslain yhteydessä on pääosin teknisesti ja osin sisällöllisesti muutettu yhdeksää muuta lakia, joita ovat sijoituspalvelulaki, rahankeräyslaki, laki Finanssivalvonnasta, laki Finanssivalvonnan valvontamaksusta (879/2008), laki vaihtoehtorahastojen hoitajista (162/2014), sijoitusrahastolaki (48/1999), laki rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä (503/2008), laki panttilainauslaitoksista (1353/1992) ja laki luottolaitostoiminnasta (610/2014), jonka muutos lisättiin eduskuntakäsittelyssä. Lakiesityksessä ollut maksulaitoslain (297/2010) muutosehdotus hylättiin eduskuntakäsittelyssä. Asian käsittely jatkuu syksyllä 2016 oikeusministeriön työryhmässä, joka valmistelee uudistetun maksupalveludirektiivin ((EU) 2015/2366) täytäntöönpanoa. Keskustelua herätti se, voiko maksupalveludirektiivin 3 artiklan b kohtaa tulkita niin, että asiakasvarojen hallintaa edellyttävää maksupalvelua voi harjoittaa ilman toimilupaa tai rekisteröintiä. Vertaileva selvitys osoitti, että kysymys oli myös Euroopan komission ja EBA:n mielestä epäselvä.

Sijoittajansuojan keskeiset kysymykset

Joukkorahoituslain tarjoama sijoittajansuoja voidaan pelkistää tiedon antovelvollisuuteen ja menettelytapasäännöksiin, jotka koskevat asiakasvarojen hallussapitoa sekä soveltuvuus- ja asianmukaisuusarviointia.

Asiakasvarojen hallussapito. Sijoituspalveludirektiivin 3 artikla kieltää nimenomaisesti asiakasvarojen hallinnon ja hallussapidon. Asiakasvaroilla tarkoitetaan rahoitusvälineitä ja rahavaroja. Suomessa nykyisin toimivat laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta tarjoavat tai välittävät joukkorahoituksen palvelualustat voidaan ryhmitellä maksuliikenteen näkökulmasta sen perusteella, tapahtuuko joukkorahoituksen palvelualustalla pelkkiä merkintöjä vai liikkuuko myös rahaa. Osa joukkorahoituksen palvelualustoista välittää pelkkiä lupauksia sijoituksista yrityksen lainaan ja/tai osakkeisiin, ja varsinainen maksutapahtuma toteutuu rahoituskierroksen päätyttyä palvelualustan ulkopuolella. Toiset joukkorahoituksen palvelualustat ovat integroineet maksuliikenteen osaksi omaa palveluaan, jolloin asiakkailta on palvelussa omat asiakastilit ja rahoituskierroksen aikana liikkuu rahaa joko verkkopankin tai asiakastilin kautta, ensin rahoituskierrosta koskevalle erillistilille ja lopulta, jos rahoituskierros on onnistunut, rahoitusta hakeneen yrityksen tilille.

Asiakasvarojen hallinnan kieltäminen on kategorinen välitettäessä joukkorahoitusta sekä annettaessa sijoitusneuvontaa (10.3 §). Jos joukkorahoituksen välittäjä muutoin toiminnassaan hallinnoi asiakasvaroja, sen on järjestettävä haltuunsa luovutettujen asiakasvarojen säilyttäminen ja käsittely luotettavalla tavalla ja huolehdittava, että (i) asiakasvarat pidetään erillään sen omista varoista, (ii) asiakasvarojen kirjanpidossa kunkin asiakkaan asiakasvarat on eroteltu muiden asiakkaiden varoista, ja (iii) asiakasvarat talletetaan Suomessa tai muussa jäsenvaltiossa toimiluvan saaneessa talletuspankissa olevalle pankkitilille (10.3 §). Säännös on kansallista sääntelyä. Joukkorahoituksen välittäjä voi maksuliikenteen hoitamiseksi ja osin myös asiakasvarojen hallinnoimiseksi hakea maksulaitoksen toimilupaa tai rekisteröityä maksulaitokseksi. Joukkorahoituksen välittäjä voi myös integroida palveluunsa toimiluvallisen tai rekisteröidyn maksulaitoksen tuottamaa maksuliikennettä koskevat toiminnot. Erillisten asiakasvara- ja säilytystilien (*escrow account*) hyödyntäminen edellyttää asiakasvarojen pitämistä joukkorahoituksen välittäjän omista varoista erillään rahoitusmarkkinoilla vakiintuneen ja vallitsevan markkinakäytännön mukaisesti.

Tiedonanto- ja selonottovelvollisuus. Ottaen huomioon, että laina- ja sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen liittyy suhteessa korkeampi riski verrattuna moniin vakiintuneisiin rahoitusmuotoihin, sijoittajansuojan vahvistamiseksi joukkorahoituksen välittäjän keskeinen velvollisuus on huolehtia siitä, että joukkorahoituksen saaja julkistaa ennen varainhankinnan aloittamista riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan sijoituksen arvoon (11.2 §). Lisäksi riittäväntasoinen sijoittajansuoja on edellyttänyt sijoituspalveludirektiivin ja ennakkolisesti myös MIFID 2:n menettelytapavaatimuksia koskevien säännösten huomioon ottamista. Varsinkin ei-ammattimaisen sijoittajan on syytä saada kaikki tarpeellinen tieto sijoituksen kohteesta ja sijoitukseen liittyvistä riskeistä mahdollisimman selvästi, avoimesti ja ymmärrettävästi perustellun sijoituspäätöksen tekemiseksi. Etenkin tiedonantovelvollisuus siirtokelvottomista tai rajoitetusti siirtokelpoisista arvopapereista parantaa sijoittajansuojaa joukkorahoituksen välityksessä, sillä tiedonantovelvollisuudesta ei ole aikaisemmin säädetty laissa.

Lakiesityksessä ei alun perin ehdotettu ei-ammattimaisten sijoittajien tekemille yksittäisille sijoituksille eikä vuositason kokonaissijoituksille euromääräisiä rajoja. Myöskään joukkorahoituksen välittäjän velvollisuus suorittaa sijoittajaa koskeva soveltuvuus- ja asianmukaisuustesti (*appropriateness test*) ei sisällynyt lakiesitykseen. Laina- ja sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa sijoitetaan usein verrattain pieniä rahamääriä, minkä perusteella sijoituspalvelulain 10 luvun 4 §:n mukainen selonottovelvollisuus asiakasta koskevien tietojen hankkimiseen ulotettiin eduskuntakäsittelyssä joukkorahoituksen välittäjään. Selonottovelvollisuus on maltillinen, sillä se edellyttää vähintään 2000 euron suuruista rahamääräistä rajaa, jotta kaikkein pienimpiin sijoituksiin liittyvää asiantuntemusta ja motiiveja ei tarvitse selvittää (10.2 §). Vastaavia raja-arvoja selonottovelvollisuuteen (*know your customer*) on käytössä useissa jäsenvaltioissa, joskin raja-arvot perustuvat

