

TAMPEREEN YLIOPISTO

Johtamiskorkeakoulu

---

Anthony Nyström

**SIJOITTAJANSUOJASTA VASTIKKEELLISESSA JOUKKORAHOITUKSESSA**

---

Pro gradu -tutkielma

Yritysjuridiikka

Tampere 2015

## TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto

Johtamiskorkeakoulu

NYSTRÖM, ANTHONY: Sijoittajansuojasta vastikkeellisessa joukkorahoituksessa

Pro gradu -tutkielma: XIII + 94 s.

Yritysjuridiikka

Kesäkuu 2015

---

Vastikkeellinen joukkorahoitus on yleistynyt viime vuosien aikana etenkin startup-yritysten sekä pk-yritysten rahoitusmuotona. Rahoitusmarkkinoita kohdanneiden kriisien seurauksena joukkorahoituksella on havaittu olevan rahoitusmarkkinoita täydentävä rooli. Jotta joukkorahoitus voisi kehittyä varteenotettavaksi rahoitusmuodoksi ja kilpailla rahoitusmarkkinoilla perinteisten yritysten rahoituslähteiden kanssa, ei joukkorahoitusta koskeva lainsäädäntö saa olla liian tiukkaa. Joukkorahoituksessa ja sen sääntelyssä ovat vastakkain sijoittajansuoja sekä joukkorahoituksen kehittyminen toimialana. Vastakkain ovat siis toiminta-alan edistämisympäristöjen korostaminen suhteessa sijoittajansuojaan. Toisin sanoen, kyse on tasapainon hakemisesta riittävän sijoittajansuojan ja toimialan kehittymisen mahdollistavan sääntelyn välillä.

Tutkielma tarkastelee sijoittajansuojaa vastikkeellisessa joukkorahoituksessa ennen sijoituspäätöksen tekemistä. Sijoittajansuojan on tutkielmassa tulkittu olevan oikean ja riittävän informaation saamisen varmistamista perustellun sijoituspäätöksen tekemiseksi. Oikean ja riittävän informaation saamisen varmistamista tarkastellaan rahoitusalan luvanvaraisuuden, rahoitusalan ja liikkeeseenlaskijan välisen suhteen sekä rahoitusalan ja sijoittajan välisen suhteen kautta. Joukkorahoituksella ei ole omaa erillislakia, joten joukkorahoitukseen voi tulla sovellettavaksi useat lainsäädännöt riippuen joukkorahoituksen muodosta ja toiminnasta. Lainsäädännön pirstaleisuus on omiaan vaikeuttamaan joukkorahoituksessa valitsevien pelisääntöjen tulkintaa. Näin ollen sijoittajansuojakin koostuu vastikkeellisessa joukkorahoituksessa useammasta eri lainsäädännöstä.

Asiasanat: vastikkeellinen joukkorahoitus, sijoittajansuoja

## SISÄLLYS

|  |      |
|--|------|
| Tiivistelmä.....   | II   |
| Lähteet.....   | VI   |
| Lyhenteet.....   | XIII |
| 1 Johdanto .....   | 1    |
| 1.1 Tutkimusaiheen esittely.....   | 1    |
| 1.2 Tutkimusongelma ja tutkimuskysymysten asettelu.....                        | 4    |
| 1.3 Tutkielman rajaus.....   | 5    |
| 1.4 Tutkimusmetodi ja lähdeaineisto .....                                      | 6    |
| 1.5 Tutkielman rakenne.....  | 8    |
| 2 Joukkorahoituksen ja sijoittajansuojan oikeudellisista viitekehyksistä ..... | 10   |
| 2.1 Joukkorahoituksen kehitys .....  | 10   |
| 2.1.1 <i>Joukkorahoitus Yhdysvalloissa</i> .....                               | 10   |
| 2.1.2 <i>Joukkorahoitus Euroopassa</i> .....                                   | 12   |
| 2.2 Esimerkki joukkorahoitusprosessista .....                                  | 14   |
| 2.2.1 <i>Joukkorahoitusprosessin käynnistäminen</i> .....                      | 15   |
| 2.2.2 <i>Rahoituksen etsiminen</i> .....                                       | 17   |
| 2.2.3 <i>Sijoituksen tekeminen</i> .....                                       | 17   |
| 2.2.4 <i>Rahoituskerroksen onnistuminen ja palkkiot</i> .....                  | 18   |
| 2.3 Joukkorahoituksen sääntely.....  | 19   |
| 2.3.1 <i>Vastikkeellisen joukkorahoituksen suhde rahankeräyslakiin</i> .....   | 20   |
| 2.3.2 <i>Vastikkeellinen joukkorahoitus ja julkinen arvopaperikauppa</i> ..... | 21   |
| 2.3.3 <i>Luonnos hallituksen esityksestä joukkorahoituslaiksi</i> .....        | 22   |
| 2.4 Sijoittajansuoja.....  | 24   |
| 2.4.1 <i>Sijoittajansuoja sijoituspalvelulaissa</i> .....                      | 26   |
| 2.4.2 <i>Sijoittajansuoja kuluttajansuojalaissa</i> .....                      | 27   |
| 2.4.3 <i>Vahingonkorvausvelvollisuus osana sijoittajansuojaa</i> .....         | 29   |
| 2.4.4 <i>Tuottamus rahoitusmarkkinoilla</i> .....                              | 33   |
| 2.4.5 <i>Vahingonkorvaus joukkorahoituksessa</i> .....                         | 34   |
| 2.5 Sijoittaja- eli asiakasluokitus.....                                       | 35   |
| 2.6 Esitteen julkaisemisvelvoite.....  | 36   |
| 2.7 Hyvä tapa arvopaperikaupassa sekä sijoituspalvelun tarjoamisessa .....     | 36   |
| 3 Joukkorahoituslupien luvanvaraisuudesta .....                                | 39   |
| 3.1 Vastikkeellisen joukkorahoituksen valvonta.....                            | 39   |

|       |   |    |
|-------|---|----|
| 3.2   | Joukkorahoituksen luvanvaraisuus Suomessa.....                                  | 40 |
| 3.2.1 | <i>EK:n tiedonanto ja ETSK:n lausunto joukkorahoituksesta</i> .....             | 42 |
| 3.2.2 | <i>Finanssivalvonnan luvanvaraisuuden tulkinnan muutoksesta</i> .....           | 45 |
| 3.3   | Rahoitusalustan toiminta luvanvaraisuuden määrittäjänä .....                    | 46 |
| 3.3.1 | <i>Toimeksiantojen välittäminen</i> .....                                       | 47 |
| 3.3.2 | <i>Toimeksiantojen toteuttaminen</i> .....                                      | 48 |
| 3.3.3 | <i>Kaupankäynti omaan lukuun</i> .....  | 49 |
| 3.3.4 | <i>Sijoitusneuvonta</i> .....   | 50 |
| 3.3.5 | <i>Liikkeeseenlaskun järjestäminen</i> .....                                    | 52 |
| 3.4   | Sijoituspalvelulain mukaisen toimiluvan hakeminen.....                          | 53 |
| 3.5   | Toimilupavaatimuksen seuraukset rahoitusalustalle .....                         | 54 |
| 3.5.1 | <i>Vähimmäispääoma</i> .....  | 55 |
| 3.5.2 | <i>Taloudellisen vakauden vaatimus</i> .....                                    | 55 |
| 3.5.3 | <i>Omistajien luotettavuusvaatimus ja hallinto</i> .....                        | 56 |
| 3.5.4 | <i>Eturistiriittilanne ja henkilökohtaiset liiketoimet</i> .....                | 57 |
| 3.5.5 | <i>Sijoituspalveluyrityksen osakkeiden hankinta ja sisäpiiri-ilmoitus</i> ..... | 58 |
| 3.5.6 | <i>Asiakasvarojen säilyttäminen</i> .....                                       | 59 |
| 3.5.7 | <i>Sijoittajien korvausrahasto</i> .....  | 60 |
| 3.6   | Joukkorahoituslakiehdotuksen mukainen rekisteri-ilmoitus.....                   | 61 |
| 4     | Liikkeeseenlaskussa annettavien tietojen oikeellisuuden varmentamisesta .....   | 64 |
| 4.1   | Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus joukkorahoituksessa .....            | 64 |
| 4.2   | Rahoitusalustan ja rahoitettavan yrityksen välinen sopimussuhde .....           | 65 |
| 4.3   | Kielto antaa virheellistä tietoa sekä tietojen tasapuolinen saatavuus.....      | 66 |
| 4.4   | Asiakkaan tunteminen .....  | 69 |
| 4.5   | Oikean informaation varmistaminen joukkorahoituksessa .....                     | 71 |
| 4.5.1 | <i>Velvollisuus julkaista esite</i> .....                                       | 71 |
| 4.5.2 | <i>Liikkeeseenlaskussa annettavat tiedot</i> .....                              | 73 |
| 4.5.3 | <i>Liikkeeseenlaskun markkinointi rahoitusalustalla</i> .....                   | 76 |
| 5     | Rahoitusalustan ja sijoittajan välisestä suhteesta.....                         | 78 |
| 5.1   | Sijoituspalvelusopimus.....   | 78 |
| 5.2   | Rahoitusalustan velvollisuudet sijoittajaan nähden.....                         | 79 |
| 5.2.1 | <i>Sijoittajan tunteminen joukkorahoituksessa</i> .....                         | 79 |
| 5.2.2 | <i>Rahoitusalustan selonottovelvollisuus</i> .....                              | 80 |
| 5.2.3 | <i>Asiakkaalle suuntautuva tiedonantovelvoite</i> .....                         | 82 |

|       |  |    |
|-------|--|----|
| 5.2.4 | <i>Kannustimet</i> .....   | 84 |
| 5.2.5 | <i>Toimeksiantojen huolellinen toteuttaminen ja raportointi</i> .....    | 84 |
| 5.2.6 | <i>Sijoituspalveluiden markkinointi</i> .....                            | 86 |
| 5.3   | Valitusmenettely.....  | 88 |
| 5.4   | Sijoittajan oma selonottovelvollisuus ja vastuu joukkorahoituksessa..... | 89 |
| 6     | Johtopäätökset.....  | 91 |
| 6.1   | Sijoittajansuoja vastikkeellisessa joukkorahoituksessa.....              | 91 |
| 6.2   | Loppusanat .....   | 94 |

## LÄHTEET

### Kirjallisuus

*Astola, Tiina:* Sijoittajansuoja arvopaperimarkkinoilla. Helsinki 1990.

