



**TURUN
YLIOPISTO**
Oikeustieteellinen
tiedekunta

Joukkorahoitus ja pääomamarkkinaunioni –

Miten pääomamarkkinaunionin tavoitteet toteutuvat joukkorahoitusasetuksessa?

Esineoikeus ja kansainvälinen talous

Tutkielma

Laatija:

Jere Onnela

3.5.2022

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu

Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

Tutkielma

Oppiaine: Oikeustiede

Tekijä(t): Jere Onnela

Otsikko: Joukkorahoitus ja pääomamarkkinaunioni – Miten pääomamarkkinaunionin tavoitteet toteutuvat joukkorahoitusasetuksessa?

Ohjaaja(t): Teemu Juutilainen

Sivumäärä: 73 sivua

Päivämäärä: 3.5.2022

Tutkielmassa tarkastellaan joukkorahoituksen sääntelyä EU:ssa, vertaamalla joukkorahoitusasetuksen sisältöä pääomamarkkinaunionin tavoitteisiin. Tutkielman metodeina on oikeustaloustieteen sääntelyteoria, sekä perinteinen lainoppi.

Viime aikoina on finanssialalla noussut esille uusia innovatiivisia teknologioita, joita kutsutaan FinTech-teknologiaksi. Yksi näistä on joukkorahoitus, jonka tavoitteena on helpottaa rahoituksensaantia sekä tuoda yhteen sijoittajia ja rahoituksen hakijoita internetpohjaisella alustalla. Vaikka joukkorahoitus on kasvanut suureksi markkinaksi maailmalla, ovat EU:n joukkorahoitusmarkkinat jääneet alikehittyneiksi. Syynä tähän on harmonisoitujen sääntöjen puute. Tavoitteenaan korjata markkinoiden kehitys EU hyväksyi joukkorahoitusasetuksen vuonna 2020, osana suurempaa hanketta, pääomamarkkinaunionia.

Tutkielmassa osoitetaan, että joukkorahoitusasetus edistää suurilta osin pääomamarkkinaunionin tavoitteita, jonka taas pitäisi sallia markkinoiden kehitys. Rajat ylittäviä esteitä madalletaan onnistuneesti EU:n laajuisen toimiluvan avulla, ja sijoittajien jako kahteen sekä siitä seuraavat toimenpiteet ovat perusteltuja. Joukkorahoitusasetus epäonnistuu kuitenkin sijoittajansuojaan liittyvissä tavoitteissa siinä määrin, että jälkimarkkinoiden luonti aloitetaan, mutta se jää epäselväksi. Myös alustan vastuu hankkeista jää kokonaan puuttumaan, joka muodostaa riskin sijoittajansuojalle. Kestävyyden edistäminen jää myös asetuksessa taka-alalle, vaikka siihen olisi selkeät mahdollisuudet.

Tutkielmassa esitellään havaittuihin puutteisiin liittyen ratkaisuehdotuksia. Ensinnäkin jälkimarkkinoiden sääntelyä tulee selvittää ohjeilla tai säännöksillä. Toiseksi alustat tai palveluntarjoajat tulee sitoa vastuun avulla niiden alustalle hyväksymiin hankkeisiin, moraalisen uhkapelin estämiseksi. Kestävyyttä taas voidaan edistää asetuksen mukaisten parametrien tai muun vertailukelpoisen mittarin avulla.

Avainsanat: Joukkorahoitus, FinTech, pääomamarkkinaunioni, EU, vaihtoehtoinen rahoitus, joukkorahoitusasetus, sääntelyteoria

Sisällys

Joukkorahoitus ja pääomamarkkinaunioni:	I
Lähteet	V
Lyhenteet	X
1 Johdanto	1
1.1 Tausta	1
1.2 Tutkimuskysymykset, tavoite ja aiheen rajaus.....	4
1.3 Lähdeaineisto ja menetit	6
1.4 Tutkielman rakenne.....	8
2 Joukkorahoitus	10
2.1 Rahoitusjärjestelmä ja rahoitusmarkkinat	10
2.1.1 Suora ja epäsuora sekä oman pääoman ja vieraan pääoman ehtoinen rahoitus .	11
2.1.2 Rahoitusmuodot	11
2.2 Joukkorahoituksen taustalla	13
2.3 Joukkorahoituksen määritelmä	15
2.4 Joukkorahoituksen toimijat	16
2.5 Lainamuotoinen ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus	18
2.6 Joukkorahoitusmarkkinat	19
2.7 Pk-yritykset ja joukkorahoitus	21
3 Pääomamarkkinaunioni	23
3.1 Pääomamarkkinaunionin kehitys	23
3.1.1 Ensimmäinen toimintasuunnitelma	24
3.1.2 Vuoden 2017 väliarviointi	25
3.1.3 FinTech-toimintasuunnitelma ja vuoden 2019 kertomus	26
3.1.4 Toinen toimintasuunnitelma	28
3.2 Pääomamarkkinaunionin tavoitteet	29
3.2.1 Ensimmäisen toimintasuunnitelman tavoitteet.....	31
3.2.2 Toisen toimintasuunnitelman tavoitteet.....	34
4 Joukkorahoituksen sääntely EU:ssa	39
4.1 Sääntely ennen joukkorahoitusasetusta	39

4.1.1	MiFID II ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus.....	39
4.1.2	AIFMD ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus	42
4.1.3	Esiteasetus	43
4.1.4	Lainamuotoisen joukkorahoituksen sääntely ennen joukkorahoitusasetusta	44
4.2	Joukkorahoitusasetus	45
4.2.1	Soveltamisala ja toimilupa.....	46
4.2.2	Sijoittajansuoja	47
4.2.3	Muita merkittäviä säännöksiä	50
5	Joukkorahoitusasetus ja pääomamarkkinaunionin tavoitteet.....	53
5.1	Pk-yritysten rahoituksensaanti.....	53
5.2	Tiedonsaannin ja tiedonannon edistäminen.....	56
5.3	Digitaalisen, osallistavan ja kestävän talouden edistäminen	59
5.4	Sijoittajansuoja	62
5.5	Rajat ylittävien esteiden madaltaminen.....	68
6	Lopuksi.....	70

Lähteet

Kirjallisuus

- Armour, John – Enriques, Luca: The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts. 2017. ECGI - Law Working Paper No. 366/2017, Oxford Legal Studies Research Paper No. 58/2017.
- Bailey, Martin – Litan, Robert – Johnson, Matthew: The Origins of the Financial Crisis. In Kolb, Robert (ed): Lessons from the Financial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future. John Wiley & Sons, 2010, 79-85.
- Busch, Danny – Avgouleas, Emiliios – Ferrarini, Guido: Capital Markets Union in Europe. Oxford University Press, 2018.
- Business Finland: Kestävän kehityksen tila suomalaisissa pk-yrityksissä, Business Finlandin kyselytutkimus 2021.
- Chervyakov, Dmitry – Rocholl, Jörg (2019): How to make crowdfunding work in Europe. Bruegel Policy Contribution, No. 2019/6.
- Cicchiello, Antonella, Francesca (2019): Harmonizing the crowdfunding regulation in Europe: need, challenges, and risks. Journal of Small Business & Entrepreneurship volume 32, 2020, s. 585-606.
- Colaert, Veerle – Busch, Danny – Incalza, Thomas: European Financial Regulation – Levelling the Cross Sectoral Playing Field. Bloomsbury Publishing 2019.
- Euroopan komissio, sisämarkkinoiden, teollisuuden, yrittäjyyden ja pk-yritystoiminnan pääosasto: Joukkorahoitus – Opas pk-yrityksille, Euroopan unioni 2017.
- Fodelia Oyj: Yhtiöesite Fodelia Oyj:n osakkeen kaupankäynnin kohteeksi ottamiseksi Nasdaq Helsinki Oy:n ylläpitämälle monenkeskiselle Nasdaq First North Growth Market Finland -markkinapaikalle. 2019.
- Gupta, Pranay – Tham, T. Mandy: Fintech: the new DNA of financial services. De G Press, 2019.
- Herrala, Olli: Mitä tehdä, kun pörssiaikeet kaatuvat yhdessä yössä? – Älyneulan kehittänyt Injeq otti käyttöön riskisimmän reitin. Kauppalehti, 2022.
- Hirvonen, Ari: Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Yleisen oikeustieteen julkaisuja 17, 2011.
- Jurvelin, Kyösti: Listautumisen hinta: 4,5 miljoonan euron annista miljoona kuluihin – Mitä pienempi anti, sitä korkeammat ovat kuluprosentit. Kauppalehti, 2020.

- Kalara Natasha – Lu Zhang: The changing landscape of firm financing in Europe, The United States and Japan. CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, 2018.
- Kallio, Aki – Vuola, Lasse: Joukkorahoitus. Alma Talent, 2018.
- Koponen Johannes: Alustatalous ja uudet liiketoimintamallit: kuinka muodonmuutos tehdään. Alma Talent, 2019.
- KPMG IMPACT: The time has come – The KPMG Survey of Sustainability Reporting. KPMG, 2020.
- Kramer-Eis, Helmut – Lang, Frank (2017): Access to Funds: How Could CMU Support SME Financing? Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 86, Iss. 1, s. 95-110.
- Lee, Joseph: Investor Protection on Crowdfunding Platforms. The EU Crowdfunding Regulation, OUP, 2021.
- Li, Chia-Hsing: Optimum Governance of Investment Conduct in The Capital Markets Union: A Legal and Economic Analysis. The University of Edinburgh, 2017.
- Massolution: 2015CF – The Crowdfunding Industry Report, 2015.
- Mattes, Anselm – Muller, Patrice – Caliandro, Cecilia – Klitou, Demetrius – Vidal, David – Schiersch, Alexander – Unlu Bohn, Nuray – Probst, Laurent – Zakai, Hesham – Gagliardi, Dimitri: Annual Report on European SMEs 2013/2014 – A Partial and Fragile Recovery. Euroopan Unioni 2015.
- Määttä, Kalle: Säätelyteoria – pelkkää teoriaa vai sovelluksia? Teoksessa: Lindfors, H. (toim.). Lainsäädäntöä vai muuta oikeudellista ohjailua? Helsinki: Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen tutkimustiedonantoja 67. 19–33.
- Määttä, Kalle: Oikeustaloustieteellinen Näkökulma Kotimaiseen Lainvalmisteluun. Oikeuspoliittisen Tutkimuslaitoksen Tutkimuksia 242, 2009.
- Määttä, Kalle: Oikeustaloustieteen perusteet. Edita Publishing, 2016.
- Portney, Kent E.: Sustainability. MIT Press, 2015.
- Quaglia, Lucia – Howarth, David: The policy narratives of European capital markets union. Journal of European public policy, 2018, Vol.25 (7), s.990-1009.
- Rajan, Raghuram: Has Financial Development made the World Riskier? 2005.
- Schmidt, Jonas: What is Balance Sheet Lending? How is it different from typical P2P Lending? P2PMarketData, 2021. (<https://p2pmarketdata.com/blog/balance-sheet-lending/> Luettu 16.1.2022)

- Sunstein, Cass R.: The Storrs Lectures: Behavioral Economics and Paternalism. Yale Law Journal, 2012.
- Tepora, Jarno: Rahoitusmuodot ja vakuudet. Helsingin kamari Oy, Helsingin seudun kauppakamari, 2013.
- Vismara, Silvio: Sustainability in Equity Crowdfunding, University of Bergamo, 2018.
- Ziegler, Tania – Shneor, Rotem – Garvey, Kieran – Wenzlaff, Karsten – Yerolemou, Nikos – Hao, Rui – Zhang, Bryan: Expanding Horizons. The 3rd European Alternative Finance Industry Report. Cambridge Centre for Alternative Finance. University of Cambridge Judge Business School. Cambridge 2017. (Cambridge Centre for Alternative Finance 2017)
- Ziegler, Tania – Shneor, Rotem – Wenzlaff, Karsten – Suresh, Krishnamurthy – Paes, Felipe Ferri de Camargo – Mammadova, Leyla – Wanga, Charles – Kekre, Neha – Mutinda, Stanley – Wang, Britney – Closs, Cecilia López – Zhang, Bryan Zheng – Forbes, Hannah – soki, erika – Alam, Nafis – Knaup, Chris: The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report. Cambridge Centre for Alternative Finance. University of Cambridge Judge Business School. Cambridge 2021. (Cambridge Centre for Alternative Finance 2021)

Virallislähteet

- EBA: Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding, 2015. EBA/Op/2015/03.
- ESMA: Opinion – Investment-based Crowdfunding, 2014. ESMA/2014/1378.
- ESMA: Questions and Answers on the European crowdfunding service providers for business Regulation, 2021. ESMA35-42-1088.
- ESMA: MiFID II review report on the functioning of Organized Trading Facilities (OTF), 2021. ESMA70-156-4225
- Eurostat: newsrelease 84/2020: The 2017 results of the international comparison program – China, US and EU are the largest economies in the world. 2020.
- HE 33/2002 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi luottolaitostoiminnasta annetun lain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.
- HE 111/2018 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 46/2016 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle joukkorahoituslaiksi sekä eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.

Komission Tiedonanto Euroopan Parlamentille, Neuvostolle, Euroopan Talous- Ja Sosiaalikomitealle Ja Alueiden Komitealle, pääomamarkkinaunionin luomista koskeva toimintasuunnitelma. COM (2015) 468 final.

Komission Tiedonanto Euroopan Parlamentille, Neuvostolle, Euroopan Talous- Ja Sosiaalikomitealle Ja Alueiden Komitealle, pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman väliarvioinnista. COM (2017) 292 final.

Komission Tiedonanto Euroopan Parlamentille, Neuvostolle, Euroopan Keskuspankille, Euroopan Talous- Ja Sosiaalikomitealle Sekä Alueiden Komitealle FinTech-toimintasuunnitelma Euroopan rahoitusalan kilpailukyvyyn ja innovatiivisuuden parantamiseksi. COM (2018) 109 final.

Komission Tiedonanto Euroopan Parlamentille, Eurooppa- Neuvostolle, Neuvostolle, Euroopan Keskuspankille, Euroopan Talous- Ja Sosiaalikomitealle Ja Alueiden Komitealle, Pääomamarkkinaunioni: edistyminen pääoman sisämarkkinoiden luomisessa talous- ja rahaliiton vahvistamiseksi. COM (2019) 136 final.

Komission Tiedonanto Euroopan Parlamentille, Neuvostolle, Euroopan Talous- Ja Sosiaalikomitealle Ja Alueiden Komitealle, Pääomamarkkinaunioni ihmisille ja yrityksille - uusi toimintasuunnitelma. COM (2020) 590 final.

Komissio, sisämarkkinoiden ja palveluiden pääosasto: Consultation Document: Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU action. 2013.

Komissio: Vihreä kirja pääomamarkkinaunionin muodostamisesta. COM (2015) 63 final.

Regulatory scrutiny board opinion: Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business. SEC (2018) 131 final.

Internetlähteet

Arvopaperistaminen. Finanssivalvonta.

<https://www.finanssivalvonta.fi/saantely/saantelykokonaisuudet/arvopaperistaminen/> (Luettu 9.1.2022)

Crowdfunding. Euroopan komissio.

https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/financing-investment/crowdfunding_en#documents (Luettu 4.12.2021)

FinTech. Finanssialalle

<https://www.finanssialalle.fi/opintomateriaalit/tulevaisuuden-finanssiala/tulevaisuuden-pankki/fintech.html> (Luettu 4.12.2021).

Johnston, Matthew: Why Banks Don't Need Your Money to Make Loans. Investopedia, 2021.

<https://www.investopedia.com/articles/investing/022416/why-banks-dont-need-your-money-make-loans.asp> (Luettu 11.2.2022)

Joukkorahoituksen välittäjät. Finanssivalvonta.

<https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/joukkorahoituksen-valittajat/> (Luettu 13.1.2022)

Pk-yritys. Tilastokeskus. https://www.stat.fi/meta/kas/pk_yritys.html (Luettu 5.1.2022)

Rahoitusjärjestelmä. Suomen Pankki.

<https://www.suomenpankki.fi/fi/rahoitusvakaus/rahoitusjarjestelma-lyhyesti/> (Luettu 11.1.2022)

Suomen virallinen tilasto (SVT): Rahoitustilinpito. 3. Vuosineljännes 2021, Liitekuvio 1. Kotitalouksien rahoitusvarat. Tilastokeskus.

https://www.stat.fi/til/rtp/2021/03/rtp_2021_03_2021-12-21_kuv_001_fi.html (Luettu 11.1.2022)

What is the capital markets union? Euroopan komissio.

https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/what-capital-markets-union_fi (Luettu 4.12.2021).

What is the Investment Plan for Europe? Euroopan komissio.

https://wayback.archive-it.org/12090/20191231194300/https://ec.europa.eu/commission/priorities/jobs-growth-and-investment/investment-plan-europe-juncker-plan/what-investment-plan-europe_en (Luettu 5.1.2022)

Lyhenteet

17 CFR Part 227, Title 17	17 CFR Part 227, Title 17 Code of Federal Regulations, Regulation Crowdfunding, General Rules and Regulations.
AIFMD	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2011/61/EU, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja direktiivin 2003/41/EY ja 2009/65/EY sekä asetuksen (EY) N:o 1060/2009 ja (EU) N:o 1095/2010 muuttamisesta.
AML	Arvopaperimarkkinalaki 746/2012
Brexit	British exit, eli Iso-Britannian poistuminen EU:sta
EBA	European Banking Authority
EIP	Euroopan investointipankki
EKP	Euroopan keskuspankki
Esiteasetus	Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä ja direktiivin 2003/71/EY kumoamisesta.
ESMA	European Security Markets Authority
EU	Euroopan Unioni
FCA	Financial Conduct Authority (Iso-Britannian markkina-avalvoja)
FinTech	Financial Technology
ICO	Initial Coin Offering
Joukkorahoitusasetus	Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2020/1503, yrityksille suunnatun joukkorahoituspalvelun eurooppalaisista tarjoajista sekä asetuksen (EU) 2017/1129 ja direktiivin (EU) 2019/1937 muuttamisesta.
JoukkorahoitusL	Joukkorahoituslaki 734/2016
KauppaL	Kauppalaki 355/1987
KIIS	Key Investment Information Sheet
KSL	Kuluttajansuojalaki 38/1978
LLL	Laki luottolaitostoiminnasta 610/2014
MaksulaitosL	Maksulaitoslaki 297/2010

Maksupalveludirektiivi	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2015/2366, maksupalveluista sisämarkkinoilla, direktiivien 2002/65/EY, 2009/110/EY ja 2013/36/EU ja asetuksen (EU) N:o 1093/2010 muuttamisesta sekä direktiivin 2007/64/EY kumoamisesta.
MiFID II	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU, rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta.
Pk-yritys	pieni ja keskisuuri yritys
RahankeräysL	Rahankeräyslaki 863/2019
SipaL	Sijoituspalvelulaki 747/2012
TupakkaL	Tupakkalaki 549/2016

1 Johdanto

1.1 Tausta

Rahoituspalveluala on maailman suurin sekä tuottavin ala, ja se koostuu pääasiassa erilaisista pankeista (sijoituspankit ja liikepankit), vakuutusyhtiöistä, välittäjistä ja varainhoitajista. Kaikilla rahoituspalvelualan toimijoilla on yksi yhdistävä tekijä: ne eivät tuota reaaliarallisuutta, vaan toimivat neuvonantajina tai välikäsinä. Välitetty 'tuote' on yleensä joko pääomaa tai informaatiota.¹ Vuodesta 2007 lähtien, yleinen luottamus rahoituspalvelualaa kohtaan on ollut matala johtuen finanssikriisistä, joka lähti liikkeelle Yhdysvalloista ja levisi globaalisti. Kriisin taustalla oli rahoituspalvelualan instituutioiden kehittämät uudet sijoitustuotteet, riskienhallinnasta piittaamattomuus ja lainsäätäjän haluttomuus säännellä markkinoita.² Kriisin seurauksena rahoituspalvelualan säännöksiä kiristettiin merkittävästi, erityisesti pankkien osalta.

Kun luottamuspulan ja säännösten kiristämisen lisäksi huomioidaan teknologian kehityksen vauhti 2000-luvulla, on FinTech-teknologialla ollut otollinen ympäristö nousta pinnalle. FinTech-teknologian tarkoituksena on tarjota rahoituspalvelualaan liittyviä palveluita, hyödyntäen uusia teknologioita. FinTech mahdollistaa prosessien automatisoinnin, tiedonkulun helpottamisen ja palveluiden tehokkuuden lisäämisen muillakin osa-alueilla.³ Kun palveluiden tuottaminen on tehokkaampaa, pienenevät myös kustannukset. FinTech-teknologia mielletään usein perinteisten rahoituspalveluinstituutioiden ulkopuoliseksi käsitteeksi. Todellisuudessa kyse on kuitenkin vain teknologiasta, joten myös perinteiset toimijat kuten pankit voivat hyödyntää sitä toiminnassaan. Useat FinTech-teknologiat ovat vielä kehitys- tai testausvaiheessa, mutta osa niistä on jo laajalle levinneitä toimivia ratkaisuja. Yksi FinTechin konkreettisesti toimivimmista ja laajimmista sovelluksista on joukkorahoitus.⁴

¹ Gupta – Tham 2019, s. 3–5.

² Baily – Litan – Johnson 2010, s. 79.

³ Gupta – Tham 2019, s. 3.

⁴ Kallio – Vuola 2018, s. 53.

Joukkorahoituksessa laaja joukko sijoittajia rahoittaa tietyn hankkeen toteuttamisen. Joukkorahoitus voidaan jakaa viiteen eri muotoon, riippuen rahoittajan saamasta vastikkeesta, rahoitusta hakevan henkilöstä, ja rahoituksen muodosta. Kaikki muodot sisältävät joukkorahoituksen peruskäsitteet, eli kyse on rahoituksen hakemisesta, joka on suunnattu yleisölle ja tapahtuu alustalla. Ensimmäinen muoto on lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus, ja se on vastikkeetonta, eli käytännössä hyväntekeväisyyttä. Suomessa lahjoitusmuotoista joukkorahoitusta säännellään rahankeräyslaissa, ja toiminta täyttää rahankeräyslain 2§:n määritelmän rahankeräyksestä. Toinen muoto on hyödyke-, vastike- tai palkintomuotoinen joukkorahoitus. Tässä muodossa sijoittaja ei odota saavansa tuottoa, vaan vastike on jokin tuote tai palvelu. Suomessa hyödyke-, vastike- tai palkintomuotoista joukkorahoitusta säännellään kuluttajansuojalaissa tai kauppalaisissa, riippuen siitä onko kyse kuluttajan ja elinkeinonharjoittajan välisestä sopimuksesta vai ei.⁵ Kolmas muoto on vertaislainaus, jossa yksityinen henkilö hakee lainaa joukkorahoituslun kautta. Sijoittajan motiivina on tällöin tuotto, olettaen että lainalla on korko. Vertaislainaukseen saattaa soveltua KSL 7 luvun kuluttajaluottoja koskevat säännökset. Neljäs muoto on lainamuotoinen joukkorahoitus, jossa yritys hakee lainaa joukkorahoituslun alustalla. Viides ja viimeinen muoto on sijoitusmuotoinen joukkorahoitus, jossa yritys laskee liikkeille rahoitusvälineitä, ja sijoittajat ostavat niitä alustalla.⁶

(Sijoitus- ja lainamuotoinen) joukkorahoitus jäi pitkään sääntelemättä, tai tarkemmin sanoen se toimi jo olemassa olevien rahoitusmarkkinasäännösten alaisuudessa. Kuitenkin toiminnan kasvaessa, alkoivat valtiot säätämään kansallisia lakeja koskien nimenomaan joukkorahoitusta. Suomessa joukkorahoituslaki tuli voimaan 2016, Yhdysvalloissa säädettiin JOBS act 2012 ja Iso-Britanniassa FCA alkoi sääntelemään joukkorahoitusta vuonna 2014. Myös muut valtiot, kuten Italia, Ranska, Saksa, Espanja ja Belgia, ovat säätäneet joukkorahoitusta koskevia lakeja.⁷ Kansalliset lait kuitenkin eroavat toisistaan merkittävästi. Toki esimerkiksi Yhdysvaltojen ja Suomen lait ovat aina eronneet toisistaan, mutta EU:n sisällä toisistaan huomattavasti poikkeavat kansalliset lait muodostavat ongelman yhteismarkkinoilla. Kun jokaisessa valtiossa on erilaiset säännökset, on rajat ylittävien

⁵ HE 46/2016 vp s. 13. KSL 1§.

⁶ Joukkorahoitusmuodoista lisää Ks. Kallio – Vuola 2018, s. 70–129.

⁷ Kallio – Vuola 2018, s. 54.

palveluiden tarjoaminen hankalaa. Tämä taas johtaa siihen, että EU:n alueella syntyy useita itsenäisiä kansallisia joukkorahoitusmarkkinoita, mutta yhteismarkkinoiden tuomat hyödyt jäävät puuttumaan. Yhteisen sääntelyn puutteen vuoksi EU:n joukkorahoitusmarkkinat ovatkin alikehittyneet. Vastatakseen ongelmaan, jonka useat toisistaan poikkeavat kansalliset lait muodostivat, EU hyväksyi vuonna 2020 joukkorahoitusasetuksen, jolla harmonisoitiin tiettyjen joukkorahoitusmuotojen sääntely koko EU:n alueella. Joukkorahoitusasetus astui voimaan marraskuussa 2021, mutta asetus sisältää 12 kuukauden siirtymäkauden, jonka johdosta joukkorahoituspalvelun tarjoajat voivat toimia kansallisten säännösten puitteissa vielä marraskuuhun 2022 saakka.⁸

Joukkorahoitusasetus on osa suurempaa hanketta, pääomamarkkinaunionia, jota alettiin toteuttaa jo vuonna 2015. Pääomamarkkinaunionin tavoitteena on luoda yhteismarkkinat pääomalle EU:n alueella. Pääomamarkkinaunionihanke koostuu kahdesta toimintasuunnitelmasta (vuoden 2015 ja 2020 toimintasuunnitelmat), jotka sisältävät useita toimia, tavoitteenaan saada sijoitukset ja säästöt virtaamaan vapaasti ympäri unionia.⁹ Hankkeen alkupuolella joukkorahoitus oli enemmänkin seurannan kohteena, kuin aktiivisen kehittämisen kohteena. Komissio halusi antaa aikaa markkinoiden vapaalle kehitymiselle, eikä uutta teknologiaa nähty tarkoituksenmukaisena asettaa tiettyyn muottiin, ennen kuin se oli saavuttanut tarvittavan kypsyyden. Ajan kuluessa EU:n rahoitusmarkkinat kuitenkin kohtasivat useita haasteita, Brexitin myötä Euroopan rahoitusalan keskus Lontoo siirtyi pois EU:sta, ja Covid-19-pandemia heikensi taloutta vuoden 2020 alusta lähtien. Olikin siis jo korkea aika säännellä joukkorahoitusta.

Haluan vielä nostaa esiin joukkorahoituksen merkityksen pk-yrityksille. Kuten jo mainittu, vuodesta 2007 lähtien on pankkien (ja muiden rahoitusalan toimijoiden) sääntelyä kiristetty, joka on taas johtanut lainansaannin vaikeutumiseen. Pk-yritysten rahoituksensaanti on läpi historian ollut vahvasti pankkien varassa. Erityisesti Euroopassa on myös koko talousjärjestelmä ollut perinteisesti pankkipohjainen, verrattuna esimerkiksi Yhdysvaltoihin, joka on markkinapohjainen järjestelmä. Pk-yritykset ovat siis Euroopassa olleet jo valmiiksi ahtaalla. Myös pandemia iski raskaasti juuri pk-yrityksiin. Onkin siis EU:n parhaassa

⁸ Joukkorahoitusasetus artiklat 48 ja 51.

⁹ What is the capital markets union? Euroopan komissio, 2021. Pääomamarkkinaunionista lisää Ks. Busch – Avgouleas – Ferrarini 2018.

intressissä ajaa pk-yritysten etua, ottaen huomioon niiden muodostavan suurimman osan reaalityaloudesta, ja olevan suurin työllistäjä Euroopassa. Komissio ottikin pääomamarkkinaunionin yhdeksi päätavoitteeksi pk-yritysten rahoituksensaannin edistämisen. Myös joukkorahoitusasetuksen tarkoituksena oli parantaa pk-yritysten rahoituksensaantia.¹⁰ Yrityksille suunnatun joukkorahoituksen pääasialliset käyttäjät ovatkin juuri pk-yritykset. Niinpä joukkorahoitus ja pääomamarkkinaunioni sopivat erittäin hyvin yhteen, ja onkin tarkoituksenmukaista tutkia, kuinka EU on onnistunut pääomamarkkinaunionin tavoitteiden edistämässä joukkorahoitusasetuksessa.