erilaisiin kriteereihin. Koska selvää yleiseurooppalaista esimerkkiä ei ole, asianmukaisuusarvioinnista on ollut perusteltua luopua joukkorahoituksessa kaikkein pienimmissä sijoituksissa ja korvata se riskivaroituksella, josta sisällytetään vaatimus valtiovarainministeriön asetukseen (21 §). Raja-arvo 2000 euroa on harkinnanvarainen ja sijoittuu lähelle suomalaisen työntekijän keskimääräistä kuukausittaista nettoansiota, joka on noin 2200 euroa. Joukkorahoituksessa asiakasta koskevien tietojen kysely puhumattakaan sijoitusrajoitusten valvonnasta aiheuttaisi merkittäviä hallinnollisia kustannuksia. Toimenpiteiden hyöty suhteessa kustannuksiin jäisi todennäköisesti pieneksi. Vastaavasti olisi joukkorahoituksen idean vastaista estää ei-ammattimaisia sijoittajia osallistumasta joukkorahoitukseen. Asianmukaisuusarvioinnista poikkeamiseen oikeuttavalla euromääräisellä raja-arvolla voidaan suhteellisuusperiaatteen mukaisesti saavuttaa tasapaino ei-ammattimaisten sijoittajien sijoittajansuojan ja toimialan toimintaedellytysten näkökulmasta. Jos raja-arvo ylittyy yksittäisellä rahoituskierröksellä ei-ammattimaisen sijoittajan kohdalla, arviointi edellyttää asiakkaan kokemuksen, sijoituspalvelun ja rahoitusvälineen luonteen sekä niihin liittyvän riskin huomioon ottamista. Sen sijaan velvollisuutta sijoituspalvelulain 10 luvun 4.1 §:n soveltuvuustestin tekemiseen joukkorahoituksen välittäjällä ei ole, jos joukkorahoituksen välittäjä tarjoaa vain toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä koskevia palveluja.

Maksukyvyttömät yritykset. Sijoittajansuojan näkökulmasta on luontevaa, ettei laina- tai sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välitetä maksukyvyttömille yrityksille. Toisaalta kasvupolitiikan näkökulmasta on syytä ottaa huomioon, että yrityksen saneerausmenettelyn tarkoituksena on poistaa velallisen maksukyvyttömyys ja vahvistaa saneerausohjelma, jonka toteuduttua velallisesta tulee jälleen maksukykyinen ja kannattava yritys. Käytännössä velallinen voi kuitenkin tarvita liiketoiminnan jatkamiseen ja kehittämiseen uutta omaa tai vierasta pääomaa jo saneerausmenettelyn aikana, kuten saneerausohjelman vahvistamista varten sitovia merkintöjä uusista sijoituksista yritykseen, vaikka varsinainen sijoitus tai laina maksetaan yritykselle vasta saneerausmenettelyn päätyttyä. Sitovien sijoitusmerkintöjen saaminen saattaa myös olla ehto saneerausohjelman vahvistamiselle.

Joukkorahoituksen välittäminen saneerausmenettelyssä olevalle yritykselle voi sisältää tavallista suuremman riskin sijoittajalle, mutta toisaalta sijoitus voi olla hyvinkin kannattava, jos yrityksen saneeraus onnistuu. Lainamuotoisen joukkorahoituksen riskiä pienentää se, että saneerausmenettelyn aikana annettu luotto on yrityksen saneerauksesta annetun lain (47/1993) 43 §:n nojalla etuoikeutettu saatava saneerausmenettelyä mahdollisesti seuraavassa niin sanotussa jälkikonkurssissa. Laina- ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on mahdollista, jos yrityksen velkoja järjestellään vapaaehtoisesti, kunhan sijoittajansuojasta huolehditaan antamalla oikeat ja riittävät tiedot rahoitettavan yrityksen takaisinmaksukyvyistä ja muusta taloudellisesta tilanteesta. Sen sijaan yrityksen konkurssissa laina- ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on kielletty (12.2 §). Yksityshenkilön velkajärjestelyssä, joka on sangen tiukoin edellytyksin mahdollinen vain melko pienimuotoista yritystoimintaa harjoittavalle yrittäjälle, joukkorahoitus on kuitenkin mahdollista.

Siirtokelvottomat tai rajoitetusti siirtokelpoiset arvopaperit. Joukkorahoituksen välittäjä voi tarjota sekä laina- että sijoitusmuotoista joukkorahoitusta myös sopimuksen tai lain perusteella siirtokelvottomaksi tai rajoitetusti siirtokelpoiseksi määritellyillä arvopapereilla. Vastaanottaessaan ja välittäessään siirtokelpoisia arvopapereita ei-ammattimaisille sijoittajille joukkorahoituksen välittäjä joutuu käyttämään välimiehenä, asiamiehenä tai agenttina (edustaja) toimiluvallista rahoitusmarkkinatoimijaa, mikä seuraa sijoituspalveludirektiivin 3 artiklasta. Koska lähtökohtana Suomessa on velkakirjalain (622/1947) 11 §:n mukaisesti rahoitusvälineen tai arvopaperin siirtoja luovutuskelpoisuus, vaatimuksesta käyttää edustajana toimiluvallista rahoitusmarkkinoiden osapuolta

muodostuu pääsääntö, joka soveltuu sekä ammattimaisiin että ei-ammattimaisiin sijoittajiin. Sen sijaan joukkorahoituksen välittäjä voi välittää toimeksiantoja siirtokelvottomista tai rajoitetusti siirtokelpoisista arvopapereista suoraan ei-ammattimaisille ja ammattimaisille sijoittajille ilman tarvetta toimiluvallisen välihenkilön tai agentin käyttämiseen, koska toiminnasta ei lähtökohtaisesti ole annettu EU-sääntelyä (9.3 §). Sijoituspalveludirektiivi koskee vain siirtokelpoisia arvopapereita (*transferable securities*), mistä johtuviin haasteisiin myös ESMA on kiinnittänyt huomiota. Siirtokelvottomien tai rajoitetusti siirtokelpoisten arvopaperien lainamuotoiseen joukkorahoitukseen suunnattu, saksalaisperäinen sääntely herätti lakiesityksen valmisteluvaiheessa suurta huomiota – eikä pelkästään myönteistä. Aihepiiri on esillä myös arvio-muistiossa osakeyhtiön uudistustarpeista (oikeusministeriön mietintöjä ja lausuntoja 20/2016, 18.5.2016).

Suomessa on perinteisesti katsottu, että luovutusrajoituksen kohteena olevat arvopaperit, kuten velkakirjalain 3 luvussa tarkoitettut tavalliset velkakirjat tai laissa avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä (389/1988) tarkoitettut kommandiittiyhtiön äänettömän yhtiömiehen yhtiöosuudet, eivät ole siirtokelpoisia arvopapereita eivätkä siten myöskään rahoitusvälineitä. Osapuolet voivat myös sitoutua ennakkolisesti olemaan luovuttamatta tai siirtämättä sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen kohteena olevaa rahoitusvälinettä kolmannelle merkintä-, sijoitus- tai niihin rinnastuvassa sopimuksessa. Siirtokelvottoman ja siirtokelpoisen arvopaperin erottelulla on keskeinen merkitys erityisesti sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa, jossa rahoitusvälineen tapauskohtainen räätälöinti on yleisempää. Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa hyödynnetään pääasiassa sopimusperusteisesti siirtokelvottomaksi tehtyjä velkakirjalain 3 luvun mukaisia tavallisia velkakirjoja.