*Alhonsuo, Sampo – Nisen, Anne – Nousiainen, Satu – Pellikka, Tuula – Sundberg, Sirpa:* Finanssitoiminnankäsikirja. Jyväskylä 2012.

*Hahto, Vilja:* Tuottamus vahingonkorvausoikeudessa. Juva 2008.

*Hemmo, Mika:* Sopimusoikeus I. Jyväskylä 2003.

*Hiden, Paulus:* Listautuminen ja vahingonkorvausvastuu. Vantaa 2002.

*Hoppu, Esko – Hoppu, Kari:* Kauppa- ja varallisuusosoikeuden pääpiirteet. Juva 2007.

*Hoppu, Kari:* Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely. Vantaa 2004.

*Hoppu, Kari:* Sijoituspalvelusopimukset. Juva 2009.

*Huovinen, Sakari:* Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media. Jyväskylä 2004.

*Häyrynen, Janne – Kujala, Pekka:* Uusi arvopaperimarkkinalaki. Viro 2013.

*Knüpfer, Samuli – Puttonen, Vesa:* Moderni rahoitus. Helsinki 2012.

*Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Antti:* Osakeyhtiö II. Porvoo 2012.

*Norros, Olli: Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla. Juva 2009.*

*Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö II. Helsinki 2012.*

*Nousiainen, Satu – Sundberg, Sirpa: Sijoituspalveluopas. Vantaa 2013.*

*Parkkonen, Jarmo – Knuts, Mårten: Arvopaperimarkkinalaki. Viro 2014.*

*Puttonen, Vesa: Finanssikriisi. Elämää taantuman keskellä. Hämeenlinna 2009.*

*Puttonen, Vesa: Velka tikittää – hyödy siitä! Keuruu 2012.*

*Turtiainen, Matti: Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot. Helsinki 2004.*

*Virtanen, Pertti: Vahingonkorvaus; laki ja käytännöt. Porvoo 2011.*

*Ämmälä, Tuula: Suomen kuluttajaoikeus. Jyväskylä 2006.*

Hallituksen esitykset

*HE 93/1986 vp.* Hallituksen esitys eduskunnalle kauppalaiksi.

*HE 109/2005 vp.* Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölaiksi.

*HE 43/2007 vp.* Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi sijoituspalveluyrityksistä, laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi niihin liittyviksi laeiksi.

*HE 32/2012 vp.* Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.

## Viranomaislähteet

*Euroopan komissio:* Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle – Joukkorahoituksen tarjoamien mahdollisuuksien hyödyntäminen Euroopan Unionissa. Saatavilla:

<<http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2014/FI/1-2014-172-FI-F1-1.Pdf>> Viitattu 7.2.2015. (EK 2014).

*Euroopan talous- ja sosiaalikomitea:* Euroopan talous- ja sosiaalikomitean lausunto aiheesta Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle – joukkorahoituksen tarjoamien mahdollisuuksien hyödyntäminen Euroopan unionissa. Saatavilla:

<<https://webapi.eesc.europa.eu/documentsanonymous/eesc-2014-02102-00-00-ac-tra-fi.doc/content>> Viitattu 7.2.2015. (ETSK 2014)

*Finanssivalvonta:* Joukkorahoitus. Saatavilla:

<<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Toimiluvat/joukkorahoitus/Pages/Default.aspx>> Viitattu 7.2.2015. (Fiva 2014c).

*Finanssivalvonta:* Mitä on joukkorahoitus? Saatavilla:

<[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/muut\\_tuotteet/joukkorahoitus/Pages/Default.aspx#.VILM58k5yb0](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/muut_tuotteet/joukkorahoitus/Pages/Default.aspx#.VILM58k5yb0)> Viitattu 7.2.2015. (Fiva 2014d).

*Finanssivalvonta:* Määräykset ja ohjeet 6/2013 – Arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto. Saatavilla:

<[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Uusi/Documents/06\\_2013.M1.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Uusi/Documents/06_2013.M1.pdf)> Viitattu 7.2.2015. (Fiva 2013a).

*Finanssivalvonta:* Määräykset ja ohjeet 15/2013 – Finanssipalvelujen ja -tuotteiden markkinointi. Saatavilla:



<[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Uusi/Documents/15\\_2013.M2.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Uusi/Documents/15_2013.M2.pdf)> Viitattu 7.2.2015. (Fiva 2013b).

*Finanssivalvonta*: Määräykset ja ohjeet 16/2013 – Finanssipalvelujen tarjoamisessa noudatettavat menettelytavat. Saatavilla:

<[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Uusi/Documents/16\\_2013.M3.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Uusi/Documents/16_2013.M3.pdf)> Viitattu 7.2.2015. (Fiva 2013c).

*Finanssivalvonta*: Määräykset ja ohjeet 3/2014 – Toimiluvat, rekisteröinnit ja ilmoitukset. Saatavilla:

<[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Uusi/Documents/03\\_2014.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Uusi/Documents/03_2014.pdf)> Viitattu 7.2.2015. (Fiva 2014a).

*Finanssivalvonta*: Sijoittajien korvausrahasto. Saatavilla:

<[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Asiakkaansuoja/Korvausrahastot/Sijoittajien\\_korvausrahasto/Pages/Default.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Asiakkaansuoja/Korvausrahastot/Sijoittajien_korvausrahasto/Pages/Default.aspx)> Viitattu: 17.2.2015. (Fiva 2014e).

*Finanssivalvonta*: Verkkouutiset 9/2014. Saatavilla:

<[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Verkkouutiset/Pages/09\\_2014.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Verkkouutiset/Pages/09_2014.aspx)> Viitattu 7.2.2015. (Fiva 2014b)

*Kuluttajavirasto*: Kuluttajaoikeuden linjauksia: Virhevastuu ja takuu kulutustavaran kaupassa. Saatavilla:

<<http://www.kkv.fi/globalassets/kkv-suomi/julkaisut/linjaukset/aihekohtaiset-linjaukset/virhevastuu-ja-takuu-kulutustavaran-kaupassa-2011.pdf>> Viitattu 24.5.2015. (Kuluttajavirasto 2011).

*U.S. Securities and Exchange Commission*: Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act. Saatavilla:

<<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf>> Viitattu 6.6.2015. (JOBS Act 2012)

*Valtiovarainministeriö*: Raportti joukkorahoituskyselystä. Saatavilla:

<[https://www.vm.fi/vm/fi/04\\_julkaisut\\_ja\\_asiakirjat/01\\_julkaisut/07\\_rahoytusmarkkinat/20140313Raport/Raportti\\_joukkorahoituskyselystae.pdf](https://www.vm.fi/vm/fi/04_julkaisut_ja_asiakirjat/01_julkaisut/07_rahoytusmarkkinat/20140313Raport/Raportti_joukkorahoituskyselystae.pdf)> Viitattu 7.2.2015. (VM 2014a).

*Valtiovarainministeriö*: Hallituksen esitys joukkorahoituslaiksi ja laeksi eräiden muiden lakien muuttamisesta - Lakiehdotukset. Saatavilla:

<<http://www.hare.vn.fi/upload/Asiakirjat/19842/3658721961814065.PDF>> Viitattu: 31.5.2015 (VM 2015a).

*Valtiovarainministeriö*: Hallituksen esitys joukkorahoituslaiksi ja laeksi eräiden muiden lakien muuttamisesta - HE -luonnos. Saatavilla:

<<http://www.hare.vn.fi/upload/Asiakirjat/19842/365876932259680.PDF>> Viitattu 31.5.2015 (VM 2015b).

*Valtiovarainministeriö*: Hallituksen esitys joukkorahoituslaiksi ja laeksi eräiden muiden lakien muuttamisesta - Yksityiskohtaiset perustelut. Saatavilla:

<<http://www.hare.vn.fi/upload/Asiakirjat/19842/3658782036372097.PDF>> Viitattu 31.5.2015. (VM 2015c).

#### Muut lähteet

*Hbe*: Osakepohjaisen joukkorahoituksen on turvattava sijoittajansuoja. Saatavilla:

<<http://www.hbe.fi/osakepohjaisen-joukkorahoituksen-on-turvattava-sijoittajansuoja/>> Viitattu 12.2.2015. (Hbe 2014)

*Helsingin Sanomat*: Suomalaisyhtiö markkinoi riskisijoituksia Maailmanpankin ja Martti Ahtisaaren maineella. Saatavilla:

<<http://www.hs.fi/talous/Suomalaisyhti%C3%B6+markkinoi+riskisijoituksia+Maailmanpankin+ja+Martti+Ahtisaaren+maineella/a1402719023155>> Viitattu 7.2.2015. (HS 2014b).

*Helsingin Sanomat*: Joukkorahoituksen sääntöjen kiristys yllätti yhtiöt. Saatavilla:

<<http://www.hs.fi/talous/a1408852944883>> Viitattu 7.2.2015 (HS 2014c).

*Invesdor*: Ensimmäiset joukkorahoituksen jälkimarkkinat on luotu. Saatavilla:

<<https://www.invesdor.com/finland/fi/media/news/135>> Viitattu 8.2.2015. (Invesdor 2014a).

*Invesdor*: Ennen kierrosta. Saatavilla:

<<https://www.invesdor.com/finland/fi/how-it-works#before-the-round>> Viitattu 23.5.2015. (Invesdor 2015d).

*Invesdor*: Kierroksen aikana. Saatavilla:

<<https://www.invesdor.com/finland/fi/how-it-works#during-the-round>> Viitattu 23.5.2015. (Invesdor 2015e).

*Invesdor*: Hinnoittelu. Saatavilla:

<<https://www.invesdor.com/finland/fi/how-it-works#pricing>> Viitattu 23.5.2015. (Invesdor 2015f).

*Invesdor*: Kierroksen jälkeen. Saatavilla:

<<https://www.invesdor.com/finland/fi/how-it-works#after-the-round>> Viitattu 23.5.2015. (Invesdor 2015g).

*Kauppalehti*: Poliisi tyrmäsi Facebook -kirjahankkeen. Saatavilla:

<<http://www.kauppalehti.fi/uutiset/poliisi-tyrmasi-facebook-kirjahankkeen/KjB3pRSY>> Viitattu 7.2.2015. (KL 2012).