1.2 Tutkimuskysymykset, tavoite ja aiheen rajaus

Tutkielman aiheena on joukkorahoitus sekä pääomamarkkinaunioni. Joukkorahoituksen osalta tutkimus keskittyy yrityksille suunnattuun sijoitus- ja lainamuotoiseen joukkorahoitukseen. Rajaus seuraa joukkorahoitusasetuksen rajausta, sillä joukkorahoitusasetus soveltuu vain edellä mainittuihin joukkorahoituksen muotoihin. Kyseiset muodot voidaan myös selkeästi osoittaa osaksi pääomamarkkinoita, toisin kuin joukkorahoituksen muut muodot. Markkinakoon määrittämisessä otetaan huomioon myös joukkorahoituksen muita muotoja, mutta asia on tekstissä selkeästi ilmaistu.

Pääomamarkkinaunionin tavoitteet on rajattu pääosin komission julkilausumien tavoitteiden piiriin. Tutkielma ei siis pyri löytämään piileviä tavoitteita, joita komission virallisissa teksteissä ei ole mainittu tai tuotu jollain tavalla ilmi. Painopiste tavoitteiden osalta on konkreettisissa tavoitteissa, jotka usein myös toimivat keinoina abstraktimpien tavoitteiden toteuttamiselle. Esimerkiksi yksi pääomamarkkinaunionin tavoite on valtioiden rajat ylittävän riskin jaon lisääminen.¹¹ Tähän liittyvä konkreettinen keino, jota myös tutkielmassa käsitellään, on rajat ylittävän toiminnan esteiden madaltaminen. Edellä mainitun konkreettisen keinon taustalle voidaan myös sijoittaa muun muassa häiriöiden jakaminen euroalueen jäsenvaltioiden kesken ja tiiviimpien kytkösten luominen eri puolilla EU:ta rahoitettavien investointihankkeiden välille.¹²

¹⁰ Joukkorahoitusasetus kohta 3.

¹¹ COM (2015) 486 final, s. 4.

¹² COM (2015) 486 final, s. 3.

Alueellisesti tutkielma rajautuu Euroopan sisälle. Taas kerran rajausta perustuu asetuksen ulottuvuuteen. Markkinoita käsittelevässä osiossa huomioidaan myös muut maantieteelliset alueet, käytännössä koko maailma, jotta joukkorahoituksen mittasuhteet ja levinneisyys saadaan selkeästi ilmaistua. Tutkielma tarkastelee myös Yhdysvaltojen sääntelyä paikoitellen, tarkoituksena hakea tukea tietyille argumenteille. Tutkielman tarkoituksena on siis tutkia joukkorahoitusta nimenomaan EU:n kontekstissa.

Ajallisesti tutkimuksen kohteena on vuoden 2015 ja 2022 välinen aika. Rajausta perustuu pääomamarkkinaunionin ensimmäisen toimintasuunnitelman julkaisun ajankohtaan, ja nykyhetkeen. Rajausta ei ole absoluuttinen, eli tutkielma ottaa huomioon myös tiettyjä tapahtumia ennen vuotta 2015, esimerkiksi finanssikriisin. Ennen vuotta 2015 tapahtuneet asiat on huomioitu kuitenkin pitkälti taustoittamistarkoituksessa, ja itse tutkimus alkaa vuodesta 2015.

Tutkielman tavoitteena on tuottaa tietoa pääomamarkkinaunionin ja joukkorahoitusasetuksen suhteesta. Tutkimuskysymys on seuraava: miten pääomamarkkinaunionin tavoitteet toteutuvat joukkorahoitusasetuksessa? Joukkorahoitusasetuksen ollessa osa pääomamarkkinaunionihanketta, pitäisi ainakin periaatteessa tavoitteiden näkyä asetuksessa. Tutkimuksen tavoitteena on selvittää näkyvätkö ne, ja kuinka vahvasti. Tutkimuskysymyksen merkittävyys perustuu siihen, että joukkorahoitusmarkkinat ovat EU:ssa huomattavan kehittymättömät.¹³ Tämä johtuu rajat ylittävän joukkorahoitustoiminnan vaikeudesta, joka on johtanut erillisiin kansallisiin markkinoihin. Toimivat yhteismarkkinat vaativat siis rajat ylittävän toiminnan onnistumista. Pääomamarkkinaunionihanke pyrkii luomaan yhteismarkkinat pääomalle (ja myös joukkorahoitukselle), joten asetuksen ja tavoitteiden suhteen tutkiminen on merkittävää toimivien joukkorahoitusmarkkinoiden kannalta. Tutkielman taustalla voidaan nähdä ajatus siitä, että pääomamarkkinaunionin tavoitteita edistävä sääntely luo myös osaltaan toimivat joukkorahoitusmarkkinat EU:ssa.

Tutkimuskysymykseen vastaaminen vaatii myös tiettyihin esikysymyksiin vastaamista. Mitkä ovat pääomamarkkinaunionin tavoitteet, ja mitkä niistä voidaan liittää joukkorahoitukseen? Vaikka tavoitteet ovat pitkälti luettavissa komission asiakirjoista, on niiden liityntää

¹³ Joukkorahoitusasetus kohta 6. ja Crowdfunding, Euroopan komissio.

joukkorahoitukseen tutkittava tässä tutkielmassa.¹⁴ Mikä on joukkorahoitusasetuksen sisältö käytännössä? Joukkorahoitusasetuksen ollessa uusi asetus, ei tutkimustietoa ole vielä kovin paljoa. Tässä tutkielmassa on siis otettava kantaa asetuksen normisisältöön. Vaikka asetuksen sisältö on periaatteessa luettavissa itse asetuksesta, on sen käytännön merkitystä tutkittava.

Päätutkimuskysymyksen vastauksen perusteella voidaan tarkastella, missä asetus onnistui edistämään pääomamarkkinaunionin tavoitteita, ja missä se epäonnistui. Tutkielma ottaakin lähtökohdaksi sen, että joukkorahoitusasetuksen tarkoituksena on nimenomaan edistää pääomamarkkinaunionin tavoitteita. Lähtökohta perustuu joukkorahoitusasetuksen alkuun, jossa todetaan: ” (Joukkorahoituksella voidaan) edistää pääomamarkkinaunionin toteuttamista.”¹⁵

Tutkimuksen lähtökohtana on se, että EU näkee joukkorahoituksen varteenotettavana ja edistämisen arvoisena rahoituskeinona. Tutkielma ei pyri osoittamaan joukkorahoituksen olevan hyvä tai huono rahoituskeino, vaan keskittyy arvioimaan lainsäädännön tarkoituksenmukaisuutta.

1.3 Lähdeaineisto ja metodit

Tutkielman lähdeaineistona painottuu erityisesti EU:n dokumentit, kuten komission tiedonannot sekä ESMA:n ja EBA:n kommentit. Myös asetukset ja direktiivit ovat tärkeitä lähteitä tutkielmassa. Joukkorahoituksen ja pääomamarkkinaunionin ollessa uusia käsitteitä, on oikeuskirjallisuus niihin liittyen rajallista. Tutkielma nojaakin pitkälti artikkelimuotoisiin ja englanninkielisiin kirjallisuuslähteisiin. Koska joukkorahoitus on osa rahoitusmarkkinoita, tuetaan argumentteja myös lähteillä, jotka käsittelevät rahoitusmarkkinoita yleisellä tasolla. Tutkielma tukeutuu myös tilastoihin, joilla hahmotetaan argumenttien merkittävyyttä.

Tutkielmaa voidaan pitää oikeustaloustieteen tutkimuksena, sillä sen keskeisin merkittävin metodi, sääntelyteoria, on osa oikeustaloustieteen metodiikkaa. Sääntelyteorian avulla

¹⁴ Liityntä joukkorahoitukseen viittaa siihen, voidaanko tavoitetta edes teoriassa edistää joukkorahoituksella tai joukkorahoitusasetuksella. Esimerkiksi eläkesäästämisen lisääminen on yksi pääomamarkkinaunionin tavoitteista. Voidaan todeta, että tämä tavoite ei ole sellainen, jota edes pyrittäisiin joukkorahoitusasetuksella edistämään tai huomioimaan. Eläkesäästämisen lisääminen voidaan toisaalta nähdä esimerkiksi sijoitusvaihtoehtojen lisäämisen taustatavoitteeksi, mutta taas kerran päädytään siihen, että juuri eläkesäästämisen lisäämistä ei ole tarkoituksenmukaista tutkia tässä yhteydessä, jos sijoitusvaihtoehtojen lisäämistä on tarkasteltu.

¹⁵ Joukkorahoitusasetus kohta 3.

voidaan tutkia voimassa olevan oikeuden tarkoituksenmukaisuutta ja kehitystarpeita.¹⁶ Tarkoituksenmukaisuuden arvioinnissa käytetään sääntelyteoriassa sääntelystandardeja, jotka muodostavat mittapuun johon sääntelyä verrataan.¹⁷ Jos säännökset siis täyttävät sääntelystandardit, voidaan säännöksiä pitää tarkoituksenmukaisina, ja näin onnistuneina. Vaikuttavuus on tutkielman yksi keskeisimmistä sääntelystandardeista, ja sen avulla tutkitaan, saavuttaako asetus sille asetetut tavoitteet aikataulussa. Tehokkuusstandardin osalta painopiste on kustannustehokkuuden dynamisessa tehokkuudessa, eli miten asetus edistää joukkorahoituksen kehitystä ja leviämistä. Myös joustavuusstandardin osalta painopiste on joukkorahoituksen kehittymisessä, asetuksen ulkoista joustavuutta tarkastellaan, eli sitä, miten asetus on valmis sopeutumaan joukkorahoituksen kehitykseen. Joustavuusstandardi on kuitenkin taka-alalla tutkielmassa. Tasapuolisuus jää sääntelystandardina lähes kokonaan pois, sillä asetuksen tarkoituksena ei toisaalta ole edistää esimerkiksi kaikkien yritysmuotojen rahoituksensaantia samalla tavalla.¹⁸ Jos asetus ei paikoin yllä sääntelystandardien tasolle, pyritään tutkielmassa antamaan de lege ferenda -kannanottoja kehitystarpeisiin liittyen.

Tutkielmassa käytetään myös muita metodeja. Ensinnäkin joukkorahoitusasetuksen ollessa voimassa olevaa oikeutta on metodina lainoppi eli oikeusdogmatiikka. Lainopin voidaan nähdä tulkitsevan ja systematisoivan normeja.¹⁹ Tässä tutkielmassa paino on tulkinnalla, sillä asetuksen normisisältö on tulkittava, jotta sitä voidaan verrata tavoitteisiin. Toiseksi tutkielmassa voidaan nähdä oikeuspoliittisen tutkimuksen piirteitä, sillä sen tarkoituksena on omalla tavallaan osallistua keskusteluun pääomamarkkinaunionin tavoitteista ja joukkorahoitusasetuksen tarkoituksenmukaisuudesta, sekä vaikuttaa säännösten tulevaisuuden suuntaan.

¹⁶ Määttä 2016, s. 12.

¹⁷ Määttä 2016, s. 57.

¹⁸ Määttä 2005, s. 24–26. Tasapuolisuuden osalta viitataan siihen, että asetuksen lähtökohtana on jo edistää nimenomaan pk-yritysten rahoituksensaantia, joten ei ole tarkoituksenmukaista tutkia asiaa sen enempää tässä kontekstissa.

¹⁹ Hirvonen 2011, s. 21–22 ja 36.

1.4 Tutkielman rakenne

Tämä tutkielma jakautuu kuuteen päälukuun. Ensimmäisessä eli käsillä olevassa luvussa esitellään tutkimukselliset lähtökohdat ja asetetaan aihe osaksi suurempaa yhteiskunnallista kontekstia. Luvussa pyritään myös tuomaan esiin aiheen tutkimuksellinen tärkeys.

Toinen luku käsittelee joukkorahoitusta. Luvussa tarkastellaan joukkorahoituksen historiaa ja taustaa, sekä osoitetaan sen liityntä rahoitusmarkkinoille. Luvun tarkoituksena on avata joukkorahoituksen käsite, johon liittyy joukkorahoituksen toimijat ja käytännön toteutus. Luvun lopussa tarkastellaan myös joukkorahoitusmarkkinoita, erityisesti niiden kokoa sekä maantieteellistä että muodollista painottumista. Joukkorahoitusta käsittelevä luku on tutkielman ensimmäinen sisältöluke siitä syystä, että pääomamarkkinaunionia käsittelevässä luvussa viitataan jo joukkorahoitukseen ja sen ominaisuuksiin. On siis tarkoituksenmukaista, että lukijalla on siinä kohtaa jo tarvittavat tiedot joukkorahoituksesta.

Kolmannessa luvussa käsitellään pääomamarkkinaunionia, erityisesti sen etenemistä ja tavoitteita. Luvun ensimmäinen osa etenee kronologisesti, eli se alkaa ensimmäisestä toimintasuunnitelmasta ja päättyy toiseen toimintasuunnitelmaan. Väliin sijoittuu pääomamarkkinaunionia koskeva väliarviointi sekä kertomus. Luvun toinen osa käsittelee pääomamarkkinaunionin tavoitteita. Myös tämä osa etenee ensimmäisestä toimintasuunnitelmasta toiseen toimintasuunnitelmaan. Osa siis vastaa esikysymykseen: mitkä ovat pääomamarkkinaunionin tavoitteet? Tavoitteita ja niiden tarkoitusta pyritään avaamaan enemmän siitä, miten komissio on ne esittänyt.

Neljäs luku käsittelee joukkorahoituksen sääntelyä EU:ssa. Aluksi tutkitaan sitä, miten joukkorahoitusta on säännelty ennen asetusta. Kuten jo mainittu, nimenomaisia säännöksiä ei ollut, joten luvussa sovitetaan eri EU-säännöksiä joukkorahoitukseen, ja tarkastellaan niiden vaikutuksia. Luvun toinen osa käsittelee joukkorahoitusasetusta. Osassa siis tarkastellaan asetuksen sisältöä, ja pyritään vastaamaan esikysymykseen: mikä on joukkorahoitusasetuksen sisältö käytännössä?

Viidennessä luvussa pyritään vastaamaan tutkielman tutkimuskysymykseen, eli miten pääomamarkkinaunionin tavoitteet toteutuvat joukkorahoitusasetuksessa. Luku siis sisältää tutkielman pääargumentit. Kutakin pääomamarkkinaunionin tavoitetta, joka liittyy jollain

tapaa joukkorahoitukseen, tutkitaan omassa alaluvussaan. Jos tavoitteen osalta pystytään toteamaan, että asetus ei edistä tavoitetta tarpeeksi, pyrin esittämään ehdotuksia, joilla tavoitteeseen päästäisiin.

Päätösluvussa esitellään tutkimuskysymysten vastaukset ja argumentit kootusti sekä tarkastellaan sitä, syntykö tässä tutkielmassa lisäkysymyksiä, joita tulevaisuudessa voisi pohtia.

2 Joukkorahoitus

2.1 Rahoitusjärjestelmä ja rahoitusmarkkinat

Rahoitusjärjestelmä kuvaa sitä, kuinka pääoma liikkuu rahoituksen tarjoajalta rahoituksen hankkijalle. Yksinkertaistettuna rahoitusjärjestelmän tarkoituksena on mahdollistaa tietyn tahon ylimääräisen pääoman siirtäminen toiselle taholle, jolla ei ole ylimääräistä pääomaa mutta tarvitsee sitä. Kyse on siis ylijäämän siirtämisestä alijäämäiselle alueelle.²⁰ Tämä sallii pääoman tehokkaan käytön markkinoilla.

Rahoitusta tarjoavaa tahoja voidaan kutsua säästäjäksi, ja rahoitusta hakevaa tahoja käyttäjäksi. Säästäjiä ovat yleensä yksityiset henkilöt, mutta myös yritykset ja julkisyhteisöt toimivat säästäjinä. Käyttäjiä ovat yleensä yritykset ja julkisyhteisöt, mutta myös yksityiset henkilöt voivat toimia käyttäjinä, eli rahoituksen hakijoina.²¹ Syy siihen, miksi yksityiset henkilöt, eli kotitaloudet, ovat suurin säästäjäluokka löytyy pankkien toiminnasta. Pankit nimittäin lainaavat pääomaa eteenpäin, jonka kotitaloudet ovat tileilleen tallettaneet.²² Esimerkiksi vuoden 2021 3. vuosineljänneksellä kotitalouksilla oli Suomessa yhteensä yli 375 miljardin euron rahoitusvarat, joista suurin luokka, noin 112 miljardia, oli talletukset.²³ Vaikka kotitalouksien talletukset päätyvätkin osin rahoitusjärjestelmään, allokoituu se pankkien käytössä eri lailla, verrattuna siihen, että kotitaloudet sijoittaisivat talletukset suoraan rahoitusmarkkinoille. Tämä johtuu pitkälti pankkien vakavaraisuusvaatimuksista, sekä kotitalouksista eroavasta riskinotto halukkuudesta. Yritykset ja julkisyhteisöt ovat suurimmat käyttäjät, eli rahoituksen hakijat, koska ne tarvitsevat suurempia määriä pääomaa kuin kotitaloudet. Kotitalouden tyypillinen pääomantarve on yleensä asunto, jota varten otetaan asuntolaina, kun taas yritysten täytyy investoida uusiin hankkeisiin ja toiminnan kasvattamiseen. Rahoituksen hankinta pohjautuukin yleensä tarpeeseen, sillä rahoituksella on

²⁰ Kallio – Vuola 2018, s. 39.

²¹ Suomen Pankki 2022.

²² Todellisuudessa pankit eivät toimi niin yksinkertaisesti, että ne lainaavat talletuksia suoraan eteenpäin. Talletusten määrä kyllä vaikuttaa olennaisesti pankin lainauskapasiteettiin, mutta pankin myöntäessä lainaa se itseasiassa luo uutta rahaa, ja kun laina maksetaan takaisin, poistuu luotu raha, tai sitä vastaava summa, järjestelmästä. Ks. Johnston, Investopedia 2021.

²³ Tilastokeskus 2021.

hintansa. Niinpä ei ole kannattavaa hankkia rahoitusta, jos rahoituksella saavutettava hyöty on pienempi kuin rahoituskustannukset.

2.1.1 Suora ja epäsuora sekä oman pääoman ja vieraan pääoman ehtoinen rahoitus

Rahoitus voidaan jakaa suoraksi ja epäsuoraksi rahoitukseksi, sekä oman pääoman ehtoiseksi ja vieraan pääoman ehtoiseksi rahoitukseksi. Oman pääoman ehtoinen rahoitus tarkoittaa sitä, että yritys antaa omistusosuuden vastikkeeksi pääomasta. Usein kyse on siitä, että yritys myy omia osakkeitaan. Tuottoa pääoman tarjoaja saa, kun yritys maksaa osinkoa tai yrityksen arvo kasvaa, jolloin myös omistusosuuden arvo kasvaa. Pahimmassa tapauksessa pääoman tarjoaja menettää koko tarjotun pääoman, jos yritys esimerkiksi ajautuu konkurssiin. Vieraan pääoman ehtoinen rahoitus tarkoittaa lainaa, joka voi olla monen muotoista. Vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen liittyy korostunut takaisinmaksuvelvollisuus, joka tulee ottaa huomioon rahoituspäätöksiä tehdessä. Korostuneen takaisinmaksuvelvollisuuden myötä konkurssitilanteessa velkoja, eli vieraan pääoman tarjoaja, saa rahansa takaisin ennen oman pääoman ehtoisen rahoituksen tarjoajaa, eli osakkeenomistajaa. Lainoihin liittyy usein myös vakuusjärjestelyjä, joiden myötä rahoittajalla ei välttämättä ole riskiä menettää tarjoamaansa rahoitusta. Toisaalta vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen turvallisuuden myötä sen tarjoamisesta ei saa niin suurta tuottoa, kuin oman pääoman ehtoisen rahoituksen tarjoamisesta.²⁴

Suora rahoitus taas tarkoittaa sitä, että varat siirtyvät rahoitusmarkkinoiden kautta suoraan säästäjältä käyttäjälle. Epäsuorassa rahoituksessa varat siirtyvät rahoituksen välittäjän kautta säästäjältä käyttäjälle. Välittäjä voi olla esimerkiksi luottolaitos tai rahoituslaitos.²⁵ Pankin myöntämät lainat ovat yleensä epäsuoraa rahoitusta, kun pankki lainaa niille talletettuja varoja eteenpäin. Rahoitusta hakeva voi myös itse kirjoittaa joukkovelkakirjoja, ja myydä niitä suoraan säästäjille, jolloin välikäsiä ei ole.

2.1.2 Rahoitusmuodot

Rahoitusmuotoja on rahoitusjärjestelmän sisällä monia, ja ne vastaavat erilaisiin rahoitustarpeisiin. Kenties merkittävin, tai ainakin yleisin rahoitusmuoto on pankkilaina, joka

²⁴ Kallio – Vuola 2018, s. 39–41.

²⁵ Suomen Pankki, kaavio, 2022.

on vieraan pääoman ehtoista rahoitusta. Ongelmana pankkilainassa, ainakin rahoitusta hakevan tahon kannalta, on vakuuksien vaatiminen. Pankit ja muut luottolaitokset vaativat rahoituksen hakijalta jonkin vakuuden, jonka arvo takaa lainan takaisinmaksun. Jos tällaisia vakuuksia ei yritykseltä löydy, jää laina saamatta. Jos rahoitusta on pakko saada, yrityksen osakas saattaa joutua takaamaan lainan henkilökohtaisesti, jos hänellä on siihen varaa. Vuoden 2007 finanssikriisin seurauksena pankkien (ja muiden rahoitusalan toimijoiden) sääntelyä kiristettiin, jonka johdosta lainan saaminen vaikeutui entisestään. Muita vieraan pääoman ehtoisia rahoitusmuotoja on esimerkiksi joukkovelkakirjojen liikkeelle lasku ja factoring, jossa yritys käyttää myyntisaamisia vakuutena.

Oman pääoman ehtoista rahoitusmuodoista merkittävin on listautuminen, jonka jälkeen yhtiön osakkeita vaihdetaan pörssissä. Listautumisen kynnyksenä on sen kustannukset, sekä säännöt, joita listautuneilta yhtiöltä edellytetään. Kun yritys listautuu, edellytetään siltä avoimuutta, esimerkiksi taloustietojen julkistamista, joka ei kaikille yhtiöille sovi. Vaikka on olemassa muita kauppapaikkoja, kuten Nasdaq First North Growth Market, jotka ovat tarkoitettuja kasvuyrityksille, edellyttää listautuminen kuitenkin paljon yhtiöltä, liittyen muun muassa kokoon, johtoon, varoihin ja tiedottamiseen. Listautuminen on myös kallis prosessi, ja kustannukset saattavat muodostaa esteen etenkin pk-yrityksille. Jos yritys haluaa oman pääoman ehtoista rahoitusta listautumatta, voi se kääntyä bisnesenkeleiden puoleen, tai hakea rahoitusta venture capital -yrityltä.²⁶ Suomessa toimii myös valtion perustama Business Finland, joka tarjoaa rahoitusta start-up- ja pk-yrityksille. Vieraan ja oman pääoman ehtoisen rahoituksen välissä on vielä välirahoitus, jossa on piirteitä molemmista. Välirahoitusta on esimerkiksi pääomalaina, vaihtovelkakirjalaina ja osakslaina.²⁷

Vaikka rahoitusmuotoja on monia, ei rahoituksen saaminen välttämättä ole helppoa. Vakuuksien puuttuessa on yrityksen usein käännyttävä oman pääoman ehtoisen rahoituksen puoleen. Start-up- ja pk-yritysten rahoitus bisnesenkeleiden ja venture capital -yhtiöiden kautta ei ole helppoa. Ensinnäkin toimijoita on vähä Suomessa, ja toiseksi tiedonsaanti toimijoista ei ole helppoa. Tunnettuja bisnesenkeleitä on vähän, ja luonnollisesti heidän

²⁶ Bisnesenkeli tai enkelisijoittaja tarkoittaa henkilöä, jolla on kokemuksen tuomaa tietoa ja pääomaa, ja joka käyttää tuota tietoaan ja pääomaansa aikaisen vaiheen yritysten kasvattamiseen. Venture capital -yhtiöt ja rahastot sijoittavat start-up-yrityksiin, tavoitteena kasvattaa yritystä.

²⁷ Rahoitusmuodoista lisää, ks. Tepora 2013.

pääomansa on rajattu. Yhteydenotto henkilöihin ja yrityksiin saattaa myös olla vaikeaa, ja kontaktointi yksitellen kaikkiin mahdollisiin tahoihin voi olla liian suuri tehtävä. Kuten on jo todettu, Suomen kotitalouksien suurin pääomaluokka on talletukset.²⁸ Jos yksityinen henkilö haluaisi sijoittaa tai lainata pääomaa suoraan pk- tai start-up-yritykselle, voisi tehtävä vaikuttaa mahdottomalta. Yksityisen henkilön pitäisi löytää rahoitusta tarvitseva yritys, ja sen jälkeen neuvotella sekä solmia sopimus yrityksen kanssa. Sijoitetun pääoman tulisi myös olla sen verran suuri, että transaktiokustannusten näkökulmasta tapahtuma olisi yritykselle kannattava.

Digitalisaation kehityksen myötä, on pinnalle noussut uusia rahoitusmuotoja, jotka pohjautuvat internettiin. Tällaisia uusia perinteisen rahoitusjärjestelmän ulkopuolisia rahoitusmuotoja kutsutaan vaihtoehtoiseksi rahoitukseksi. Vaihtoehtoisen rahoituksen tarkoituksena on irtautua perinteisistä pankeista ja pääomamarkkinoista, ja tätä kautta viedä valtaa pois välikäsiltä, joita pitkin rahoitus on perinteisesti kulkenut.²⁹ Kun rahoitusta hakevat tahot ja rahoitusta tarjoavat tahot tuodaan yhteen yhden verkkoalustan kautta, on rahoitustoiminta helpompaa. Joukkorahoituksen ideana onkin juuri tämä, toimia alustana rahoitusta hakeville ja rahoitusta tarjoaville. Jos yksityinen henkilö ei halua pitää pääomaansa pankkitilillä makaamassa, voi hän sijoittaa tai lainata ne joukkorahoitusalueen kautta yritykselle, jolla on tarve rahoitukselle mutta pankkilaina ei ole mahdollinen. Vaikka pankkilaina olisi yritykselle saatavilla, voi tämä silti valita joukkorahoituksen halutessaan juuri oman pääoman ehtoista rahoitusta.

2.2 Joukkorahoituksen taustalla

Joukkorahoitus ei ole ideana uusi. Projekteja on rahoitettu suurelta joukolta kerätyillä varoilla jo satoja vuosia.³⁰ Sen nykymuotoinen malli on kuitenkin kehittynyt vasta 2000-luvulla, kun alustatalous, FinTech-teknologia ja internetin yleistymisen ovat kehittäneet sitä.

Joukkorahoitus voidaan nähdä osana alustatalouden kehitystä. Yhtiöt kuten AirBnB ja Uber ovat vieneet markkinaosuutta perinteisiltä majoituksen ja kuljetuksen toimijoilta, kuten hotelleilta ja taxeilta. Tietyllä tasolla joukkorahoitus pyrkii tekemään samaa finanssisektorilla.

²⁸ Ks. luku 2.1.

²⁹ Kallio – Vuola 2018, s. 70.

³⁰ Kallio – Vuola 2018, s. 63.

Alustoista puhutaan usein markkinaosapuolien digitaalisina yhdistäjinä, mutta alustatalouden taustalla on paljon muutakin. Alustat eivät myöskään yleensä ole passiivisia toimijoita, vaan niiden toiminnasta löytyy aktiivisuutta liittyen transaktioihin, joita niiden kautta tehdään.³¹ Toki alustataloutta voidaan kuvailla tavalla, jollaiseksi se näyttäytyy ulkopuolelta katsottuna, eli internetpohjaiseksi alustaksi, jolla toimijat voivat ostaa tavaroita ja palveluita sekä tarjota niitä. Alusta siis toimii välikätenä, joka mahdollistaa transaktion, mutta ei kuitenkaan itse osallistu siihen juurikaan. Tämä määritelmä ei kuitenkaan ota huomioon tärkeitä ulkoisvaikutuksia, joita vaihdannasta syntyy, ja joita alustat käyttävät hyväkseen. Ulkoisvaikutus on vaihdannan seuraus, joka koskee muita kuin vaihdannan osapuolia. Näillä ulkoisvaikutuksilla alustat pyrkivät saamaan kilpailuetua, esimerkiksi vaihdantaan liittyvän datan käyttö toiminnan optimointiin.³²

Rahoituspalveluala kuitenkin eroaa merkittävästi esimerkiksi majoitus- ja kuljetuspalvelualoista, joissa Uber ja AirBnB ovat saaneet suuria markkinaosuuksia. Suurimpana erona on rahoituspalvelualan painava sääntely, jonka takia joukkorahoituksen tutkiminen osana alustataloutta ei ole tässä yhteydessä tarkoituksenmukaista. Olemassa olevan sääntelyn takia joukkorahoitukselta ei voida odottaa samanlaista kehitysvauhtia ja kannattavuutta, joka muilla alustatalousyrityksillä on ollut. On silti hyvä tiedostaa joukkorahoitus osaksi alustataloutta, kun koko talous liikkuu kohti alustapohjaisuutta, saa joukkorahoitus osakseen tietynkaltaista luottamusta.