Joukkorahoituslain erityispiirteet

Joukkorahoituslain sisällölliset erityispiirteet voidaan pelkistää sijoittajien ryhmittelyyn, suhteellisuusperiaatteeseen sekä eurooppalaisten valvontaviranomaisten ohjeiden, lausuntojen, neuvojen ja tiedonantojen laajamittaiseen tunnustamiseen kansallisessa laissa sitovan EU-sääntelyn puuttessa.

Ei-ammattimaisuus ja kuluttaja-asema. Lain keskeiset rajanvedot koskevat eri joukkorahoitusmuotoja valvovien toimivaltaisten viranomaisten valvontavastuiden jakautumista sekä suhdetta kuluttajansuojalakiin, joka tapahtuu kahdessa ulottuvuudessa; yhtäältä kuluttajien välinen lainananto kuuluu yksinomaan kuluttajansuojalain 7 luvun soveltamisalaan ja toisaalta lainamuotoisessa joukkorahoituksessa sijoittajana ja velkojana voi olla myös kuluttaja. Vastaava pätee sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen. Joukkorahoituslakia sovelletaan tilanteissa, joissa kuluttajat ja muut sijoittajat lainaavat rahaa yrityksille tai sijoittavat yritykseen joukkorahoituksen välittäjän myötävaikutuksella. Kuluttajan ja sijoittajan keskinäisen erottelun lisäksi on tarpeen myös ottaa huomioon sijoituspalveludirektiivin jaottelu ammattimaisiin ja ei-ammattimaisiin asiakkaisiin (sijoittajiin), jonka merkitys korostuu rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä. Laissa ei ole puututtu sijoituspalvelulain määritelmään ammattimaisesta asiakkaasta, vaan jaoteltu perusteluissa ei-ammattimaiset asiakkaat muutamaan ryhmään. Jaotteluun ovat vaikuttaneet tavoitteet (i) sijoittajien suojaamisesta, (ii) pankkirahoituksen vaikeutumisen huomioon ottamisesta ja yritysrahoituksen edellytysten varmistamisesta, (iii) laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen edistämisestä, ja (iv) maltillisen pitkäaikaisen vaihtoehdoisia rahoituskanavia hyödyntävän sijoittamisen edellytysten parantamisesta.

Erilaisia toimijoita tarkemmin arvioimalla voidaan havaita merkittäviä eroja ei-ammattimaisten asiakkaiden välillä. Jo kuluttajien, joiden lähtökohtaisesti edellytetään olevan luonnollisia henkilöitä, kesken ei-ammattimaiset asiakkaat vaihtelevat yksiselitteisesti kuluttajana toimimisesta ammattimaiseen sijoittajaan verrattavan tuntemuksen ja osaamisen omaavaan yksityissijoittajaan. Rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä heikomman osapuolen suojan taso ja sisältö poikkeavat kansallisessa lainsäädännössä käytetyn sijoittajien kolmijaon mukaisesti riippuen siitä, onko sääntelyn kohteena asiakas, sijoittaja tai kuluttaja. Erot liittyvät joukkorahoituksessa korostuneesti markkinoinnin, asiakkaan asianmukaisuusarvioinnin ja joukkorahoituksen palvelualustan selontovielvöllisyyden sääntelyyn. Keskeistä on varmistua, että ei-ammattimaiset sijoittajat ymmärtävät sijoitukseen liittyvät riskit ja että niillä on sijoituksen koko huomioon ottaen riittävät edellytykset kantaa sijoitukseen liittyvä riski. Riskin kantamisen edellytyksiä arvioitaessa on otettava huomioon asiakkaan kokemus sijoittamisesta, rahoitusmarkkinoiden tuntemus ja sijoitusvarallisuuden arvo.

Suhteellisuusperiaate. Joukkorahoituslain perusteluissa viitataan useasti suhteellisuusperiaatteen. Etenkin perustuslain takaamia perusoikeuksia voidaan rajoittaa vain, jos rajoitukset ovat oikeassa suhteessa niillä tavoiteltaviin päämääriin. EU:n toiminnasta tehdyn sopimuksen (SEUT) 5(4) artiklassa EU:n toiminnan sisällöltä ja muodolta vastaavasti edellytetty oikeasuhteisuus tarkoittaa lähinnä eräänlaista ylisääntelyn kieltoa. Periaate on kytketty toissijaisuusperiaatteen. Näiden periaatteiden toteutumista koskevassa pöytäkirjassa (n:o 2) periaatteet on liitetty Euroopan komission kuulemisvelvollisuuteen säädösvalmistelussa, säädösehdotusten vaikutusarviointia tukevaan kattavaan perusteluvollisuuteen ja kansallisten parlamenttien aseman varmistamiseen EU-päätöksenteossa. Suhteellisuusperiaate liittyy erityisesti joukkorahoituksen välittäjän pienen koon, oikeudellisen ja hallinnollisen rakenteen sekä toiminnan laadun, laajuuden ja riskillisyyden huomioon ottamiseen sääntelyä sovellettaessa. Lakia täydentävien valtiovarainministeriön asetuksen ja Finanssivalvonnan määräysten sisältämien velvollisuuksien ja rajoitusten on oltava oikeassa suhteessa niillä tavoiteltaviin, lain mukaisiin päämääriin. Suhteellisuusperiaate on joukkorahoituslaissa otettu huomioon koko sääntelyä koskevana periaatteena, ja se liittyy etenkin viranomaisten harkintavallan käyttöön.

EU-valvontaviranomaisten ohjeistus ja muut näkemykset. Lain perusteluissa on monessa kohdin viitattu EBA:n ja ESMA:n laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta koskeviin selvityksiin ja raportteihin, jotka ovat merkityksellisiä kyseisten joukkorahoitusmuotojen EU-tason arvioinnin ja lain tavoitteiden kannalta. Sekä EBA:n että ESMA:n ohjeita, suosituksia, tiedonantoja ja muuta kirjallista aineistoa annetaan yhdenmukaisten, tehokkaiden ja toimivien valvontakäytäntöjen aikaansaamiseksi Euroopan finanssivalvontajärjestelmässä sekä EU-sääntelyn yhteisen, yhtenäisen ja johdonmukaisen soveltamisen varmistamiseksi. EBA:n ja ESMA:n ohjeissa (kuten myös Finanssivalvonnan ohjeissa) lähtökohtaisesti annetaan voimassa olevaan EU-sääntelyyn liittyviä tulkintoja tai muita ei-velvoittavia toimintaohjeita. Kansallista määräystenantovaltuutta muistuttava tilanne on käsillä varsinkin, jos EBA:n tai ESMA:n ohjeissa on asetettu markkinaosapuolille velvollisuus ilmoittaa, noudattavatko ne ohjetta. Sen sijaan markkinaosapuolelle ei voida asettaa velvollisuutta toimia ohjeen mukaisesti noudatta tai selittää -periaatteen (*comply or explain*) pohjalta. Se, ettei perusteluja poikkeamiselle voida edellyttää, saattaa käytännössä kuitenkin vähentää todennäköisyyttä sille, että ”ilmoita noudatanko” -menettelyä käytetään. Joukkorahoituslakiin ei liity ESMA:n tai EBA:n ohjeita, koska pohjalla ei ole sitovaa EU-sääntelyä. Kaikkeen muuhunkin eurooppalaisten valvontaviranomaisten tuottamaan kirjalliseen aineistoon on kuitenkin kiinnitettävä huomiota, koska Finanssivalvonta on ilmoittanut noudattavansa niiden ohjeita sekä vetoaa laajasti myös

muuhun niiden tuottamaan kirjalliseen aineistoon. Kiinnostavaa ja jopa harvinaista toisaalta on, että joukkorahoituksessa Finanssivalvonnan tulkintakannanotto merkittävästi poikkeaa ESMA:n linjauksista.