*Kauppalehti*: Joukkorahoitus on saamassa suitset. Saatavilla:

<<http://www.kauppalehti.fi/omayritys/joukkorahoitus+on+saamassa+suitset/201408694965>> Viitattu 7.2.2015 (KL 2014).

*Talouselämä:* Tolkkua rahoituksen villiin länteen. Saatavilla:

<<http://www.talouselama.fi/sijoittaminen/tolkkua+rahoituksen+villiin+lanteen/a2254013>> Viitattu 7.2.2015. (TE 2014).

*Taloustaito:* Jokainen voi päästä enkeliksi. Saatavilla:

<<http://www.taloustaito.fi/Sijoitukset/Muut-sijoitukset/Joukkorahoitus---Jokainen-voi-paasta-enkeliksi/>> Viitattu 7.2.2015. (TT 2013).

*Taloustaito:* Joukkorahoitus – Supercellin etsintää vai kivat bileet? Saatavilla:

<<http://www.taloustaito.fi/Sijoitukset/Muut-sijoitukset/Joukkorahoitus---Jokainen-voi-paasta-enkeliksi/>> Viitattu 7.2.2015. (TT 2014)

## LYHENTEET

|       |  |
|-------|--|
| AML   | Arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/746  |
| EK    | Euroopan komissio  |
| ETSK  | Euroopan talous- ja sosiaalikomitea  |
| Fiva  | Finanssivalvonta   |
| FivaL | Laki Finanssivalvonnasta 19.12.2008/878  |
| HE    | Hallituksen esitys eduskunnalle  |
| KL    | Kauppalaki 27.3.1987/355   |
| KSL   | Kuluttajansuojalaki 20.1.1978/38   |
| LLL   | Laki luottolaitostoiminnasta 8.8.2014/610  |
| LLLm  | Laki luottolaitostoiminnasta annetun lain muuttamisesta<br>19.12.2014/1199                   |
| MIFID | Markets in Financial Instruments Directive   |
| OYL   | Osaakeyhtiölaki 21.7.2006/624  |
| ResL  | Laki rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen<br>estämisestä ja selvittämisestä 18.7.2008/503 |
| RKL   | Rahankeräyslaki 31.3.2006/255  |
| SipaL | Sijoituspalvelulaki 14.12.2012/747   |
| VahL  | Vahingonkorvauslaki 31.5.1974/412  |
| VeHL  | Vaihtoehtorahastojen hoitajia koskeva laki 7.3.2014/162                                      |

# 1 Johdanto

## 1.1 Tutkimusaiheen esittely

Viime vuosien aikana maailmantaloutta heilautelleet rahoituskriisit ovat saaneet kansainvälisen yhteisön, etenkin Pohjois-Amerikassa ja Euroopassa, kiinnittämään aikaisempaa enemmän huomiota rahoitusmarkkinoiden toimintaan ja valvontaan. Pankkien toiminnalle on asetettu entistä tiukemmat säädökset ja niiden toiminnan seuranta on niin ikään tehostettu. Rahamarkkinoita koskevan kriisin seurauksen oli vuoden 2009 kesään mennessä pankkien arvosta hävinnyt noin viisi tuhatta miljardia dollaria<sup>1</sup> ja pankit ylivelkaantuivat samalla tavoin kuin niiden asiakkaansakin<sup>2</sup>. Tämä on johtanut siihen, että pankit kiinnittävät nyt entistä enemmän huomiota toimintansa tehokkuuteen eli toisin sanoen pankit kiinnittävät enemmän huomiota rahankäytön tehokkuuteen.<sup>3</sup> Se saattaa merkitä alkuvaiheessa olevalle yritykselle pankkirahoituksen saamisen vaikeutumista.<sup>4 5</sup> Yritykselle on tärkeää varsinkin toiminnan alkuvaiheessa saada rahoitusta kohtuullisin ehdoin ja luotettavasti<sup>6</sup>. Tällä on myös kansantaloudellinen ulottuvuus, joka tuo yhteiskunnalle hyvinvointia yhtiön maksamien verojen myötä, mutta yhtä lailla myös yhtiön työllistämisaikutuksen kautta<sup>7</sup>. Toisaalta, rahankäytön tehokkuuden kannalta kaikkien yritysten ei välttämättä tulisikaan saada rahoitusta, vaan ainoastaan sellaisten yritysten, joilla on mahdollisuus menestyä kilpailuilla markkinoilla. Yritysten tulee kilpailla pääomasta ja tällä pääomalla tulee olla markkinahinta.<sup>8</sup>

Yrityksellä on perinteisesti ollut neljä eri rahoituslähdettä, josta se on voinut hakea rahoitusta: pankit sekä muut rahoitusinstituutiot, ”business enkelit” ja yrityksen omistajat. Nyt näiden perinteisten rahoituslähteiden rinnalle on ilmestynyt uusi rahoitusmuoto, joukkorahoitus. Joukkorahoituksessa rahoituksen lähteet ulotetaan tavallisiin kansalaisiin, näihin verrattaviin henkilöyrityksiin sekä muihin

---

<sup>1</sup> Puttonen 2009, s. 13.

<sup>2</sup> Puttonen 2009, s. 72.

<sup>3</sup> Puttonen 2009, s. 52.

<sup>4</sup> VM 2014a, s. 9.

<sup>5</sup> ETSK 2014, s. 2.

<sup>6</sup> Norros 2009, s. 1.

<sup>7</sup> VM 2014a, s. 10.

<sup>8</sup> Puttonen 2009, s. 50.

yrittäjiin. Käytännössä puhutaan kuluttajiin rinnastettavista yksityistä henkilöistä ja näihin rinnastettavista yrityksistä. Aikaisemmin nämä ovat olleet suorana rahoituskanavana yritysrahoituksen ulkopuolella<sup>9</sup>, mutta nyt rahoitusta on alettu hakemaan suoraan tältä suuremmalta joukolta. Suomalaiset yksityissijoittajat ovat löytäneet suorat sijoitukset osakemarkkinoille<sup>10</sup>, jota myös joukkorahoitus osaltaan edustaa, rahoituskriisin seurauksena.

Joukkorahoituksessa on nimensä mukaisesti kyse siis siitä, että rahoitusta haetaan suuremmalta yleisöltä kuin mitä perinteisesti on totuttu hakemaan. Käsitteenä joukkorahoitus sisältää erittäin monimuotoisen rahoitusmallien kirjon. Sana ”joukkorahoitus” on yläkäsite usealle erityyppiselle tavalle järjestää rahoitus ja toimiala on jatkuvassa muutostilassa toimialalle ilmestyvien uusien rahoitustapojen vuoksi. Tässä tutkielmassa joukkorahoituksella tarkoitetaan myöhemmin vastikkeellista pääomapohjaista joukkorahoitusta, jota kutsutaan myös sijoitusmuotoiseksi joukkorahoitukseksi.

Yrityksen joukkorahoituksella saama pääoma on voinut tulla yhdeltä tai muutamalta pääomasijoittajalta. Joukkorahoituksen myötä yritykseen voi tulla useita kymmeniä, jopa satoja uusia omistajia, joiden tekemä sijoitus voi olla erittäin pieni ja näin ollen myös omistusosuus voi olla pieni. Joukkorahoitus ei ole maailmalla uusi ilmiö, mutta viime vuosien tapahtumat rahoitusmarkkinoilla ovat kasvattaneet joukkorahoituksen suosiota ja Suomeen joukkorahoitus on rantautunut muutama vuosi sitten ja on kovaa vauhtia lisäämässä jalansijaa myös kotimaisilla rahoitusmarkkinoilla. Vuonna 2012 joukkorahoituksella kerättiin Euroopassa noin 735 miljoonaa euroa noin puolelle miljoonalle hankkeelle ja vuoden 2013 ennuste on noin miljardi euroa.<sup>11</sup> Luvut pitävät sisällään kaikki joukkorahoituksen muodot. Joukkorahoitukselle tuntuu olevan kovasti kysyntää, sillä joukkorahoituksen määrän maailmanlaajuisesti arvioidaan olevan vuonna 2015 noin 35 miljardia dollaria<sup>12</sup> ja monelle pienelle yritykselle joukkorahoitus voi olla ainoa tapa saada sen tarvitsemaa rahoitusta<sup>13</sup>.

Yritys voi käyttää joukkorahoitusta alkuvaiheessa yritystoimintaa käynnistäessään ja myöhemmin, kun se on vakiinnuttanut liiketoimintaansa, se voi mahdollisuuksiensa rajoissa käyttää muita perin-

---

<sup>9</sup> TT 2013.

<sup>10</sup> Puttonen 2009, s. 24.

<sup>11</sup> EK 2014, s. 2. Komission lausunnossa viitattiin Massolutionin vuonna 2013 julkaisemaan raporttiin joukkorahoituksesta, ks. tarkemmin <http://www.crowdsourcing.org/research>.

<sup>12</sup> Ks. <http://www.crowdsourcing.org/research>

<sup>13</sup> VM 2014a, s. 10.

teisiä rahoitusmuotoja. Joukkorahoitus kohdistuu yleensä alkuvaiheessa olevan yrityksen rahoittamiseen, jolla ei ole vielä kassavirtaa, jolla se voisi rahoittaa oman toimintansa. Kasvava yritys tarvitsee paljon pääomaa ja sillä on oltava jatkuvasti kassavaroja, jotta sen toiminta ei keskeytyisi riittämättömien kassavarojen vuoksi ja näin ollen myöskään sen olemassa olo ei vaarantuisi.

Yleensä joukkorahoituksella järjestettävällä rahoituskierroksella on olemassa jokin minimisijoitus, esimerkiksi 1000 euroa, jolla sijoittaja saa merkitä esimerkiksi 1000 kappaletta rahoitettavana olevan yrityksen osakkeita. ”Pienistä puroista syntyy iso virta” -logiikka on joukkorahoituksen peruseriaatteita.<sup>14</sup> Joukkorahoituksessa sijoittaja voi päästä mukaan kohtuullisen pienelläkin sijoituksella, jolloin taloudelliset riskit eivät ole kovin merkittäviä. Toisaalta taas, rahoitusta hakevat yritykset ovat yleensä alkuvaiheessa olevia niin sanottuja startup -yrityksiä, joihin sijoittaminen on erittäin riskipitoista.<sup>15</sup> Näin ollen taloudellinen riski on aina olemassa.