Maailma on koko 2000-luvun mennyt pidemmälle digitalisaatiossa, jonka kautta markkinoille on tullut FinTech-teknologioita eli finanssiteknologioita. FinTechin tarkoituksena on tarjota palveluita digitaalisessa muodossa, jotka ovat pitkään olleet yksinomaan perinteisten pankkien ja rahoitusyhtiöiden tarjottavina. Kyse on siis kilpailemisesta perinteisten finanssitoimijoiden kanssa. Teknologiat perustuvat pitkälti internetpohjaisuuden tarjoamaan kustannustehokkuuteen, sekä uusiin teknologian innovaatioihin, kuten blockchainiin tai tekoälyyn. Kenties merkittävin finanssiteknologian ilmentymä, ainakin käytännön kannalta,

³¹ Koponen 2019, s. 23.

³² Koponen 2019, s. 23–24. Ulkoisvaikutuksiin liittyen Ks. myös Määttä 2016, s. 34–38.

on joukkorahoitus. Internetpohjaisen toteutuksen myötä joukkorahoitus vastaa yritysten rahoitustarpeeseen helpottamalla tiedonsaantia yrityksen ja sijoittajan välillä.³³

2.3 Joukkorahoituksen määritelmä

Joukkorahoituksella ei ole mitään yhtä yhteisesti sovittua määritelmää. Tämä johtuu pitkälti siitä, että joukkorahoitus on uusi ja innovatiivinen ratkaisu, joten se vielä kehittyy. Tätä kehitystä ei haluta haitata antamalla tarkkaa määritelmää asiasta. Jos määritelmällä rajattaisiin joukkorahoitus tiettyyn kehykseen, voisi mahdolliset positiiviset vaikutukset tuon kehyksen ulkopuolelta jäädä saavuttamatta. Riittävän yleiset määritelmät esimerkiksi laissa, sallivat joukkorahoituksen toimintamuotojen vapaan kehityksen.³⁴ Hallitus on joukkorahoituslain esitöissä määritellyt joukkorahoituksen varojen keräämiseksi yleisöltä ennalta määritetyn hankkeen tai toiminnan rahoittamiseksi, useimmiten internetpohjaisen alustan välityksellä.³⁵ Määritelmästä voidaan ensinnäkin nostaa esiin se seikka, että joukkorahoitus on varojen keräämistä yleisöltä. Uskon tämän seikan olevan universaali joukkorahoituksen määritelmässä, sillä se on koko konseptin pohjimmainen idea. Hallitus ei ole tässä yhteydessä määritellyt yleisöä, mutta yleisönä on yleensä pidetty rajoittamatonta joukkoa luonnollisia tai juridisia henkilöitä.³⁶ Mielenkiintoista on, että hallitus ei edellytä joukkorahoituksen tapahtuvan internetin välityksellä. Tämä voi johtua siitä, että määritelmällä varaudutaan johonkin internetin kaltaiseen uuteen teknologiaan, tai siitä, että hallitus varmistaa sen, ettei lakia kierretä jättämällä internetpohjaisuus toiminnasta pois. Kuitenkin joukkorahoitus liittyy vahvasti digitalisaatioon ja internetpohjaisuuteen, joka on sallinut toiminnan kasvun.

EU taas ottaa joukkorahoituksen määritelmään mukaan internetin. Esimerkiksi joukkorahoitusasetuksessa määritellään että: ”joukkorahoituspalvelun tarjoaja ylläpitää ilman omaa riskiä yleisölle avointa digitaalista alustaa saattaakseen yhteen mahdolliset sijoittajat tai lainanantajat ja rahoitusta etsivät yritykset”.³⁷ Tässä määritelmässä siis digitaalinen alusta on

³³ Lisätietoa FinTech-teknologiasta Ks. Gupta – Tham 2019.

³⁴ HE 46/2016 vp. s. 105.

³⁵ HE 46/2016 vp. s.79. Lainausta ei ole suora, sillä hallitus viittaa vain laina- ja sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen, jota elinkeinonharjoittaja hakee.

³⁶ HE 33/2002 vp, s. 9.

³⁷ Joukkorahoitusasetus, kohta 1.

yksi joukkorahoituksen vaatimus. Määritelmän mukaan alusta ei myöskään ota omaa riskiä liittyen joukkorahoitukseen, eli rahoitus ei siis voi tulla alustaa ylläpitävän yrityksen taseesta. Toki on selvää, että tietynlainen riski on myös alustalla. Kaikkeen liiketoimintaanhan liittyy riskejä. Myös komission julkaisemassa yrityksille suunnatussa joukkorahoitus oppaassa edellytetään internetpohjaisuutta, sen mukaan: ”joukkorahoitus on tapa kerätä rahaa projekteihin ja liiketoiminnan rahoitusta varten. Sen avulla varojen kerääjät voivat kerätä rahaa suurelta ihmisjoukolta verkkosivustojen kautta.”³⁸ Tämäkin määritelmä edellyttää siis internetpohjaisuutta, sekä yleisölle suunnattua rahoituspyyntöä. Komission sääntelytarkastelulautakunta taas kutsui joukkorahoitusta internetajan vaihtoehdoksi pankkilainoille.³⁹ Tässä kohtaa kyse ei ole niinkään määritelmästä vaan luonnehdinnasta. Vaikka luonnehdinta on sinänsä vajavainen, ettei se ota huomioon kaikkia joukkorahoituksen muotoja, kuvaa se mielestäni hyvin joukkorahoituksen merkittävyyttä. Itse lisäisin siihen vielä maininnan pk-yrityksistä, sillä juuri niiden näkökulmasta joukkorahoitusta voidaan pitää internetajan vaihtoehdoksi pankkilainoille.

Koska tämä tutkielma keskittyy EU-oikeuteen, käytän EU:n määritelmää joukkorahoituksesta. Toiminnalta edellytetään siis internetpohjaista alustaa, jolla yleisö voi vastata yritysten rahoituspyyntöihin.

2.4 Joukkorahoituksen toimijat

Joukkorahoitus on siis digitaalisella alustalla toimiva rahoituksen muoto, mutta mitä se tarkoittaa käytännössä. Joukkorahoituksessa voidaan nähdä toimivan kolme tahoja. Ensinnäkin on sijoittajia tai rahoittajia eli rahoitusjärjestelmän mukaisia säästäjiä. Kuten rahoitusjärjestelmän yhteydessä käsiteltiin, säästäjät voivat olla kotitalouksia, yrityksiä tai julkisyhteisöjä. Toiseksi on rahoitusta hakevia, eli rahoitusjärjestelmän mukaisia käyttäjiä. Myös käyttäjät voivat olla kotitalouksia, yrityksiä tai julkisyhteisöjä. Kolmas taho on alustatalouden periaatteiden mukainen joukkorahoitusalue, jossa säästäjät ja käyttäjät ’tapaavat’.

³⁸ Komissio: Joukkorahoitus – Opas pk-yrityksille 2017, s. 6.

³⁹ SEC (2018) 131 final, (A) Context.

Sijoittajan rooli joukkorahoituksessa on yksinkertainen, hän etsii houkuttelevia hankkeita, joihin hän voi pääomansa sijoittaa. Sijoituksen muoto riippuu joukkorahoituksen muodosta. Kyse voi olla lainasta, omistusosuudesta, lahjoituksesta tai ns. ennakkotilauksesta. Niinpä myös sijoittajien motiivit vaihtelevat. Koska joukkorahoituksen ideana on kerätä rahoitusta suurelta joukolta, ovat sijoittajat ehdottoman tärkeä osa palvelualustan menestystä. Jos sijoittajia on rekisteröitynyt paljon alustalle, on rahoituksen saanti helpompaa.

Rahoituksen hakijan rooli on antaa tarpeeksi tietoa hankkeesta tai yrityksestä, jotta sijoittaja voi tehdä sijoituspäätöksen. Haettu rahoitus voi olla oman pääoman tai vieraan pääoman ehtoista. Hakija ilmoittaa alustalla hakevansa rahoitusta, ja asettaa tietyn summan, joka tarvitaan. Jos summaa ei saada kokonaan kerättyä, palautetaan pääoma sijoittajille. Onnistunut joukkorahoitushanke vaatii siis koko haetun summan keräämisen, tai muuten rahoitus jää kokonaan saamatta. Kallion ja Vuolan mukaan rahoituksen hakija ei voi olettaa rahoituksen saamista pelkästään alustalla olemassa olevien sijoittajien turvin, vaan hanketta pitää myös markkinoida sijoittajille muissa kanavissa.⁴⁰ Rahoitusta hakevat tahot voivat käyttää rahoituspyyntöä myös markkinoimiskeinona, ja markkinatestausta keinona. Jos kyse on esimerkiksi innovatiivisesta ideasta, onnistunut joukkorahoituskampanja voi todistaa sen, että idealle on kannatusta. Jos alustalla on paljon sijoittajia, voi rahoituspyyntö toimia myös mainoksena yritykselle.

Alustan rooli joukkorahoituksessa on tuoda yhteen sijoittajat ja rahoitusta hakevat. Alusta on yleensä verkkosivu, johon sijoittajat voivat rekisteröityä. Alusta myös vastaa siitä, että rahoitusta hakevat ovat rahoituskelpoisia, eli kyse on riskienhallinnasta.⁴¹ Vaikka alustan intressissä on tarjota sijoittajille hyviä sijoituskohteita, se ei ole vastuussa rahoitusta hakevan yrityksen kannattavuudesta, tai sijoituksen kannattavuudesta. Alusta myös fasilitoi sijoitustoimet, eli dokumentoi sijoittajan ja rahoitettavan väliset sopimukset, ja järjestää maksuliikenteen. Jos alusta hoitaa itse maksujenvälityksen, tarvitsee se siihen luvan finanssivalvonnalta, ja siihen soveltuu maksujenvälitystä koskevat lait. Alusta voi myös antaa maksuliikenteen hoitamisen kolmannelle taholle, jolloin sen ei tarvitse huolehtia asiasta. Samoin jos alusta antaa sijoittajalle liian personoituja neuvoja tai suosituksia sijoituskohteista,

⁴⁰ Kallio – Vuola 2018, s. 74.

⁴¹ Kallio – Vuola 2018 s. 72.

voidaan se katsoa sijoituspalveluyritykseksi, joka vaatii toimilupaa, ja johon taas sovelletaan sijoituspalvelulakia. Myös joukkorahoituksen välittäjän tulee rekisteröityä Finanssivalvonnan ylläpitämään rekisteriin⁴², mutta sääntely on huomattavasti kevyempää, kuin esimerkiksi maksujenvälittäjälle tai sijoituspalveluyritykselle. Alustan liiketoiminnan voitollisuus perustuu rahoituksen järjestämisestä perittyyn osuuteen.⁴³

2.5 Lainamuotoinen ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus

Joukkorahoitus on siis vaihtoehtoisen rahoituksen muoto, ja sen ideana on kerätä pääomaa suurelta joukolta tiettyyn tarkoitukseen. Lainamuotoinen joukkorahoitus on vieraan pääoman ehtoista rahoitusta. Rahoitusta tarvitseva hakee siis lainaa yleisöltä verkkoalustan kautta.

Sijoittajan näkökulmasta kyse on tuoton tavoittelusta, olettaen että lainalla on korko.

Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa rahoitusta hakeva on yritys tai muu elinkeinonharjoittaja, ja näin ollen kuluttajansuojalain säännökset eivät koske toimintaa. Sen sijaan rahoitusmarkkinasääntely soveltuu lainamuotoiseen joukkorahoitukseen.

Lainamuotoinen joukkorahoitus on yleensä toteutettu siten, että laki luottolaitostoiminnasta ei sovellu siihen, eli alusta ei vastaanota takaisinmaksettavia varoja yleisöltä.⁴⁴ Luottolaitoksille asetetaan suhteellisen tiukat velvoitteet toimintaan liittyen, ja olisi joukkorahoitusalan intressien vastaista sitoutua noihin velvoitteisiin. Lainamuotoista joukkorahoitusta säännellään Suomessa nykyään joukkorahoituslaissa.

Sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa rahoitusta hakeva laskee liikkeeseen rahoitusvälineitä kuten osakkeita, velkakirjoja tai näiden sekoituksia, ja yleisö voi ostaa tai merkitä niitä alustalla.⁴⁵ Jos verrataan sijoitusmuotoista joukkorahoitusta listautumisantiin, suurimpana erona on rahoitusinstrumenttien jälkimarkkinat. Sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa rahoitusinstrumentti saattaa olla siirtokelvoton, ja siirtokelpoisenkin instrumentin tapauksessa jälkimarkkinat ovat hyvin rajalliset.⁴⁶ Myös haetun rahoituksen suuruus on joukkorahoituksessa pienempi. Sijoitusmuotoista joukkorahoitusta säännellään

⁴² Joukkorahoituksen välittäjät. Finanssivalvonta.

⁴³ Kallio – Vuola 2018, s.72

⁴⁴ HE 46/2016 vp s. 18.

⁴⁵ HE 46/2016 vp s. 19.

⁴⁶ ESMA/2014/1378, s. 7.

Suomessa pääasiassa joukkorahoituslaissa, mutta riippuen toiminnan järjestelyistä myös laki vaihtoehtorahastojen hoitajista, arvopaperimarkkinalaki, laki luottolaitostoiminnasta, sijoituspalvelulaki ja maksulaitoslaki saattavat soveltua.⁴⁷ Kuten lainamuotoinen joukkorahoituskin, on sijoitusmuotoinen joukkorahoitus osa säänneltyjä rahoitusmarkkinoita. Sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa sijoittajan motivaationa on yleensä sijoituksen arvonnousu tai osingot.

2.6 Joukkorahoitusmarkkinat

Vaihtoehtoisen rahoituksen markkinat ovat kasvaneet viimeisen kymmenen vuoden aikana hurjasti. Vuonna 2013 vaihtoehtoisen rahoituksen markkinavolyymi maailmassa oli noin 8,5 miljardia euroa.⁴⁸ Vuonna 2017 taas volyymi oli noin 367 miljardia euroa.⁴⁹ Vuonna 2018 vaihtoehtoisen rahoituksen markkinat kääntyivät kuitenkin laskuun, ja ne olivat vuonna 2020 enää 100 miljardia euroa. Maailman vaihtoehtoisen rahoituksen markkinoiden kehitys vaikuttaa huolestuttavalta näiden lukujen valossa, mutta todellisuudessa kyse on Kiinan tiukasta sääntelystä, joka tuli voimaan 2018.⁵⁰ Jos katsotaan pelkästään kiinan volyymia, saavutti vaihtoehtoisen rahoituksen markkinat huippunsa siellä vuonna 2017, kun niiden volyymi oli 314 miljardia euroa, ja ne muodostivat 86 % koko maailman markkinoista. Vuonna 2020 kiinan vaihtoehtoisen rahoituksen markkinat olivat kutistuneet noin miljardiin euroon, eli yli 300-kertaa pienemmiksi kuin 3 vuotta aiemmin, ja Kiinan osuus koko maailman markkinoista oli vain noin prosentti. Jos jätetään Kiina huomioimatta, ovat muun maailman vaihtoehtoisen rahoituksen markkinat kasvaneet tasaisesti. Vuonna 2015 markkinavolyymi oli noin 39 miljardia euroa, ja vuonna 2020 noin 99 miljardia euroa. Markkinat ovat siis muualla maailmassa kasvaneet tasaiseen tahtiin.⁵¹

Jos otetaan tarkasteluun Pohjois-Amerikan ja Euroopan vaihtoehtoisen rahoituksen markkinat, voidaan huomata, että Pohjois-Amerikassa markkinat ovat huomattavasti

⁴⁷ HE 46/2016 vp s. 19.

⁴⁸ Cambridge Centre for Alternative Finance 2017, s. 22.

⁴⁹ Cambridge Centre for Alternative Finance 2021, s. 35.

⁵⁰ Cambridge Centre for Alternative Finance 2021, s. 35.

⁵¹ Cambridge Centre for Alternative Finance 2021, s. 35.

kehittyneemmät. Vuonna 2013 Pohjois- ja Etelä-Amerikan yhteenlaskettu markkinavolyymi oli noin 3,24 miljardia euroa ja Euroopan yhteenlaskettu markkinavolyymi noin 1,13 miljardia euroa.⁵² Vuonna 2020 pelkästään Pohjois-Amerikan markkinavolyymi oli noin 65 miljardia euroa, Euroopassa taas markkinavolyymi oli noin 19 miljardia euroa. Pohjois-Amerikka siis vastasi 65 %:a markkinoista, ja Eurooppa 20 %:a. Jos vähennetään Iso-Britannian osuus Euroopan markkinoista, jäljelle jää noin 9 miljardin euron markkinavolyymi, joka vastaa yhdeksää prosenttia maailmasta.⁵³ Koska Iso-Britannia erosi EU:sta, ovat EU:n vaihtoehtoisen rahoituksen markkinat noin 7 kertaa pienemmät kuin Pohjois-Amerikan. Tämä on huolestuttavaa ottaen huomioon, että EU:n bruttokansantuote on lähes sama kuin Pohjois-Amerikan.⁵⁴

Markkinavolyymien eroa voidaan selittää monella syyllä, tärkeimpänä on kuitenkin yhteiset säännökset. Pohjois-Amerikan markkinoista suurin osa koostuu Yhdysvalloista, jossa markkinoita koskevat säännökset koskevat jokaista osavaltiota, eli koko maata. EU:ssa taas ei vuosina 2013–2020 ole ollut nimenomaisia säännöksiä koskien vaihtoehtoista rahoitusta. Tämän seurauksena osa jäsenvaltioista on säätänyt kansallisia lakeja, jotka eroavat toisistaan, ja markkinoiden on pitänyt kehittyä jäsenvaltion sisällä. Osa jäsenvaltioista ei ole säännellyt vaihtoehtoista rahoitusta suoraan, ja EU:n säännöksien soveltuvuudesta on ollut epäselvyyttä, ja niitä on pidetty huonosti vaihtoehtoiseen rahoitukseen soveltuvina. Toisin sanoen Yhdysvalloissa markkinat ovat saaneet kehittyä yhtenäisiksi markkinoiksi, ja EU:ssa on muodostunut hajanaisia kansallisia markkinoita, jotka hidastavat koko markkinan kehitystä. Brexit ei myöskään auttanut asiaa, Iso-Britannian muodostaessa yli puolet EU:n vaihtoehtoisen rahoituksen markkinoista. Lontoo oli ja on Euroopan finanssisektorin tärkein keskittymä, ja uusien keskittymien muodostuminen EU:n sisällä vie oman aikansa. EU:n joukkorahoitusmarkkinat ovat siis alikehittyneet ja komissiokin tämän tiedostaa, sekä pyrkii korjaamaan asiaa.⁵⁵

⁵² Cambridge Centre for Alternative Finance 2017, s. 22.

⁵³ Cambridge Centre for Alternative Finance 2021, s. 35.

⁵⁴ Eurostat 2020. Pohjois-Amerikan eli USA:n ja Kanadan BKT osoitettuna ostovoimastandardilla vastasi 17,8 %:a maailman taloudesta, kun EU:n vastaava luku vastasi 16 %:a maailman taloudesta.

⁵⁵ Crowdfunding. Euroopan komissio.

Tähän asti käsittelyssä on ollut koko vaihtoehtoisen rahoituksen markkinat, mutta joukkorahoitus muodostaa markkinasta vain osan. Vielä pitää huomioida, että tämä tutkimus keskittyy laina- ja sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen, joten markkinaa pitää rajata vielä lisää. Vertaislainaus, eli yksityisille henkilöille suunnattu lainananto, on aina muodostanut suurimman osan vaihtoehtoisesta rahoituksesta. Vuonna 2020, kun koko markkinavolyymi oli 100 miljardia euroa, vastasi vertaislainaus noin 30 miljardia euroa eli hieman alle kolmasosaa. Seuraavaksi suurimmat vaihtoehtoisen rahoituksen muodot vuonna 2020 olivat yrityksille suunnatut taselainaukset (*balance sheet lending*).⁵⁶ Toiminnassa digitaalinen alusta lainaa pääomaa oman taseensa kautta, eikä siirrä lainoja sijoittajille. Järjestelyssä alusta on siis luotonantaja, ja kantaa riskin siitä, ettei lainaa makseta takaisin.⁵⁷ Taselainauksen (sisältäen yrityksille, kuluttajille ja kiinteistöihin kohdistuvan taselainauksen) volyymi vuonna 2020 oli noin 36 miljardia euroa, ja suurin osa tästä koostui yrityksille suunnatuista lainoista. Taselainaus ei ole lainamuotoista joukkorahoitusta tämän tutkimuksen kontekstissa, koska alusta kantaa riskin lainasta, eikä luovuta sitä eteenpäin. Kolmanneksi suurin vaihtoehtoisen rahoituksen muoto, vertaislainauksen ja yrityksille suunnatun taselainauksen jälkeen, oli vuonna 2020 lainamuotoinen joukkorahoitus. Lainamuotoisen joukkorahoituksen kokonaisvolyymi oli noin 13,5 miljardia euroa, joten se vastasi noin 14 %:a koko vaihtoehtoisen rahoituksen markkinoista. Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen volyymi vuonna 2020 oli hieman yli miljardi euroa, ja se vastasi vain noin prosenttia kokonaismarkkinoista. Mielenkiintoista kyllä, lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus vastasi noin kuutta prosenttia markkinoista, ja sen volyymi oli 6 miljardia euroa.⁵⁸

2.7 Pk-yritykset ja joukkorahoitus

Kuten jo mainittu, joukkorahoituksessa rahoituksen hakija voi lähtökohtaisesti olla kuka tahansa, eli luonnollinen henkilö tai oikeushenkilö millaisena yritysmuotona tahansa. Yrityksille suunnatun joukkorahoituksen pääasialliset käyttäjät, eli rahoituksen hakijat, ovat kuitenkin pk-yrityksiä.⁵⁹ Tämä johtuu siitä, että suurien yritysten käytössä on huomattavasti halvempia rahoitusvaihtoehtoja, ja niiden rahoituksen tarve on myös suurempi.

⁵⁶ Cambridge Centre for Alternative Finance 2021, s. 42.

⁵⁷ Schmidt 2021.

⁵⁸ Cambridge Centre for Alternative Finance 2021, s. 42

⁵⁹ Cambridge Centre for Alternative Finance 2021, s. 49.

Joukkorahoitus ei kykene vastaamaan kymmenien miljoonien eurojen hankkeisiin. Pk-yritykset eivät myöskään saa lainaa pankista yhtä helposti, kuin suuret yritykset. Myös start-up-yritykset, jotka voidaan yleensä lukea pk-yrityksiksi, ovat aktiivisia rahoituksen hakijoita joukkorahoitusaloilla. Joukkorahoituksen kytkökset kannatuksen määrittämiseen ja markkinointiin, tekevät siitä yhä kannattavamman vaihtoehdon pk-yrityksille.

Havainnollistavana esimerkkinä joukkorahoituksen kyvystä vastata erityisesti pk-yritysten rahoitustarpeeseen ja toisaalta joukkorahoituksen rajallisiin mahdollisuuksiin toimia suurempien yritysten rahoituskeinona voidaan tarkastella Injeq:ää. Älyneulayhtiö Injeq julkisti 21.2.2022 aikeensa listautua First North -markkinapaikalle, tarkoituksenaan kerätä 8 miljoonaa euroa. Muutamaa päivää myöhemmin Ukrainassa syttyi sota, ja Injeq joutui perumaan, tai ainakin lykkäämään listautumista markkinoiden epävarmuuden vuoksi. Rahoitustarve ei kuitenkaan kadonnut, ja noin kuukautta myöhemmin Injeq suoritti joukkorahoituskampanjan Invesdor alustalla, ja keräsi viikossa 3,3 miljoonaa euroa. Joukkorahoitus tarjosi siis nopean ja tehokkaan tavan Injeqillä kerätä pääomaa, kun listautuminen miellettiin liian suureksi riskiksi. Toisaalta kerätyt varat riittävät Injeqillä vain noin vuodeksi, yhtiön panostaessa kasvuun. Joukkorahoitus ei siis suoraan ratkaissut yhtiön rahoitustarvetta, vaan tyydytti sen hetkelliseksi. Yhtiön johto onkin kertonut, että listautuminen on vielä suunnitelmassa.⁶⁰ Vaikka oletettaisiin joukkorahoituksen pystyvän sijoittajien puolesta vastaamaan suurempiinkin rahoitustarpeisiin,⁶¹ muodostaa lainsäädäntö esteen, sillä myös joukkorahoitushankkeen tarjoajan on laadittava esite, jos tarjottujen arvopaperien yhteenlaskettu vastike 12 kuukauden aikana on yli 8 miljoonaa euroa.⁶²

⁶⁰ Herrala, Kauppalehti 2022.

⁶¹ Joukkorahoitusmarkkinat ovat pääoman puolesta huomattavasti pienemmät kuin säännellyt markkinat kuten eri valtioiden pörssit. Kyse on siis havainnollistavasta ja hypoteettisesta väitteestä.

⁶² Joukkorahoituslaki 11§. Joukkorahoitusasetuksessa raja on 5 miljoonaa euroa (artikla 1).

3 Pääomamarkkinaunioni

3.1 Pääomamarkkinaunionin kehitys

Seuraavaksi tarkastellaan pääomamarkkinaunionin kehitystä EU:ssa. Pääomamarkkinaunioni oli ja on edelleen laaja hanke, ja siihen sisältyy monia lainsäädäntöhankkeita ja tavoitteita. Tässä yhteydessä ei ole tarkoituksenmukaista käydä läpi jokaista erillistä toimea ja kehityskohtaa, koska niiden vaikutus tähän tutkielmaan on vähäinen. Niinpä tarkastelussa on keskitytty pääomamarkkinaunionin tavoitteisiin, sekä kehitykseen erityisesti FinTech-teknologian ja joukkorahoituksen kannalta. Tarkastelu alkaa ensimmäisestä toimintasuunnitelmasta, eli vuodesta 2015, ja päättyy vuoden 2020 pääomamarkkinaunioni-toimintasuunnitelmaan, jota edelleen toteutetaan.

Vaikka pääomamarkkinaunioni on itsessään jo laaja hanke, on se osa suurempaa suunnitelmaa, nimittäin Euroopan investointisuunnitelmaa eli Juncker suunnitelmaa. Lempinimensä suunnitelma lainaa komission entiseltä presidentiltä Jean Claude Junckerilta, joka julkaisi suunnitelman marraskuussa 2014. Suunnitelmalla on kolme tavoitetta: poistaa esteitä investoinneilta, tarjota näkyvyyttä ja teknistä tukea projekteille, ja käyttää paremmin taloudellisia resursseja. Tavoitteisiin pääsy koostuu kolmesta pilarista: Euroopan strategisten investointien rahasto (ESIR), Euroopan investointineuvontakeskus ja Euroopan investointiprojekti portaali, sekä säännösteiden poistaminen investoinnista kansallisesti ja EU-tasolla.⁶³ Pääomamarkkinaunionihanke toteuttaa ensimmäistä tavoitetta ja se kuuluu osaksi kolmatta pilaria.

Pääomamarkkinaunionihanke lähti käyntiin helmikuussa 2015, kun komissio julkaisi vihreän kirjan pääomamarkkinaunionin muodostamisesta. Vihreässä kirjassa komissio taustoitti hanketta, ja esitti useita kysymyksiä, joihin intressin omaavat osapuolet voivat lähettää vastauksensa, ja näin vaikuttaa hankkeen tarkkaan sisältöön ja suuntaan. Vihreässä kirjassa komissio huomioi lyhyesti myös FinTechin ja joukkorahoituksen saavuttaman suosion.⁶⁴

⁶³ What is the Investment Plan for Europe? Euroopan komissio 2021.

⁶⁴ COM (2015) 63 final, s. 25.

3.1.1 Ensimmäinen toimintasuunnitelma

Syyskuussa vuonna 2015 komissio julkaisi pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelman, joka loi pohjan pääomamarkkinaunionille.