Useimmat Suomen rahoitusmarkkinoiden markkinaosapuolet ovat osakeyhtiöitä, joten EBA:n ja ESMA:n ohjeen, suosituksen, tiedonannon tai muun kirjallisen aineiston noudattamisvelvollisuutta voidaan arvioida yhtiön johdon lakisääteiseen tehtävään perustuvan velvollisuuden kannalta, joka edellyttää yhtiön edun edistämistä huolellisesti toimien (osakeyhtiölain (624/2006) 1 luvun 8 §). Valvottavan ja muun finanssimarkkinoilla toimivan on siten pääsääntöisesti tarkoituksenmukaista noudattaa Finanssivalvonnan sekä EBA:n ja ESMA:n ohjeita tai muita näkemyksiä, jos ne perustuvat voimassa olevasta EU-sääntelystä esitettyyn tulkintaan, sillä Finanssivalvonta saattaa puuttua ESMA:n ohjeen noudattamatta jättämiseen sitovan sääntelyn vastaisena toimintana. Jos kysymys on muunlaisesta tulkintasuosituksesta, ESMA:n näkemysten noudattamisessa on enemmän liikkumavaraa. Tällöinkin lähtökohtana on, että markkinaosapuolen tulee täyttää sitovasta sääntelystä johtuvat vaatimukset. Jos ESMA:n ohjeessa suositellaan tiettyä toimintatapaa, tästä poikkeava toiminta voi perustellusta syystä, kuten suhteellisuusperiaatteen soveltumisen vuoksi, olla mahdollista kunhan velvoittavan sääntelyn vaatimukset täytetään. Pelkästään se, että ohjeen noudattaminen voi olla liiketaloudellisesti haitallista, ei ole syy olla noudattamatta ohjetta. Ohjeiden noudattamiseen kehottava EBA- ja ESMA-asetusten ((EU) 1093/2010 ja (EU) 1095/2010) 16 artiklan avoin ilmaisu ”*finanssimarkkinoiden toimijoiden on kaikin tavoin pyrittävä noudattamaan näitä ohjeita ja suosituksia*” on niin väljä, ettei sen rikkomiseen Suomessa ole perinteisesti voitu kytkeä seuraamuksen uhkaa. Kuten todettu, joukkorahoituksesta ei ole ESMA:n ohjeita mutta kylläkin muuta ei-sitovaa kirjallista aineistoa. Joukkorahoituslaissa ESMA:n näkemyksiä on otettu erittäin paljon huomioon.

Käytännössä on osoittautunut, että eurooppalaisen valvontaviranomaisen ohje voi edellyttää lainsäädännön muuttamista, jos ohje on ristiriidassa Suomen lainsäädännön kanssa taikka kilpailukyky-, vertaispaine- tai muista syistä lainsäädäntö on mukautettava ohjeeseen. Jos EBA:n tai ESMA:n suositusluonteisella ohjeella on tarkoitus saada aikaan vaikutuksia markkinaosapuolten oikeuksiin ja velvollisuuksiin, ohjeen noudattaminen voi tosiasiallisesti edellyttää kansallisen lainsäädännön muuttamista, jolloin se on luonteeltaan normatiivisempi kuin kansallisen lainsäädännön mukainen viranomaisohje. Niin EBA:n kuin ESMA:nkin suositusluonteisen ohjeen muuttaminen sitovaksi normiksi on mahdollista toteuttaa ottamalla sitä koskeva säännös kansalliseen lainsäädäntöön, mikä on myös oikeusturvajärjestelmän perustana olevan hallinnon lainalaisuusperiaatteen mukaista. Sijoitusrahastolain 27.1 §:ää muutettiin keväällä 2014 ESMA:n ohjeen vuoksi, koska toimialalla syntyi kilpailukykyistä vertaispainetta (HE 94/2013 vp). Joukkorahoituslain perustelujen mukaan ESMA:n ja EBA:n lausunnot voidaan rinnastaa ohjeeseen kansallisille valvontaviranomaisille.

Markkinaosapuolten intressissä voi myös olla muun muassa lopulliset tulkinnalliset kysymykset ratkaisevan tuomioistuinkäsittelyn välttämiseksi saada mahdollisimman paljon yksityiskohtaisia ohjeita valvontaviranomaisilta, jotta ne välttävät rikkomasta EU-taustaisia joustavia ja tulkinnanvaraisia normeja. Suositusluonteiset ohjeet voivat suhteellisuusperiaatteen mukaisesti tukea etenkin pienten ja vähäriskistä toimintaa harjoittavien yritysten edellytyksiä täyttää lainsäädännön vaatimukset.

Tulevaisuuden epävarmuustekijät

Joukkorahoituslakiin kohdistuu eräitä huomionarvoisia epävarmuustekijöitä, kuten kansallisen harkinnan käyttöä rajoittava mahdollinen tuleva EU-sääntely, norminpurku Suomessa ja EU:n pääomamarkkinaunionissa, viranomaisten työnjako sekä sijoittajien korvausrahostoa koskeva eduskunnan lausuma ja sen yhteys rahoituksen ekosysteemiin ja rahoitusmarkkinoiden konsolidoitumiseen.

EU-sääntely. Joukkorahoituslain säätämisen onnistunutta ajoitusta kuvaa, että Euroopan komissio julkisti lakiesityksen eduskuntakäsittelyn aikana raportin joukkorahoituksesta EU:n pääomamarkkinaunionissa. Komission mukaan tällä hetkellä ei ole olemassa vahvoja perusteita (*”no strong case”*) EU-tasoiselle sääntelylle joukkorahoituksesta. Raportti sisältää katsauksen komission tähänastisiin toimiin joukkorahoituksen analysoimiseksi, perustettuihin foorumeihin, työpajoihin ja verkostoihin, sääntely-ympäristöön jäsenvaltioissa, toimialan kehitykseen ja rajat ylittävään toimintaan sekä suunnitelman komission jatkotoimista. Raportin liitteenä on taulukko seitsemän jäsenvaltion joukkorahoitusta koskevan lainsäädännön yksityiskohdista (Itävalta, Ranska, Saksa, Italia, Alankomaat, Espanja ja Iso-Britannia). Kansalliset sääntelyratkaisut ovat hyvin erisisältöisiä. Lisäksi eräissä muissa jäsenvaltioissa on valmisteilla sääntelyä joukkorahoituksesta (Liettua, Portugali). Vaikka joukkorahoituksesta ei ole lähiaikoina odotettavissa EU-sääntelyä, tilanne voi epäilemättä muuttua, jos toimialaa kohtaa jokin merkittävä väärinkäytös, joka Euroopan komission mielestä osoittaa EU-sääntelyn tarvetta. Jäsenvaltioiden valvontaviranomaisten suhtautuminen toisista jäsenvaltioista tapahtuvaan joukkorahoituksen välitykseen voi esimerkiksi vaihdella paljonkin. Finanssivalvonta on eurooppalaisittain vapaamielisesti sallinut ulkomaisen markkinaosapuolen ylläpitävän joukkorahoituksen palvelualustaa Suomessa, vaikka toimiala on kyseisen yrityksen kotivaltiossa sääntelemätön eikä yrityksellä ole kotivaltiossaan toimilupaa. Joukkorahoituslaki edellyttää tällaiselta markkinaosapuolelta jatkossa joko toimilupaa sen kotivaltiossa tai rekisteröitymistä Finanssivalvontaan.