Rahoituskierroksella yritykseen saattaa tulla omistajiksi useita uusia omistajia, piensijoittajia. Uusilla sijoittajilla ei kuitenkaan ole välttämättä äänivaltaa yrityksen toiminnassa, jos joukkorahoituksessa on tarjolla vain äänivallattomia osakkeita<sup>16</sup>. Alkuperäiset omistajat saattavat menetellä näin, jotta alkuvaiheessa olevan yrityksen hallinnointi olisi kevyttä ja jouhevaa. Pienen yrityksen hallinnoimisen ja ohjaamisen oikeaan suuntaan voisi kuvitella vaikeutuvan merkittävästi, jos äänivaltaisia omistajia olisi yhtäkkiä satoja. Jos kuitenkin osakkeet tuottavat sekä taloudelliset että hallinnolliset oikeudet, niin alkuperäisten omistajien määräysvalta ei välttämättä siltikään heikkene, sillä rahoituskierroksella liikkeeseen laskettavien osakkeiden tuottama äänimäärä voidaan jättää alle puoleen kaikkien äänivaltaisten osakkeiden tuottamasta äänimäärästä, jolloin yrityksen alkuperäiset omistajat saavat pidettyä määräysvallan itsellään. Yksi joukkorahoituksen ongelmakohta on ollut toimivien jälkimarkkinoiden puute, joka on myös ollut joukkorahoituksessa sijoittajansuojaa heikentävä seikka. Nyt tämä puute näyttää pikku hiljaa korjaantuvan, kun joukkorahoituksen ensimmäinen jälkimarkkinapaikka on saatu luotua.<sup>17</sup>

---

<sup>14</sup> TT 2013.

<sup>15</sup> TE 2014.

<sup>16</sup> OYL:n 3:1-3§:n mukaan yhtiön yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä osakkeiden eri arvoisuudesta. Tällöin osalla osakkeista voi olla sekä taloudelliset että hallinnolliset oikeudet, kun taas toisilla osakkeilla on vain taloudelliset oikeudet. Näin yhtiön alkuperäiset omistajat saavat pitää yhtiössä määräämisvallan ja ohjata yhtiötä haluamaansa suuntaa.

<sup>17</sup> Invesdor 2014a.



## 1.2 Tutkimusongelma ja tutkimuskysymysten asettelu

Varsinainen tutkielman tutkimuskohde on *sijoittajansuoja* joukkorahoituksessa. Tutkielman tutkimuskysymys pyrkii löytämään vastausta siihen, *kuinka joukkorahoituksessa pystytään turvaamaan sijoittajansuoja* ja kuinka se nykyisellään ilmenee. Tutkielmassa sijoittajansuojan on ensisijaisesti katsottu olevan *oikean tiedon saamisen varmistaminen* sijoittajan perustellun sijoituspäätöksen tekemiselle. Toiseksi sijoittajansuojan on tutkielmassa katsottu olevan *käytäntöjä, joiden mukaan sijoittajaa kohdellaan*. Tutkielma keskittyy tarkastelemaan sijoittajansuojaa ennen sijoituksen tekemistä, jolloin sijoittajan käytössä olevan tiedon oikeellisuudella on suuri merkitys sijoittajansuojan varmistamisessa. Varsinaisella tutkimuskysymyksellä on kolme alakysymystä, joilla pyritään pilkkomaan varsinainen tutkimuskysymys osiin, hallitsemaan tutkimuskysymystä ja kohdentamaan vastausten etsiminen tehokkaasti tietyille osa-alueille.

Ensimmäinen alakysymys käsittelee joukkorahoitusluvan luvanvaraisuutta, *kuinka rahoitusluvan luvanvaraisuus määräytyy eli minkälainen rahoitusluvan toiminta synnyttää vaatimuksen toiminnan luvanvaraisuudelle ja kuinka se vaikuttaa sijoittajansuojaan*. Joukkorahoitusluvat ovat saaneet toimia Suomessa suhteellisen vapaasti kesäkuuhun 2014 asti, kunnes Finanssivalvonta (myöhemmin Fiva) täsmensi näkemystään joukkorahoitusluvan luvanvaraisuudesta.<sup>18</sup> Joukkorahoitusluvan luvanvaraisuus riippuu siitä, millaista toimintaa joukkorahoituslupa harjoittaa. Näin ollen vain osa joukkorahoituslustoista kuuluu sääntelyn ja valvonnan piiriin, ja osa ei.<sup>19</sup> Koska tällä hetkellä ei ole kattavaa joukkorahoitusta koskevaa lainsäädäntöä<sup>20</sup>, voi joukkorahoitusluvan toimintaan tulla sovellettavaksi useampia eri lakeja<sup>21</sup>. Tutkielman tavoitteena on selvittää, miten rahoitusluvan toiminnan luvan tarve määräytyy, millaiset rahoitusluvan toimet synnyttävät edellytykset toimilupa-vaatimukseen sekä mitä normistoa kulloisessakin tilanteessa sovelletaan.

Toinen alakysymys tarkastelee rahoitusluvan ja rahoitusta hakevan yrityksen eli liikkeeseen laskijan välistä suhdetta arvopaperin liikkeeseenlaskussa. Alakysymys pyrkii löytämään vastauksen sii-

---

<sup>18</sup> Fiva 2014c.

<sup>19</sup> Fiva 2014b.

<sup>20</sup> Fiva 2014d.

<sup>21</sup> Valtiovarainministeriö julkaisi lakiehdotuksen joukkorahoituslaista 15.5.2015. Lakiehdotus on lausuntokierroksella, jonka määräaika on 12.6.2015. Lakiehdotuksen perusteluiden mukaan joukkorahoituslain on tarkoitus tulla voimaan mahdollisimman pian, kuitenkin viimeistään 1.1.2016.

hen, millainen suhde näiden kahden osapuolen välillä on ja millaisia vastuita ja velvollisuuksia osapuolilla on, jotta informaation oikeellisuus toteutuu liikkeeseen laskussa. Ennen kuin joukkorahoitusalusta voi alkaa keräämään rahoitusta yritykselle, on rahoitusalan ja yrityksen välillä tehtävä jonkinlainen oikeustoimi, sopimus, jonka nojalla rahoitusalan saa yritykseltä valtuudet kaupata ja markkinoida yrityksen osakkeita rahoituksen vastineeksi. Tarkastelun kohteena tässä on rahoitusalan ja yrityksen välinen suhde ja se, kuinka vastuu ja velvollisuus jakautuvat näiden kahden välillä. Millaiset tiedonantovelvollisuudet osapuolilla on ja kuka on vastuussa tiedon oikeellisuudesta ja oikeanlaisesta tiedon antamisesta? Mikä tai mitkä lait tulevat sovellettaviksi osapuolten väliseen suhteeseen ja mikä tai mitkä lait sääntelevät tiedonantoa. Tavoitteena on tarkastella tätä osapuolten välistä suhdetta ja selvittää, mikä tai mitkä lait tulevat tässä sopimussuhteessa sovellettaviksi. Onko kyse esimerkiksi tavallisesta sopimussuhteesta vai olisiko kyseessä sijoituspalvelun kaltaisesta suhteesta, jolloin suhteen luonteeseen vaikuttaisi jokin muu lainsäädäntö?

Kolmas alakysymys suuntautuu rahoitusalan ja sijoittajan välisen suhteen tarkasteluun, ja pyrkii löytämään vastausta siihen, että *minkälaisesta suhteesta on kyse ja millaisia velvollisuuksia ja vastuita rahoitusalustalla on suhteessa sijoittajaan*. Tarkastelun kohteena on rahoitusalan toiminta sijoittajaan päin. Tarkoituksena on selvittää, kuinka rahoitusalan tulee toimia, jotta toiminta ei loukkaisi tai vaarantaisi sijoittajansuojaa. Valtiovarainministeriön teettämässä raportissa joukkorahoituksesta todettiin, että joukkorahoituksen tavoitteena on ennen kaikkea suunnata rahoituksen kerääminen *ei-ammattimaisilta sijoittajilta*, joihin siis myös kuluttajat kuuluvat<sup>22</sup>. Raportissa myös todettiin, että joukkorahoitus on rahoitusmuodoista kaikista kehittymättömin ja kaikista vähiten säännelty, joten on selvää, että myös sijoittajansuoja saattaa olla joukkorahoituksessa kaikkein heikoin ta verrattuna muihin rahoitusmuotoihin. Suurimpana riskitekijänä joukkorahoituksessa on pidetty väärinkäytöksen mahdollisuutta<sup>23</sup>.

### 1.3 Tutkielman rajaus

Tutkielma tarkastelee vain *vastikkeellista pääomapohjaista* joukkorahoitusta jota kutsutaan myös sijoitusmuotoiseksi joukkorahoitukseksi, jossa rahoitusta hakeva yritys järjestää osakeannin ja sijoit-

---

<sup>22</sup> VM 2014a, s. 11.

<sup>23</sup> VM 2014a, s. 17.

taja saa sijoituksensa vastineeksi yrityksen osakkeita. Näin ollen tutkielman ulkopuolelle jätetään kaikki muut joukkorahoituksen muodot. Edelleen tutkielma keskittyy tarkastelemaan vain tämän *edellä mainitun* joukkorahoitusmuodon luvanvaraisuutta sekä sen osapuolten, yrityksen – rahoitus-alustan – sijoittajan, välisiä suhteita ja siihen sisältyviä vastuita ja velvoitteita sekä lainsäädäntöä, jotka näitä suhteita sääntelevät.

Tutkielman kysymyksenasettelun ja vastausten etsimisen kannalta keskeinen asia on viranomaisen tämän hetkinen näkemys joukkorahoituksesta ja sen tilanteesta. Jotta tutkimuskysymykset pysyisivät hallittavissa eikä siten itse tutkielman aihe laajentuisi liikaa, on tutkielmassa omaksuttu viranomaisen, tässä tapauksessa Fivan, tulkinta rahoitus-alustan luonteesta vastikkeellisessa pääomapohjaisessa joukkorahoituksessa.

