



Talousvaliokunnalle

HE 46/2016 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle joukkorahoituslaiksi sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi

LAUSUNTO HALLITUKSEN ESITYKSESTÄ JOUKKORAHOTUSLAIKSI

Finanssialan Keskusliitto (FK) toivottaa tervetulleeksi aloitteet eri rahoitusmuotojen kehittämiseksi ja rahoituksen saatavuuden parantamiseksi. Uusi laki joukkorahoituksen oikeudellisten puitteiden selkiyttämiseksi on tarpeellinen.

Nyt käsillä olevaan hallituksen esitykseen sisältyy kuitenkin joitakin rajausta tai tarkennusta kaipaavia kohtia, joiden korjaaminen olisi sääntelyn toimivuuden varmistamiseksi tärkeää.

1 Finanssiala kannattaa lainsäädännöllisten puitteiden selkeyttämistä

Joukkorahoitustoiminta on viime vuosina kasvanut nopeasti. Finanssiala kannattaa joukkorahoituksen oikeudellisten puitteiden selkiyttämistä. Lainsäädännön tulisi tukea yhtäältä uusien innovatiivisten rahoitusmallien käyttöönottoa ja madaltaa alalle tulon esteitä sekä toisaalta taata markkinoiden luotettavuus ja riittävääntasoinen sijoittajan suoja.

Lainsäädännöstä tulisi käydä selvästi ilmi, mitkä toiminnot ovat toimiluvanvaraisia ja mitä toimintaa voidaan harjoittaa kevyemmällä rekisteröinnillä. Lainsäädännön tulisi luoda malli, jolla kannustetaan sekä joukkorahoituspalvelun tarjoajia että joukkorahoituksen hakijoita toiminnan laajentamiseen ja kasvuun. Alalle tulon kynnys olisi pidettävä matalana, mutta samalla lainsäätäjän tulisi ohjata toimintaa sen kasvaessa paremmin säännellyille ja valvoituille puitteille.

2 MiFID I:n tarjoaman kansallisen poikkeussäännöksen käyttäminen

Ehdotuksessa kynnystä joukkorahoituspalveluiden tarjoamiseen madallettaisiin käyttämällä hyväksi Rahoitusvälineiden markkinat –direktiivin (MiFID) 3 artiklan mukaista poikkeussääntöä, jonka mukaan kansallisella tasolla voidaan säätää oikeudesta vastaanottaa ja välittää siirtokelpoisia arvopapereita koskevia toimeksiantoja sekä tarjota näihin rahoitusvälineisiin liittyvää sijoitusneuvontaa.

FK kannattaa omaksuttua ratkaisua, sillä se on omiaan selkeyttämään rajaa toimiluvanvaraisen ja rekisteröintiä edellyttävän toiminnan välillä. MiFID–direktiiviä koskevasta poikkeuksesta ei kuitenkaan tulisi säätää joukkorahoituslaissa, vaan sijoituspalvelulaissa, johon MiFID-direktiivin säännökset on implementoitu.

Samalla tulisi varmistua, että kevyemmällä rekisteröinnillä toimivan joukkorahoituksen välittäjän oikeus harjoittaa poikkeuksen piiriin kuuluvia sijoituspalveluja liittyy pelkästään joukkorahoitettaviin arvopapereihin. Lain sanamuodon tulisi selvästi rajoittaa oikeus vastaanottaa ja välittää vain joukkorahoitustoimeksiantoja. Vastaavasti oikeus antaa sijoitusneuvontaa



tulisi rajoittaa vain joukkorahoitettaviin arvopapereihin.

3 Siirtokelvottomiin arvopapereihin sisältyy merkittäviä sijoittajansuojaongelmia

FK kiinnittää erityistä huomiota lakiehdotuksessa omaksuttuun lainsäädäntöratkaisuun, jolla pyritään aktiivisesti saattamaan joukkorahoitettavia arvopapereita vahvaan sijoittajansuojaan perustuvan MiFID-sääntelyn ulkopuolelle. Kevyempi sääntelykohtelu koskisi niitä, joukkorahoituksen välittäjiä, jotka välittävät sellaisia ”siirtokelvottomia arvopapereita, jotka eivät ole arvopaperimarkkina-alaissa tarkoitettuja arvopapereita” (Lain 9.2 §). Lain perustelujen mukaan siirtokelvottomien arvopaperien osalta joukkorahoituksen välittäjän toimintamahdollisuudet ovat laajemmat (s. 115).