Suomesta tuli kahdeksas jäsenvaltio, jossa säädetään joukkorahoituksesta kansallisella lailla. Lakiesityksen perusteluihin sisältyvästä laajasta eurooppalaisesta lainsäädäntövertailusta käy ilmi, että Suomen lakiin on poimittu yksityiskohtia usean jäsenvaltion kansallisista ratkaisuista. Tällaisia linjauksia ovat ainakin sijoituspalveludirektiivin 3 artiklan täytäntöönpano (Iso-Britannia, Italia ja Ranska), esitevaatimuksen korotettu raja-arvo (Espanja, Iso-Britannia, Italia ja Itävalta), alhainen pääomavaatimus (Espanja, Iso-Britannia ja Ranska), siirtokelvottomat tai rajoitetusti siirtokelpoiset arvopaperit (Saksa) ja selonottovelvollisuus (Espanja, Italia, Itävalta ja Ranska). Muissa Pohjoismaissa ei ole säännöksiä joukkorahoituksesta, joten joukkorahoituslaki merkitsee irtiotta sangen yhtenäisestä pohjoismaisesta sääntelyperinteestä ainakin ns. pintatasolla. Toisaalta muissa jäsenvaltioissa ei ole säädetty rahankeräyksestä toisin kuin Suomessa, mikä keskeisesti motivoi joukkorahoituslain säätämistä. Tilanne on siten Suomessa hyvin erilainen kuin muissa Pohjoismaissa. Linjaukset puitesääntelystä nojautuvat pohjoismaisen lainsäädännön ns. oikeuskulttuuriin. Kaarlo Tuorin jaottelussa (Kriittinen oikeuspositivismi, 2000) pinnanalaisia kerrostumia nimitetään oikeuskulttuuriksi ja oikeuden syvärakenteeksi, joista oikeuskulttuuria joukkorahoituslaissa edustavat ainakin suhde velkakirjalakiin, yleislausekkeet (10.1 §), sopimusvapaus ja itsesääntelyyn kannustava hyvä joukkorahoitustapa (18 §) sekä oikeusperiaatteet (suhdetta sijoituspalvelulakiin selventävä *lex specialis derogat legi generali*). Joukkorahoituslaki onkin luonteeltaan hyvin perinteistä pohjoismaista lainsäädäntöä.

Norminpurku on pääministeri Juha Sipilän hallituksen kärkihanke 3 ja hallitusohjelmassa käytetty poliittinen iskusana, jonka perusteella voidaan joko luopua sääntelystä, kehittää sääntelyä joustavammaksi tai selvittää sääntelyä. Kysymys on paremmasta sääntelystä. Norminpurku on osa normaalia lainvalmistelua, jonka yhteydessä sääntelyä jatkuvasti myös päivitetään muun muassa tarpeettoman hallinnollisen taakan poistamiseksi ja uusien liiketoimintamallien mahdollistamiseksi. Sama koskee lakia alemmanasteista sääntelyä. Myös Euroopan komission lippulaivanhanke EU:n pääomamarkkinaunionista kytkeytyy norminpurkuun, sillä hankkeen tavoitteena on vuoteen 2019 mennessä tunnistaa tarpeeton, päällekkäinen, huonosti toimiva ja hallinnollista taakkaa aiheuttava EU-sääntely.

Joukkorahoituslaki sisältää useita Finanssivalvonnan ankarana pidettyyn tulkintakannanottoon liittyviä lievennyksiä muusta rahoitusmarkkinoiden kansallisesta lainsäädännöstä, joten sillä pyritään nimenomaan vähentämään toimialan ja markkinaosapuolten hallinnollista taakkaa ja kustannuksia. Vaikka joukkorahoituslaki on uusi säädös, se on – tavallaan paradoksaalisesti – luokiteltu norminpuruksi, koska sillä pyritään purkamaan ylimääräistä hallinnollista taakkaa pk-yritysten rahoituksen hankinnan edellytysten parantamiseksi. Odotettavissa on, että Finanssivalvonta tarkistaa tulkintaansa vastaamaan uutta lainsäädäntöä, kun joukkorahoituslaki tulee voimaan.

Finanssivalvonnassa noudatetaan nykyisin vakiintuneesti käytäntöä, jossa EU-sääntelyn muutuksessa arvioidaan, onko Finanssivalvonnan aikaisemmin antama määräys enää tarpeen. Usein määräyksiä kumotaan ja niiden asemesta annetaan ohjeistusta Finanssivalvonnan kotisivuilla (esimerkiksi Q&A eli kysymyksiä ja vastauksia, joihin voi liittyä sähköpostitse tulleista kysymyksistä laadittuja esimerkkejä). Toisaalta eurooppalaisten valvontaviranomaisten antamasta sääntelystä ja ohjeistuksesta seuraa, että kansalliset määräykset, ohjeet ja tulkintakannanotot käyvät paljolti tarpeettomiksi. Tällöin ei todellisuudessa kuitenkaan tapahdu norminpurkua, sillä kumotut määräykset ja ohjeet korvataan eurooppalaisten valvontaviranomaisten antamalla sääntelyllä, joka usein on paljon yksityiskohtaisempaa. Asetelma joukkorahoituslaissa on kuitenkin epätyypillinen, jollei jopa harvinainen, sillä laki ei perustu EU-sääntelyyn, eikä ole olemassa ESMA:n ohjeita, joihin voitaisiin nojautua. ESMA:n tuottama muu ei-sitova kirjallinen aineisto on toki sekin merkityksellistä, kuten edellä on selvitetty.

Viranomaisten työnjako. Etelä-Suomen aluehallintovirasto toimii eräiden luotonantajien ja luotonvälittäjien rekisteri- ja valvontaviranomaisena. Jo muutaman vuoden ajan on keskusteltu vaihtoehdosta, jossa uuden luotonantaja ja vertaislainan välittäjiä koskevan lain mukaisena valvontaviranomaisena toimisi Finanssivalvonta. Tehtävien keskittämisessä Finanssivalvonnalle voi eduskunnan talousvaliokunnan mukaan olla löydettävissä tehokkuus- ja synergiahyötyjä (TaVM 17/2016 vp). Nykyisessä toimivallan jaossa ei ole ilmennyt merkittäviä ongelmia. Talousvaliokunta katsoo, ettei rekisteri- ja valvontaviranomaistehtävien siirtäminen Finanssivalvonnalle ole tarkoituksenmukaista tässä vaiheessa, kun joukkorahoitus- ja vertaislainamarkkinat ovat vasta kehittymässä. Finanssivalvonta, jonka toiminta on voimakkaasti kansainvälistynyt, on toisaalta haluton ottamaan lisää kansallisia valvontatehtäviä. Talousvaliokunta pitää kuitenkin tärkeänä, että asiaan palataan tarvittaessa myöhemmin. Asiasta ei hyväksytty eduskunnan lausumaa, joten välittömiä toimenpiteitä ei ole odotettavissa.