Fivan mukaan vastikkeellinen sijoitusmuotoinen pääomapohjainen joukkorahoitus, jossa rahoitus-alusta tarjoaa sijoituspalvelua yrityksille ja sijoittajille, jossa sijoituskohteena on osake tai joukko-velkakirjalaina, on sijoituspalvelulain (14.12.2012/747, myöhemmin SipaL) 1:10 §:n mukaista luvanvaraista sijoituspalvelutoimintaa.<sup>24</sup> Pääomapohjaisen vastikkeellisen joukkorahoitusmuodon valvonta kuuluu Fivalle ja siten tarkastelun kiinnittäminen tutkielmassa Fivan omaksumaan näkemykseen on perusteltua.

#### **1.4 Tutkimusmetodi ja lähdeaineisto**

Tutkielman tutkimusmetodi noudattelee pääsääntöisesti *oikeusdogmaattista* tutkimustapaa, jossa tutkimuskysymykselle ja sen alakysymyksille pyritään löytämään vastaukset voimassa olevasta lainsäädännöstä. Vastauksen löytäminen varsinaiselle tutkimuskysymykselle ja sen alakysymyksille on haasteellista, sillä varsinaista lainsäädäntöä koskien joukkorahoitusta ei ole. Joukkorahoitukseen pätevät kuitenkin soveltuvien osin muut rahoitus-alaa sääntelevät normit sekä yleiset oikeustoimia sääntelevät normit, kuten kaupankäyntiä koskevat lainsäädännöt. Joukkorahoitus voi kuulua, rahoituksen toiminnan laatu huomioon ottaen, jonkin toisen lainsäädännön, kuten arvopaperimarkkinalain 14.12.2012/746, myöhemmin AML) tai SipaL:n piiriin<sup>25</sup>. Näin ollen vastausta tutkimuskysymykseen

---

<sup>24</sup> Fiva 2014c.

<sup>25</sup> Fiva 2014c.

joudutaan hakemaan muun muassa näistä voimassa olevassa lainsäädännöistä. Kyseisiä normistoja ovat muun muassa AML, SipaL, rahankeräyslaki (31.3.2006/255, myöhemmin RKL), kauppalaki (27.3.1987/878, myöhemmin KL), kuluttajansuojalaki (20.1.1978/38, myöhemmin KSL), laki luottolaitostoiminnasta (8.8.2014/610, myöhemmin LLL) tai laki vaihtoehtorahastojen hoitamisesta (7.3.2014/162, myöhemmin VeHL). Näiltä osin tutkielma tarkastelee normistoja ja oikeuskirjallisuutta sekä muita lähteitä *de lege lata*. Koska aihe on verrattain uusi, eikä suoranaista kirjallisuutta ole, pyritään tutkielmassa käyttämään mahdollisuuksien mukaan hyväksi kirjallisuutta koskien arvo-paperimarkkinoita ja soveltamaan niitä tutkielman aiheeseen.

Tätä kirjoitettaessa on joukkorahoitusta koskeva lakiluonnos hallituksen esityksestä joukkorahoituslaiksi<sup>26</sup> edennyt lausuntokierrokselle<sup>27</sup> asianosaisille, joiden lausuntoa valtiovarainministeriö odottaa annettavaksi 12.5.2015 mennessä. Koska luonnos ei ole lainvoimainen, ei tutkimuskysymyksiensä vastauksia voida vielä tässä vaiheessa katsoa luonnoksesta, vaan vastauksia on etsittävä voimassa olevasta laista. Lakiluonnosta ei kuitenkaan voida sivuuttaa, sillä se vaikuttaa juuri tutkielman keskiössä olevaa sijoittajansuojaa joukkorahoituksessa. Lakiluonnos huomioidaan tutkielman yhteydessä siten, että luonnosta käsitellään joukkorahoitusta säätelevien normien yhteydessä ja luonnoksen tuomat mahdolliset muutokset nykytilaan tarkastellaan tutkielmassa kunkin tarkastelun alla olevan teeman yhteydessä.

Rahoitusmuodon ollessa Suomessa suhteellisen uusi, ei joukkorahoitusta koskevia oikeustapauksia vielä ole. Oikeustapauksia koskien joukkorahoitusta jouduttaneen odottamaan, joista voitaisiin saada tuomioistuimen näkemys joukkorahoituksen toimintaan Suomessa ja sitä kautta löytää enemmän materiaalia aiheen tueksi ja tutkimusten kohteeksi. Lähdeaineistona käytetään yllä esitettyjen lakien lisäksi kirjallisuutta, jotka käsittelevät kyseisiä lakeja sekä verkosta löytyvää viranomaismateriaalia ja muita joukkorahoituksesta kirjoitettuja artikkeleita.

---

<sup>26</sup> Ks. tarkemmin lakiehdotus joukkorahoituslaiksi muun muassa VM 2015a.

<sup>27</sup> Ks. lausuntopyyntö asianosaisille: <http://www.hare.vn.fi/upload/Asiakirjat/19842/3658131091886766.PDF>.

## 1.5 Tutkielman rakenne

Tutkielma jakautuu kuuteen erilliseen lukuun, ja jokainen alakysymys tarkastellaan omassa luvussa ja varsinaisen tutkimuskysymyksen vastaukset esitellään tutkielman viimeisessä luvussa. Johdanto tutustuttaa lukijan tutkielman aiheeseen sekä pyrkii herättelemään lukijan mielenkiintoa aiheeseen. Johdanto esittelee myös tutkimuskysymyksen, sen alakysymykset sekä tutkimusmetodin ja aiheen rajauksen.

Tutkielman toisessa luvussa tutustutaan joukkorahoitusprosessiin, sitä sääntelevään lainsäädäntöön ja sijoittajansuojaan. Toisessa luvussa esitellään joukkorahoitusta koskeva normiympäristö, jotka vaikuttavat rahoitusluvanvaraisuuteen sekä toimintatapoja, joiden mukaisesti joukkorahoituksessa tulisi menetellä, jotta toiminta ei loukkaisi sijoittajansuojaa. Toisessa luvussa esitellään esimerkin kautta joukkorahoitusprosessia, jotta tutkielman aihe ja tutkimuskysymykset kytkeytyisivät konkreettisesti joukkorahoitukseen ja olisivat siten helpommin ymmärrettävissä. Luvussa esitellään myös laihdotuksen joukkorahoituslaista keskeisimmät sääntelyn tavoitteet toimialalla.

Tutkielman kolmas luku käsittelee joukkorahoitusluvan toimiluvan määräytymistä, eli sitä milloin joukkorahoituslupa tarvitsee toimiluvan ja millä perusteilla tätä luvanvaraisuutta tarkastellaan eli minkä lain mukaan luvanvaraisuus muodostuu. Toimilupavaatimuksen tarkastelu on tärkeä osa sijoittajansuojan tarkastelua, koska toimilupa edellyttää tiettyjen toimien huomioimista toiminnan järjestämisessä, jotta sijoittajien luottamusta joukkorahoitukseen voitaisiin ylläpitää.

Neljännessä luvussa tarkastelun kohteena on rahoitusluvan ja yrityksen välinen suhde, millaisia vastuita ja velvollisuuksia osapuolilla on ja kuinka ne jakautuvat osapuolien välillä. Tutkielman neljännessä luvussa tutkitaan liikkeeseenlaskua joukkorahoituksessa sijoittajansuojan näkökulmasta. Kappaleessa tarkastellaan niitä velvoitteita ja vastuita joita rahoituslustralle ja liikkeeseen laskijalle asetetaan, jotta sijoittajansuoja eli oikeiden ja riittävien tietojen saanti voidaan turvata. Tutkielman alussa todettiin, että sijoittajansuoja on ennen sijoituksen tekemistä ennen kaikkea oikean ja totuudenmukaisen informaation saamista sijoituspäätöksen tekemistä varten. Näin ollen tässä tutkielman luvussa tarkastellaan rahoitusluvan ja liikkeeseenlaskijan eli rahoitusta hakevan yrityksen velvollisuuksia oikean ja totuudenmukaisen tiedon antamisesta sijoittajille koskien liikkeeseen laskua. Sa-

malla tarkastellaan sitä, miten voidaan varmistua siitä, että näiden sijoittajille antama tieto on oikeaa ja totuudenmukaista. Tarkoituksena on selvittää kuinka sijoittajansuoja esiintyy rahoitettavan yrityksen liikkeeseen laskussa ja miten sitä turvataan.

Tutkielman viidennessä luvussa tarkastellaan rahoituslun ja sijoittajan välistä suhdetta; millaisia velvollisuuksia rahoituslun on sijoittajaan nähden ja millainen vastuu rahoituslun on joukkorahoituksessa suhteessa sijoittajaan. Sijoittajansuojan kannalta on keskeistä tarkastella rahoituslun velvollisuuksia ja toimintamenetelmiä sijoittajaa kohtaan.

Tutkielman kuudennessa luvussa pyritään muodostamaan vastaus varsinaiseen tutkimuskysymykseen vetämällä yhteen alakysymyksiä ja niistä saatuja vastauksia. Kappaleessa tuodaan esille sellaisia seikkoja, joita tutkielman yhteydessä on noussut esille ja joihin sekä sijoittajan että rahoitusta hakevan yrityksen ja rahoituslun kuin mahdollisesti myös lainsäätäjän tulisi tulevaisuudessa joukkorahoituksessa kiinnittää huomiota.