Pääomamarkkinaunionihanke ei ollut, eikä ole, mikään yksittäinen lainsäädäntöhanke, direktiivi tai asetus, vaan suuri joukko erilaisia toimenpiteitä, joilla on yhteinen tarkoitus: luoda yhteismarkkinat pääomalle ja mahdollistaa sijoitusten vapaa virtaus ympäri unionia.⁶⁵

Vuoden 2015 toimintasuunnitelmassa komissio mainitsi viisi päätavoitetta, joihin sen mielestä huomion pitäisi keskittyä:

- 1) yritysten ja pk-yritysten rahoitusvaihtoehtojen lisääminen,
- 2) asianmukaisen sääntely-ympäristön varmistaminen infrastruktuuriin tehtäville investoinneille ja siihen suunnatulle rahoitukselle,
- 3) sijoittajien investointien ja investointivaihtoehtojen lisääminen,
- 4) pankkien lainanantokapasiteettien parantaminen,
- 5) rajat ylittävien esteiden madaltaminen ja jäsenvaltioiden pääomamarkkinoiden kehittäminen

Vaikka päätavoitteet saattavat vaikuttaa paikoin ympäröiväiltä ja abstrakteilta, sisälsi toimintasuunnitelma paljon konkreettisia toimia liittyen jokaiseen tavoitteeseen. Erityisesti huomioitiin pk-yritysten rahoitus ja sijoittamisen esteiden purkaminen. Komissio nosti esiin myös kasvuyritysten rahoituskanavien kehittymättömyyden, jonka johdosta rahoitus on hyvin paljon keskittynyt pankkijärjestelmän sisään. Ensimmäiseen päätavoitteeseen liittyen komission yksi osatavoite oli innovatiivisten yritysrahoitusmuotojen, kuten joukkorahoituksen, edistäminen.⁶⁶ Komissio mainitsee EU:n tavoitteeksi löytää oikea tasapaino sijoittajansuojan ja joukkorahoituksen laajentumisen välillä. Komissio kertoo myös perustaneensa joukkorahoitusta käsittelevän sidosryhmäfoorumia, jonka tarkoituksena on tutkia joukkorahoitusta ja sen sääntelyä. Toimintasuunnitelmassa myös ilmaistaan, että joukkorahoitusala vastaa arvioidaan ja seurataan, ja sen jälkeen mietitään parhaita keinoja

⁶⁵ What is the capital markets union? Euroopan komissio 2021.

⁶⁶ COM (2015) 486 final, s. 5.

edistää markkinoiden kasvua.⁶⁷ Joukkorahoitusmarkkinoita ei siis lähdetty kehittämään vielä vuoden 2015 toimintasuunnitelman perusteella.

3.1.2 Vuoden 2017 väliarviointi

Kesäkuussa 2017 komissio julkaisi toimintasuunnitelman väliarvioinnin, jossa esiteltiin jo toteutuneita hankkeita, ja tarkasteltiin jäljellä olevia ongelmia ja toimia.

Pääomamarkkinaunionihanke oli lähtenyt hyvin käyntiin, ja uusia päätöksiä oli syntynyt. Parlamentti ja neuvosto olivat päässeet yhteisymmärrykseen riskipääomarahastojen ja yhteiskunnalliseen yrittäjyyteen erikoistuneiden rahastojen sääntelyn avaamisesta, yhteisymmärrykseen oli päästy myös uudesta esiteasetuksesta. Neuvosto ja parlamentti pääsivät sopimukseen myös YLS-arvopaperistamisesta,⁶⁸ ja Solvenssi II -direktiivin delegeoitua säädöstä päivitettiin.⁶⁹

Komissio listasi väliarvioinnissa myös yhdeksän uutta ”ensisijaista toimea”, joita se piti pääomamarkkinaunionin tulevina toimintalinjoina.⁷⁰ Toimet olivat linjassa alkuperäisen toimintasuunnitelman kanssa, eikä niiden yksityiskohtainen läpikäynti tässä yhteydessä ole tarkoituksenmukaista. Toimista nostan silti esiin yhden, joka luo pohjan tällekin tutkimukselle. Komission neljäs ensisijainen toimi oli arvioida FinTech-teknoologiaan liittyvän EU:n laajuisen toimiluvan käyttöä vuoden 2017 viimeisellä neljänneksellä. Komissio nosti esiin väitteet siitä, että sääntelyvaatimuksia sovellettaessa FinTech-yrityksiin, syntyy suhteettomia tai epä johdonmukaisia käytäntöjä. Komissio esitti myös kaksi kysymystä asiaan liittyen: ”tarvitaanko rahoitusteknologian toiminnoille ja yrityksille uusia ja oikeasuhtaisempia lupajärjestelyjä esimerkiksi joukkorahoituksen alalla; Miten voidaan tukea Fintech-yrityksiä, jotka on rekisteröity yhdessä EU-maassa ja jotka harjoittavat rajat ylittävää liiketoimintaa ilman, että niiltä vaadittaisiin uutta lupaa kussakin EU-maassa (*passporting*).”⁷¹

⁶⁷ COM (2015) 486 final, s. 8-9.

⁶⁸ YLS = yksinkertainen, läpinäkyvä ja standardisoitu.

⁶⁹ COM (2017) 292 final, s. 4-8.

⁷⁰ COM (2017) 292 final, s. 10-19.

⁷¹ COM (2017) 292 final, s. 14.

Vaikka toimintasuunnitelmaa oli saatu toteutettua onnistuneesti jää väliarvioinnista kysymyksiä. Toimintasuunnitelmassa komissio toteaa seuraavansa joukkorahoitusalan kehitystä, ja arvioivan seurannan perusteella tarvittavia keinoja. Väliarvioinnissa, siis kaksi vuotta toimintasuunnitelman jälkeen, komissio kertoo vieläkin arvioivansa keinoja, joilla FinTech-teknologiaa, mukaan lukien joukkorahoitusta, voidaan kehittää. Komissio vielä nimeää FinTech-teknologiaan liittyväksi toimekseen arvioida EU:n laajuisen toimiluvan käyttöä. Verrattuna muihin konkreettisiin toimintasuunnitelman ja väliarvioinnin toimiin, vaikuttaa FinTech ja joukkorahoitus saavan osakseen vain arviointia arvioinnin perään. Ainoa konkreettinen idea on EU:n laajuinen toimilupa FinTech-teknologian toimiin, joka on ensinnäkin ilmiselvä ja tarvittava parannus, jos mietitään pääomamarkkinaunionin tavoitetta yhteisistä pääomamarkkinoista.⁷² Toiseksi idea on myös suhteellisen sekava, ottaen huomioon sen, että FinTech pitää sisällään hyvin erilaisia toimintamalleja ja teknologioita. On vaikea kuvitella toimilupaa, jonka nojalla saa tarjota FinTech-toimia, kun toimet ovat toisistaan hyvin erilaisia. Kenties komissio ei halunnut nimetä nimenomaan joukkorahoitusta kommentoissa toimiluvasta, tavoitteenaan olla sulkematta muita teknologioita ulos, mutta lopputuloksena on hyvin tulkinnanvarainen teksti, joka herättää kysymyksiä siitä onko FinTech-säännöksiä vielä mietitty kovin pitkälle. Kuten aiemmassa luvussa on esitetty, oli joukkorahoitus vuonna 2017 jo erittäin varteenotettava rahoitusmuoto, jonka takia onkin huolestuttavaa, ettei komissiolla ollut sen kehittämiseen liittyen enempää ideoita tai toimia.

3.1.3 FinTech-toimintasuunnitelma ja vuoden 2019 kertomus

Maaliskuussa 2018 komissio julkaisi FinTech-toimintasuunnitelmansa. Hanke liittyy vahvasti pääomamarkkinaunioniin, ja se on seurausta pääomamarkkinaunionin toimintasuunnitelmassa ja väliarvioinnissa mainituista arvioinneista, joita komissio kohdisti FinTech-teknologiaan. Vaikka toimintasuunnitelma kokonaisuudessaan sisälsi paljon arviointia, muiden FinTech-teknologioiden kuten lohkoketjun ja ICO:iden osalta, joukkorahoitukseen liittyen komissio asetti selkeitä konkreettisia tavoitteita ja toimia. Komissio huomioi kansallisten järjestelmien keskinäiset ristiriidat, jotka haittaavat yhteisten joukkorahoitusmarkkinoiden syntyä. Toimintasuunnitelma sisälsi myös toimilupajärjestelmän ehdotuksen, jolla saataisiin toimijat yhteisille markkinoille.⁷³ Komissio siis ehdotti toimilupajärjestelmäasetusta. Kuten edellisessä

⁷² COM (2017) 292 final, s. 14.

⁷³ COM (2018) 109 final, s. 5-8.

alaluvussa todetaan, toimilupajärjestelmää pohdittiin jo väliarvioinnissa, mutta kyse oli vielä koko FinTech-teknologiaa koskevasta toimilupajärjestelmästä, nyt komissio tarkensi asiaa ehdottamalla sijoitus- ja lainanantopohjaisen joukkorahoituksen toimilupajärjestelmää.

Toimintasuunnitelmasta voidaan poimia yksi selkeä tavoite, joka paistaa läpi: sääntely- ja valvontakehyksen tulee sallia rajat ylittävien FinTech palveluiden helppo ja yksinkertainen toteutus. Vastapainona tälle tavoitteelle on esitetty riskejä tietosuoja-, kuluttajansuoja- ja sijoittajansuojakysymyksistä.⁷⁴ Kyse on siis tasapainon löytämisestä, miten saadaan luotua EU:n laajuiset toimivat markkinat, jotka eivät rajoita liikaa sijoittajan-, kuluttajan ja tietosuojaa. Toimintasuunnitelmassa myös mainitaan muunkaltaisia riskejä. Uuden ja innovatiivisen toiminnan hätköity ja ohjaileva sääntely saattaa vaarantaa markkinoiden kehityksen. Toisaalta sääntelyn puute heikentää toimijoiden asemaa kansainvälisillä markkinoilla.⁷⁵ Vaikka riskit on hyvä tiedostaa, on mielestäni outoa, että hätköity sääntely tiedostetaan suureksi riskiksi, ottaen huomioon sen realiteetin, että EU:n joukkorahoitusmarkkinat ovat ja olivat toimintasuunnitelman julkaisuhetkellä täysin alikehittyneet verrattuna muuhun maailmaan. Mielestäni sääntelyä ei voida pitää hätköitynä vuonna 2018, kun teknologia on ollut markkinoilla jo pitkään. Toki sääntelyllä on aina riskinsä, mutta yhtenäiset EU:n laajuiset säännöt vaikuttavat ilmiselvältä vaatimukselta joukkorahoitusmarkkinoiden toiminnan kannalta. Kuten komissio itsekin lausuu toimintasuunnitelmassa, kansallisten säännösten ja valvonnan ristiriitaisuus haittaa suuresti joukkorahoitusmarkkinoita, joten mielestäni sääntelystä ei tulisi pidättäytyä siitä syystä, että markkinat kehittyvät nopeaan tahtiin.⁷⁶

Maaliskuussa 2019 komissio julkaisi kertomuksen, jossa osoitettiin komission esittäneen kaikki lainsäädäntöehdotukset, jotka mainittiin alkuperäisessä toimintasuunnitelmassa ja väliarvioinnissa. Käytännössä kertomuksessa siis käytiin läpi komission lainsäädäntöehdotukset ja komissio piti hanketta onnistuneena. Kertomuksessa mainittiin myös, että hankkeen konkreettiset vaikutukset saattavat näkyä käytännössä vasta tulevaisuudessa. Komissio ei asettanut kertomuksessa uusia tavoitteita tai hankkeita, ja kyse

⁷⁴ COM (2018) 109 final, s. 2-5.

⁷⁵ COM (2018) 109 final, s. 20.

⁷⁶ COM (2018) 109 final, s. 5-8.

olikin pitkälti taaksepäin suuntautuvasta katsauksesta ja hankkeen vaiheiden dokumentoinnista. Toki komissio kannusti Eurooppa-neuvostoa uusimaan sitoumuksensa pääomamarkkinaunioniin, ja jatkamaan sen kehitystä.⁷⁷

3.1.4 Toinen toimintasuunnitelma

Syyskuussa 2020 komissio julkaisi uuden pääomamarkkinaunioni-toimintasuunnitelman. Uusi toimintasuunnitelma alkaa komission uuden puheenjohtajan Ursula von der Leyen sanoin: ”Tehdään pääomamarkkinaunionista vihdoinkin todellisuutta.”⁷⁸ Lause on mielenkiintoinen, kun muistellaan vuoden 2019 komission kertomusta, jossa ilmaistiin pääomamarkkinaunionin hankkeen onnistuneen, ja kaikki sen hetkiset lainsäädäntöhankkeet oli ehdotettu. Toki oli selvää, että pääomamarkkinaunionihanke ei kokonaisuudessaan ollut valmis, mutta kyllä se jo todellisuutta oli.

Tavoitteiltaan toimintasuunnitelma seuraa edeltäjäänsä, visiona on edelleen pääoman ja sijoitusten vapaa virtaus ympäri EU:ta, kohdeyrityksen ja sijoittajan jäsenmaasta riippumatta. Keskiössä on myös edelleen pk-yritysten rahoituksen saannin helpottaminen, oli kyse sitten uusista rahoitustavoista tai vanhojen tapojen laajentamisesta ja avaamisesta. Myös kuluttajille halutaan avata uusia mahdollisuuksia sijoittaa ja säästää, ylläpitämällä silti vahvaa kuluttajansuojaa. Uuden toimintasuunnitelman taustalla on covid-19-pandemiasta elpymisen, ilmastonmuutoksen torjumisen ja talouden digitalisoituminen. Komissio myös korostaa sitä, että vaikka 12/13 alkuperäisen toimintasuunnitelman ja väliarvioinnin hankkeista hyväksyttiin, ei komission tavoitetaso pysynyt ehdotuksissa oikealla tasolla.

Uusi toimintasuunnitelma sisältää 16 toimea, ja päätavoitteina on:

- 1) tukea vihreää, digitaalista, osallistavaa ja kestäväää talouden elpymistä, parantamalla yritysten rahoitusmahdollisuuksia,
- 2) turvata EU-kansalaisten säästäminen ja sijoittaminen pitkällä aikavälillä,
- 3) muuttaa kansalliset pääomamarkkinat sisämarkkinoiksi.⁷⁹

⁷⁷ COM (2019) 136 final, s. 10.

⁷⁸ COM (2020) 590 final, s. 1.

⁷⁹ COM (2020) 590 final, s. 6–15.

Yksittäisiä toimia ei ole tässä yhteydessä tarkoituksenmukaista käydä läpi, nimittäin uusi pääomamarkkinaunioni-toimintasuunnitelma ei mainitse sanallakaan joukkorahoitusta tai FinTech-teknologiaa. Kyseessä tuskin on komission unohdus tai virhe, ja syy löytyy todennäköisesti siitä, että FinTech-teknologian sääntely on luotu omaksi kokonaisuudekseen FinTech-toimintasuunnitelman avulla. Tarvittavat toimet FinTech-teknologian avaamiseksi EU:n alueella on jo käsitelty FinTech-toimintasuunnitelmassa, joten niiden uudelleenkäsittely tuskin olisi tarkoituksenmukaista pääomamarkkinaunionin toimintasuunnitelmassa. Kuukausi toimintasuunnitelman julkaisun jälkeen julkaistiin joukkorahoitusasetus, johon tämänkin tutkielma vahvasti keskittyy. Vaikka uudessa pääomamarkkinaunioni-toimintasuunnitelmassa ei mainittukaan joukkorahoitusta tai FinTech-teknologiaa, voidaan aiheiden katsoa kuuluvan pääomamarkkinaunioniin. Aiheita käsiteltiin alkuperäisessä pääomamarkkinaunioni-toimintasuunnitelmassa ja väliarvioinnissa,⁸⁰ ja asetuksen tekstissäkin mainitaan pääomamarkkinaunionin edistäminen.

3.2 Pääomamarkkinaunionin tavoitteet

Edellisissä alaluvussa mainittiin jo toimintasuunnitelmissa esitetyt tavoitteet, ja nyt on aika tarkastella niitä lähemmin. Suurin osa pääomamarkkinaunionin tavoitteista voidaan liittää tavalla tai toisella joukkorahoitukseen, ja sitä kautta tämän tutkielman rajojen sisään. Tarkastelussa on tavoitteet sekä niiden taustat, eli tavoitteita ei vielä liitetä joukkorahoitussääntelyyn, vaan se tapahtuu viidennessä luvussa.

Ennen kuin käsitellään yksittäisiä tavoitteita, joihin pääomamarkkinaunioni pyrkii, on nostettava esiin koko pääomamarkkinaunionin pohjimmainen idea eli EU:n laajuiset yhteiset markkinat pääomalle. Kaikkien tavoitteiden taustalla vaikuttaa siis yhteisten markkinoiden luominen. Yhteiset markkinat vaativat yhteisiä sääntöjä, ja EU:n ollessa valtioliitto liittovaltion sijaan, vaatii sääntöjen harmonisointi tasapainottelua jäsenvaltioiden suvereniteetin ja EU:n integraation välillä.

EU:n luonteesta johtuen, komission tuli myös 'myydä' pääomamarkkinaunionihanke jäsenvaltioille. EU:n jäsenvaltioilla on kaikilla oma talousjärjestelmänsä, ja yhteiset

⁸⁰ ks. luvut 3.1.1 ja 3.1.2.

pääomamarkkinat väistämättä poistavat jäsenvaltioiden talousjärjestelmien kansallisuutta.⁸¹ Tietyt jäsenvaltiot vastustavat tätä, koska ne eivät halua oman talousjärjestelmän synnyttämien hyötyjen vuotavan muihin jäsenvaltioihin. Toisaalta jotkut jäsenvaltiot hyötyvät talousjärjestelmien yhdistymisestä, ja siirtymisestä pois kansallisesta mallista. Esimerkiksi Iso-Britannia, jonka pääkaupunki Lontoo on Euroopan finanssialan keskus, väistämättä hyötyy talousjärjestelmien yhdistymisestä, kun sen seurauksena pääomaa saapuu lisää Lontooseen. Myös muut toimijat, kuten suuret monikansalliset finanssialan instituutiot, hyötyvät pääomamarkkinoiden avaamisesta ja erityisesti arvopaperistamisen helpottamisesta.⁸² Vastapainona suurten monikansallisten finanssialan toimijoiden voittoihin on pienempien kansallisten toimijoiden tappio. Pienet pankit ja esimerkiksi pörssit ovat aiemmin saaneet toimia oman kansallisen talousjärjestelmänsä puitteissa, ja kun järjestelmää avataan, on pelkona pääoman vuotaminen suuremmille monikansallisille toimijoille.⁸³

Quaglia ja Howarth argumentoivat artikkelissaan, että komission voidaan nähdä myyneen pk-yritysten rahoituksen helpottamista pääomamarkkinaunionin päätavoitteena juuri sellaisille jäsenvaltioille, joiden voidaan olettaa vastustavan ajatusta kansallisten talousjärjestelmien avaamisesta.⁸⁴ Sinänsä lainsäädännön myynti korostamalla julkilausuttuja ja positiivisia tavoitteita, sekä piilottelemalla tosiasiallisia ja negatiiviseksi miellettyjä tavoitteita ei ole käytäntönä uusi.⁸⁵ Quaglia ja Howarth korostavat, että kansallisten talousjärjestelmien avaaminen tuo voittoja heti suurille finanssialan toimijoille, kun taas pk-yritysten rahoituksensaannin helpottuminen on epäsuora sekä epävarma seuraus.⁸⁶ On siis mahdollista väittää, että komissio markkinoi pääomamarkkinaunionia hankkeena, jossa kaikki voittavat, korostamalla pääomamarkkinoiden avaamista tietyille tahoille, pääasiassa Iso-Britannialle, ja korostamalla pk-yritysten rahoitusta muille tahoille, jotka mahdollisesti häviäisivät pääomamarkkinoiden avaamisesta. Kun käsitellään pääomamarkkinaunionin yksittäisiä tavoitteita, on pidettävä mielessä edellä mainitut poliittiset lataukset.

⁸¹ Quaglia – Howarth 2018, s. 996.

⁸² Quaglia – Howarth 2018, s. 996.

⁸³ Quaglia – Howarth 2018, s. 997-998.

⁸⁴ Quaglia – Howarth 2018, s. 998.

⁸⁵ Määttä 2016, s. 52–53.

⁸⁶ Quaglia – Howarth 2018, s. 997.

3.2.1 Ensimmäisen toimintasuunnitelman tavoitteet

Ensimmäisessä toimintasuunnitelmassa ensimmäiseksi mainittu tavoite oli yritysten, erityisesti pk-yritysten, rahoitusvaihtoehtojen lisääminen. Pk-yritysten rahoituksen turvaaminen on erittäin tärkeää EU:lle, sillä pk-yritykset muodostavat 99,8 % kaikista yrityksistä, työllistävät 66,8 % kaikista työntekijöistä ja tuottavat 57,9 % arvonlisästä, jos jätetään finanssialan yritykset huomioimatta.⁸⁷

Ymmärtääksemme ongelman pk-yritysten rahoituksensaannissa, on asiaa katsottava laajemmasta näkökulmasta. Rahoitusjärjestelmät on perinteisesti jaettu kahteen kategoriaan: markkinapohjaisiksi tai pankkipohjaisiksi. Jako kuvaa sitä, millä tavalla pääoma allokoidaan järjestelmässä, pankkien kautta vai arvopaperimarkkinoiden kautta. Molemmissa järjestelmissä pankeilla ja arvopaperimarkkinoilla on toki roolinsa, mutta jako kuvaa allokoinnin painottumista. Manner-Euroopan, johon suurin osa EU:n jäsenvaltioista sijoittuu, on tyypillisesti katsottu olevan pankkipohjainen järjestelmä. Kumpikaan järjestelmä ei ole yksiselitteisesti parempi, ja taloudellisen kasvun syyt löytyvät yleensä instituutioiden tehokkuudesta.⁸⁸ Vuoden 2007 finanssikriisi ei tehnyt pankkipohjaiselle EU:lle ainakaan mitään palveluksia, ja sen seurauksena pankkien (ja muiden rahoituspalveluyritysten) sääntelyä kiristettiin, ja vakavaraisuusvaatimuksia laajennettiin. Tähän yhtälöön, kun vielä lisätään se seikka, että pk-yritysten pankkilainojen saaminen on jo valmiiksi suhteellisen vaikeaa johtuen mahdollisista vakuuksien puuttumisesta tai yrityksen tuoreudesta, ovat pk-yritykset ahtaalla Euroopassa.

Pankit ovat pk-yritysten tärkein rahoittaja, ja EU haluaa mahdollistaa pk-yrityksille vaihtoehtoisia rahoitusmahdollisuuksia. Ongelmana on pk-yritysten suuri eroavaisuus. Joukkoon mahtuu eri kokoisia, eri alalla toimivia, ja erilaisen yhtiömuodon puitteissa toimivia yrityksiä. 'Pk-yritystä' ei siis käytännössä ole olemassa, koska määritelmään lukeutuvat yhtiöt ovat keskenään niin erilaisia.⁸⁹ Tavoite rahoitusvaihtoehtojen lisäämisestä vastaakin juuri

⁸⁷ Annual Report on European SMEs 2013/2014, EU 2014.

⁸⁸ Kalara – Zhang 2018, s. 2-3.

⁸⁹ Kramer-Eis – Lang 2017, s. 96. Pk-yritys tarkoittaa yritystä, jolla on alle 250 työntekijää ja jonka vuosiliikevaihto on 50 miljoonaa euroa tai alle taikka taseen loppusumma on 43 miljoonaa euroa tai alle. Yrityksen on oltava myös riippumaton, eli sen pääomasta tai äänivaltaisista osakkeista 25 % tai enemmän ei ole yrityksen tai yritysten omistuksessa, jotka eivät täytä pk-yrityksen määritelmää. Pk-yritys. Tilastokeskus.

siihen ongelmaan, että pk-yritykset ovat hyvin erilaisia. Esimerkiksi yhtiölle, jonka liiketoiminta vaatii kallista kalustoa, pankkilainan saaminen saattaa olla hyvinkin helppoa, jos kalustoa on jo entuudestaan, sillä olemassa oleva kalusto voidaan asettaa lainan vakuudeksi. Jos kyse on taas yhtiöstä, jonka liiketoiminta vaatii ainoastaan osaavia työntekijöitä, kuten internetpohjainen yhtiö, voi pankkilainan saaminen olla ongelmallista, koska yhtiöllä ei välttämättä ole omaisuutta, jolla laina voidaan taata. Niinpä tällaisen yrityksen pitäisi pystyä kääntymään esimerkiksi joukkorahoituksen puoleen.

Tavoitteena on siis lisätä rahoitusvaihtoehtoja, eli pankkijärjestelmän ulkopuolista pääomaa pyritään ohjaamaan pk-yrityksille. Komissio itse mainitsee vaihtoehtoisiksi tavoiksi rahanlainaus- ja avunantajajärjestelmät, laskuilla kaupankäynnin, vertaislainauksen, joukkorahoituksen ja bisnesenkelit.⁹⁰ Komissio korostaa tavoitteessa tiedonsaantia yritysten ja potentiaalisten sijoittajien välillä. On loogista, että ongelma on tiedonkulun puutteessa, sillä tavoitteena tuskin on ohjata investointeja kannattamattomiin yrityksiin. Kannattaviin yrityksiin, eli toisin sanoen hyviin sijoituskohteisiin, löytyy varmasti investointeja, joten ongelmana on oltava tiedonsaanti. Jos pääomamarkkinoilla on rahaa sekä houkuttelevia sijoituskohteita, mutta ne eivät kohtaa, on ongelmana joko tiedonsaanti, eli sijoittajat eivät ole tietoisia sijoituskohteista, tai sääntely tekee sijoittamisen liian vaikeaksi. Kun kyse on EU:n laajuisista pääomamarkkinoista, on tiedotuksenkin oltava EU:n laajuista. Toisin sanoen tiedotuskanavien pitää toimia koko unionin alueella, jotta sijoittajat ja yritykset saadaan yhteen yhteismarkkinan tavalla.

Seuraava tavoite liittyy erityisen läheisesti rahoitusvaihtoehtojen lisäämiseen, ja se on ikään kuin kolikon kääntöpuoli. Toinen tavoite on siis investointien ja investointivaihtoehtojen lisääminen. Toisaalta investointien lisäämiseen kietoutuu myös muita tavoitteita, kuin uusia sijoitusvaihtoehtoja tai tiedonsaantia sijoituskohteista. Myös perinteisempiin sijoitusvaihtoehtoihin halutaan saada lisää investointeja, joka tarkoittaa ainakin komission mukaan eläkesäästämisen helpottamista ja kasvattamista.⁹¹ Silti edellisen kappaleen keskustelu tiedonsaannin helpottamisesta ja lainsäädäntöesteiden poistamisesta liittyy vahvasti investointien kasvattamiseen ja investointivaihtoehtojen lisäämiseen. Jos mietitään

⁹⁰ COM (2015) 486 final, s. 8.

⁹¹ COM (2015) 486 final, s. 18-21.

sijoittamista yksityissijoittajan kannalta ja oletetaan että sijoittajalla on pääomaa sijoitettavaksi, on pohdittava kysymyksiä siitä, miksi sijoittaja ei investoi pääomaansa.⁹² Kyse voi olla ensinnäkin tiedon puutteesta, eli sijoittajalla ei ole tarpeeksi tietoa sijoittamisesta tai sijoituskohteista. Asian korjaaminen vaatii siis kanavia, joiden kautta sijoittaja saa tietoa sijoituskohteista ja sijoittamisesta. Kohteiden vertailukelpoisuuden ylläpitämiseksi, tulee tietojen olla jollain tapaa standardisoituja, että tiedoista on sijoittajalle hyötyä. Jos oletetaan vielä, että sijoittajalla on tarvittavat tiedot, on sijoittamattomuus luultavasti seurausta siitä, että sijoittaja ei usko mahdolliseen tuottoon, tai ei luota annettuun tietoon taikka sijoituskohteisiin. Sijoittaja siis kokee riskit suuremmiksi kuin mahdolliset tuotot. Myös tähän ongelmaan voidaan vastata oikeiden ja luotettavien tietojen avulla, sekä ennen kaikkea vahvalla sijoittajansuojalla. Komissio korostaakin toimintasuunnitelmassaan vahvan sijoittajansuojan ylläpitoa, joten sekin voidaan lukea yhdeksi pääomamarkkinaunionin tavoitteeksi.⁹³

Viimeinen tavoite, jonka haluan nostaa esiin alkuperäisestä toimintasuunnitelmasta, on rajat ylittävien investointien helpottaminen. Yhteiset pääomamarkkinat vaativat rajat ylittävää investointia, joten siitä pitäisi tehdä mahdollisimman helppoa. Komissio käyttää ilmausta: ”rajat ylittävien esteiden madaltaminen”,⁹⁴ luultavasti siitä syystä, että esteitä on oikeastaan mahdoton poistaa kokonaan. Tiettyjä esteitä, tai paremmin hidasteita, tarvitaan sijoittajansuojan ja markkinoiden vakauden ylläpitämiseksi. Esimerkiksi valvonta on erittäin tärkeä osa pääomamarkkinoiden toimintaa, koska se ylläpitää luottamusta ja turvaa sääntöjen noudattamista. Markkinoiden valvonta toteutuu EU:ssa kansallisella tasolla, Suomessa markkinoita valvoo Finanssivalvonta, Ruotsissa *Finansinspektionen* ja niin edelleen. Toki EU:lla on oma markkinavalvojansa, Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (ESMA), mutta pääasiassa valvonta tapahtuu kansallisten viranomaisten toimesta, joka tietenkin monimutkaistaa rajat ylittävää investointia. Vaikka EU:lla olisikin resurssit hoitaa valvonta keskitetysti ESMA:n kautta, ei se välttämättä olisi poliittisesti mahdollista, sillä keskitetty valvonta leikkaa jäsenvaltioiden suvereniteettia. Toiseksi keskitetty valvonta ei välttämättä edes olisi kustannustehokasta markkinoita ajatellen, joka taas heikentäisi

⁹² Ks. luku 2.1, jossa osoitetaan talletuksien olevan suomalaisten kotitalouksien suurin pääomaluokka. Voidaan siis todeta, että Suomessa yksityissijoittajilla on ylimääräistä pääomaa sijoitettavaksi.