Sijoittajien korvausrahasto. Joukkorahoituslailla antoi rahankeräyslain soveltamista koskeneen kritiikin ohella alkuperäisen sysäyksen Finanssivalvonnan tulkintakannanotto joukkorahoituksen välityksestä liikkeeseenlaskun järjestämisenä, mikä velvoittaa alan toimijat liittymään sijoittajien korvausrahastoon. Tämä puolestaan sitoo kasvuvaiheessa olevien joukkorahoituksen palvelualueiden varoja vuosittain kerättävien kiinteiden ja vaihtuvien kannatusmaksujen kautta ja tarkoittaa

kyseisille yrityksille huomattavaa taloudellista lisärasitusta. Erityisen ongelmallinen on sijoituspalvelulain 11 luvun 4 §:n kansallisesti asetettu ja korvausrahastodirektiiviin (97/9/EY) perustumaton edellytys siitä, että korvausrahastosuojan piiriin kuuluvien asiakkaiden määrä on otettava huomioon kannatusmaksua määrättäessä (HE 56/1998 vp, s. 51–52). Vaatimus syrjii pieniä rahamääriä käsitteleviä joukkorahoituksen välittäjiä. Korvausrahastodirektiivin 2(4) artiklan mukaan korvausperuste on sijoittajalle kuuluvien saatavien määrä eikä suinkaan asiakkaiden määrä. Kannatusmaksun määräytymisperusteet suosivat käytännössä suuria varallisuuseriä omaisuudenhoitopalveluna hallinnoivia sijoituspalveluyrityksiä, ja määräytymisperusteita olisikin syytä kiireellisesti arvioida norminpurun ja suhteellisuusperiaatteen näkökulmasta.

Korvausrahaston pakkojäsenyyden ohella Finanssivalvonnan tulkintakannanotosta seurasi se ongelma, että liikkeeseenlaskua järjestävälle sijoituspalveluyritykselle on sijoituspalvelulaissa asetettu vaatimus 125 000 euron vähimmäispääomasta. Jos joukkorahoituksen palvelualustan katsotaan liikkeeseenlaskun järjestämisen sijaan harjoittavan toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä, velvollisuutta kuulua sijoittajien korvausrahastoon ei sijoituspalvelulain 11 luvun 1.1 §:n mukaan ole, ja sijoituspalvelulain mukainen vähimmäispääomavaatimus on 50 000 euroa. Sekä laina- että sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittäjälle on ollut riittävää asettaa alin sijoituspalvelulain mukainen pääomavaatimus, mikä vaikuttaa erityisesti pienten toimijoiden markkinoille pääsyyn. Joukkorahoituksen välittäjiltä vaadittava korotettu pääomavaatimus olisi ristiriidassa paitsi Valtioneuvoston pitkäaikaisen tavoitteen kanssa monipuolistaa rahoitusjärjestelmää ja vähentää sen pankkikeskeisyyttä myös EU:n pääomamarkkinaunionin vastaavien tavoitteiden kanssa. Pankkikeskeisyyden vähentäminen ei suinkaan tarkoita pankkikielteisyyttä. Kuten sijoitusrahastomarkkinoiden euromääräinen volyyminkehitys 25 vuodessa 2000-kertaiseksi osoittaa, pankkikonsernien vahva asema myös arvopaperimarkkinoilla perustuu jakeluverkostoon. Joukkorahoituksen palvelualustan toiminta ei kuitenkaan edellytä jakeluverkostoa, mikä mahdollistaa rahoituspalvelujen kehittymisen verkkoympäristössä aivan erilaiseksi kuin aikaisemmin. Myös pankit aikovat vastata ja ovat jo vastanneet tähän haasteeseen.

Eduskunta on hyväksyessään 21.6.2016 joukkorahoituslain ja muut lakiesityksen lakiehdotukset hyväksynyt lausuman (ponnen), 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*”. Joukkorahoituslain sääntelyratkaisu perustuu jäsenvaltiolle valinnaiseen sijoituspalveludirektiivin 3 artiklaan. Tämän vuoksi lainmuutokset olisi markkinaosapuolten tasapuolisten kilpailunedellytysten varmistamiseksi käytännössä valmisteltava siten, että ne ovat voimassa vuoden 2018 alussa, sillä mainittua artiklaa on täsmennetty MIFID 2:ssa seuraavasti: ”*Jäsenvaltioiden on edellytettävä, että tämän direktiivin soveltamisalan ulkopuolelle tämän artiklan 1 kohdan nojalla jätetyt henkilöt kuuluvat direktiivin 97/9/EY mukaisesti hyväksytyyn sijoittajien korvausjärjestelmään*”.

Sijoituspalveludirektiivin 3 artikla on Suomessa säädetty koskemaan vain joukkorahoituksen välittäjiä, sekin lähes yhdeksän vuotta myöhemmin kuin alun perin olisi ollut mahdollista. MIFID 2:n täytäntöönpanossa näköpiirissä ei tietävästi ole muita soveltamiskohteita kuin energiasektori tietyin osin, joten 3 artiklan vaikutus rahoitusmarkkinoiden toimintaan laajassa mielessä on jäämässä Suomessa hyvin rajalliseksi. Toisaalta digitalisointiin perustuvia innovaatioita, kuten lohko-*ketjuteknologiaa (blockchain)* ja sen mahdollistamia hajautettuun tilinpitoon perustuvia tietokantoja (*distributed ledger technology*) sekä uutta finanssiteknologiaa (*fintech*) ja siihen liittyviä menetelmiä ja toimintamalleja (*machine-learning, data-mining*) tehokkaasti hyödyntävät rahoituspalvelujen tarjoajat voisivat joukkorahoituksen välittäjien tavoin hyvinkin tulla kysymykseen

3 artiklassa tarkoitettuina markkinaosapuolina. Koska finanssiteknologian kehitys on nopeaa ja jäsenvaltioissa on esimerkkejä tällaista teknologiaa hyödyntävistä palveluntarjoajista ja *start up* -yrityksistä, Suomessakin olisi syytä ennakkoluulottomasti selvittää EU-sääntelyn tarjoamia mahdollisuuksia. Tarkoituksenmukaista olisi markkinoiden kilpailukyvyn kehittämiseksi käyttää etenkin kaikki mahdollisuudet jäsenvaltio-optioiden käyttöön eikä sivuuttaa niitä aikataulusyistä pakkotahtisessa EU-sääntelyn täytäntöönpanossa. Tällainen suhteellisuusperiaatteen mahdollistama poikkeus on ainakin korvausrahastodirektiivin liitteen 1 kohta 8, joka sallii – nyttemmin uudistetun tilinpäätösdirektiivin (2013/34/EU) 3 artiklassa tarkoitettujen – pienten yritysten jäämisen korvausrahastosuojan ulkopuolelle. Kyseistä kohtaa ei ole pantu täytäntöön Suomessa, vaikka aikaa on ollut yli 18 vuotta. Tämä voi johtua siitä, että korvausrahastodirektiivi – rahoitusmarkkinoiden muusta EU-sääntelystä poiketen – on pysynyt muuttumattomana, sillä useimmiten rahoitusmarkkinoiden kansallista lainsäädäntöä tarkistetaan EU-sääntelyn muuttuessa. Korvausrahastodirektiivin ainoa muutosehdotus epäonnistui, kun Euroopan komission ehdotus direktiivin muuttamiseksi (12.7.2010, COM(2010) 371 final) peruttiin vuonna 2014 jäsenvaltioiden vastustuksen vuoksi. Euroopan komissio on kuitenkin vuonna 2005 julkaissut laajan lainsäädäntövertailun korvausrahastodirektiivin täytäntöönpanosta jäsenvaltioissa.