## 2 Joukkorahoituksen ja sijoittajansuojan oikeudellisista viitekehyksistä

### 2.1 Joukkorahoituksen kehitys

Joukkorahoitus ei ole uusi rahoitusmuoto, mutta viime vuosien rahoitusmarkkinakriisit sekä Internet ovat osaltaan lisänneet joukkorahoituksen suosiota viime vuosina. Yksi ensimmäisistä nykymuotoisia joukkorahoitusmuotoja vastaava hanke toteutettiin New Yorkissa vuonna 1885, kun Vapaudenpatsaan pystyttämistä koskeva projekti oli ajautunut rahoitusvaikeuksiin. Tällöin tarvittava rahoitus patsaan pystyttämiseksi kerättiin lahjoittajilta noin viidessä kuukaudessa yli 160 000 lahjoittajalta, joiden nimet julkaistiin sanomalehdessä rahoituksen vastineeksi.<sup>28</sup>

Internetiä voidaan pitää joukkorahoituksen suurimpana levittäjänä, sillä lähtökohtaisesti lähes kaikilla on vapaa pääsy Internetiin ja näin ollen mahdollisuus päästä osallistumaan joukkorahoituskampanjoihin. Internetin välityksellä joukkorahoitus on mahdollista järjestää kustannustehokkaasti ja se mahdollistaa suuren ihmisjoukon tavoittamisen helposti. Joukkorahoituksen suosio lähti kasvuun 2000-luvun alussa ja viime vuosien rahoitusmarkkinakriisit kiihdyttivät joukkorahoituksen suosiota etenkin pk-yritysten keskuudessa. Vuoden 2008 rahoitusmarkkinoita koskevan kriisin seurauksena luottolaitosten vakavaraisuus- ja maksukykyvaatimuksia kiristettiin, joka johti yrityslainojen kovenanteja sekä vakuuksia koskevien vaatimusten kiristymiseen sekä yrityslainojen korkomarginaalien nousemiseen. Vastaavasti pankkien sijoittajille tarjoamat korot ovat laskeneet alas, jolloin sijoittajille on syntynyt tarve löytää uusia sijoituskohteita, joista on mahdollista saada suurempaa tuottoa sijoitukselle. Joukkorahoitus tarjoaa sijoittajille myös tavan hajauttaa sijoitusriskiä, koska sijoittaja pystyy tekemään pieniä sijoituksia useisiin yrityksiin ja näin pienentämään sijoitussalkkuunsa kohdistuvaa taloudellisen tappion riskiä.<sup>29</sup>

#### 2.1.1 Joukkorahoitus Yhdysvalloissa

Yhdysvalloissa vuonna 2012 hyväksytty lakiesitys The Jumpstart of Our Business Startups Act (myöhemmin JOBS Act) on tehnyt joukkorahoituksesta muodollisesti ja lainsäädännöllisesti Yhdys-

---

<sup>28</sup> VM 2015b, s. 15.

<sup>29</sup> VM 2015b, s. 6.

valloissa hyväksytyn liiketoimintamuodon ja kasvattanut osaltaan joukkorahoituksen suosiota. Joukkorahoituslaskun kautta suoritettu liikkeeseenlasku ei voi alkaa ennen kuin Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinaviranomainen on hyväksynyt tällaista liikkeeseenlaskua koskevat säännöt. Sääntöjä ei ole vielä saatu voimaan, mutta niiden odotetaan tulevan voimaan vuoden 2015 syksyllä, jolloin JOBS Actin III osaa voitaisiin hyödyntää joukkorahoitustoiminnassa siirtymäajan jälkeen heti vuoden 2016 alusta lähtien. Koska JOBS Actin III osan toimeenpanoa ei ole vielä tehty, ovat joukkorahoituslaskut hyväksikäyttäneet JOBS Actin II osan kohtaa, joka mahdollistaa liikkeeseenlaskun ammattimaisille sijoittajille. Tämän seurauksena ovat useat osavaltiot säätäneet omia osavaltion sisäisiä joukkorahoitusta koskevia säännöksiä. Säännökset edellyttävät usein, että niin liikkeeseenlaskijan kuin kaikkien sijoittajien kotipaikan on sijaittava kyseisessä osavaltiossa. Lisäksi liikkeeseenlasku ei usein saa ylittää miljoonaa dollaria, minkä lisäksi osavaltiot haluavat tutustua liikkeeseenlaskun asiakirjoihin ennen kuin liikkeeseenlasku voidaan aloittaa.<sup>30</sup>

Sekä JOBS Act että Yhdysvaltain rahoitusmarkkinoiden viranomainen edellyttävät, että joukkorahoituslaskun suorittaa rekisteröitynyt ja toimiluvan saanut rahoituslasku. Rahoituslaskut eivät myöskään saa pitää hallussaan sijoittajien varoja tai arvopapereita. Rahoituslaskut eivät saa antaa sijoitusneuvontaa sijoittajille. Rahoituslaskuilla on kiellettyä käyttää omia ja ulkopuolisia työntekijöitä rahoituslaskun markkinoinnissa sekä rahoitusta hakevien yritysten osakkeiden myymisessä rahoituslaskun verkkosivuilla tai maksamaan onnistuneen annin järjestämisestä.<sup>31</sup>

JOBS Actin II kappale sisältää sijoittajansuojaa käsitteleviä kohtia ja määräävät toimista, joita rahoituslaskun on otettava huomioon rahoituslaskun järjestettäessä, koska rahoituslaskun voidaan järjestää siten, että sijoittajien joukossa voi olla myös ei-ammattimaisia sijoittajia. Rahoituslaskun tulee järjestää rahoituslaskun siten, että sijoittajat ymmärtävät joukkorahoitukseen sisältyvät riskit. Sijoittajat joutuvat täyttämään rahoituslaskun verkkosivuilla joukkorahoitusta koskevan kyselyn. Rahoituslaskut joutuvat myös arvioimaan rahoitusta hakevan yrityksen taustalla olevien keskeisten henkilöiden ammattitaitoa ja osaamista minimoidakseen petosriskin. Sijoittajille on myös annettava mahdollisuus peruuttaa tekemänsä sijoitukset, niin kauan kuin rahoituslaskun on käynnissä.<sup>32</sup> Sijoit-

---

<sup>30</sup> VM 2015b, s. 16.

<sup>31</sup> VM 2015b, s. 17.

<sup>32</sup> VM 2015b, s. 17.



tajat eivät myöskään saa sijoittaa enempää kuin toimintaohjeissa on säädetty eikä rahoitusta hakeva yritys saa hakea rahoitusta yli miljoonaa dollaria kunkin 12 kuukauden ajanjakson aikana.<sup>33</sup>

Sijoittaja, jonka ansiotulo tai nettovarallisuus on alle 100 000 dollaria, voi sijoittaa korkeintaan 2 000 dollaria tai 5 % vuosittaisesta ansiotuloistaan tai nettovarallisuudestaan kunkin 12 kuukauden ajanjakson aikana. Jos sijoittajan ansiotulo tai nettovarallisuus on yli 100 000 dollaria, sijoittaja voi sijoittaa 100 000 dollaria tai 10 % vuosittaisesta ansiotulostaan tai nettovarallisuudestaan. Sijoittaja ei kuitenkaan voi sijoittaa yli 100 000 dollaria kunkin 12 kuukauden aikana. Lisäksi sijoittajat sitoutuvat pidättäytymään osakkeiden myynnistä rahoituskierrosta seuraavan vuoden aikana.<sup>34</sup>

### 2.1.2 Joukkorahoitus Euroopassa

Joukkorahoitus on yleistynyt Euroopassa nopeasti viime vuosien aikana. Euroopan komissio (myöhemmin EK) on todennut, että joukkorahoitukseen voidaan soveltaa voimassa olevaa EU-lainsäädäntöä sen mukaan, mistä joukkorahoitusmuodosta on kulloinkin kysymys. EU-tasoinen lainsäädäntö rahoitusmarkkinoiden, ja siten myös joukkorahoituksen osalta, on saatettu voimaan minimiharmonisoinnin tasolla, joka on antanut jäsenvaltioille paljon tulkinnanvaraa kansallisen lainsäädännön tasolla. Tämä on johtanut siihen, että EU-jäsenvaltioiden välillä on erittäin kirjava joukkorahoitusta koskeva lainsäädäntö, koska jäsenvaltiot tulkitsevat ja soveltavat EU-lainsäädäntöä toisistaan hyvin poikkeavasti<sup>35</sup>. Vahvimmin joukkorahoitus on saanut jalansijaa Isossa-Britanniassa, jossa joukkorahoitus kasvaa vuositasolla kovaa vauhtia. Myös Ranskassa joukkorahoituksen kasvu on vilkasta ja viranomaiset pyrkivät aktiivisesti parantamaan joukkorahoituksen toimintaedellytyksiä.<sup>36</sup>

Sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen liittyvät huolenaiheet ovat olleet esillä useassa eri jäsenvaltiossa ja niitä on pyritty käsittelemään ohjeistuksilla ja sääntelyillä joukkorahoitustoiminnan helpottamiseksi ja sijoittajansuojan varmistamiseksi. Jotkin EU:n jäsenvaltiot ovat tehneet ja säätäneet lakialoitteita, jotka ovat toisistaan hyvin poikkeavia. Tämä voi luoda epävarmuutta siitä, mitä sääntöjä sovelletaan mihinkin joukkorahoitusmuotoon. Pirstaleinen sääntely jäsenmaiden välillä voi heikentää myös sisämarkkinoita rajoittamalla jäsenvaltioiden rajat ylittävän joukkorahoitustoiminnan tarjoami-

---

<sup>33</sup> JOBS act 2012, s. 10.

<sup>34</sup> JOBS act 2012, s. 10.

<sup>35</sup> Ks. tarkemmin VM 2015b, s. 18-34.

<sup>36</sup> VM 2015b, s. 18.

sen. Jäsenvaltioiden joukkorahoitusta koskevan sääntelyn välillä on suuria eroja esimerkiksi siinä, soveltuuko Markets in Financial Instruments Directive<sup>37</sup> (myöhemmin MIFID I) ja esitevelvollisuus joukkorahoitukseen sekä miten rahoitusalojen toimintaa on tulkittu ja luvanvaraisuutta säädelty. Jossain tapauksissa on sijoittajan tekemille sijoituksilla annettu jokin maksimimäärä tietyn ajanjakson aikana sekä sijoituksen siirtokelpoisuutta sekä osinkojen maksua on rajoitettu. Lisäksi jossain jäsenmaissa on joukkorahoitustoiminta kielletty rahoitusaloilta. Toisaalta taas on jäsenmaita, joissa rahoitusalojen toimintaa on säännelty kevyesti.<sup>38</sup>

Erot johtuvat siitä, miten jäsenvaltiot tulkitsevat joukkorahoitusta suhteessa EU:n lainsäädäntöön, joka jättää tulkinnoille runsaasti tilaa. Jos palvelualueen toiminta tulkitaan ei-sijoituspalvelutoiminnaksi ja palvelualueesta välittää siirtokelvottomia rahoitusvälineitä, tällöin ei toimintaan voida soveltaa MIFID I:tä. Siirtokelvottomia rahoitusvälineitä ei sen haltija voi siirtää eteenpäin. Luovutusrajoitus voi tulla lainsäädännöstä tai se voidaan tehdä sopimuksella. Jos palvelualueen toimintaa tulkitaan vain markkinointikanavaksi, ei siinäkään tapauksessa voida soveltaa MIFID I:tä.<sup>39</sup>

Vastikkeellisen joukkorahoituksen sääntelyn tilanne EU-jäsenvaltioissa voidaan tiivistäen todeta olevan monimuotoista. EU:n jäsenvaltioissa on vastikkeellista joukkorahoitusta tulkittu ja säännelty usealla eri tavalla. Yksi konkreettinen esimerkki jäsenvaltioiden välisistä eroista ilmenee muun muassa esitteen laatimis- ja julkaisuvelvoitteen alarajan sääntelyssä. Jäsenvaltioiden erilainen tulkinta ja sääntely joukkorahoituksen osalta pysyvät jatkossakin toisistaan poikkeavina, kunnes tilannetta harmonisoidaan tarkennetuilla joukkorahoitusta koskevilla EU-direktiiveillä. Yhteneväisyyksiäkin voidaan havaita siinä mielessä, että jäsenvaltiot tiedostavat vastikkeellisen joukkorahoituksen potentiaalinsa ja ovat tehneet toimia rahoitusmuodon edistämiseksi. Ero ilmenee siinä, miten joukkorahoitusta on pyritty edistämään suhteessa sijoittajansuojaan.