⁹³ COM (2015) 486 final, s. 29.

⁹⁴ COM (2015) 486 final, s. 6.

pääomamarkkinaunionia.⁹⁵ Niinpä siis tietyt 'esteet' rajat ylittävissä sijoittamisessa ovat välttämättömiä. Silti esteiden madaltaminen on välttämätöntä toimivien pääomamarkkinoiden saavuttamiseksi. Esimerkiksi valvonnan osalta esteitä voidaan madaltaa lisäämällä yhteistyötä kansallisten valvojien kesken.

3.2.2 Toisen toimintasuunnitelman tavoitteet

Toinen toimintasuunnitelma sisälsi kolme keskeistä ja osin abstraktia tavoitetta. Ensimmäisenä tavoitteena komissio mainitsi vihreän, digitaalisen, osallistavan ja kestävän talouden elpymisen tukemisen, parantamalla yritysten rahoituksensaantia.⁹⁶ Elpymisen tukemisella viitataan Covid-19-pandemian aiheuttamiin talouden häiriöihin. Elpymisen tukeminen on ymmärrettävä prioriteetti, kun otetaan huomioon, että vuonna 2015, kun ensimmäinen toimintasuunnitelma julkaistiin, ei pandemia ollut vielä käynnissä ja talous sen seurauksena muuttui paljolti. Komissio haluaa elvytyksen keskittyvän nimenomaan vihreään, digitaaliseen, osallistavaan ja kestäväan talouteen. Vihreä ja kestävä talous ovat suhteellisen selkeitä tavoitteita.⁹⁷ Ilmastonmuutos ja luonnonvarojen rajallisuus pakottaa taloutta siirtymään kestäviin ratkaisuihin ja ympäristöystävällisiin menetelmiin. Tähän tavoitteeseen pyritään ohjaamalla sijoituksia yrityksiin, jotka toteuttavat vihreää sekä kestävää toimintaa. Komissio aikookin esittää kestäväan rahoituksen strategian, jolla tavoitteeseen yritetään päästä.⁹⁸ Myös digitaalisen talouden osalta on komissio esittänyt jo strategian aiemmin. Tavoitteena on ohjata rahoitusta innovatiivisiin yrityksiin, jotka eivät saa vakuuksien puutteen vuoksi pankkilainoja. Kyse onkin siis digitaalisista rahoitusvaihtoehdoista, eikä rahoituksesta digitaalisiin, tai pikemminkin digitaalista kehitystä edistäviin, yrityksiin. Vaikkei komissio sitä suoraan ilmaisekaan, voidaan tulkita kyseessä olevan FinTech-teknologian edistäminen. FinTech-teknologia nimittäin juuri vastaa tavoitetta digitaalisista rahoituskeinoista. Myös osallistava talous mainitaan tavoitteeksi. Osallistavuudessa on kyse siitä, että komissio haluaa yksittäiset sijoittajat mukaan pääomamarkkinoille mahdollisimman suuressa määrin.

⁹⁵ Ks. Li 2017.

⁹⁶ COM (2020) 590 final, s. 7.

⁹⁷ Kestävyys (esimerkiksi termeissä kestävä talous ja kestävä kehitys) pitää sisällään monta muutakin ulottuvuutta, kuin ympäristön ja luonnon. Tämän tutkielman kontekstissa ei ole tarkoituksenmukaista tutkia termin sisältöä sen tarkemmin. Lisätietoa Ks. Portney 2015.

⁹⁸ COM (2020) 590 final, s. 4.

Tavoite koostuu pienemmistä osatavoitteista, joihin pyrittäessä komissio uskoo osallistavuuden toteutuvan. Osatavoitteet ovat: ”riittävä suoja, puolueeton neuvonta ja oikeudenmukainen kohtelu, avoimet markkinat, joilla erilaisia kilpailukykyisiä ja kustannustehokkaita rahoituspalveluja ja -tuotteita ja avoimet, vertailukelpoiset ja ymmärrettävä tuotetiedot.”⁹⁹ Kyse on siis pohjimmiltaan sijoittajansuojasta, tiedottamisesta sekä sijoitusvaihtoehdoista. Jos tavoitteita verrataan ensimmäisen toimintasuunnitelman saman osa-alueen tavoitteisiin, ovat ne pohjimmiltaan samat. Jotta tavoitteita voidaan tarkentaa, katsotaan niihin sisältyviä toimia.

Ensimmäinen toimi on EU:n laajuisen foorumin perustaminen, josta sijoittaja saa helposti tietoa yrityksistä.¹⁰⁰ Toimi korostaa tiedonsaannin tärkeyttä pääomamarkkinoilla, ja väistämättä ajaa talousjärjestelmiä yhtenäisemmäksi. Toimi numero 2 koskee listautumissääntöjen yksinkertaistamista, koska ne koetaan erityisen monimutkaisiksi ja kalliiksi tällä hetkellä. Tavoitteena on pienten ja innovatiivisten yritysten rahoituksen helpottaminen.¹⁰¹ Kuten aiemmin todettiin, pk-yritykset ovat kirjava joukko erilaisia toimijoita. On kuitenkin mielenkiintoista painottaa listautumista pienten yritysten rahoituskeinona, kun saatavilla on myös vaihtoehtoisia rahoituskeinoja, joihin keskittyminen saattaisi paremmin vastata pienten yritysten rahoitustarvetta. Vaikka listautumisen hintalapun kritisointi saattaa olla täysin aiheellista, ovat listautumissäännöt paikallaan pitkälti sijoittajansuojan ja markkinaeheyden takia. Kauppalehden mukaan kuluprosentit kasvavat listautumisen annin koon laskiessa, toisin sanoen pienet yritykset maksavat suuremmat suhteelliset kulut, kuin suuret yritykset. Esimerkiksi Fodelian 4,5 miljoonan euron listautumisannista, joutui yhtiö maksamaan 900 000 euron listautumiskulut.¹⁰² Toinen pk-yrityksiin liittyvä toimi on toimi numero 5, jonka mukaan komissio aikoo arvioida järjestelyä, jossa pankkien tulisi ohjata pk-yritykset vaihtoehtoisen rahoituksen tarjoajan puoleen, jos luottohakemus hylätään.¹⁰³ Sinänsä toimella on varmasti positiiviset vaikutukset kaikessa yksinkertaisuudessaan, mutta ongelma pääoman ohjaamisesta pk-yrityksille ei juurikaan

⁹⁹ COM (2020) 590 final, s. 5.

¹⁰⁰ COM (2020) 590 final, s. 8.

¹⁰¹ COM (2020) 590 final, s. 8.

¹⁰² Jurvelin 2020.

¹⁰³ COM (2020) 590 final, s. 10.

muutu. Vaikka pk-yrityksiä ohjattaisiin vaihtoehtoisille rahoituksen tarjoajille, tulee noita markkinoita silti kehittää siitä, mitä ne ovat nyt.

Kolmas ensimmäisen tavoitteen tarkasteltavista toimista on toimi numero 6, jonka mukaan komissio aikoo tarkistaa arvopaperistamisen sääntöjä, parantaakseen luotonantoa pk-yrityksille.¹⁰⁴ Käytännössä komissio siis pyrkii helpottamaan arvopaperistamista. Jos palataan luvun alussa käytyyn keskusteluun siitä, miten komissio on myynyt pääomamarkkinaunioni hankkeena, jossa kaikki voittavat, nähdään tässä toimessa viitteitä siitä. Komissio pyrkii helpottamaan arvopaperistamista, jotta pk-yritykset saavat lainoja. Jos arvopaperistamista helpotetaan, toimintaa harjoittavat voivat arvopaperistaa omaisuuseriä, ja myydä ne pois, jonka seurauksena ne tietenkin lähtevät pois taseesta ja toimintaa harjoittava voi myöntää yhä uusia lainoja. Arvopaperistamista harjoittavat suuret finanssialan toimijat siis saavat sääntelyn helpotuksesta heti hyödyn, kun taas pk-yritykset joutuvat odottelemaan tai toivomaan epäsuoraa vaikutusta, eli lainan saannin helpottumista. Jos lainansaannin esteenä on vakuuksien puuttuminen, ei arvopaperistamisen helpottaminen hyödytä mitenkään kyseistä yritystä.

Toimintasuunnitelman toinen tavoite on tehdä pitkän aikavälin säästämistä ja sijoittamisesta entistä turvallisempaa. Komission mukaan Euroopassa säästöaste on korkealla, mutta vähittäissijoittaminen taas laahaa perässä.¹⁰⁵ Toisin sanoen, yksityishenkilöillä on säästöjä, mutta niitä ei sijoiteta, ainakaan tarpeeksi. Tavoite on jatkumoa ensimmäisestä toimintasuunnitelmasta, ja keskiössä on taas vertailukelpoisen tiedonsaannin puute, sekä talouslukutaidon puute. Tavoite siis kytkeytyy jo useaan otteeseen mainittuun tiedonsaannin parantamiseen. Komissio pohtii myös jäsenvaltioiden edellyttämistä parantamaan kansalaisten tuntemusta sijoittamisesta.¹⁰⁶ Vaikka tavoitteessa puhutaan turvallisuudesta, on tekstistä selvästi luettavissa todelliseksi tavoitteeksi osallisuuden kasvattaminen. Toimissa tai tavoitteen taustoittamisessa muutoinkaan ei esimerkiksi mainita sijoittajansuojaa. Kahdeksas toimi koskee pitkälti tiedonantoa, vaikka myös rahoitusneuvojen ammattipätevyyden

¹⁰⁴ COM (2020) 590 final, s. 10.

¹⁰⁵ COM (2020) 590 final, s. 11.

¹⁰⁶ COM (2020) 590 final, s. 11.

parantaminen mainitaan. Yhdeksäs ja tavoitteen viimeinen toimi taas liittyy eläkkeiden seurantaan, jonka tavoitteena on varmistaa ikääntyvän väestön tulevaisuus.

Toimintasuunnitelman kolmas ja viimeinen tavoite on lähinnä koko hankkeen pohjimmainen idea, eli kansallisten pääomamarkkinoiden muuttaminen yhteisiksi sisämarkkinoiksi. Tavoitteeseen pyritään toimilla, jotka madaltavat rajat ylittävän sijoittamisen esteitä. Ensinnäkin komissio ehdottaa EU:n yhteistä lähdeverohuojennusjärjestelmää. Kyse on siitä, että tämänhetkinen järjestelmä, jossa verot maksetaan lähdemaaissa sekä sijoittajan jäsenvaltiossa, ja ylimääräiset maksetut verot palautetaan vasta pitkän ajan kuluttua, on koettu liian pitkäksi ja kalliiksi prosessiksi. Toinen tavoitteen toimi on maksukyvyttömyysmenettelyjen yhtenäistäminen, jotta tulokset voidaan paremmin ennakoida. Kolmas toimi vastaa yhtiölainsäädäntöjen eroavaisuuteen kansallisella tasolla, jota pyritään korjaamaan EU:n omilla yhteisillä määritelmillä osakkeenomistajasta.¹⁰⁷ Kuten voidaan huomata, ensimmäiset toimet liittyvät pitkälti lainsäädännön harmonisointiin, jolla pyritään luomaan yhdet säännöt pääomamarkkinoilla, joka taas johtaa markkinoiden yhtenäistymiseen. Todellisia yhteismarkkinoita on vaikea saavuttaa, jos kansallinen laki määrittää jonkin tärkeän yrityksen arvostukseen liittyvän seikan.

Seuraava toimi, toimi numero 13, koskee arvopaperien toimittamista, jota halutaan laajentaa niin, että arvopaperikeskukset voivat tarjota palvelua rajoista riippumatta. Tavoitteena taas kerran poistaa rajoja markkinoilta, jotta yhteismarkkinat olisivat todellisuudessa yhteiset. Seuraava toimi liittyy jo useaan otteeseen ilmi tulleeseen tiedonantoon, ja tällä kertaa kyse on arvopapereiden hinta- ja määrätietojen konsolidoinnista. Tiedonannon ja tiedonsaannin tärkeyttä pääomamarkkinoilla on korostettu komission toimesta useaan otteeseen, joten on selvää, että se on yksi pääomamarkkinaunionin tärkeimmistä pilareista. Viidestoista toimi koskee sijoittajansuojan sääntöjä EU:ssa. Komission mukaan on tärkeää, että sijoituksia suojataan korkealla tasolla koko unionissa. On selvää, että jos yksi jäsenvaltio tarjoaa vahvempaa suojaa kuin muut, saattaa sijoittajien mielestä olla järkevää sijoittaa juuri sinne, kun taas yritykset voivat nähdä asian toisin, ja sijoittautua muualle Eurooppaan. Niinpä harmonisoitu suoja olisi tärkeä saavutus pääomamarkkinaunionille. Viimeinen toimi koskee valvontaa. Komission mukaan valvonnan on oltava täysin yhdenmukaista, jotta

¹⁰⁷ COM (2020) 590 final, s. 13-14.

pääomamarkkinat toimivat. Tämä vaatii luonnollisesti yhteiset säännöt, jotka velvoittavat kaikkia valvojia. On huomioitava, että komissio ei ehdota keskitettyä valvontaa, eli valvonnan suorittaisi jokin EU:n toimielin, vaan kyse on kansallisten valvojien saattamisesta yhteiseen ja yhtenäiseen valvontaan.¹⁰⁸

¹⁰⁸ COM (2020) 590 final, s. 14-16.

4 Joukkorahoituksen sääntely EU:ssa

EU:n joukkorahoitusmarkkinat ovat siis selkeästi kehittymättömät verrattuna muihin talouksiin, kuten luvussa 2.6 esitettiin. Kehittymättömyys johtuu komission mukaan yhteisten sääntöjen puutteesta.¹⁰⁹ Asiaa pyritään korjaamaan joukkorahoitusasetuksella, joka julkaistiin vuonna 2020, ja astui se voimaan vuonna 2021. Kyseinen asetus koskee yrityksille suunnattua laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta, eli tämän tutkielman aihetta. Ennen kuin tarkastellaan joukkorahoitusasetusta, tehdään pikainen katsaus sääntelykehikkoon ennen sitä. Ennen joukkorahoitusasetusta sovellettavan lainsäädännön käsittelyn tarkoituksena on selittää erillisten kansallisten joukkorahoitusmarkkinoiden syntyä, ja hahmottaa se säännöskehikko, johon joukkorahoitusasetuksella puututtiin. Asetuksen vaikutusten arviointi vaatii ymmärrystä edeltävästä asiantilasta.

4.1 Sääntely ennen joukkorahoitusasetusta

Ennen joukkorahoitusasetusta ei EU:ssa ollut mitään yhteisiä säännöksiä koskien joukkorahoitusta. Niinpä joukkorahoitustoiminta oli EU:n yleisen rahoitusmarkkinasääntelyn varassa, joka johti erilaisiin sääntöihin eri jäsenvaltioissa. Ongelmana yleisten rahoitusmarkkinasäännösten soveltamisessa joukkorahoitukseen on se, että säännökset eivät ota huomioon joukkorahoituksen ominaisluonnetta.¹¹⁰ Niinpä säännösten vaikutukset ja soveltuvuus ovat ennalta-arvaamattomia.

4.1.1 MiFID II ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus

(Sijoitusmuotoisen) joukkorahoituksen sääntely oli ennen joukkorahoitusasetusta pitkälti MiFID II-direktiivin varassa, ja ennen tätä MiFID I-direktiivin varassa. MiFID II-direktiivi sääntelee rahoitusvälineiden markkinoita EU:ssa ja sitä sovelletaan ”sijoituspalveluyrityksiin, markkinoiden ylläpitäjiin, raportointipalvelujen tarjoajiin ja kolmansien maiden yrityksiin, jotka tarjoavat sijoituspalveluita tai harjoittavat sijoitustoimintaa unionissa sinne perustetun sivuliikkeen välityksellä.”¹¹¹ Jotta direktiivi koskisi yritystä, on sen harjoitettava direktiivin

¹⁰⁹ Crowdfunding. Euroopan komissio.

¹¹⁰ ESMA/2014/1378 s. 15–16. ESMA:n lausunto koskee MiFID I-direktiiviä, mutta on verrattavissa MiFID-II direktiivin säännöksiin.

¹¹¹ MiFID II 1 artikla.

mukaista toimintaa, direktiivin mukaisilla rahoitusvälineillä, ja oltava direktiivin poikkeusten ulkopuolella. Jos MiFID II koskee yritystä, saa se direktiivin mukaisen toimiluvan nojalla harjoittaa toimintaansa koko unionin alueella, mutta sen on myös noudatettava direktiivin pääomavaatimuksia sekä muita vaatimuksia. Kun tarkastellaan MiFID II-direktiivin soveltuvuutta joukkorahoitukseen, ongelmaksi muodostuu se, että direktiivin määritelmiä ei ole kirjoitettu joukkorahoitusta huomioiden, ja soveltuvuus on vähintäänkin epäselvää.

Tarkastellaan ensimmäiseksi sitä, ovatko joukkorahoituksessa välitettävät rahoitusinstrumentit direktiivin mukaisia rahoitusvälineitä. Direktiivin mukaiset rahoitusvälineet on lueteltu direktiivin ensimmäisen liitteen C osassa. Tyypillinen sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa välitettävä instrumentti on siirtokelpoinen arvopaperi, joka löytyy listalta. Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus ei kuitenkaan ole aina samanmuotoista, ja esimerkiksi Itävallassa, Belgiassa, Saksassa ja Ruotsissa on ollut joukkorahoituspalveluita, jotka välittävät instrumentteja, joita ei voida pitää siirtokelpoisena arvopaperina tai muunakaan direktiivin mukaisena rahoitusvälineenä.¹¹² Joukkorahoitusala saattaa siis olla tämän edellytyksen puolesta direktiivin piirissä, tai sitten ei.

Tarkastellaan seuraavaksi harjoitettua toimintaa. Direktiivin mukaiset sijoituspalvelut ja -toiminnot löytyvät ensimmäisen liitteen A osasta. Joukkorahoituksen kannalta relevantit palvelut ovat: ”rahoitusvälinettä koskevien toimeksiantojen vastaanottaminen ja välittäminen, toimeksiantojen toteuttaminen asiakkaan lukuun sekä rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskun järjestäminen ilman merkintätakausta.”¹¹³ Luonnollisesti nämä palvelut edellyttävät sitä, että joukkorahoitusala välittää direktiivin mukaisia rahoitusvälineitä, joka on vain osassa tapauksista totta. ESMA:n mukaan joukkorahoitusalan tarjoamien palveluiden luonne tulee arvioida tapauksittain, koska liiketoimintamalleissa on suuria eroja. Kuitenkin tyypillinen liiketoimintamalli joukkorahoitusaloilla on ESMA:n mukaan rahoitusvälinettä koskevien toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä, joka tekisi toiminnasta direktiivin mukaista. ESMA ei myöskään hyväksynyt tiettyjen alustojen väitteitä siitä, että kyse on toimeksiantojen sijaan kiinnostuksenilmaisupyynnöistä. ESMA:n mukaan toiminta voidaan katsoa myös toimeksiantojen toteuttamiseksi, jos alusta itse toimii solmiakseen osto- tai myyntisopimuksia

¹¹² ESMA/2014/1378 s. 14.

¹¹³ MiFID II, Liite 1, Osa A.

asiakkaan lukuun, eikä sopimuksia tehdä ilman alustan osallisuutta.¹¹⁴ Jos kyse on toimeksiantojen toteuttamisesta, niiden vastaanottamisen ja välittämisen sijaan, ei alusta voi hyötyä seuraavaksi käsiteltävistä valinnaisista poikkeuksista, eli alustan tulee noudattaa MiFID II:n vaatimuksia. Toimeksiantojen vastaanottamisen ja välittämisen sijaan toiminta voidaan myös tulkita rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskun järjestämisenä ilman merkintätakausta ESMA:n mukaan. Direktiivi ei anna tarkkaa määritelmää rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskun järjestämiselle ilman merkintätakausta, mutta joukkorahoituksen voidaan tulkita sopivan siihen, joka taas tarkoittaa sitä, ettei valinnaisia poikkeuksia voitaisi soveltaa joukkorahoitukseen.¹¹⁵

MiFID II sisältää kahdenlaisia poikkeuksia, artiklan 2 mukaisia suoria poikkeuksia, eli tiettyjä yritysmalleja ja toimintamalleja, joita direktiivi ei koske, sekä artiklan 3 mukaisia valinnaisia poikkeuksia, joiden soveltaminen on jätetty jäsenvaltioiden harkintaan. Eli jäsenvaltio saa päättää, voiko sen kansallisen lain mukaan tietyt toimintamallit välttää MiFID II:n soveltumisen. Ensinnäkin voidaan todeta, että ESMA:n mukaan artiklan 2 mukaiset poikkeukset eivät sovellu joukkorahoitukseen.¹¹⁶

3 artiklan poikkeuksen hyödyntäminen edellyttää joukkorahoituksen näkökulmasta sitä, että alusta ei pidä hallussaan asiakkaan varoja tai arvopapereita, tarjoaa sijoituspalvelua joka muodostuu siirtokelpoisten arvopapereiden tai yhteissijoitusyritysten osuuksien toimeksiantojen vastaanottamisesta ja välittämisestä, ja välittää toimeksiantoja ainoastaan sijoituspalveluyrityksille, luottolaitoksille, rahastoyhtiöille, vaihtoehtorahastojen hoitajalle ja kolmannessa maassa toimiluvan saaneen sijoituspalveluyrityksen ja luottolaitoksen sivuliikkeelle. Toiminnan on myös oltava kansallisella lailla säänneltyä ja toimiluvan varaista. Vaikka toimintaan ei tällöin sovelleta MiFID II-direktiiviä, on toimintaa sääntelevän kansallisen lain sisällettävä vähintään vastaavat vaatimukset direktiivin toimiluvan myöntämistä ja jatkuvaa valvontaa koskevista vaatimuksista, sekä menettelytapavelvoitteita ja toiminnan järjestämistä koskevia vaatimuksia.¹¹⁷ MiFID II 3 artiklan poikkeuksen nojalla

¹¹⁴ ESMA/2014/1378 s. 15–17.

¹¹⁵ ESMA/2014/1378 s. 17–18.

¹¹⁶ ESMA/2014/1378 s. 19.

¹¹⁷ MiFID II 3 artikla.

toimiminen vaatii siis toimilupaa, joka ensinnäkin pätee vain kotijäsenvaltiossa, siirtokelpoisten arvopaperien välittäminen on rajoitettu tietyille vahvistetuille tahoille, ja silti alustan tulee noudattaa suurinta osaa direktiivin vaatimuksista ja velvoitteista. Siirtokelpoisten arvopaperien välittäminen yksityisille henkilöille saattaa siis vaatia kolmannen tahon mukaan ottamista toimintaan, esimerkiksi sidonnaisasiamiestä.¹¹⁸

Tietyt EU:n jäsenvaltiot ovat jättäneet joukkorahoituksen kokonaan sääntelemättä, joten noissa valtioissa toimivat alustat ovat pitkälti MiFID II-direktiivin varassa. Koska kyse on direktiivistä, on sen toimeenpaneminen jäsenvaltion tehtävänä, joka tarkoittaa eriäviä sääntöjä jäsenvaltioissa. Tietyt jäsenvaltiot ovat säännelleet joukkorahoitusta kansallisella lailla 3 artiklan poikkeuksen varassa, esimerkiksi Suomessa joukkorahoituslaki, joka taas johtaa useaan erilaiseen säännöskehikkoon EU:n sisällä, eli rajat ylittävä toiminta on hankala järjestää. On myös esitetty näkökantoja MiFID II 3 artiklan tulkinnasta, joiden mukaan direktiivin kieli on muodostanut eriasteisia vaatimuksia kansallisille laeille, jotka on säädetty poikkeuksen perusteella.¹¹⁹

Edellä esitetyn valossa voidaan todeta, että joukkorahoituksen sääntely EU:ssa on MiFID II-direktiivin (ja sitä ennen MiFID I-direktiivin) aikana ollut hyvin epäselvää ja hajanaista, koska nimenomaisia joukkorahoitussäännöksiä ei ole ollut. Direktiivin soveltuminen ja soveltumisen syvyys on ollut epäselvää, ja vaatimukset direktiivissä ovat joukkorahoituksen luonteeseen nähden tiukat. Poikkeuksen kansallinen soveltaminen on johtanut myös rajat ylittävän joukkorahoituksen kannalta vaikeaan tilanteeseen, jossa alustat eivät ole halunneet tai pystyneet toteuttamaan rajat ylittävää toimintaa. Direktiivit ovat johtaneet myös siihen, että EU:ssa on muodostunut useita erilaisia kansallisia joukkorahoitussääntelykehikkoja, joka ei markkinoiden kehityksen kannalta ole hyvä asia.

4.1.2 AIFMD ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus

Myös vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskeva direktiivi, AIFMD, on koskenut tiettyjä joukkorahoitusaloja. Vaihtoehtoisella sijoitusrahastolla, eli AIF-rahastolla, tarkoitetaan direktiivin 4 artiklan mukaan yrityksiä ”jotka hankkivat pääomaa useilta

¹¹⁸ ESMA/2014/1378 s. 19. ja joukkorahoituslain 9§.

¹¹⁹ Kallio – Vuola 2018, s. 312.

sijoittajilta sijoittaakseen ne määritellyn sijoituspolitiikan mukaisesti kyseisten sijoittajien eduksi”. Direktiivi sääntelee AIF-rahastojen hoitajia, eikä itse rahastoja. Tämä kaikki liittyy joukkorahoitukseen siten, että tietyt alustat ovat järjestäneet toimintansa niin, että sijoitukset ohjataan ensin johonkin sijoitusvälineeseen (*investment vehicle*), jonka jälkeen sijoitusvälineellä pääoma ohjataan itse rahoituksen hakijaan. AIF-rahastojen hoitajat tarvitsevat direktiivin mukaisen toimiluvan, ja niiden tulee noudattaa direktiivin vaatimuksia esimerkiksi aloituspääomasta ja omista varoista. Toimilupa sallii sijoitusten hoitamisen ja hallinnoinnin sekä markkinoinnin. Toimilupa ei salli MiFID II-direktiivin mukaisten toimien harjoittamista, eikä AIFMD toimiluvan saanut yritys voi saada MiFID II-direktiivin mukaista toimilupaa.¹²⁰ Jos AIF-rahaston hoitaja on rahastosta erillinen entiteetti, voi jäsenvaltio sallia myös rahoitusvälinettä koskevien toimeksiantojen vastaanottamisen ja välittämisen,¹²¹ joten joukkorahoitusala voisi halutessaan hakea AIFMD:n mukaista toimilupaa, ja sen lisäksi harjoittaa tyypillisen joukkorahoitusmallin mukaista toimintaa. Alusta joutuisi kuitenkin noudattamaan AIFMD:n mukaisia pääomavaatimuksia, jotka ovat korkeammat kuin MiFID II:n mukaiset pääomavaatimukset.¹²²

4.1.3 Esiteasetus

Myös esiteasetus saattoi soveltua sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen ennen joukkorahoitusasetusta.¹²³ Esiteasetus sallii jäsenvaltion määrittämään raja-arvon, jonka alittava tarjous ei vaadi esitteen julkaisemista (1 miljoonaa euroa – 8 miljoonaa euroa).¹²⁴ Myös esimerkiksi arvopapereiden tarjoaminen pelkästään kokeneille sijoittajille tai tarjoaminen alle 150 henkilölle jäsenvaltiossa vapauttaa esitteen laatimisvelvollisuudesta.¹²⁵ Esitteen laatiminen on kallis prosessi ja siinä esitetään hyvin kattavat tiedot yrityksestä. Hankkeen tarjoajan kannalta esite voidaan nähdä liian suurena taakkana, ottaen huomioon, että hankkeen tarjoajat ovat yleensä pk-yrityksiä.¹²⁶

¹²⁰ ESMA/2014/1378 s. 23.

¹²¹ AIFMD 4 artikla.

¹²² ESMA/2014/1378 s. 24.

¹²³ ESMA/2014/1378 s. 13-14.

¹²⁴ Esiteasetus kohta 13

¹²⁵ Esiteasetus 1 artikla.

¹²⁶ Pk-yritykset voivat laatia esiteasetuksen mukaisen kasvuesitteen, mutta kulut ovat silti korkeat.

4.1.4 Lainamuotoisen joukkorahoituksen sääntely ennen joukkorahoitusasetusta

Euroopan pankkiviranomaisen EBA:n mukaan maksupalveludirektiivi soveltuu selkeimmin lainamuotoiseen joukkorahoitukseen. Joukkorahoitusalueita voidaan EBA:n mukaan nähdä luottolaitoksina, sähköisen rahan liikkeeseenlaskijalaitoksina, maksulaitoksina tai maksulaitoksen agentteina, riippuen toimintamallista ja toiminnan tulkinnasta. Toiminnan luokituksesta riippuu esimerkiksi alkupääomavaatimuksen suuruus. Maksupalveludirektiivin soveltumisesta seuraa myös muita velvoitteita, liittyen hallintoon ja valvontaan.