Arvopaperimarkkinoiden toiminnan perusedellytyksiin kuuluu arvopaperin luovutuskelpoisuus. Nykyisellään hyvin harvalukuinen joukko arvopapereita on esityksellä kuvatulla tavalla siirtokelvottomia. Näitä ovat lähinnä kommandiittiyhtiön äänettömän yhtiömiehen yhtiöosuudet. Vastoin lain perusteluissa esitettyä, tavallinenkin velkakirja voidaan siirtää, muttei siirron saajan suoja ole yhtä vahva kuin juoksevan velkakirjan.

Esityksestä seuraisi todennäköisesti se, että kevyempää sääntelyä tavoittelevat joukkorahoituksen välittäjät pyrkisivät keinotekoisesti räätälöimään joukkorahoitettavien yritysten arvopapereita siirtokelvottomiksi. Tällöin päädyttäisiin Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen ESMA:n suositusten vastaiseen lopputulokseen. Esityksessä useassa kohtaa siteeratussa ESMA:n pääomamarkkinaunionia koskevassa konsultaatiovastauksessa suositetaan nimenomaisesti, että sääntelytoimilla tulisi vähentää kannustimia laskea liikkeeseen siirtokelvottomia arvopapereita. ESMA:n mukaan tulisi arvioida, sovelletaanko tiettyjä tai kaikkia MiFID-säännöksiä näihin arvopapereihin.¹

ESMA on aikaisemmassa neuvossaan todennut siirtokelvottomiin arvopapereihin sisältyvän sääntelyn kiertomahdollisuuden heikentävän sijoittajansuojaa ja myös haittaavan joukkorahoitustoiminnan kehittymistä. Siirtokelvottomuudesta itsessään seuraa sijoittajalle korkeampi riski, koska arvopaperia on vaikea myydä eteenpäin. Vastaavasti kehitys hidastaisi joukkorahoitettavien arvopaperien jälkimarkkinoiden syntymistä ja rajoittaisi joukkorahoituksen tarjoamista rajan yli.²

FK yhtyy ESMA:n arviointiin. Tavoitteena tulisi olla kestäväälle perustalle rakennettu joukkorahoitussääntely, joka turvaa tukeen kasvavien yritysten rahoituspolkua. Kevennettyä sääntelyä ei tulisi soveltaa arvopapereihin, joihin liittyy sijoittajan kannalta suurimmat riskit. Uudessa laissa ei tulisi kannustaa laskemaan liikkeeseen arvopapereita, joilla ei ole jälkimarkkinakelpoisuutta ja jotka voivat kyseenalaistaa yleisön luottamusta joukkorahoitukseen sijoitusmuotona.

Esimerkkinä siirtokelvottomasta arvopaperista mainitaan esityksessä mm. kommandiittiyhtiön äänettömän yhtiöosuus. Kommandiittiyhtiö on laajasti käytössä vaihtoehtorahastojen oikeudellisena muotona. Niitä on perustettu mm. pääoma- ja kiinteistörahastoiksi. Nämä ovat

¹ Ks. ESMA, konsultaatiovastaus [Capital Markets Union](#) s. 11 “ESMA would recommend (i) investing measures to reduce the incentives for platforms to use non-transferable securities and/or fall outside of the existing framework, for example by considering whether some or all of the MiFID provisions should be applied to such securities...”

² Ks. ESMA, Advice - Investment-based crowdfunding ESMA/2014/1560, s 28 18.12.2014



samalla vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain mukaisia vaihtoehtorahastoja, jotka ovat niitä koskevan EU-pohjaisen erityissäätelyn piirissä. Joukkorahoituslaissa tulee tehdä selväksi, että ne ovat jatkossakin vaihtoehtorahastoja koskevan sääntelyn piirissä ja joukkorahoitusta koskevan sääntelyn ulkopuolella.