---

<sup>37</sup> Ks. tarkemmin Euroopan komissio: Markets in Financial Instruments Directive (Directive 2004/39/EC)

<sup>38</sup> VM 2015b, s. 19.

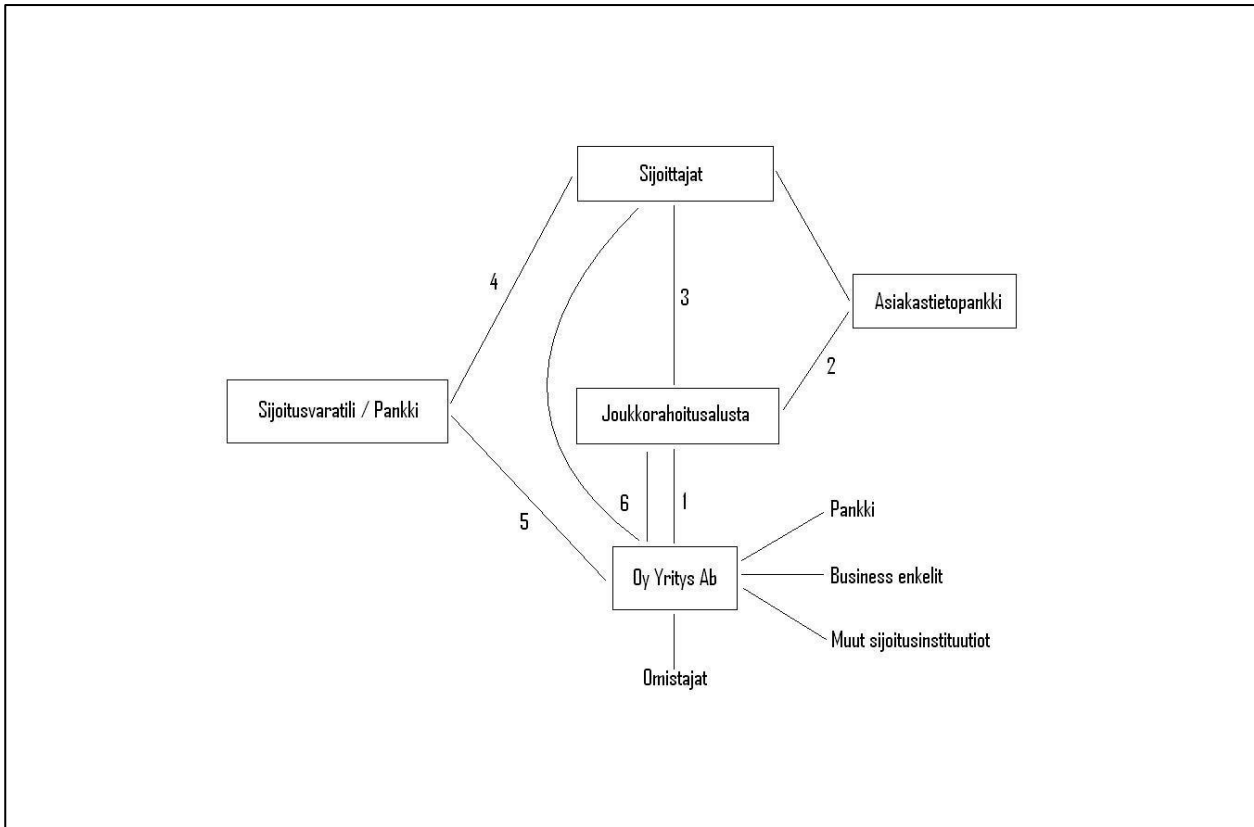
<sup>39</sup> VM 2015b, s. 26.

## 2.2 Esimerkki joukkorahoitusprosessista

Jotta voidaan ymmärtää joukkorahoitukseen kohdistuvan sääntelyn tarpeellisuutta ja sijoittajansuojan turvaamista joukkorahoituksessa, on hyvä tutustua joukkorahoitusprosessiin ja sen eri vaiheisiin. Joukkorahoitus on Suomessa suhteellisen uusi rahoitusmuoto verrattuna aikaisemmin mainittuihin perinteisiin pk-yrityksen rahoituslähteisiin. Tutkielmassa tarkasteltava joukkorahoitus on pääomaperusteista rahoitusta. Kuvassa 1 on esitettyä esimerkki joukkorahoitusprosessista. Kuvassa 1 yhdistyy eri toimintatapoja järjestää vastikkeellista pääomapohjaista joukkorahoitusta välittävä alusta.

Kuten kuvasta 1 nähdään, joukkorahoitusprosessissa on mukana useita osapuolia. Siitä voidaan erottaa rahoitusprosessia tukevia osapuolia ja sekä varsinaista rahoitusta suorittavia osapuolia. Joukkorahoitusta tukeviksi osapuoliksi voidaan laskea tietopankki sekä rahoitusvaratiliä ylläpitävä pankki. Tietopankki on lähde, jolta rahoitusalue voi hankkia tiedot potentiaalisista sijoittajista omien ennalta määriteltyjen kriteerien pohjalta, jos rahoitusalue ottaa suoraan yhteyttä sijoittajiin. Rahoitusalue voi myös järjestää toimintansa siten, ettei se käytä tietopankkia ollenkaan, vaan rahoitus kerätään olemassa olevien kontaktien kautta tai verkkosivulla tapahtuman markkinoinnin kautta. Sijoitusvaratili on rahoitusalueesta riippumattomassa pankissa sijaitseva tili, johon sijoitettavat varat kerätään ja josta ne siirretään rahoituskierroksen onnistuessa liikkeeseenlaskijan käyttöön. Rahoituskierroksen epäonnistuessa rahat palautuvat takaisin sijoittajille.

Muut osapuolet voidaan laskea suoraan joukkorahoitusprosessia suorittaviksi osapuoliksi. Näitä ovat rahoitettava yritys, rahoitusalue, mahdolliset rahoitusalueen käyttämät asiamiehet ja sijoittajat. Rahoitusalue on se osapuoli, joka järjestää yrityksen tarvitseman rahoituksen ja asiamiehet ovat rahoitusalueen eräänlaisia alihankkijoita, jotka ovat yhteydessä asiakkaisiin ja etsivät heiltä rahoitusta. Asiamiehien käyttäminen rahoituksen etsimisessä ei kuulu kaikkien rahoitusalueiden toimintamalliin, merkittävä osa rahoitusalueista käyttääkin pelkästään verkkosivujaan rahoituksen keräämiseen. Rahoitusalueilla voi olla myös kontakteja pääomasijoittajiin, kuten business enkeleihin, joilta he hakevat rahoitusta.



**Kuva 1.** Esimerkki vastikkeellisesta joukkorahoitusprosessista.

### 2.2.1 Joukkorahoitusprosessin käynnistäminen

Yrityksen rahoitusprosessi käynnistyy, kun yritys päättää rahoittaa toimintaansa tai investointinsa yrityksen ulkopuolisella tai sisäisellä rahoituksella, toisin sanoen joko vieraalla tai omalla pääomalla. Yritys määrittää rahoitustarpeensa ja vertailee eri rahoitusmuotoja, niiden kustannuksia, ja valitsee niistä tilanteeseen parhaiten sopivan rahoitusmuodon.<sup>40</sup> Viime vuosien finanssikriisien jälkeen tilanne voi pk-yrityksen kohdalla olla niin, etenkin perinteisten rahoituslähteiden osalta, että edullisen rahoituksen löytäminen voi olla lähes mahdotonta. Tällöin yritys voi yrittää saada tarvitsemansa rahoituksen joukkorahoituksella.<sup>41</sup>

Jos yritys päätyy valitsemaan joukkorahoituksen, sen täytyy seuraavaksi päättää minkä rahoitusalan kautta se hakee rahoitusta. Tällä hetkellä Suomessa toimii muutama Suomeen rekisteröity rahoitus-

<sup>40</sup> Knüpfer-Puttonen 2012, s. 16.

<sup>41</sup> VM 2014a, s. 9.

tusalusta sekä ulkomaisia rahoitusaloja, jotka toimivat vastikkeellisen pääomapohjaisen joukkorahoituksen alalla. Rahoitusaloillakin, aivan kuten millä tahansa muulla liiketoiminta-alalla, voidaan siis olettaa olevan kilpailua siitä, mitä yrityksiä ne saavat asiakkaikseen. Joukkorahoitusaloitukset eivät yleensä itse rahoita yrityksiä, vaan ne etsivät yritykselle sen tarvitseman rahoituksen suurelta yleisöltä, joihin kuuluvat yksityiset henkilöt sekä erisuuruiset yritykset. Mikään ei kuitenkaan estäne rahoitusaloitusta, sen omistajia tai työntekijöitä sijoittamasta yritykseen ja tulemalla osakkaaksi asiakasyritykseen.