Maksulaitostoiminta vaatii myös toimilupaa direktiivin mukaan.¹²⁷ Maksupalveludirektiivin tarkka soveltuvuus on epäselvää monesta syystä, esimerkiksi jäsenvaltioilla on eriäviä mielipiteitä siitä, minkä luonteista alustojen maksunvälitys on, josta monet direktiivin velvoitteet riippuvat.¹²⁸ Maksupalveludirektiivi soveltuu vain alustojen maksuliikenteeseen, eikä itse lainaustoimintaan.¹²⁹ Maksupalveludirektiivin voidaan siis katsoa soveltuvan myös muun muotoiseen joukkorahoituksen, esimerkiksi sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen. Lainamuotoisen joukkorahoituksen lainaustoimintaan ei EBA:n mukaan sovellu mikään EU:n direktiivi tai asetukset, ainakaan kunnolla. Lainamuotoisen joukkorahoituksen alustoja ei voida pitää luottolaitoksina, joten niihin ei sovellu EU:n vakavaraisuus- ja maksuvalmiussääntely.¹³⁰

Jos tulkitaan että lainamuotoiseen joukkorahoitukseen ei voida soveltaa mitään EU-lainsäädäntöä, jää sääntely täysin jäsenvaltioiden kontolle. Tietyt jäsenvaltiot, kuten Suomi, ovat säätäneet kansallisia lakeja koskien joukkorahoitusta, joiden varassa alustat voivat toimia valtion sisällä. Kaikki jäsenvaltiot eivät kuitenkaan ole säännelleet joukkorahoitusta ollenkaan kansallisella lailla, joka käytännössä tarkoittaa sitä, että noissa valtioissa toimivat alustat ovat usein niin sanotulla harmaalla alueella, koska tarkkoja sääntöjä tai velvollisuuksia ei ole. Jos alusta haluaa harjoittaa toimintaansa useassa jäsenvaltiossa, on sen järjestettävä toimintansa usean eri kansallisen lain mukaan. Rajat ylittävän toiminnan harjoittaminen on siis ollut hankalaa, ja usein se ei ole kannattavaa alustoille, niiden uutuuden ja rajallisten resurssien

¹²⁷ EBA/Op/2015/03 s. 26-27.

¹²⁸ EBA/Op/2015/03 s. 29-30.

¹²⁹ EBA/Op/2015/03 s. 32.

¹³⁰ EBA/Op/2015/03 s. 25.

takia. Useiden eri säännöskehikoiden noudattaminen nimittäin nostaa *compliance* kustannuksia ja operatiivisia kustannuksia.¹³¹

4.2 Joukkorahoitusasetus

Tässä tutkielmassa 'joukkorahoitusasetus' viittaa EU:n asetukseen 2020/1503, joka koskee yrityksille suunnattuja joukkorahoituspalveluita. Aiemmassa suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa on termillä saatettu viitata valtionvarainministeriön asetukseen joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuuden sisällöstä ja rakenteesta.¹³² EU:n joukkorahoitusasetuksen julkaisun jälkeen termiä on kuitenkin käytetty pääasiassa viittaamaan nimenomaan EU:n asetukseen.

Vuonna 2020 EU:n parlamentti ja neuvosto siis julkaisi joukkorahoitusasetuksen, jonka tarkoituksena oli harmonisoida erityisesti rajat ylittävän joukkorahoituksen sääntely unionin alueella.¹³³ Asetus ei tullut yllättäen, sillä jo ensimmäisessä pääomamarkkinaunionin toimintasuunnitelmassa käsiteltiin joukkorahoitusmarkkinoiden kehittämistä ja yhdistämistä. Sääntelyä ei kuitenkaan ehdotettu vielä toimintasuunnitelmassa tai sitä seuraavassa väliarvioinnissa, vaan komissio halusi arvioida markkinoita ja joukkorahoitusta perinpohjaisesti. FinTech-toimintasuunnitelmassa kuitenkin jo viitattiin mahdollisiin yhteisiin säännöksiin, jolla vaihtoehtoisen rahoituksen markkinat saataisiin EU:ssa paremmin osaksi yhteismarkkinoita. Asetus julkaistiin syksyllä 2020, ja sitä alettiin soveltamaan marraskuussa 2021.¹³⁴ Asetus kuitenkin sisältää vuoden siirtymäkauden, eli jäsenvaltioiden on pakko soveltaa sitä vasta marraskuussa 2022.¹³⁵ Joukkorahoituslajit voivat siis toimia kansallisen lainsäädännön puitteissa vielä hetken aikaa. Jos jäsenvaltiolla ei ole kansallista joukkorahoitussääntelyä, on asetus voimassa jo nyt.

¹³¹ Crowdfunding. Euroopan komissio.

¹³² Katso esimerkiksi Kallio – Vuola 2018, jossa 'joukkorahoitusasetus' viittaa juuri valtionvarainministeriön asetukseen.

¹³³ Joukkorahoitusasetus, kohta 6.

¹³⁴ Joukkorahoitusasetus, artikla 51.

¹³⁵ Joukkorahoitusasetus, artikla 48

4.2.1 Soveltamisala ja toimilupa

Asetusta sovelletaan joukkorahoituspalveluihin, jotka välittävät sijoitus- tai lainamuotoista joukkorahoitusta yrityksille. Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus on asetuksessa määritelty siirtokelpoisten arvopaperien tai joukkorahoitustarkoituksessa sallittujen välineiden liikkeeseenlaskun järjestämisenä ilman merkintätakausta ja niitä koskevien asiakkaan toimeksiantojen vastaanottamisena ja välittämisenä.¹³⁶ Tämä selkeyttää asiantilaa, jota on luvussa 4.1.1 pohdittu. Joukkorahoitustarkoituksessa sallittu väline viittaa osakkeeseen, johon ei kohdistu rajoituksia, jotka tosiasiallisesti estäisivät niiden siirtämisen.¹³⁷

Joukkorahoitusmuodot, jossa kuluttaja on rahoituksen hakija, kuten vertaislainaus, on rajattu asetuksen soveltamisalan ulkopuolelle. Myös yli 5 miljoonan euron rahoitustarjoukset laskettuna 12 kuukauden ajalta on rajattu asetuksen ulkopuolelle, ja ne pysyvät MiFID II:n ja esiteasetuksen piirissä. Rajaukset ovat pääomamarkkinaunionin kannalta merkitykselliset, sillä ne soveltuvat erityisen hyvin pk-yritysten rahoitustarpeeseen. Asetuksen johdosta palveluntarjoajat voivat hakea toimilupaa kotivaltionsa kansalliselta valvojalta, Suomessa Finanssivalvonnalta.¹³⁸

Toimilupahakemuksessa tulee mainita:

- 1) joukkorahoituspalvelun tarjoajan nimi, internetosoite ja fyysinen osoite,
- 2) oikeudellinen muoto,
- 3) yhtiöjärjestys,
- 4) toimintaohjelma sisältäen tarjottavat joukkorahoituspalvelujen tyypit, alustan, ja tiedot tarjousten markkinoinnista,
- 5) kuvaus hallintojärjestelyistä ja sisäisen valvonnan mekanismeista,
- 6) kuvaus järjestelmistä, resursseista ja menettelyistä tiedonkäsittelyjärjestelmien valvontaa ja suojaamista varten,
- 7) kuvaus operatiivisista riskeistä,
- 8) kuvaus ja näyttö asetuksen mukaisista vakavaraisuustakeista,
- 9) kuvaus liiketoiminnan jatkuvuussuunnitelmasta,

¹³⁶ Joukkorahoitusasetus, artikla 2.

¹³⁷ Joukkorahoitusasetus, artikla 2.

¹³⁸ Joukkorahoitusasetus, artikla 12.

- 10) johtotehtävissä toimivien henkilöllisyys ja näyttö näiden maineesta, osaamisesta, taidoista ja kokemuksesta,
- 11) kuvaus sisäisistä säännöistä, joilla estetään sisäpiirin toimiminen rahoitettavien hankkeiden toteuttajina,
- 12) kuvaus ulkoistamisjärjestelyistä,
- 13) kuvaus asiakkaiden valitusten käsittelystä,
- 14) vahvistus siitä tarjoaako palvelu itse maksupalvelut vai käytetäänkö ulkopuolista tahoa,
- 15) kuvaus menettelyistä, jolla tarkastetaan avaintietoasiakirjan tiedot,
- 16) kuvaus menettelyistä, jotka liittyvät ei-valveutuneiden sijoittajien sijoitusrajoihin.¹³⁹

Kun toimilupa on kotivaltiossa myönnetty, voi joukkorahoituspalvelu ilmoittaa toimiluvan myöntäneelle viranomaiselle aikovansa tarjota joukkorahoituspalveluita myös muussa tai muissa jäsenvaltioissa. Toimiluvan myöntänyt viranomainen ilmoittaa asiasta niiden jäsenvaltioiden viranomaisille, joissa joukkorahoituspalveluita aiotaan tarjota, ja joukkorahoituspalvelu voi tarjota joukkorahoituspalveluita viimeistään 15 päivän kuluttua oman ilmoituksensa jättämisestä, tai kun kohdevaltion viranomainen ilmoittaa palveluntarjoajalle saaneensa tiedot kotivaltion viranomaiselta.¹⁴⁰ Toimilupajärjestelmä on hyvin merkittävä edistys EU:n joukkorahoitusmarkkinoilla, ja se käytännössä korjaa ongelman, joka toisistaan poikkeavista kansallisista järjestelmistä on muodostunut.

4.2.2 Sijoittajansuoja

Asetus jakaa potentiaaliset sijoittajat kahteen luokkaan: valveutuneisiin ja ei-valveutuneisiin sijoittajiin. Valveutuneita sijoittajia ovat ensinnäkin MiFID II:n II liitteen mukaiset ammattimaiset asiakkaat, eli toimiluvalliset tai säännellyt toimijat rahoitusmarkkinoilla (luottolaitokset, sijoituspalveluyritykset, muut toimiluvan saaneet tai säännellyt rahoituslaitokset, vakuutusyritykset, yhteissijoitusjärjestelyt ja niiden rahastoyhtiöt, eläkerahastot ja niiden rahastoyhtiöt, hyödykkeiden ja hyödykejohdannaisten välittäjät, paikalliset yritykset ja muut yhteisösijoittajat), suuryritykset jotka täyttävät kaksi kolmesta vaatimuksesta (taseen loppusumma 20 MEUR, nettoliikevaihto 40 MEUR ja omat varat 2 MEUR), kansalliset ja alueelliset hallitukset (kuten Maailmanpankki, kv-valuuttarahasto,

¹³⁹ Joukkorahoitusasetus, artikla 12.

¹⁴⁰ Joukkorahoitusasetus, artikla 18.

EKP, EIP ja vastaavat kv-organisaatiot) sekä muut yhteisösijoittajat, joiden pääasiallisena tarkoituksena on rahoitusvälineisiin sijoittaminen.

Toiseksi valveutuneita sijoittajia ovat joukkorahoitusasetuksen II liitteen mukaan oikeushenkilöt joilla on vähintään 100 000 euroa omia varoja, nettoliikevaihto vähintään 2 MEUR tai tase vähintään 1 MEUR, sekä luonnolliset henkilöt joilla kaksi seuraavista perusteista täyttyy: 1) bruttotulot vuodessa vähintään 60 000 euroa tai rahoitusvälinesalkku jossa yli 100 000 euroa rahoitusvaroja tai käteistalletuksia, 2) työskentelee tai on työskennellyt finanssialalla vähintään vuoden tehtävässä joka edellyttää tietämystä liiketoimista ja palveluista, tai toiminut valveutuneen oikeushenkilön johtotehtävissä vähintään vuoden, 3) toteuttanut huomattavan suuria liiketoimia pääomamarkkinoilla keskimäärin 10 kertaa kvartaalissa viimeisen neljän kvartaalin aikana.

Joukkorahoitusasetuksen mukaisen valveutuneen sijoittajan pitää pyytää valveutuneen sijoittajan kohtelua, ja MiFID II:n mukaisen ammattimaisen asiakkaan tulee esittää todiste ammattimaisen sijoittajan asemasta. Ei-valveutuneena sijoittajana taas pidetään kaikkia muita sijoittajia, kuin valveutuneita sijoittajia. Sijoittajien jaolla kahteen pyritään käytännössä suojaamaan yksityisiä (ei-valveutuneita) sijoittajia, kuitenkin rajoittamatta heidän sijoitusmahdollisuuksiaan.

Sijoittajansuojan edistämiseksi joukkorahoituspalvelujen tarjoajan on kartoitettava ei-valveutuneiden sijoittajien sijoitustietämys ennen sijoitusten tekemistä.¹⁴¹ Kartoitus on tehtävä kahden vuoden välein ensimmäisestä kartoituksesta, ja siinä pyritään selvittämään sijoittajan kokemus, tavoitteet, taloudellinen tilanne ja riskien ymmärrys. Jos testi osoittaa puutteellisen valmiuden sijoittamiseen, on palveluntarjoajan annettava selkeä riskivaroitus, ja sijoittajan on vahvistettava varoituksen saanti. Asetus myös kieltää ei-valveutuneiden sijoittajien sijoittamisen estämisen, eli joukkorahoituspalveluntarjoajan on mahdollistettava sijoittaminen myös asiakkaille, joilla ei ole riittäviä tietoja tai valmiuksia sijoittamiseen niiden kartoituksen perusteella. Ei-valveutuneiden sijoittajien tappionsietokykykin on arvioitava palveluntarjoajien toimesta. Tappionsietokyky on arvioitava vuosittain, ja se on 10 % sijoittajan nettovarallisuudesta. Tappionsietokyvyllä ei myöskään ole todellista vaikutusta itse sijoitusten tekemiseen, sillä palveluntarjoaja ei saa senkään perusteella estää sijoituksia.

¹⁴¹ Joukkorahoitusasetus, artikla 21.

Sijoittajien jako kahteen kuitenkin rajoittamatta sijoittajien sijoitusmahdollisuuksia on sijoittajansuojan kannalta merkittävä linjaus. Sen suhteen on tarkasteltava perusteita, joilla linjausta voidaan pitää oikeutettuna.

Toinen sijoittajansuojaa edistävä seikka asetuksessa on avaintietoesite, eli KIIS (*Key Investment Information Sheet*). Hankkeen toteuttajan eli rahoitusta hakevan tahon on laadittava jokaisen hankkeen osalta KIIS, ja alustan on pidettävä se sijoittajien nähtävillä.¹⁴² KIIS:n sisältövaatimukset on vahvistettu asetuksen liitteessä I. KIIS:ssä on ilmoitettava tiedot hankkeen toteuttajasta ja hankkeesta, prosessin ominaisuudet ja rahoituksen ehdot, riskitekijät, rahoitusvälineeseen liittyvät tiedot, erillisyhtiön tiedot, sijoittajan oikeudet, lainan tiedot, maksut ja oikeussuoja sekä lainasalkunhoitoa koskevat tiedot.¹⁴³ Kyse on siis standardisoidusta lomakkeesta, jonka avulla hankkeiden vertailukelpoisuutta ja läpinäkyvyyttä edistetään. Asetus edellyttää myös, että henkilöt, jotka ovat vastuussa KIIS:stä ovat jäsenvaltion siviilioikeudellisen seuraamusjärjestelmän piirissä. Toisin kuin esimerkiksi esite, KIIS ei vaadi viranomaisen hyväksyntää, jonka vuoksi sen laatiminen on halvempaa.¹⁴⁴ KIIS on myös tiedonannon kannalta merkittävä osa asetusta. Tutkielman kannalta KIIS:n kohdalla on tarkasteltava sitä, onko se riittävän kattava, voiko sijoittaja luottaa tietoihin, ja mikä taho on vastuussa tiedoista.

Asetus luo myös eräänlaiset jälkimarkkinat rahoitusvälineille, joita joukkorahoituksessa välitetään, tai ainakin mahdollistaa tällaiset. Palveluntarjoajat voivat nimittäin implementoida alustalleen ilmoitustaulun, jossa sijoittajat voivat osoittaa intressinsä ostaa tai myydä aiemmin alustalla välitettyjä rahoitusvälineitä. Intressejä ei saa kuitenkin 'täsmäyttää', eli käytännössä toiminta ei saa muodostua sellaiseksi, että siinä muodostuu sopimus suoraan ilmoitustaululla ostajan ja myyjän välillä, joka merkitsisi toimeksiannon toteuttamista.¹⁴⁵ Jälkimarkkinat ovat positiivinen lisä joukkorahoitusmarkkinoille, mutta asetusta ei oikeastaan kerro miten alusta voi jälkimarkkinat toteuttaa. Ilmoitustaulun käsite ei ole esillä aiemmassa EU:n lainsäädännössä, eikä sitä ole muillakaan asetuksista erillään olevilla dokumenteilla täydennetty.

¹⁴² Joukkorahoitusasetus, artikla 23.

¹⁴³ Joukkorahoitusasetus, liite 1.

¹⁴⁴ Joukkorahoitusasetus, kohta 54.

¹⁴⁵ Joukkorahoitusasetus, artikla 25.

Jälkimarkkinoiden ja ilmoitustaulun toiminta käytännössä jääkin asetuksen perusteella pimentoon, ja mielestäni asettaa alustat vaikeaan paikkaan, jossa jälkimarkkinoiden luominen on mahdollista mutta epäselvää.

4.2.3 Muita merkittäviä säännöksiä

Joukkorahoitusasetus sallii joukkorahoituspalveluntarjoajan yksilöllisen lainasalkunhoidon, eli palveluntarjoaja kohdistaa sijoittajan varoja eri hankkeisiin, sijoittajan antaman valtuutuksen ja riskiparametrien perusteella.¹⁴⁶ Kyse on käytännössä sijoituspalvelun tarjoamisesta joukkorahoitus-toimiluvan varassa. Sijoittaja voi seurata lainasalkkua joukkorahoituspalvelun antamien tietojen perusteella, tiedot tulee antaa säännöllisesti ja sijoittajan pyynnöstä.

Myös erillisyhtiöiden käyttö on palvelun tarjoamisessa mahdollista. Erillisyhtiöitä käytetään, kun sijoitetaan epälikvidiin tai jakamattomaan omaisuuteen, eli suora sijoittaminen ei ole ainakaan helposti toteutettavissa. Asetuksen mukaan erillisyhtiötä voi käyttää vain yhteen epälikvidiin tai jakamattomaan omaisuuserään, eli erillisyhtiö ei voi sijoittaa pääomaa useaan eri omaisuuserään.¹⁴⁷ Erillisyhtiö siis luodaan mahdollistamaan sijoitukset tiettyyn omaisuuserään, eli jokainen hanke vaatii oman erillisyhtiönsä, jos siihen ei voida sijoittaa suoraan. ESMA:n mukaan erillisyhtiöillä ei voida harjoittaa lainamuotoista joukkorahoitusta, vaikka tätä ei nimenomaisesti asetuksessa mainita.¹⁴⁸

Palveluntarjoajan velvollisuuksien osalta mainitaan ensinnäkin rehellinen, tasapuolinen ja ammattimainen toimiminen, eikä palveluntarjoaja saa hyväksyä taloudellisia tai muita etuja vastineeksi sijoittajien ohjaamisesta tiettyyn hankkeeseen.¹⁴⁹ Hallinnon on myös oltava riittävän vakaa ja tehokas, ja hinnanmäärityksen on oltava läpinäkyvää ja siinä on huomioitava kaikki luottoriskit.¹⁵⁰ Palveluntarjoajan on myös huolehdittava siitä, ettei rahoitusta hakevalla ole rikosrekisterimerkintöjä liittyen talousrikoksiin, ja se ei ole sijoittunut

¹⁴⁶ Joukkorahoitusasetus, artikkelit 2, 3 ja 6.

¹⁴⁷ Joukkorahoitusasetus, artikla 3.

¹⁴⁸ ESMA35-42-1088, s. 8.

¹⁴⁹ Joukkorahoitusasetus, artikla 3.

¹⁵⁰ Joukkorahoitusasetus, artikla 4.

yhteistyöhaluttomaksi katsotulle lainkäyttöalueella tai suurriskiseksi katsottuun valtioon.¹⁵¹ Asiakkaiden valitusten käsittely on myös järjestettävä ilmaiseksi, läpinäkyväksi ja tehokkaaksi.¹⁵² Palveluntarjoaja ei saa myöskään osallistua itse tarjouksiin omalla alustallaan, eikä sisäpiiriin kuuluva henkilö saa toimia rahoituksen hakijana.¹⁵³ Operatiivisia toimia ulkoistettaessa, pysyy palveluntarjoajalla täysi vastuu asetuksen noudattamisesta.¹⁵⁴ Joukkorahoituspalveluntarjoajalla tai kolmannella taholla, joka toimii palveluntarjoajan puolesta on oltava luottolaitosdirektiivin tai MiFID II:n mukainen lupa, jos rahoitusvälineitä säilötään, ja maksupalveludirektiivin mukainen lupa maksupalveluiden järjestämisessä. Palveluntarjoajan velvollisuudet vaikuttavat kattavilta, mutta osan niistä voi myös tulkita abstrakteiksi, ja näin ollen todelliset velvollisuudet jäävät epäselväksi. Miten esimerkiksi ammattimaisen toiminnan velvollisuus näkyy ulospäin? Rehellinen, tasapuolinen ja ammattimainen toiminta kuulostaa hyvältä, mutta niiden kvalifioiminen on haastavaa, ja sitä kautta myös vertaaminen pääomamarkkinaunionin tavoitteisiin saattaa osoittautua haastavaksi.

Asetus osoittaa joukkorahoituspalveluntarjoajille myös vakavaraisuusvaatimuksen, joka on korkeampi vaihtoehto seuraavista: 25 000 euroa tai ”neljäsosa edellisen vuoden kiinteistä yleiskustannuksista, joita tarkistetaan vuosittain ja joihin sisältyvät lainojen hoitokustannukset kolmelta kuukaudelta, jos joukkorahoituspalvelun tarjoaja myös helpottaa lainojen myöntämistä”. Vakavaraisuus takeina pidetään asetuksen mukaan omia varoja, vakuutusta tai näiden yhdistelmää.¹⁵⁵ Vakavaraisuusvaatimukset ovat toisaalta osa sijoittajansuojaa, ja toisaalta ne liittyvät toiminnan jatkuvuuden turvaamiseen. Niiden olemassaolo on tärkeä osa asetusta, sillä ne turvaavat markkinoiden luottamusta.

Markkinointiviestinnän osalta palveluntarjoajan on varmistettava, että markkinointi on tunnistettavissa markkinoinniksi, ja sen pitää vastata KIIS:n tietoja. Markkinoinnin on tapahduttava markkinointivaltion virallisella kielellä, tai markkinointivaltion viranomaisen

¹⁵¹ Joukkorahoitusasetus, artikla 5.

¹⁵² Joukkorahoitusasetus, artikla 7.

¹⁵³ Joukkorahoitusasetus, artikla 8.

¹⁵⁴ Joukkorahoitusasetus, artikla 9.

¹⁵⁵ Joukkorahoitusasetus, artikla 11.

hyväksymällä kielellä. Markkinoinnissa tulee myös noudattaa kansallisia säännöksiä, eli sitä ei ole harmonisoitu EU-tasolla. Kansallisen toimivaltaisen viranomaisen on kuitenkin julkaistava ajantasaiset tiedot jäsenmaan joukkorahoituspalveluihin soveltuvista markkinointisäännöksistä.¹⁵⁶ Markkinointisäännösten jäädessä harmonisoinnin ulkopuolelle, jäävät palveluntarjoajan kustannukset niiden osalta korkeammaksi, mitä ne olisivat harmonisoitujen säännösten puitteissa. Esimerkiksi samaa mainosta ei välttämättä voida näyttää kaikissa jäsenvaltioissa, ja muokkaamisesta syntyy kustannuksia.

¹⁵⁶ Joukkorahoitusasetus, artikkelit 27 ja 28.

5 Joukkorahoitusasetus ja pääomamarkkinaunionin tavoitteet

Voidaan todeta, että joukkorahoitussääntelyn harmonisointi vastasi todelliseen tarpeeseen EU:n joukkorahoitusmarkkinoilla, ja harmonisoinnin puolesta on argumentoitu perusteellisesti jo ennen joukkorahoitusasetusta.¹⁵⁷ Asetus on pääomamarkkinaunionin ensimmäinen konkreettinen FinTech-teknoologiaan liittyvä toimi, ja seuraavaksi tutkitaan, miten pääomamarkkinaunionin tavoitteet ilmenevät asetuksessa, ja olisiko asetuksella voinut paremmin edistää pääomamarkkinan yhtenäistämistä unionissa. Kyse on siis asetuksen ja tavoitteiden suhteesta, ei tavoitteiden empiirisestä tutkimuksesta. Asetuksen siirtymäajan vuoksi ei voida vielä todeta sen empiirisiä vaikutuksia, vaan on keskityttävä asetuksen teoreettiseen tutkimukseen.

5.1 Pk-yritysten rahoituksensaanti

Nostan pk-yritysten rahoitusvaihtoehtojen ja rahoituksensaannin lisäämisen pääomamarkkinaunionin tärkeimmäksi tavoitteeksi, koska komissio on painottanut pk-yritysten rahoitusta koko pääomamarkkinaunionihankkeen ajan.¹⁵⁸ Myös hankkeen 'myynti' jäsenvaltioille ja muille tahoille keskittyi pitkälti pk-yritysten rahoituksensaantiin. Vaikka voidaan kyseenalaistaa komission todelliset motiivit pääomamarkkinaunionin suhteen, ja argumentoida pk-yritysten rahoituksensaannin olevan vain poliittinen keino, jolla hankkeelle haettiin kannatusta, perustuu tavoitteiden käsite tässä tutkielmassa pitkälti komission omaan tiedotukseen.¹⁵⁹

Kuten on jo osoitettu, sijoitusmuotoisen ja lainamuotoisen joukkorahoituksen avulla rahoitusta hankkivat tahot ovat suurimmaksi osaksi pk-yrityksiä. Onkin yllättävää, kuinka vähälle huomiolle joukkorahoitus jäi pääomamarkkinaunionihankkeen alussa. Kuitenkin FinTech-toimintasuunnitelmasta lähtien sai joukkorahoitus osakseen kaivatun huomion EU:n taholta, ja joukkorahoitusasetus itsessään voidaan jo tulkita tavoitteen edistämisenä. Asetuksen soveltamisalan ulkopuolelle jätettiin joukkorahoitusmuodot, jotka eivät soveltuneet yritysten rahoitukseen, joka varmasti osaltaan nopeutti asetuksen läpivientä.

¹⁵⁷ Ks. Cicchiello 2019. ja Chervyakov – Rocholl 2019.

¹⁵⁸ Ks. tämän tutkielman luku 3.2.

¹⁵⁹ Quaglia – Howarth 2018 sekä tämän tutkielman luku 3.2.

Pk-yrityksen näkökulmasta asetus sallii oman tai vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen viiteen miljoonaan euroon asti, ja jokainen EU:n sisällä toimiva pk-yritys voi hakea rahoitusta. Rahoituksen saanti ei tietenkään ole taattu. Ennen asetusta oli jäsenvaltioita, joilla ei ollut kansallisia lakeja koskien joukkorahoitusta ja alustat toimivat MiFID II:n varassa, joka ei soveltunut hyvin joukkorahoitukseen, jonka seurauksena alustoja ja sijoittajia oli näissä valtioissa vähän. Asetuksen ollessa suoraan sovellettavaa oikeutta, tulee mitä todennäköisemmin jokaisessa jäsenvaltiossa olemaan joukkorahoitusaloja, joita jäsenvaltioiden pk-yritykset voivat hyödyntää. Rajat ylittävän toiminnan saumattomuus myös lisää potentiaalisten sijoittajien joukkoa alustoilla. Myös pienemmissä jäsenvaltioissa, joissa joukkorahoitusaloja ei välttämättä synny montaa, tai sijoittajia ei ole tarpeeksi, tulee todennäköisesti olemaan toimivia muista jäsenvaltioista lähtöisin olevia alustoja, joilla on valmiiksi sijoittajia muista jäsenvaltioista. Osittain kyse on spekulatiosta, koska asetuksen siirtymäaika on jäljellä vuoden 2022 marraskuuhun asti, mutta ainakin asetus tarjoaa kehikon, joka mahdollistaa edellä kuvatun tilanteen.