Siirtokelvottomien arvopaperien käsite voi sijoittajansuojanäkökulmasta olla ongelmallinen myös seuraavasta syystä: Lain mukaan sijoituspalvelun tarjoaja on velvollinen aina liittymään Sijoittajien korvausrahastoon, jos se hallinnoi asiakasvaroja. Ehdotetun 10 §:n mukaan rekisteröitynyt joukkorahoittaja saisi kuitenkin korvausrahastoon liittymättä hallinnoida asiakasvaroja silloin, kun kyse ei ole arvopaperimarkkinain mukaisista arvopapereista. Tällöin voi olla vaarana, ettei asiakasvaroille mahdollisessa väärinkäytöstilanteessa ole suojaa.

4 Joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuutta koskeva asetuksenantovaltuus

Lain 21 §:ssä on annettu valtiovarainministeriölle laajat asetuksenantovaltuudet antaa tarkempia säännöksiä lain 11 §:n mukaisesta tiedonantovelvollisuudesta. Tiedonantovelvollisuutta koskevien sääntöjen selkeys on tärkeää sekä joukkorahoituksen saajan että joukkorahoituksen välittäjän näkökulmasta.

FK pitää erittäin tärkeänä, että valtiovarainministeriö ryhtyisi 21 §:ssä tarkoitetun asetuksen valmistelutoimiin viivytyksettä. Lain perusteluissa esitetään joukkorahoitettavaan yritykseen liittyvän yritystarkastuksen (due diligence) voivan olla tavanomaista kevyempi (ks. s. 118). Siten tiedonantovelvoitteet poikkeavat nykyisin arvopaperimarkkinoilla sovellettavista vaatimuksista. Mm. tämän vuoksi markkinoille tarvitaan puitteet, jotka tukevat joukkorahoitukseen liittyvää oikeusvarmuutta.

Valtiovarainministeriön asetus tulisi valmistella läpinäkyvällä tavalla ja valmisteluun tulisi sisällyttää julkinen kuulemiskierros.

5 Sijoittajien korvausrahasto

Kannatusmaksujen laskentamalli

Sijoittajien korvausrahaston kannatusmaksun laskentamalli perustuu jäsenten yhdenvertaiseen kohteluun, eikä joukkorahoitustoimijoista voi tehdä poikkeusta tähän nähden. Niinpä laskentamallia koskeva lainkohta tulee jättää tässä yhteydessä ennalleen. On kuitenkin totta, että mallia sinänsä olisi uudistettava. Uudistus tulisi valmistella erikseen kansainvälisiin parhaisiin käytäntöihin perustuen. FK ehdottaa talousvaliokunnan antavan ponnin, jolla valtiovarainministeriö velvoitetaan valmistelemaan laskentamallin kokonaisuudistus.

Vapaaehtoinen jäsenyys

Hallituksen esityksessä ehdotetaan, että rekisteröidyllä joukkorahoituspalveluntarjoajalla (jonka ei lain mukaan tarvitsisi liittyä korvausrahaston jäseniksi) olisi oikeus liittyä korvausrahastoon vapaaehtoisesti. Sijoittajansuojan näkökulmasta vapaaehtoinen jäsenyys ei kuitenkaan ole hyväksyttävä toimintapa. Sijoittajien korvausrahastosuoja on nimittäin nk. lakisääteinen vakuutus. Koska kyse on lakisääteisestä vakuutuksesta, korvausrahaston jäsenyyden tulee aina perustua suoraan lakiin.