Vaikka kansallisen harkinnan käyttö usein edellyttää muun muassa työlästä eurooppalaista lainsäädäntövertailua, se on mielekästä etenkin silloin kun on selvää, että muissa jäsenvaltioissa tehdään samoin. Muutoin virkamiesvalmisteluun perustuva poliittinen päätöksenteko voi muodostua markkinoiden kehityksen esteeksi, kuten sijoituspalveludirektiivin täytäntöönpanossa vuonna 2007, jolloin 3 artiklan täytäntöönpano laiminlyötiin. Tuolloinen ratkaisu on sitäkin kummallisempi, kun samassa yhteydessä – nyttemmin kumotun lain sijoituspalveluyrityksistä 47.1 §:ssä – sijoituspalveludirektiivin 3 artiklaa myötäilevä kekseliäs vastakohtaispäätelmä korvausrahastodirektiivin 2(2) artiklan toisesta alakohdasta mahdollisti toimeksiantoja välittävien ja vastaanottavien sijoituspalveluyritysten jäämisen korvausrahaston ulkopuolelle edellyttäen, ettei niillä ole hallussaan asiakasvaroja. Sijoituspalvelulain 11 luvun 1.1 §:ssä on edelleen vastaava säännös. Tulkinta on korvausrahastodirektiivin mukainen (HE 43/2007 vp, s. 61). Kyseinen poikkeus ei kuitenkaan valitettavasti ole mahdollinen enää MIFID 2:n mukaan, sillä MIFID 2:n jäsenvaltio-optio 3 artiklassa kiristää yllättäen korvausrahastodirektiivin vaatimuksia. Asetelma on erikoinen, koska korvausrahastodirektiivin muuttaminen ei ole EU:ssa onnistunut. Tästä huolimatta MIFID 2:n 3 artiklassa ulotetaan korvausrahastosuoja pakollisena myös sellaisiin yritysryhmiin, joilla ei ole asiakasvaroja hallussaan (rahoitusvälineitä säilytyksessä ja hoidossa). Vaatimus on ristiriidassa korvausrahastodirektiivin 2(2) artiklan perusidean kanssa, vaikeuttaa MIFID 2:n 3 artiklan jäsenvaltio-option käyttöä ja on myös vastoin EU:n pääomamarkkinaunionin tavoitteita. Euroopan komissio on EU:n pääomamarkkinaunionin valmistelun yhteydessä pyrkinyt julkisessa kuulemisessa selvittämään juuri tämänkaltaista ristiriitaista sääntelyä (ns. *Call for Evidence*). Vaatimuksesta on yksi poikkeus, joka on huolellisesti pantu täytäntöön joukkorahoituslaissa (6.2 §). Tästä lisää jäljempänä.

Kokemus on osoittanut, että kilpailua rahoitusmarkkinoilla lisäävät aloitteet jäävät paljolti viranomaisten vastuulle, eikä niitä juuri tule toimialalta, joka Suomessa on eurooppalaisessa vertailussa poikkeuksellisen keskittynyt. Alalle tulon kynnyksen asettuminen matalalle tasolle voi vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa ja maksulaitoslaissa säädetyistä rekisteröitymisvelvollisuudesta saatujen tuoreiden kokemusten valossa kuitenkin lisätä pienyrityttöä ja kilpailua, mikä puoltaa ennakkoluulotonta tarkastelua sijoituspalveludirektiivin 3 artiklan sallimiin poikkeusmahdollisuuksiin. Tämä kansallisen harkintavallan käyttö on erityisen perusteltua siksi, että MIFID 2:n monesti katsotaan sisältävän merkittävää ylisääntelyä. Sijoittajien korvausrahaston sääntelyssä kilpailun edellytysten lisääminen merkitsisi ilmeisesti sitä, että korvausrahastojen

sääntöjen painoarvoa olisi vähennettävä ja suoraan laista johtuvia vaatimuksia lisättävä, jolloin toimialan sisäiset erimielisyydet muun muassa kustannusten jaosta eivät jäisi riippumaan siitä, kuka on neuvotteluissa vahvin. Myös joukkorahoituslain säätämisen taustalla olleen rahankeräyslain kokonaisuudistus jatkuu sisäministeriössä syksyllä 2016, yhtenä pääministeri Juha Sipilän hallituksen norminpurun kärkihankkeista. Rajanvetokysymyksiä tulee riittämään (pyramidipelit, mesuständit, bitcoin, ovelta ovelle kerääminen ja niin edelleen).

MIFID 2:ssa 3 artiklaa on siis täsmennetty ja laajennettu. Joukkorahoituksen välittäjien (ja muiden mahdollisten 3 artiklaa hyödyntävien markkinaosapuolten) liittyminen sijoittajien korvausrahastoon muuttuu vuoden 2018 alusta periaatteessa pakolliseksi. Jollei sijoituspalvelulain 11 luvun säännöksiä korvausrahaston kannatusmaksun määräytymisperusteista tuohon mennessä muuteta vastaamaan eduskunnan lausumassa esitettyjä näkökohtia, vaarana on, että Euroopan komission moderniksi kiittämän joukkorahoituslain piiriin hakeutuneet markkinaosapuolet yhtäältä joutuvat maksamaan korvausrahastodirektiiviin perustumatonta ja sijoituspalveluyrityksiin nähden suhteettoman suurta kannatusmaksua asiakkaidensa suuren määrän vuoksi, jollei Finanssivalvonta pidä niiden pääomavaatimukselle vaihtoehtoista vakuutta riittävänä (6.2 §). Toisaalta joukkorahoituksen välittäjät saavat perusteetonta kilpailuetua, jos rahoituksen välitystä mullistaviin megatrendeihin ei kyetä sääntelyssä vastaamaan, ja muiden uusien markkinaosapuolten alalle tulon kynnys pysyy korkeana. Vaikka finanssiteknologiaa hyödyntävä rahoituspalvelujen tarjoaja voi organisoida toimintansa joukkorahoituksen välitykseksi harjoittamalla toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä, se välttyy korvausrahaston pakkojäsenyydeltä vain, jos Finanssivalvonta pitää sen pääomavaatimukselle vaihtoehtoista vakuutta riittävänä. Jollei MIFID 2:n 3 artikla tule laajemmin sovellettavaksi, lopputulos voi pahimmillaan olla, että Suomi jää – joukkorahoituksen välittäjien toimintaedellytysten turvaamisesta huolimatta – finanssiteknologian kehityksen ja sen mahdollistamien rahoituspalvelujen hyödyntämistä vastaanottavaksi isäntävaltioksi tai jopa takapajulaksi, jossa kotimaisille yrityksille ei ole annettu samanlaisia toimintamahdollisuuksia kuin muissa jäsenvaltioissa.