Haetussa rahoituksessa viiden miljoonan euron ylärajan pitäisi olla tarpeeksi korkea vastaamaan pk-yritysten rahoitustarpeeseen, mutta kuten aiemmin jo todettiin, pk-yrityksiin mahtuu laaja joukko erilaisia yrityksiä erilaisilla rahoitustarpeilla. On myös huomioitava, että kyse on yrityskohtaisesta ylärajasta, eikä projektikohtaisesta ylärajasta. Toisaalta viiden miljoonan yläraja vastaa Yhdysvaltojen ylärajaa, ja Yhdysvaltojen joukkorahoitusmarkkinoita voidaan pitää maailman kehittyneimpinä ainakin koon perusteella.¹⁶⁰ EU:n yläraja on noin 10–15 % korkeampi kuin Yhdysvaltojen, johtuen valuuttakurssista. Vaikka ei voida vetää johtopäätöstä, että Yhdysvaltojen ylärajan ottaminen EU:n ylärajaksi olisi markkinoiden kannalta positiivinen asia sen takia että Yhdysvaltojen markkinat ovat kehittyneemmät, pidän viiden miljoonan euron ylärajaa riittävänä. Oma kantani perustuu sijoittajansuojan ylläpitoon, joka on pääasiallinen syy ylärajan olemassaoloon. Ilman kyseistä rajaa voisi yritys kiertää esitteenlaatimisvelvollisuuden, ja esite on huomattavasti kattavampi tietopaketti yrityksestä kuin joukkorahoitusasetuksen mukainen KIIS.

¹⁶⁰ 17 CFR Part 227 Subpart A § 227.100 (a)(1). Yhdysvaltojen arvoapaperiviranomainen (SEC) muutti ylärajan miljoonasta dollarista viiteen miljoonaan dollariin marraskuussa 2020, eli hetken joukkorahoitusasetuksen julkaisun jälkeen.

KIIS on myös pk-yrityksen rahoituksen hankintakustannusten kannalta positiivinen asia, sillä esitteen laatimiskustannuksia voidaan pitää kohtuuttoman suurina pk-yrityksille.¹⁶¹ Standardisoitu ja kuuteen sivuun rajattu KIIS,¹⁶² on huomattavasti halvempi laatia, kuin esite. KIIS ei myöskään vaadi viranomaisen hyväksyntää, joka pienentää laatimiskustannuksia lisää.¹⁶³ Pienemmät laatimiskustannukset taas tarkoittavat matalampaa kynnystä hakea rahoitusta. Hankkeen tarjoajan kannalta KIIS:iä voidaan siis pitää positiivisena, mutta tämä ei tarkoita, että se kokonaisuudessaan olisi onnistunut tiedotusväline, sillä vastuun jakautuminen sekä sijoittajan ja alustan näkökulma vaikuttaa vielä olennaisesti arvioon.¹⁶⁴

Joukkorahoituksen mahdollistaminen ja avaaminen voi myös edistää pk-yritysten rahoituksensaantia muilla tavoin. Rahoitustavoitteen saavuttanut joukkorahoitushanke voi nimittäin todistaa yrityksen toimivuuden ja houkuttelevuuden, joka taas saattaa helpottaa rahoituksen hankkimista muista lähteistä, kuten pankeista tai enkelisijoittajilta.¹⁶⁵ Rahoitushanke voi myös toimia markkinointivälineenä, jos alustalla on paljon potentiaalisia sijoittajia, joita voidaan konvertoida asiakkaiksi.

Asetuksen koskiessa vain yritykselle suunnattua joukkorahoitusta, pk-yritysten ollessa joukkorahoituksen suurin käyttäjäluokka, rajat ylittävän toiminnan mahdollistaessa suuren joukon sijoittajia, ylärajan ollessa kohtuullinen ja KIIS:n ollessa kustannustehokas, katson että joukkorahoitusasetus edistää pk-yritysten rahoituksensaantia onnistuneesti. Asetus ei myöskään sisällä sellaisia säännöksiä, jotka pk-yritysten näkökulmasta hankaloittaisivat rahoituksensaantia. Tämä väite ei ota huomioon alustan tai sijoittajan näkökulmaa, joka vahvasti liittyy koko joukkorahoitusjärjestelmän toimintaan, ja joukkorahoitusasetuksen onnistumisen arviointiin. Se onnistuiko EU luomaan säännöskehikon joka todellisuudessa edistää pk-yritysten rahoituksensaantia merkittävästi, jää vielä arvioitavaksi. Mutta pk-yritysten näkökulmasta asetusta voidaan pitää onnistuneena.

¹⁶¹ HE 111/2018 vp, s. 25.

¹⁶² Joukkorahoitusasetus artikla 23.

¹⁶³ Joukkorahoitusasetus, kohta 54.

¹⁶⁴ Tässä kohtaa KIIS:iä on siis pohdittu vain pk-yrityksen tai hankkeen tarjoajan näkökulmasta.

¹⁶⁵ Komissio: Joukkorahoitus – Opas pk-yrityksille 2017, s. 9.

5.2 Tiedonsaannin ja tiedonannon edistäminen

Kuten luvussa 3.2 esitettiin, pääomamarkkinaunionin yhtenä tärkeimmistä tavoitteista oli tiedonkulun edistäminen. Sijoittajien tiedonsaantia korostettiin läpi ensimmäisen ja toisen toimintasuunnitelman. Sijoittajien tiedonsaanti jaettiin kahteen osaan: tiedonsaanti sijoitusvaihtoehtoista ja markkinoista sekä tiedonsaanti sijoituskohteista. Sijoituskohteisiin liittyvä merkittävä toimi joukkorahoitusasetuksessa on KIIS, eli avaintietoesite, joka kertoo tiedot rahoitushankkeesta. Tiedonsaanti sijoitusvaihtoehtoista jää joukkorahoitusasetuksessa jossain määrin taka-alalle, mutta sijoittajan tietojen kartoittaminen ennen sijoituspäätöstä voidaan ainakin oman tulkintani mukaan lukea tähän kategoriaan. Myös toimivaltaisten viranomaisten tehtäväksi osoitettu joukkorahoituspalvelujen tietojen listaaminen yhteen paikkaan voidaan katsoa sijoitusvaihtoehtoista tiedottamiseksi. Potentiaalinen sijoittaja voi kansallisen viranomaisensa sivuilta tarkastella kaikkia joukkorahoituspalveluita tarjoavia alustoja, ja saada kattavamman portfolion mahdollisia sijoituskohteita tätä kautta.

KIIS on mielestäni onnistunut tiedotukseen liittyvä väline joukkorahoitusasetuksessa. Komissio korosti sijoitusvaihtoehtojen ja sijoitusten lisäämisessä tiedotuksen tärkeyttä. On selvää, että tietojen sisäistäminen ja analysointi vaatii niiltä tiettyjä standardeja. Yksityissijoittajalta ei voida vaatia sellaisia taitoja, että tämä osaisi yhdistellä hajanaisia tai puutteellisia tietoja sekä vertailla näitä tietoja. Ei myöskään voida olettaa, että yksityissijoittaja kahlaisi läpi satoja sivuja tietoa, tavoitteenaan löytää houkutteleva sijoituskohde. Niinpä KIIS:n sivumäärärajoitus (kuusi A4-kokoista sivua) palvelee nimenomaan tavoitetta tehokkaasta ja standardisoidusta tiedottamisesta. Jokaisen hankkeen on annettava samat tiedot, ja ne on mahdutettava kuuteen sivuun. KIIS:ien perusteella sijoittaja voi tehdä valistuneen sijoituspäätöksen vertailukelpoisilla tiedoilla. Rahoitusta hakeva yritys ei voi myöskään piilotella tai 'haudata' tietoja tietotulvaan. Voidaan tehdä vertaus KIIS:n ja esitteen välillä. Luvussa 3.2.2 mainittiin Fodelian 4,5 miljoonan listautumisanti, johon luonnollisesti liittyy (yhtiö)esitteenlaatimisvelvoite, eli yritys laatii tiedoistaan standardisoidun tietopaketin.¹⁶⁶ Fodelian esitteen pituus liitteineen oli 151 sivua.¹⁶⁷ Voidaan kyseenalaistaa, lukeeko jokainen antiin osallistuva sijoittaja koko 151 sivuisen esitteen. Sen

¹⁶⁶ Fodelia listautui First North -listalle, jossa disclosure säännöt ovat päällistä kevyemmät. Kuitenkin annin koko lisää vertailukelpoisuutta sillä 4,5 miljoonaa euroa jää joukkorahoituksen ylärajan alle.

¹⁶⁷ Fodelia Oyj 2019.

sijaan on huomattavasti todennäköisempää, että potentiaalinen sijoittaja lukee 6 sivuisen KIIS:n, ja jopa sisäistää suurimman osan tekstistä.

Vertauksen tarkoituksena ei ole argumentoida, että esitteen tulisi mahtua kuuteen sivuun, tai että KIIS ja esite kertovat yhtä kattavat tiedot. Olen silti sillä kannalla, että yksityissijoittajien näkökulmasta lyhyt ja ymmärrettävä tietopaketti on kannattavampi tiedotuskeino, sillä se tukee sijoittajan ymmärrystä yrityksestä. Jos sijoittaja lähtee lukemaan esitettä ilman finanssialan tietotaitoa, saattaa tekstin monimutkaisuus, pituus ja jargon ensinnäkin turhauttaa sijoittajaa, ja toiseksi sijoittaja voi hylätä sijoittamisaikeensa kokonaan. Vasta-argumenttina voisi todeta, että ilman tietotaitoa ei kannata edes ryhtyä sijoittamaan yksittäisiin sijoitusinstrumentteihin, ja näin järjestelmä ylläpitää sijoittajansuojaa. Olen itse sitä mieltä, että halukkuus lukea esite, ja kyky sisäistää se, ei ole vaatimus sijoittamiselle, sillä esitteestä on tehty osin tarkoituksellakin monimutkainen ja tekninen.

Kun mennään KIIS:n sisältöön tarkemmin, tarjoaa se sijoittajansuojaa, tiedonkulkua ja yleistä luottamusta edistävää tietoa monestakin syystä. Ensinnäkin KIIS sisältää kuvauksen hankkeesta, sen tarkoituksista ja ominaisuuksista. Kyse ei ole markkinointiviestinnästä, ja kuvauksen tulee olla tasapuolinen ja selkeä, eikä se saa johtaa lukijaa harhaan.¹⁶⁸ Toiseksi myös riskit on esiteltävä, ja niihin luetaan hankkeen riskien lisäksi hankkeen toteuttajan riskit sekä rahoitukseen liittyvät riskit. Kolmanneksi haluan nostaa esiin sijoittajan oikeudet, jotka on kattavasti esiteltävä KIIS:ssä. Sinänsä nämä kolme seikkaa eivät juurikaan poikkea tiedoista, joita tulee esittää kaikissa sijoitusinstrumenteissa, mutta merkityksellistä on se, että kyse on standardisoidusta kuuden sivun lomakkeesta. Sijoittajan on ainakin teoriassa helppo tutustua eri hankkeisiin, ja tehdä valistunut sijoituspäätös KIIS:ien perusteella. Vielä on mainitsemisen arvoista, että KIIS sisältää hankkeen vastuuhenkilöiden tiedot, ja asetus velvoittaa jäsenvaltiot huolehtimaan siitä, että kansalliset vastuuta koskevat lait ovat sovellettavissa vastuuhenkilöihin. Toisaalta on pohdittava kannustaako lyhyt ja yksinkertainen KIIS siihen, että hankkeen tarjoaja antaa harhaanjohtavia tai yksinkertaistettuja tietoja, jotka saavat hankkeen näyttämään paremmalta kuin se todellisuudessa on. Vielä kun huomioidaan viranomaishyväksynnän puuttuminen, korostuu mahdollinen ongelma. Oma kantani on se, että itse KIIS ja sen muotovaatimukset eivät

¹⁶⁸ Joukkorahoitusasetus, artikla 23.

kannusta tällaiseen toimintaan, vaan asiaa on katsottava vastuun kannalta. Vastuu tiedoista näyttää sen, onko KIIS kokonaisuudessaan onnistunut tiedotuskeino. Vastuuta tarkastellaan myöhemmin osiossa ”sijoittajansuoja”.

Yksittäisten hankkeen tarjoajien velvoittaminen ei kuitenkaan riitä sijoittajien luottamuksen kasvattamiseen. Esimerkiksi listautumismarkkinoilla on monia tahoja, jotka takaavat listautumisen luotettavuuden ja toimivat näin tietyntylaisina tiedon portinvartijoina. Lakimiehet, tilintarkastajat, pörssi sekä yhteyspäällikkö lainaavat omaa luotettavuuttaan listautujalle, takaamalla tietojen ja prosessin laadun.¹⁶⁹ Joukkorahoitusasetuksessa portinvartijan rooli on annettu palveluntarjoajille.¹⁷⁰ Palveluntarjoajalla on velvollisuus tarkastaa KIIS:n täydellisyys, oikeellisuus ja selkeys.¹⁷¹ Jos tiedot eivät vastaa standardia, palveluntarjoajan on pyydettävä tarjouksen tekijää korjaamaan tiedot, ja jos näin ei tapahdu, tarjous on poistettava alustalta.¹⁷² Viime kädessä markkinoiden luottamus on siis joukkorahoituspalveluiden tarjoajien käsissä. Edellä esitetyn valossa katson, että hankkeiden ja sijoittajien välinen tiedonkulku on järjestetty asetuksessa onnistuneesti, ja sen seurauksena sijoittajien luottamus joukkorahoitukseen, myös rajat ylittävänä toimintana, kasvaa riittäväälle tasolla mahdollistaen markkinoiden kehittymisen, edellyttäen että palveluntarjoajat hoitavat niille asetetun roolin, palveluntarjoajan roolia ja vastuuta tarkastellaan luvussa ”sijoittajansuoja”.

Tiedonkulun lisääminen eri sijoitusvaihtoehtoista, eli toisin sanoen potentiaalisten sijoittajien ’houkuttelu’ ei joukkorahoituksen osalta ole saanut juurikaan huomiota. Sinänsä tämä ei ole yllättävää tai kritiikin arvoista, sillä kaikki pääomamarkkinaunionin tavoitteet eivät liity, eikä niiden kuulukaan liittyä joukkorahoitukseen. Kuten on jo esitetty, markkinointiviestinnän osalta asetukset ei harmonisoi sääntelyä, joten sijoittajien tavoittaminen jäsenvaltioissa jää riippumaan kansallisista säännöksistä. Kansallisen sääntelyn tiivistäminen kansallisen viranomaisen sivuille varmasti edistää tiedottamisen laajuutta, mutta silti sijoittajien tavoittaminen saattaa muodostua eriarvoiseksi EU:n alueella, jos jäsenvaltiolla on tiukemmat markkinointisäännöt kuin muualla EU:ssa.

¹⁶⁹ Armour – Enriques 2017, s. 47.

¹⁷⁰ Lee 2021, s. 18.

¹⁷¹ Joukkorahoitusasetus, artikla 23.

¹⁷² Joukkorahoitusasetus, artikla 24.

5.3 Digitaalisen, osallistavan ja kestävän talouden edistäminen

Kuten tavoitteiden tarkastelussa todettiin, digitaalisen talouden edistäminen viittaa digitaalisiin rahoituskeinoihin, eli käytännössä FinTech-teknoologiaan.

Joukkorahoitusasetuksen säätäminen voidaan siis itsessään katsoa tämän tavoitteen edistämiseksi. Se, kuinka hyvin asetus käytännössä tukee joukkorahoituksen kasvamista jää nähtäväksi, eikä asiaa voida sen suuremmin tutkia ennen kuin asetus on sovellettavaa oikeutta EU:ssa, eli siirtymäajan jälkeen.

Osallistavan talouden edistäminen merkitsee yksityissijoittajien aktivointia.

Yksinkertaistettuna tarkoituksena on saada mahdollisimman paljon EU:n kansalaisista sijoittamaan pääomamarkkinoille. Jos tarkastellaan ei-valveutuneiden sijoittajien kohtelua asetuksessa, on pantava merille, että asetuksen alussa todetaan: ”on aiheellista säätää enimmäismäärästä, jonka ei-valveutuneet sijoittajat voivat ilman muita suojatoimia sijoittaa yksittäiseen hankkeeseen.”¹⁷³ Nämä suojatoimet ovat kuitenkin vain riskivaroituksen muotoisia, eli sijoittajaa ei estetä sijoittamasta, vaikka enimmäismäärä ylittyy.¹⁷⁴ Enimmäismäärä on 1 000 euroa tai 5 % nettovarallisuudesta, ja se koskee tiettyä joukkorahoitustarjousta. Yhdysvalloissa on myös enimmäismäärä ei-valveutuneille sijoittajille (*non-accredited investors*), mutta se koskee kaikkia joukkorahoitustarjouksia 12 kuukauden aikana, ja on suuruudeltaan noin 2 000 euroa, tai 5 % taikka 10 % nettovarallisuudesta. Yhdysvalloissa enimmäismäärää ei saa ylittää.¹⁷⁵ EU:ssa siis ei-valveutunut sijoittaja voi sijoittaa halutessaan koko nettovarallisuutensa joukkorahoitustarjouksiin, mutta Yhdysvalloissa toiminta on paljon rajoitetumpaa. Ainakin tältä osin asetus toteuttaa linjaa osallistavasta taloudesta. On eri asia tulisiko EU:n puuttua enemmän yksityissijoittajien mahdollisuuteen sijoittaa rahojaan, mutta se ei ole tämän tavoitteen kannalta relevanttia.

Täytyy myös kiinnittää huomiota siihen, onko joukkorahoitus osallistava rahoitusmuoto itsessään, eli ovatko sijoittajat tyypillisesti yksityissijoittajia vai instituutioita, kuten pankkeja,

¹⁷³ Joukkorahoitusasetus kohta 46.

¹⁷⁴ Joukkorahoitusasetus, artikla 21.

¹⁷⁵ 17 CFR Part 227 Subpart A § 227.100 (a)(2). Tässä viitataan ”Reg CF” -joukkorahoitukseen, eli sijoitusmuotoiseen ja lainamuotoiseen joukkorahoitukseen.

rahastoja tai muita. Cambridgen yliopiston raportin mukaan, Euroopassa instituutiot ja yksityissijoittajat sijoittavat vaihtoehtoisen rahoituksen markkinoilla lähes yhtä paljon (47 % / 53 % vuonna 2019 ja 53 % / 47 % vuonna 2020). Pohjois-Amerikassa instituutiot sijoittavat huomattavasti enemmän, vuonna 2020 98 % vaihtoehtoisen rahoituksen markkinoille tulleista sijoituksista oli lähtöisin instituutioilta.¹⁷⁶ Eroa voidaan selittää sääntelyllä, Yhdysvaltojen sääntely suosii vahvasti instituutioita, esimerkkinä toimii yllä mainittu yläraja, jonka ei-valveutuneet sijoittajat voivat sijoittaa vuodessa. Toki asiaan vaikuttaa myös instituutioiden vahva asema Pohjois-Amerikassa.¹⁷⁷ Luvut viittaavat siihen, että EU:n päätös jättää sijoitusten yläraja pois sääntelystä oli viisas, jos tarkoituksena oli edistää markkinoiden osallistavuutta. Jos katsotaan vaihtoehtoisen rahoituksen sektorikohtaista jakaumaa, voidaan huomata, että lainamuotoisesta joukkorahoituksesta 91 % tuli instituutioilta, ja sijoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta vain 7 % tuli instituutioilta vuonna 2020.¹⁷⁸ Kun otetaan huomioon tämän tutkielman luvussa 2.6 esitetyt volyymit (lainamuotoinen joukkorahoitus huomattavasti suurempi volyyminen kuin sijoitusmuotoinen), eivät luvut kerro muuta kuin instituutioiden riskiaversion omaan pääomaan tehtyihin sijoituksiin. Toisaalta joukkorahoitusasetuksen sallima yksilöllinen lainasalkunhoito saattaa tehdä lainamuotoisesta joukkorahoituksesta houkuttelevamman yksityissijoittajille.

Kestävän talouden edistäminen ei sinänsä ole joukkorahoitusasetuksen tai joukkorahoituksen nimenomainen tavoite ainakaan vielä. Asetus ei nosta kestäviä hankkeita esiin mutta tarjoaa kyllä mahdollisuuden niiden priorisoimiseen. Asetus nimittäin velvoittaa komission laatimaan kertomuksen asetukseen liittyen viimeistään marraskuussa 2023. Kertomuksessa on asetuksen mukaan arvioitava mahdollisuutta ottaa käyttöön erityisiä toimenpiteitä kestävien ja innovatiivisten joukkorahoitushankkeiden edistämiseksi.¹⁷⁹ On siis mahdollista, että asetuksella edistetään nimenomaisesti kestäviä hankkeita, ja näin toteutettaisiin pääomamarkkinaunionin tavoitetta kestävä talouden edistämisestä.

¹⁷⁶ Cambridge Centre for Alternative Finance 2021, s. 52.

¹⁷⁷ Cambridge Centre for Alternative Finance 2021, s. 51.

¹⁷⁸ Cambridge Centre for Alternative Finance 2021, s. 53.

¹⁷⁹ Joukkorahoitusasetus, artikla 45.

Olen sitä mieltä, että jo joukkorahoituksen kehittymisen tukemisella, eli joukkorahoitusasetuksen säätämällä, tuetaan kestäväää taloutta. Väitteeni perustuu kahteen seikkaan: ensinnäkin pk-yritykset, joukkorahoituksen pääasialliset käyttäjät, panostavat kestäväään kehitykseen yhä enemmän, ja toiseksi kestävä hanke saa todennäköisemmin puolelleen sijoittajia. Kestävä kehitys on noussut suosioon maailmalla lähivuosina, ja KPMG:n raportin mukaan 80 % N100 yrityksistä raportoi kestävästä kehityksestä toiminnassaan vuonna 2020.¹⁸⁰ Raportoinnissa huomataan selkeä trendi ylöspäin 2000-luvulla. Pk-yritysten osalta tutkimustiedon kerääminen on hieman vaikeampaa mutta Business Finlandin kyselytutkimuksen mukaan 96 % (vastanneista) suomalaisista pk-yrityksistä kokee hyötывänsä liiketoiminnallisesti kestävästä kehityksestä, ja 66 % on integroinut kestävään kehityksen osaksi liiketoimintaansa yli lain tai normin vaatiman tason. Vain 6 % vastanneista koki, ettei kestävä kehitys näy liiketoiminnassa.¹⁸¹ Vismara taas perustelee tutkimuksessaan, että ei-ammattimaiset sijoittajat (joukkorahoitusasetuksen kontekstissa vastaava termi olisi ei-valveutunut sijoittaja) sijoittavat todennäköisemmin kestäväään hankkeeseen, eli hankkeen kestävyys otetaan huomioon sijoituspäätöksessä.¹⁸² Jos edellä mainitut seikat huomioidaan, on mielestäni perusteltua todeta joukkorahoituksen omalta osaltaan edistävän kestäväää taloutta.

Haluan nostaa esiin alaluvun alussa mainitsemani pointin siitä, että asetus mahdollistaa kestäväien hankkeiden priorisoinnin. Väite perustuu siihen, että asetuksen 3 artikla sallii palveluntarjoajan luomaan ns. filterin alustalle, jolla sijoittaja voi valita erityisiä parametreja tai riski-indikaattoreita. Kaikilla Euroopan suurimmilla alustoilla (kuten Crowdcube, FundedByMe, Seeders) on sivuillaan filteri, josta voi valita parametrit, ja alusta näyttää parametrien sisään asettuvia hankkeita.¹⁸³ Millään kolmesta mainitusta alustasta ei kuitenkaan ole kestävyteen liittyväää parametria. Jos potentiaalinen sijoittaja haluaa sijoittaa kestäviin kohteisiin, voi hän kirjoittaa hakukenttään, jos sellainen on, sanan ”kestävyys” ja alusta näyttää hankkeet, joiden kuvauksessa sana esiintyy. Jos komissio haluaa edistää kestävyyttä,

¹⁸⁰ KPMG 2020, s. 12. N100 yritykset tarkoittavat jokaisen tutkimuksessa huomioidun valtion sataa suurinta yritystä, eli 5200 yritystä oli tutkimuksen kohteena.

¹⁸¹ Business Finland 2021.

¹⁸² Vismara 2018.

¹⁸³ Crowdcube: <https://www.crowdcube.com>, FundedByMe: <https://www.fundedbyme.com/> Seeders: <https://www.seedrs.com> Luettu 26.1.2022.

olisi mielestäni mahdollista velvoittaa alustat lisäämään filtteriin kestävyyttä koskeva parametri. Kestävyuden arviointi jäisi todennäköisesti alustan vastuulle, mutta toisaalta alustalle on jo osoitettu portinvartijan rooli suhteessa hankkeisiin. Toinen mahdollinen kestävyyttä edistävä toimi, olisi luoda EU:n laajuinen hankkeita koskeva kestävyysarvosana, joka voitaisiin edellyttää lisäämään KIIS:iin. Näin kestävyuden edistäminen hankkeissa olisi kannattavaa hankkeen vetäjillä, sillä kuten jo todettiin, kestävyys saattaa vaikuttaa sijoituspäätöksiin. Kestävyuden sisällyttäminen KIIS:iin lisäisi myös hankkeiden vertailukelpoisuutta useiden alustojen välillä, ja lisäisi sijoittajien tiedonsaantia.

5.4 Sijoittajansuoja

Luvussa 4.2.2 on asetuksen sijoittajansuojan elementtejä tarkasteltu pintapuolisesti. Sijoittajansuojan ylläpitoon liittyy sijoittajien jako valveutuneisiin ja ei-valveutuneisiin, KIIS, sijoitustietämyksen ja tappionsietokyvyn kartoitus, jälkimarkkinat ilmoitustaulun kautta ja harkinta-aika. Pääomamarkkinaunionin molempien toimintasuunnitelmien läpi kulkee ajatus vahvan sijoittajansuojan ylläpidosta. Sen sijaan että kyse olisi jostain tietystä tavoitteesta joka toimilla tulee saavuttaa, on kyse oman näkemykseni mukaan tasapainottelusta markkinoiden kasvattamisen ja avaamisen sekä sijoittajansuojan välillä. Toisin sanoen markkinoita ei tule kasvattaa sijoittajansuojan kustannuksella, mutta sijoittajansuoja ei myöskään saa rajoittaa liikaa toimivia joukkorahoitusmarkkinoita. Oma näkemykseni perustuu komission sanoihin toimintasuunnitelmassa. Esimerkiksi: ”EU:n olisi pyrittävä löytämään oikea tasapaino sijoittajansuojaa ja joukkorahoituksen jatkuvaa laajentamista koskevien tavoitteiden välillä.”¹⁸⁴ Ja: ”... komissio pyrkii edelleen kartoittamaan syvempien pääomamarkkinoiden tehottomimmat kohdat ja suurimmat esteet Euroopassa ja selvittämään, miten ne voidaan parhaiten poistaa unohtamatta vahvaa sijoittajansuojaa ja markkinavalvontaa.”¹⁸⁵ Joukkorahoitusasetuksen suhteen on siis otettava kantaa siihen, onko sijoittajansuoja säädetty liian vahvaksi näin heikentäen markkinakehitystä liiaksi, tai onko sijoittajansuoja liian heikko tehden sijoittamisen kannattamattomaksi taikka sallien muiden tahojen hyväksikäyttää sijoittajia.

¹⁸⁴ COM (2015) 468 final, luku 1.1.

¹⁸⁵ COM (2015) 468 final, luku 7.

Nostan ensimmäisenä esiin jälkimarkkinat ja joukkorahoitukseen soveltuvien arvopapereiden rajoitukset. Yksi sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen suurimmista riskeistä on jälkimarkkinoiden puute, joka muodostaa likviditeettiriskin. Sijoittajalla ei siis ole tehokkaita keinoja muuttaa sijoitustaan rahaksi.¹⁸⁶ Joukkorahoitusasetus rajaa soveltamisalan ulkopuolelle siirtokelvottomat arvopaperit, joiden osalta likviditeettiriski on korotettu, koska arvopaperia ei saa myydä kolmannelle taholle. Siirtokelvottomien arvopapereiden rajaaminen on mielestäni täysin perusteltua, ja kannattavaa. Jos sijoittajalla ei ole mahdollisuutta poistua sijoituksesta, on sijoittajansuoja mielestäni liian heikko.