6 Lakiehdotusten suhde vaihtoehtorahastoja koskevaan sääntelyyn

Joukkorahoituslain yhteydessä ehdotetaan muutosta myös vaihtoehtorahastojen hoitajista annettuun lakiin (AIFM-laki). Lain 1 luvun 6 §:ään ehdotettu viittaus EU:n ELTIF-asetukseen on kannatettava ehdotus. Sen sijaan 2 luvun 1 §:ään ehdotetun muutoksen tarpeellisuus on epäselvä. Käsitksemme mukaan nykyinen laki mahdollistaa hyvinkin erilaisten vaihtoehtorahastojen perustamisen. Tämä käy ilmi siitä, että Suomessa toimii jo ainakin yksi ehdotuksessa tarkoitettu lainanantorahasto. Myös ehdotettu muotoilu on ongelmallinen siltä osin, että, AIFM-lain soveltuvuuden osalta viitataan joukkorahoituslakiin. On hyvä (ja mielestämme mahdollista jo nykyisen lain nojalla) että vaihtoehtorahasto voi sijoittaa hyvinkin erialisiin kohteisiin mukaan lukien joukkorahoitus. Kyse on silti AIFM-toiminnasta ja AIF:n markkinoinnista. Sitä ei tule rinnastaa joukkorahoitukseen eikä sen tule mitenkään kuulua joukkorahoitusta koskevan sääntelyn piiriin.

7 Hyvä joukkorahoitustapa ja itsesääntely

Lain 18 §:ssä säädettäisiin hyvästä joukkorahoitustavasta ja itsesääntelystä. FK:n näemyksen mukaan vaatimus hyvän tavan noudattamisesta kaikessa finanssialan toiminnassa on kannatettavaa. Markkinoilla toimivien yritysten on noudatettava alalla vallitsevia hyviä käytäntöjä. FK kiinnittää kuitenkin huomioita siihen, että joukkorahoitustoiminta Suomessa on hyvin alkuvaiheessa.

Lain 2 momentissa asetetaan joukkorahoituksen välittäjälle velvoite kuulua alan toimijoita laajasti edustavaan toimielimeen, joka on antanut suosituksen joukkorahoituksen välitystä koskevan avoimuuden ja läpinäkyvyyden edistämiseksi taikka sitouduttava noudattamaan kyseisen toimielimen antamia suosituksia.

FK:n käsityksen mukaan tällaisia toimielimiä ei nykyisellään Suomessa ole. Vastaavasti ei ole varmuutta siitä, että mahdollisesti lähitulevaisuudessa perustettavat toimielimet saavuttaisivat sellaisen aseman ja edustavuuden, että ne voisivat ainakaan toiminnan alkuvaiheessa antaa yleisesti velvoittavaa itsesääntelyä. Tämän vuoksi laissa tulisi säätää, ettei säännös koske toimiluvanvaraisia palveluntarjoajia, kuten luottolaitosta, maksulaitosta, rahastoyhtiötä, sijoituspalveluyritystä tai vaihtoehtorahaston hoitajaa. Nämä säännellyt toimijat noudattavat jo sektorilainsäädännöissä määriteltyjä hyvän tavan normeja ja ne ovat yksityiskohtaisen EU-tason sääntelyn kohteena.

8 Sidosryhmiä tulisi osallistaa säädösvalmisteluun

Valtiovarainministeriössä on perinteisesti annettu eri sidosryhmille mahdollisuus osallistua lainsäädäntöhankkeiden valmistelutyöryhmiin. Tästä käytännöstä on toistuvasti viime aikoina poikettu, ja valmistelutyötä on tehty yksinomaan virkamiehistä koostuvista työryhmissä tai vain virkamiestyönä, vaikka kyse on ollut finanssialan yritysten toimintaan keskeisesti vaikuttavasta uudesta lainsäädännöstä. Tällöin lakiehdotuksia on jouduttu tarkentamaan myöhemmässä vaiheessa, kun niissä on havaittu puutteita.

Tästä aiheutuu turhia vastakkainasetteluja, jotka olisi voitu välttää paremmalla yhteistyöllä. Hyvä ja laadukas lainsäädäntövalmistelu edellyttää, että työryhmätyössä ovat mukana



myös ne tahot, joiden toimintaan kyseinen sääntely keskeisesti vaikuttaa. FK toivookin, että valtiovarainministeriössä palattaisiin muiden ministeriöiden tapaan ja otettaisiin keskeiset sidosryhmät mukaan valmistelutyöhön.

FINANSSIALAN KESKUSLIITTO

Lea Mäntyniemi