Rahoituksen ekosysteemi. Vaara rahoituksen ekosysteemin jähmettymiseen ja voimakkaasti konsolidoituneiden rahoitusmarkkinoiden keskittymisen jatkumiseen kuitenkin tiedostettiin lakiesityksen eduskuntakäsittelyssä. Sijoittajien korvausrahastoa koskevat sijoituspalvelulain säännösethdo- tukset poistettiin lakiesityksestä niitä laaja-alaisemman eduskunnan lausuman tieltä. Ongelmaa on yritetty joukkorahoituslaissa lieventää lisäämällä samassa yhteydessä lakiin yksityiskohtaiset säännökset pääomavaatimukselle vaihtoehtoisesta ammatillisesta vastuuvakuutuksesta, pankkitakauksesta tai muusta vastaavasta vakuudesta (6.2 §). Säännös perustuu siihen, ettei joukkorahoituksen välittäjä ole sijoituspalvelu yritys, jos se on sijoituspalveludirektiivin 3 artiklan soveltamisalapoikkeuksen piirissä, eikä sitä siksi koske sijoituspalvelulain 11 luvun 4.2 §:ssä edellytetty sijoituspalvelu-yritysten yhdenvertaisen kohtelun vaatimus. Säännös kuitenkin vapauttaa joukkorahoituksen välittäjän liittymästä sijoittajien korvausrahastoon vain, jos Finanssivalvonta pitää sen pääomavaatimukselle vaihtoehtoista vakuutta riittävänä. Finanssivalvonta on siten pantu paljon haltijaksi. Eduskunnan lausuma edellyttää lisäksi laajempaa selvitystyötä korvausrahastoa koskevan sääntelyn ajantasaistamiseksi. Näillä lisäyksillä sekä erällä menettelytapasäännöksillä (asiakasvarojen hallussapito, soveltuvuus- ja asianmukaisuusarviointi) varaudutaan jo ennakollisesti MIFID 2:n täytäntöönpanoon. Jäsenvaltiot voivat nimittäin sallia, että markkinaosapuolet eivät kuulu MIFID 2:n 3 artiklassa tarkoitettuun korvausjärjestelmään edellyttäen, että niillä on ammatillinen vastuuvakuutus, pankkitakaus tai muu vastaava vakuus, joka toimijan koon, riskiprofiilin ja oikeudellisen luonteen huomioon ottaen varmistaa vastaavan suojan niiden asiakkaille. Joukkorahoituslaissa edellytetään, että Finanssivalvonta arvioi vakuutuksen, takauksen tai muun vakuuden riittävyden,

jolla voidaan korvata laissa joukkorahoituksen välittäjälle asetettu vähimmäispääomavaatimus. Tämä voi alentaa kynnystä alalle tuloon ja lisätä kilpailua. Velvollisuus liittyä sijoittajien korvausrastoon voi kuitenkin tehdä tyhjäksi tämän tavoitteen muiden kuin joukkorahoituksen välittäjien osalta, jollei kannatusmaksun määräytymisperusteita yhdenmukaisteta korvausrastodirektiivin kanssa.

Eduskunnan lausumassa heijastuvaa näkemystä rahoitusmarkkinoiden kehityksestä ja tulevaisuuden ennakkointia voi pitää hyvänä esimerkkinä siitä, miten korkeatasoiseen lopputulokseen eduskunnan valiokuntakäsittely laajoine asiantuntija- ja sidosryhmäkuulemisineen voi parhaimmillaan johtaa.

Lähteet

- Kansallisen joukkorahoituskyselyn tulokset (*Raportti joukkorahoituskyselystä – Joukkorahoitus on tehokas, nopea ja joustava rahoitustapa*, 13.3.2014).
- Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle: Joukkorahoituksen tarjoamien mahdollisuuksien hyödyntäminen Euroopan unionissa KOM(2014) 172 (27.3.2014).
- Valtioneuvoston selvitys komission tiedonannosta Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle: Joukkorahoituksen tarjoamien mahdollisuuksien hyödyntäminen Euroopan unionissa (E 58/2014 vp, 6.5.2014).
- Talousvaliokunnan lausunto Valtioneuvoston selvityksestä (TaVL 24/2014 vp, 28.5.2014). Finanssi- valvonnan tulkintakannanotto (*Vain osa joukkorahoituksen muodoista tällä hetkellä säännel- tyä ja siten valvonnan piirissä*, 26.6.2014).
- Valtioneuvoston selvitys komission tiedonannosta neuvostolle ja Euroopan parlamentille Euroo- pan talouden pitkäaikaisesta rahoituksesta) KOM(2014) 168 (E 71/2014 vp).
- ESMA:n lausunto sijoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta (*Opinion. Investment-based crowdfund- ing*, ESMA/2014/1378, 18.12.2014) ja neuvo sijoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta (*Advice. Investment-based crowdfunding*, ESMA/2014/1560, 18.12.2014).
- EBA:n lausunto lainamuotoisesta joukkorahoituksesta (EBA/Op/2015/03, 26.2.2015, *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*).
- Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle: Pääomamarkkinaunionin luomista koskeva toimintasuunnitelma. 30.9.2015, COM(2015) 468 final.
- Komission raportti joukkorahoituksesta pääomamarkkinaunionissa (*Commission Staff Working Document. Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*. SWD(2016) 154 final. Brussels, 3.5.2016).
- ESMA:n konsultaatiovastaus pääomamarkkinaunionia koskevaan komission vihreään kirjaan (*ESMA response to the Commission Green Paper on Building a Capital Markets Union*, ESMA/ 2015/856, 13.5.2015, liitteinen (ESMA/2015/856 Ann 1 (*Investment-based crowdfunding – Insights from regulators in the EU*)).
- ESMA:n Q&A -tiedonanto rahanpesun ja terrorismin rahoituksen estämisestä ja selvittämisestä sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen yhteydessä (ESMA/2015/1005, 1.7.2015, *Questions and Answers: Investment-based crowdfunding: money laundering/terrorist financing*).
- Inbjudan att lämna synpunkter på promemorian upprättad av f.d. justitierådet Johan Munck om implementering av de europeiska tillsynsmyndigheternas riktlinjer och rekommendationer. Finansinspektionen. 19.11.2012. FI Dnr 12-12289.
- Jespersion, Marie: *Genomförande av de europeiska tillsynsmyndigheternas riktlinjer och rekommendationer*. Promemoria. Finansinspektionen. 8.2.2013. FI Dnr 12-12289.
- Gräsrotsfinansiering i Sverige – en kartläggning*. Finansinspektionen. 15.12.2015.
- Current State of Crowdfunding in Europe*. Crowdfunding Hub. March 2016.
- Crowdfunding Crossing Borders. An Overview of Liability Risks Associated with Cross Border Crowd- funding Investments*. Crowdfunding Hub. March 2016.
- Pirhonen, Laura: *Osakepohjaisen joukkorahoituksen sijoittajansuojasta erityisesti portinvartijastra- tegian näkökulmasta*. OTM-tutkielma. Helsingin yliopisto. 2015.
- Turtiainen, Matti: *Näkökulmia joukkorahoituksen sääntelyyn*. Oikeuden ja talouden rajapinnassa – Juhlakirja Matti J. Sillanpää 60 vuotta. 2016.