Siirtokelpoisissa arvopapereissa on myös likviditeettiriski, koska arvopaperin myynti vaatii ostajan paikantamista. Joukkorahoituksessa käytetyillä arvopapereilla ei ole säänneltyä jälkimarkkinaa.¹⁸⁷ Likviditeettiriskin madaltamiseksi joukkorahoitusasetus mahdollistaa ilmoitustaulun ylläpitämisen alustalla. Ilmoitustaululla ostajat ja myyjät voivat ilmoittaa aikeistaan ostaa tai myydä tiettyä arvopaperia, jota on alustalla aiemmin tarjottu hankkeen muodossa. Alusta ei saa kuitenkaan toteuttaa toimeksiantoja eli täsmäyttää osto- ja myyntitarjouksia.¹⁸⁸ Asetus jättää ilmoitustaulun toteutuksen hyvin epäselväksi, joka on sinänsä kyseenalaista ottaen huomioon asetuksen tavoitteen selkeyttää joukkorahoituksen sääntelyä. Tällaisia ilmoitustauluja ei muutoinkaan säännellä EU-oikeudessa, joten käytännön toteutus ja toimivuus ovat vielä epäselviä. ESMA:n mukaan ilmoitustaulu ei saa sallia kommunikointia ostajan ja myyjän välillä, eikä alusta saa edellyttää kolmannen tahon käyttämistä transaktion hoitamiseksi.¹⁸⁹ Jälkimarkkinat ovat oman näkemykseni mukaan erittäin tärkeä osa joukkorahoituksen sijoittajansuojaa, ja ilmoitustaulun toteutuksen selkeyttämisen tulisi olla komission prioriteettina. Tällä hetkellä on siis tiedossa, että jälkimarkkinatransaktioiden tulee tapahtua alustan ulkopuolella, mutta alusta ei voi ottaa kolmatta osapuolta hoitamaan transaktioita, koska pakollisen kolmannen palvelun käyttö on ESMA:n näkemyksen mukaan kiellettyä. Toimivat jälkimarkkinat edistäisivät markkinoiden kasvua varmasti, sillä likviditeettiriskin madaltaminen edistää sijoittajansuojaa, kuitenkin

¹⁸⁶ Komissio 2013, s. 6.

¹⁸⁷ Tässä kohtaa ”säännelty jälkimarkkina” viittaa säännöksiin mahdollistamaan kauppapaikkaan, jossa joukkorahoituksella liikkeeseen laskettuja arvopapereita voidaan vaihtaa. Termi ei siis viittaa Nasdaq Helsingin päälistaan, jota kutsutaan Suomessa säännellyksi markkinaksi.

¹⁸⁸ Joukkorahoitusasetus, artikla 25.

¹⁸⁹ ESMA70-156-4225, s. 28–29.

vaikkeuttamatta markkinoiden kehitystä. Edellä esitetyn perusteella katson, että jälkimarkkinoiden luonti oli oikea suunta sääntelylle, mutta asetus epäonnistuu luomaan luotettavan järjestelmän, jonka varassa alustat voivat toimia jälkimarkkinoiden luonnin suhteen.

Sijoittajien jakoa valveutuneisiin ja ei-valveutuneisiin sekä sijoitusrajan puutetta on käsitelty jo luvuissa 5.3 ja 4.2.2. Päätös olla asettamatta sijoituksille ylärajaa ei-valveutuneiden sijoittajien osalta on selkeästi linjaveto sijoittajansuojan suhteen. Linjavedon seurauksena ero kahden sijoittajaluokan välillä ei ole suuri. Sijoitustietämyksen testaamisen, tappionsietokyvyn simuloinnin ja erinäisten riskivaroitusten antamisen lisäksi ei-valveutunutta sijoittajaa suojataan harkinta-ajalla. Pidän itse harkinta-aikaa ainoana merkittävänä erona sijoittajaluokkien välillä. Harkinta-aika on neljä päivää, ja se alkaa siitä hetkestä, kun ei-valveutunut sijoittaja tekee tarjouksen tai kiinnostuksenilmauksen sijoittaakseen hankkeeseen. Harkinta-aikana sijoittaja voi perua tarjouksen tai kiinnostuksenilmaisun ilman syytä tai seuraamuksia.¹⁹⁰ Harkinta-aika siis estää hätiköityjä sijoituspäätöksiä.

Vaikka sijoittajien jako kahteen luokkaan voidaan nähdä holhoavana, on Sunstein osoittanut artikkelissaan sen olevan objektiivisesti kannattavaa, kunhan ei mennä liiallisuksiin.¹⁹¹ Sunsteinin kanta perustuu sille, että käyttäytymiseen perustuvat markkinahäiriöt (*Behavioral market failures*) vaativat lainsäädäntötoimia, samoin kuin tavanomaiset markkinahäiriöt vaativat lainsäädäntötoimia.¹⁹² Käyttäytymiseen perustuvat markkinahäiriöt johtuvat siitä, että ihmiset todistetusti tekevät itselleen haitallisia päätöksiä.¹⁹³ Markkinahäiriöiden korjaaminen sääntelyllä on yksi oikeustaloustieteen peruslähtökohtia, joilla sääntelyä oikeutetaan.¹⁹⁴ Sunstein kannattaa kevyttä holhoamista, joka ilmenee yleensä tiedonantona, varoituksina ja oletussääntöinä, kuitenkin rajoittamatta yksilön valinnanvapautta.¹⁹⁵

¹⁹⁰ Joukkorahoitusasetus, artikla 22.

¹⁹¹ Sunstein 2012, s. 58–60.

¹⁹² Sunstein 2012, s. 7.

¹⁹³ Sunstein 2012, s. 2–4 ja 59. Sunstein kertoo haitallisista päätöksistä esimerkiksi tupakoinnin.

¹⁹⁴ Oikeustaloustieteestä ja markkinahäiriöistä lisää, Ks. Määttä 2009.

¹⁹⁵ Sunstein 2012, s. 7 ja 59. Esimerkki kevyestä holhoamisesta liittyen tupakointiin on pakkaukseen lain nojalla sisällytettävä varoitusteksti ja kuva (Tupakkalaki 32§).

Joukkorahoitusasetuksen varoitukset sijoitusrajan ylittyessä voidaankin nähdä juuri tällaisena kevyenä holhoamisena, sillä yksilön valinnanvapautta ei rajoiteta.

Haluan kiinnittää uudestaan huomiota ei-valveutuneiden sijoittajien ylärajan puuttumiseen, tällä kertaa sijoittajansuojan näkökulmasta.¹⁹⁶ Jos lähdetään liikkeelle FinTech-tekniologian pohjimmaisesta ajatuksesta, finanssipalveluiden poistamisesta yksinomaan finanssialan perinteisten toimijoiden käsistä, olisi absurdia, että ei-valveutuneet sijoittajat estettäisiin kokonaan sijoittamasta. Estämistä voitaisiin aiheellisesti pitää myös syrjintänä.¹⁹⁷ Tämän perusteella pidän Yhdysvaltojen mallin mukaista ylärajaa liiallisena holhoamisena (alimmillaan 2 000 euroa vuodessa), sillä kyse on joukkorahoituksen ylärajasta eikä projektikohtaisesta ylärajasta.¹⁹⁸ Projektikohtainen yläraja sen sijaan ei olisi oman kantani mukaan liiallinen tai syrjivä. Täysin vapaata sijoittamista, eli sitä että sijoittajia ei luokitella kahteen, voidaan pitää Sunsteinin esittämän väitteen vastaisena. Aiemmassa tutkimuksessa, on esitetty sijoitusrajojen mahdollistavan kevyemmän sääntelyn, joka sallisi joukkorahoitusmarkkinoiden kehityksen.¹⁹⁹ Pidän kantaa ongelmallisena, jos ei-valveutuneiden sijoittajien kokonaisuudessa sijoituksia vähennettäisiin, eli ei vain projektikohtaisia. Oman näkemykseni mukaan markkinoita rakennettaisiin silloin syrjivällä tavalla, joka allokoisi suurimman hyödyn valveutuneille sijoittajille, eli yleensä instituutioille. Yhdysvaltojen mukaisen ylärajan välttäminen joukkorahoitusasetuksissa on siis oman kantani mukaan onnistunut ratkaisu. Projektikohtaisen ylärajan valvominen, eli varoituksen sijaan alustan olisi estettävä sijoitus, olisi myös ollut toimiva ratkaisu. En esitä väitettä siitä, onko varoitus vai sijoituksen esto parempi ratkaisu, sillä vastaus vaatii syvempää tutkimusta. Komission tavoitteena oli ylläpitää sijoittajansuojaa ja avata joukkorahoitusmarkkinoita, joka mielestäni toteutuu asetuksen linjauksella sijoitusrajoista. Sijoittajansuoja kasvattamista ei toimintasuunnitelmissa nostettu esiin, vaan kyse oli ylläpidosta ja turvaamisesta.

Haluan nostaa esille vielä yhden sijoittajansuojaan läheisesti liittyvän riskin: alustojen alttiuden moraalisen uhkapelin riskille. Kallio ja Vuola ovat kirjassaan luonnostelleet

¹⁹⁶ Luvussa 5.3 ylärajan puuttumista tarkasteltu osallistavan talouden näkökulmasta.

¹⁹⁷ Lee 2021, s. 9.

¹⁹⁸ Yhdysvaltojen yläraja selitetty luvussa 5.3.

¹⁹⁹ Macchiavello kirjassa *European Financial Regulation Levelling the Cross-Sectoral Playing Field 2019*. s. 83-84.

moraalista uhkapeliä siten, että joukkorahoituspalvelun tarjoajalla on kannustin päästää alustalle hankkeita, joiden ei kuuluisi sinne päästä, tai joiden arvo tai riski on ilmoitettu virheellisesti.²⁰⁰ Kannustimena toimii lyhyen tähtäimen tuotto, ja sen saavuttaminen tehdään luotettavien ja jatkuvien markkinoiden kustannuksella. Moraalisen uhkapelin riski on vaara sijoittajille siten, että kun useiden hankkeiden huonous paljastuu, on alusta jo tehnyt voittonsa, ja kustannukset, eli saamatta jäänyt voitto ja mahdollinen sijoitusten menetys jää sijoittajien kannettavaksi.²⁰¹ Kallio ja Vuola näkevät vastauksena moraaliselle uhkapelille itsesääntelyn ja alustojen vastuullisuuden. Olen itse sitä mieltä, että sääntelemisestä pidättäytyminen itsesääntelyn toivossa ei toimi finanssialalla. Tästä nähdään esimerkki vuoden 2007 finanssikriisissä, jonka taustalla osin on johdannaisinstrumenttien sääntelyn purkaminen. Kun sääntelemättömyyteen liitetään instituutioiden taipumus lyhyen tähtäimen riskienhallintaan, tavoitteena maksimoida tuotot, on itsesääntelyn toivominen vaarallista.

Oma kantani on, että alustat tulee kannustaa, eli käytännössä säännöksiä avulla ohjata, ottamaan alustalle vain luotettavia hankkeita. Eli tilanteen tulisi olla sellainen, että tuottojen kannalta on alustan vahvassa intressissä varmistaa hankkeiden korkea taso. Ideana tämä ei ole uusi finanssialan kontekstissa, esimerkiksi Kansainvälisen valuuttarahaston sen aikainen pääekonomisti Raghuram Rajan julkaisi vuonna 2005 tekstin, jossa käytiin läpi finanssialalla vallitsevia riskejä, ja erityisesti toimijoiden kannustimia riskinottoon. Rajan painotti riskinoton kasvua, joka taas johtui kilpailun kasvusta ja säännösten puutteesta, jotka kannustivat lyhytaikaiseen tuotonmaksimointiin. Tekstissä suositeltiin kannustinjärjestelmän muuttamista säännöksillä, jonka avulla liialliset riskit saataisiin mahdollisesti kuriin.²⁰² Kaksi vuotta Rajanin tekstin jälkeen, alkoi yksi maailman suurimmista finanssikriiseistä, jonka osatekijöistä Rajan tunnisti tekstissään monta. Tuon esiin Rajanin tekstin sekä finanssikriisin siitä syystä, että vuosikymmeniä ennen kriisin alkua, oli maailma siinä uskossa, että finanssi-instituutioiden itsesääntely toimii, sekä kasvattaa markkinoita. Todellisuus oli pimennossa, koska alalta puuttui läpinäkyvyys ja/koska säännöksiä ei ollut. Näistä syistä pidän tärkeänä sitä, että joukkorahoituspalveluiden tarjoajat velvoitetaan läpinäkyvyyteen toiminnassa, ja

²⁰⁰ Kallio – Vuola 2018, s. 373.

²⁰¹ Toisaalta alustalle aiheutuu tällaisesta tilanteesta mainekustannuksia. Niitä ei kuitenkaan voida pitää riittävänä pidäkkeenä, joka eliminoisi riskin.

²⁰² Rajan 2005.

luodaan säännöskehikko, joka kannustaa palveluntarjoajia varmistamaan hankkeiden laadun.²⁰³

Tällä hetkellä asetus mahdollistaa kahdenlaisia seuraamuksia palveluntarjoajille, jotka eivät noudata asetusta. Ensinnäkin palveluntarjoajan toimilupa voidaan peruuttaa, jos se on vakavasti rikkonut asetusta.²⁰⁴ Toiseksi palveluntarjoajalle voidaan määrätä hallinnollisia seuraamuksia vähemmän vakavista rikkomuksista.²⁰⁵ Hallinnollisiin seuraamuksiin kuuluu julkinen ilmoitus, kieltomääräys, luonnollisen henkilön kieltä toimia johtotehtävissä ja sakko. Jäsenvaltio voi halutessaan säätää myös lisäseuraamuksia tai -toimenpiteitä. Hallinnollisen sakon enimmäismäärän tulee olla vähintään kaksinkertainen saatuun hyötyyn nähden, joten ainakin sakko vaikuttaisi hyvin mitoitettulta. Toisaalta hallinnollisista sanktioista puuttuu tilapäinen toiminnan lakkautus, joka saattaisi olla tarpeen. Sanktioiden kanssa on kuitenkin tarkasteltava asetuksen osoittamia velvollisuuksia palveluntarjoajalle liittyen hankkeiden laatuun tai tasoon. Itse tunnistan tähän kontekstiin sopivaksi vain yhden velvollisuuden: KIIS:n tarkastamisen. Palveluntarjoajalla on oltava asianmukaiset menettelyt KIIS:n täydellisyyden, oikeellisuuden ja selkeyden tarkastamiseksi.²⁰⁶ Jos palveluntarjoajalla on osittainen vastuu KIIS:stä, on sen intressissä ottaa alustalle vain hyviä ja läpinäkyviä hankkeita, joiden riskit on selkeästi ilmaistu. Vaikuttaisi kuitenkin siltä, että vastuu KIIS:stä ei ole miltään osin palveluntarjoajalla. Komission mukaan hankkeen tarjoaja on yksin vastuussa KIIS:n tiedoista, ja alustan vastuu koskee vain KIIS:n tarkastamisenmenettelyä.²⁰⁷ Ainoastaan jos KIIS:stä puuttuu tietoja, voi palveluntarjoaja olla vastuussa, jos puutteellisuus johtuu riittämättömästä tarkastusjärjestelmästä.²⁰⁸ Palveluntarjoajalla ei siis ole vastuuta hankkeista, joita sen alustalla tarjotaan, vaikka hanke antaisikin vääriä tietoja. Pidän tätä sijoittajansuojan kannalta vaarallisena, ja käytännössä hankkeiden laatu on täysin palveluntarjoajien itsesääntelyn piirissä. Vielä kun huomioidaan, että KIIS ei vaadi

²⁰³ On selvää, että joukkorahoitus ei muodosta rahoitusjärjestelmälle samanlaista riskiä, joka realisoitui finanssikriisissä. Joukkorahoituksen ja finanssikriisin vertailussa on tarkoituksena selittää itsesääntelyn toimimattomuutta finanssialalla, ja toimijoiden taipumusta lyhyen tähtäimen voiton maksimointiin.

²⁰⁴ Joukkorahoitusasetus, artikla 17.

²⁰⁵ Joukkorahoitusasetus, artikla 39.

²⁰⁶ Joukkorahoitusasetus, artikla 23.

²⁰⁷ ESMA35-42-1088, s. 13.

²⁰⁸ ESMA35-42-1088, s. 13.

viranomaisen hyväksyntää,²⁰⁹ jää KIIS:n luotettavuus käytännössä hankkeen tarjoajan varaan. Ylemmissä luvuissa on KIIS:iä käsitelty positiivisessa valossa, mutta KIIS:n onnistuminen lopulta riippuu sen sisältämien tietojen luotettavuudesta. Luotettavuus oman näkemykseni mukaan kaatuu vastuun puutteeseen. Mielestäni palveluntarjoajalle on osoitettava vastuuta myös KIIS:n sisällöstä, ei vain sen tarkastamismenetelmästä. Vastuuta ei tule silti ottaa pois missään määrin hankkeentarjoajalta, vaan ehdottamani ratkaisu on perustaa vastuu hankkeentarjoajan lisäksi palveluntarjoajalle. Tällä tavoin varmistetaan, että palveluntarjoajan intressissä on päästää alustalle vain luotettavia hankkeita, ja sijoittajien luottamus tietoon vahvistuu vaaditulle tasolle.

5.5 Rajat ylittävien esteiden madaltaminen

Viimeisenä otetaan tarkasteluun pääomamarkkinaunionin pohjimmaisen idean tärkein pilari, eli rajat ylittävien pääomamarkkinoiden toiminnan edistäminen. Kun pääomamarkkinaunionin tarkoituksena on luoda EU:n yhteiset pääomamarkkinat, on valtioiden rajat ylittävän toiminnan oltava harmonisoitua. Joukkorahoitusasetuksessa kerrotaan, että ”tällä asetuksella puututaan joukkorahoituspalvelujen sisämarkkinoiden toiminnan esteisiin ja pyritään näin edistämään rajat ylittävää yritysten rahoitusta.”²¹⁰ On siis selvää, että asetus pyrkii toteuttamaan pääomamarkkinaunionia. Mielestäni asetus myös onnistuu rajat ylittävän toiminnan mahdollistamisessa. Ensinnäkin toimilupa mahdollistaa palveluiden tarjoamisen koko unionin alueella, toimiluvan saannin jälkeen pelkällä ilmoituksella. Toiseksi KIIS takaa vertailukelpoiset ja kattavat tiedot hankkeesta, riippumatta hankkeen tai alustan kotivaltiosta. Kolmanneksi asetuksen soveltamisalan raja- ja lainamuotoiseen joukkorahoitukseen, ja yrityksen keräämän pääoman suuruus ei saa ylittää viittä miljoonaa euroa 12 kuukauden ajanjakson aikana. Neljänneksi valvonta on osoitettu toimiluvan myöntäneelle viranomaiselle, joten rajat ylittävässä joukkorahoituksessa ei ainakaan teoriassa pitäisi olla ongelmia sen määrittämisessä, mikä taho valvoo toimintaa. Kuten jo mainittu, markkinointiviestintää tai hallinnollisten seuraamusten mittakaavaa ei ole harmonisoitu asetuksella. Näitäkään ei ole kuitenkaan jätetty huomiotta, sillä markkinointia koskevat kansalliset säännökset on kerättävä yhteen paikkaan ja tiivistettävä kansallisen viranomaisen toimesta. Hallinnollisille

²⁰⁹ Joukkorahoitusasetus, kohta 54.

²¹⁰ Joukkorahoitusasetus, kohta 8.

seuraamuksille on asetettu minimivaatimukset, joten rangaistuksia ei voi välttää strategisella sijoittautumisella.

6 Lopuksi

Joukkorahoitus on viimeisen kymmenen vuoden aikana kasvanut hurjaa vauhtia, ja lunastanut paikkansa merkittävänä rahoituskeinona. Vuosittain joukkorahoituksella välitetään kymmeniä miljardeja euroja, erityisesti pk-yrityksille, joiden rahoituksen turvaaminen on reaalityalouden ja työllisyyden kannalta välttämätöntä. Joukkorahoitusmarkkinat eivät kuitenkaan ole kasvaneet tasapuolisesti ympäri maailmaa, ja Eurooppa on jäänyt kehityksessä jälkeen. EU menetti vielä Brexitin myötä suurimman kansallisen joukkorahoitusmarkkinansa, joten tilanne oli huono. Osana suurempaa markkinoiden yhdistämistä, pääomamarkkinaunionia, EU kuitenkin hyväksyi joukkorahoitusasetuksen, tavoitteenaan harmonisoida joukkorahoituksen sääntely EU:ssa, ja näin kasvattaa yhteisiä markkinoita. Tämän tutkielman tarkoituksena on ollut selvittää, missä määrin joukkorahoitusasetus toteuttaa pääomamarkkinaunionin sille asettamia tavoitteita. Vastaaminen tähän kysymykseen pyrkii myös selvittämään joukkorahoitusasetuksen kykyä luoda toimivia yhteismarkkinoita. Koska asetuksen siirtymäkausi on vielä käynnissä, ei asetuksen vaikutuksia markkinoihin voi vielä tutkia, siksi mielestäni oli tarkoituksenmukaista tutkia asetuksen valmiuksia pääomamarkkinaunionin näkökulmasta.

Tutkielman lähtökohtana oli, että joukkorahoitusasetuksen tavoitteena on edistää pääomamarkkinaunionin tavoitteita. Luvussa 3 tarkasteltiin pääomamarkkinaunionin tavoitteita, joista nostettiin viisi, joukkorahoitusasetuksen kannalta merkittävää, tavoitetta esiin: 1) pk-yritysten rahoituksensaanti 2) tiedonsaannin ja tiedonannon edistäminen 3) digitaalisen, osallistavan ja kestävä talouden edistäminen 4) sijoittajansuoja 5) rajat ylittävien esteiden madaltaminen. Luvussa 4 taas selvitettiin joukkorahoitusasetuksen sisältö, jonka jälkeen luvuissa 3 ja 4 saatujen vastausten perusteella voitiin luvussa 5 vastata itse tutkimuskysymykseen.

Pk-yritysten näkökulmasta, asetus edesauttaa niiden rahoituksensaantia kasvattamalla markkinoita ja tarjoamalla uuden rahoituskeinon. Asetus voidaan nähdä pk-yrityksiä varten laadituksi, sillä se koskee vain yrityksille suunnattua joukkorahoitusta, ja yrityskohtainen yläraja rahoitukselle on 5 miljoonaa euroa vuodessa. Haetun rahoituksen ylärajan olemassaoloa voidaan perustella sijoittajansuojalla ja esiteasetuksen vaatimuksilla. Ylärajan olemassaolon johdosta suuret yritykset todennäköisesti pidättäytyvät joukkorahoituksesta, jolloin suurin osa sijoittajien pääomasta ajautuu pk-yrityksille. Se, muodostuuko asetuksen

perusteella rajat ylittäviä palveluntarjoajia, jolloin pienempien valtioiden yritykset pääsevät käsiksi suurempaan sijoittajajoukkoon, jää nähtäväksi.

Tiedonkulun edistämiseksi on joukkorahoitusasetuksessa säännelty kuuden sivun mittainen avaintietoesite eli KIIS. Standardisoitu ja kompakti tietopaketti kertoo jokaisen hankkeen osalta tarpeelliset tiedot. Esitteeseen verrattuna KIIS on sijoittajalle ymmärrettävämpi ja läpinäkyvämpi tiedotuskeino ja hankkeen tarjoajalle huomattavasti edullisempi tuottaa. Hankkeesta vastaavat henkilöt ovat myös henkilökohtaisessa vastuussa KIIS:n tiedoista, joka edistää markkinoiden luottamusta. Toisaalta pelkkä hankkeen tarjoajan vastuu ei riitä luotettavan markkinan ylläpitoon. Palveluntarjoajat on asetuksessa velvoitettu ylläpitämään menettelyjä, joilla KIIS:n standardia valvotaan. Palveluntarjoajat toimivat siis informaation portinvartijoina, ja tiedotuksen (KIIS:n) luotettavuus on pitkälti niiden käsissä.

Digitaalisen, osallistavan ja kestävä talouden edistämässä asetukset onnistuu hyvin. Asetus itsessään edistää digitaalista taloutta joukkorahoituksen luonteen takia. Myös sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen osalta, itse toiminta on jo osallistavaa, sillä suurin osa sijoittajista on yksityissijoittajia. Sijoitusten ylärajan jättäminen pois myös osaltaan tekee markkinoista enemmän yksityissijoittajia osallistavammaksi. Lainamuotoisen joukkorahoituksen osalta yksilöllisen lainasalkunhoidon mahdollistaminen houkuttelee yksityissijoittajia, jotka lainamuotoisessa joukkorahoituksessa ovat aiemmin olleet vähemmän mukana. Kestävä talouden osalta tutkielmassa tuotiin esiin joukkorahoituksen ja yksityissijoittajien suhde kestävyteen, joka jo omalta osaltaan edistää kestävä taloutta. Asetus myös nimenomaan sallii kestävyden edistämisen, ja komissio tulee arvioimaan edistämisen priorisointia kertomuksessaan. Myös mahdollisuus kestävyteen liittyvästä filteristä sisältyy jo nyt asetukseen, ja jää nähtäväksi hyödyntävätkö palveluntarjoajat sitä käytännössä. Tutkielmassa tuodaan myös esiin mahdollisuus palveluntarjoajien velvoittamisesta kestävyden edistämiseen, joko filterin tai KIIS:n avulla. Asetus ei siis lähde suoraan edistämään kestävä taloutta, vaan tarjoaa siihen mahdollisuuden komission kertomuksen kautta.

Sijoittajansuojan kohdalla tutkielmassa todetaan jälkimarkkinoiden luonnin olevan oikea suunta sääntelylle ja likviditeettiriskin madaltamiselle, mutta asetukset epäonnistuu kuitenkin luomaan selkeän sääntelykehikon ilmoitustaululle. Jälkimarkkinoiden käytännön toimivuudesta ei voida sanoa paljoakaan, sillä tällä hetkellä toteutusmahdollisuudet ovat

epäselvät. Sijoittajien jaossa valveutuneisiin ja ei-valveutuneisiin on onnistuttu siinä mielessä, että sijoitusrajoja ei valvota absoluuttisesti, vaan ne synnyttävät vain tiettyjä varoituksia ja riski-ilmoituksia. Tutkielmassa Yhdysvaltojen sijoitusrajamallia pidetään liian holhoavana, ja EU:n malli sallii paremmin markkinakehityksen, kuitenkin huomioiden sijoittajansuojan. Sijoittajansuojan kontekstissa tutkielmassa tarkastellaan vielä alustojen moraalisen uhkapelin riskiä. Hankkeiden valikoituminen alustalle on asetuksessa jätetty palveluntarjoajan vastuulle, erityisesti KIIS:n tarkastamisvelvollisuuden osalta. Palveluntarjoaja saattaa päästää alustalle objektiivisesti huonoja hankkeita, lyhyen tähtäimen tuottojen saannin takia.

Palveluntarjoajalla on tiedon portinvartijana tehtävänä ylläpitää menettelyjä, joilla KIIS:n tiedot tarkastetaan. Tähän tehtävään ei kuitenkaan liity minkäänlaista vastuuta hankkeista tai KIIS:n tiedoista. Alustaa ei siis ole sidottu hankkeiden luotettavuuteen, ja käytännössä palveluntarjoaja toimii itsesääntelyn varassa. Rahoituspalvelualan itsesääntelyn historia antaa varoittavan esimerkin, ja tähän liittyen asetus ei ole onnistunut sijoittajansuojan ylläpidossa.

Rajat ylittävän toiminnan osalta asetus onnistuu madaltamaan joukkorahoitusmarkkinoilla olleita esteitä. Tutkielmassa tuodaan esiin toimiluvan mahdollistama palveluiden tarjoaminen koko EU:ssa, joka käytännössä poistaa hajanaisten kansallisten markkinoiden aiheuttaman monimutkaisuuden. Valvonta on myös järjestetty järkevästi kotivaltion toimivaltaiselle viranomaiselle. Niitäkin osin, kun sääntelyä ei harmonisoida (markkinointiviestintä ja hallinnolliset seuraamukset) ottaa asetus huomioon rajat ylittävän toiminnan helpottamisen.

Kokonaisuutena arvioiden asetus siis edistää pääomamarkkinaunionin tavoitteita hyvin. Sijoittajansuojan osalta asetus kuitenkin epäonnistuu kahdessa suhteessa: jälkimarkkinoissa ja alustojen vastuun puutteessa. Jälkimarkkinat ovat tärkeä osa likviditeettiriskin madaltamista, mutta niiden toteutus vaikuttaa jääneen asetuksessa melkein pä ajatuksentasolle. Ilmoitustaulun toteutusta on säänneltävä tarkemmin. Jos palveluntarjoajalla on täysi kontrolli hankkeista, jotka alustalle pääsevät, on palveluntarjoajalla oltava myös jotain vastuuta niistä. Myös KIIS:n suhteen tulee palveluntarjoajalla olla rinnakkainen vastuu hankkeen tarjoajan kanssa, koska alustalla on velvollisuus tarkastaa tiedot. Kestävän talouden edistämisen osalta asetus on oikeilla jäljillä, mutta epäonnistuu hyödyntämään sen sisältämät mahdollisuudet.

Tämä tutkielma rajoittuu asetuksen teoreettisen tavoitteiden toteutumisen tutkimiseen. Kun asetuksen siirtymäkausi päättyy, voidaan esittämiäni argumentteja verrata tavoitteiden empiiriseen toteutumiseen. Esimerkiksi kasvaako EU:n joukkorahoitusmarkkinat asetuksen

seurauksena, vai oliko joukkorahoitusmarkkinoiden kehittymisen esteenä jokin seikka, jota ei asetuksessa otettu huomioon? Tutkielma myös herättää tiedonintressin joukkorahoitusalojen vastuusta. Voidaan pohtia, onko alojen kevyt vastuu vaatimus joukkorahoituksen toimivuudelle. Ala on uusi, joten uutta tutkimusta tarvitaan varmasti sen oikeasuhteiseen sääntelyyn.