Kun yritys on saanut päätöksen valintaprosessinsa ja tehnyt valintansa rahoitusaloituksesta, alkavat neuvottelut rahoituksen järjestämisestä eli rahoituskierron toteuttamisesta valitun rahoitusaloituksen kanssa (vaihe 1). Yritys määrittelee tarvitsemansa rahoituksen suuruuden sekä määrittelee oman rahamääräisen arvonsa. Rahoitusaloitusta saattaa auttaa arvonnäilytyksessä, mutta yleensä lähtökohtana on se, että yritys saa itse määrittellä tarvitsemansa rahoituksen ehdot. Rahoitusaloitusta saattaa tehdä yritykselle taustakartoituksen tarkistamalla esimerkiksi yrityksen taloustiedot ja henkilöt yrityksen takana ja varmistaa siten, ettei kyseessä ole yritys huijata sijoittajia ja arvioida myös sitä, onko yrityksellä edellytyksiä menestyä ja olla siten mahdollinen asiakas rahoitusaloitukselle.<sup>42</sup>

Huomionarvoista tässä on huomata, että yrityksellä saattaa olla joukkorahoituksessa enemmän neuvotteluvoimaa rahoitusehtojen määrittelyssä kuin verrattaessa muihin perinteisiin rahoitusmuotoihin, joissa sijoittajina ovat yleensä ammattisijoittajat (eri sijoitusinstituutit tai luottolaitokset) tai vahvan kokemuksen omaavat enkelisijoittajat. Joukkorahoituksessa rahoittajat eivät pääse yhdessä keskustelemaan rahoituksen ehdoista ja tätä kautta saamaan enemmän neuvotteluvoimaa, sillä joukkorahoituksessa sijoittajat saattavat erittäin suurella todennäköisyydellä olla vielä tässä vaiheessa rahoituskierron yrityksestä täysin tietämättömiä.

Joukkorahoituksessa yritykset saattavat haluta pitää itsellään päätäntävallan, joten osakeannissa saattaa olla jaossa yrityksen *äänivallattomia* osakkeita, jolloin sijoittajalla ei ole äänivaltaa yrityksen toiminnasta päätettäessä. Tällainen toiminta saattaa houkuttaa omistajia siksi, että näin toimimalla he saavat viedä yritystä eteenpäin oman näkemyksensä mukaisesti. Tätä voidaan perustella sillä, että heillä on vahvin näkemys siitä, kuinka yritys tulisi menestymään. Lisäksi heillä on yleensä myös se

---

<sup>42</sup> Invesdor 2015d.

tärkein tietotaito yrityksen liiketoiminta-alalla. Lisäksi pienen yrityksen yhtiökokoukset ja hallinnointi ylipäänsä ovat näin toteutettuna kevyempiä. Tämä on sijoittajan hyvä tarkistaa, ennen kuin hän tekee sijoituksen yritykseen.

### 2.2.2 *Rahoituksen etsiminen*

Rahoituslupa aloittaa rahoituksen järjestämisen verkkosivuillaan julkaisemalla siellä rahoitusta koskevan ilmoituksen tai keräämällä rahoitusta suoraan suurelta yleisöltä sekä rahoituslupien muilta kontakteilta. Jos rahoituslupien toimintaan kuuluu, että se ottaa itse yhteyttä rahoittajiin, tarvitsee se mahdollisten sijoittajien yhteystiedot. Näitä tietoja rahoituslupa ostaa erikseen tällaisten tietojen keräämiseen erikoistuneilta tietopankkeilta (vaihe 2). Rahoituslupa ilmoittaa kriteerit haluamilleen tiedoille ja tietopankki luovuttaa kriteereitä vastaavat tiedot. Tiedot saatuaan rahoituslupa aloittaa yhteydenotot näihin potentiaalisiin rahoittajiin.

Useimpien rahoituslupien toiminta liittyy liikkeeseenlaskijan markkinointiin rahoituslupien verkkosivuilla (vaihe 3). Tällöin liikkeeseenlaskijan on oltava aktiivinen markkinoidessaan liikkeeseenlaskuaan sekä verkkosivuilla kuten myös sosiaalisessa mediassa sekä muissa medioissa.<sup>43</sup> Tapoja miten rahoitusta etsitään, on useita ja jokaisella rahoituslupalla saattaa olla oma käytäntönsä ja erityiset tavat hoitaa rahoituksen järjestäminen, joilla se pyrkii erottumaan kilpailijoistaan ja olemaan samalla kustannustehokas rahoitusvaihtoehto yrityksille. Rahoituksen kerääminen rahoituslupien verkkosivuilla lienee kuitenkin yleisimmin käytetty muoto, sillä se on kustannustehokas tapa saattaa suuri yleisö yhteen.

### 2.2.3 *Sijoituksen tekeminen*

Kun rahoitusprosessissa on päästy siihen pisteeseen, että sijoittaja päättää tehdä sijoituksen yritykseen, tekee sijoittaja sijoitussopimuksen rahoituslupien (tai asiamiehen) kanssa ja siirtää merkitsemiensä osakkeiden vastikkeen sijoitusvaratilille. Jos rahoituksessa käytetään verkkosivuja, tehdään merkintäsopimus siirtämällä sijoitusvaratilille halutun sijoituksen suuruinen rahamäärä. (vaihe 4). Sopimuksessa ovat siis ehdot, joiden puitteissa sijoitus tehdään. Yksittäisellä sijoittajalla ei ole mahdollisuutta vaikuttaa sopimuksen ehtoihin, vaan ehdot ovat kaikille sijoittajille samat. Eli kyseessä ovat vakioehdot. Ainoa asia mihin sijoittaja voi vaikuttaa, on sijoittamansa rahasumman määrä. Tä-

---

<sup>43</sup> Invesdor 2015e.

mä summa määrää siten sen osakemäärän, jonka sijoittaja merkitsee. Yleensä sijoittaja maksaa myös tekemästään sijoituksesta aiheutuvat kulut, joihin sisältyy mahdolliset maksutapalisät ja merkintäpalkkiot.<sup>44</sup>

Sijoitusvaratili sijaitsee yrityksestä ja rahoituslupasta riippumattomassa erillisessä pankissa. Jos sijoittajien varoja säilytetään rahoituslupaan tilillä, on ne pidettävä erillään rahoituslupaan muista varoista. Varoja säilytetään sijoitusvaratilillä siihen saakka, kunnes rahoituskierron päättyminen. Rahoituskierron tulee päättyä, kun merkintäaika loppuu tai rahoituksessa saavutetaan sille asetettu maksimitavoite. Jos rahoituskierron onnistunut eli rahoituksen määrällä saavutetaan sille asetettu minimimitavoite, siirtyvät sijoitetut rahat sijoitusvaratililtä yritykselle. Jos rahoituskierron epäonnistuu, palautetaan sijoitetut varat takaisin sijoittajille.<sup>45</sup>

#### *2.2.4 Rahoituskierron onnistuminen ja palkkiot*

Rahoituskierron tulee päättyä, kun merkintäaika loppuu tai rahoituksessa saavutetaan sille asetettu maksimitavoite. Jos rahoituskierron onnistunut eli rahoituksen määrällä saavutetaan sille asetettu minimimitavoite, merkitään liikkeelle lasketut osakkeet ilmoittamalla merkinnät kaupparekisteriin ja sijoitetut rahat siirtyvät sijoitusvaratililtä yritykselle (vaihe 5). Jos rahoituskierron epäonnistuu, palautetaan sijoitetut varat takaisin sijoittajille.<sup>46</sup> Se, palautetaanko rahoituksen järjestäjien mahdolliset sijoittajilta perimät palkkiot ja muut sijoituksesta aiheutuneet kustannukset sijoittajille, riippuu täysin tehdyn sopimuksen ehdoista.

Rahoituslupa ottaa palkkion rahoituksen järjestämisestä (vaihe 6), se on rahoituslupaan liiketoimintaa. Palkkiomallit voivat poiketa rahoituslupasta riippuen ja palkkiomallejakin on varmasti useita<sup>47</sup> ja siitä syystä on palkkioihin tässä yhteydessä erittäin vaikea ottaa sen tarkemmin kantaa. Sijoittajan on syytä ottaa selvää kulloisessakin liikkeeseenlaskussa maksettavista palkkioista ja muista merkinnän tekemiseen liittyvistä maksuista sekä niistä ehdoista, joilla varoja maksetaan ja mahdollisesti palautetaan takaisin.

---

<sup>44</sup> Invesdor 2015f.

<sup>45</sup> Invesdor 2015g.

<sup>46</sup> Invesdor 2015g.

<sup>47</sup> TT 2014.

### 2.3 Joukkorahoituksen sääntely

Joukkorahoitusmuotoja on useita. Ero rahoitusmuotojen välillä syntyy siitä, mikä on rahoituksen kohde, millä tavalla rahoitus järjestetään ja kerätään sekä onko sijoitukselle tarjolla vastiketta.<sup>48</sup> Kyseessä voi olla esimerkiksi lahjoitus, palkinto, ennakkotilaus, laina tai sijoitus.<sup>49</sup> Tästä johtuen eri joukkorahoitusmuotoihin vaikuttavat myös eri säännökset ja osa joukkorahoituksen keräysmuodoista voi täyttää RKL:n määritelmät ja olla siten luvanvaraista toimintaa.

EK ja Euroopan talous- ja sosiaalikomitea (myöhemmin ETSK) ovat jakaneet joukkorahoituksen kahteen eri luokkaan: taloudellisesti tuottavaan ja taloudellisesti tuottamattomaan joukkorahoitukseen. EK ja ETSK ovat yhdessä sitä mieltä, että joukkorahoituksen sääntely tulisi ensisijaisesti kohdentaa taloudellisesti tuottavaan joukkorahoitukseen, jota myös vastikkeellinen pääomaperusteinen joukkorahoitus osaltaan edustaa. Myöhemmin joukkorahoituksella tarkoitetaan vastikkeellista joukkorahoitusta. Tällä hetkellä ei ole vielä olemassa lainvoimaista erillistä joukkorahoitusta koskevaa niin EU-tasolta kuin myöskään kansallisella tasolla koskevaa lainsäädäntöä. Näin ollen joukkorahoitukseen sovellettava lainsäädäntö koostuu useammasta eri normistosta, jotka ovat saatettu voimaan ennen kuin joukkorahoituksen suosio lisääntyi nykyiselle tasolle. Lainsäädännön pirstaleisuus johtaa suurempaan tapauskohtaisen arvioinnin tarpeellisuuteen normien soveltumista arvioitaessa, joka osaltaan vie enemmän resursseja kaikilta joukkorahoituksen osapuolilta<sup>50</sup>.

Arvioitaessa normien soveltuvuutta joukkorahoitukseen, on suuri merkitys annettu sille, millaista joukkorahoitustoimintaa harjoitetaan. Vastikkeellisessa pääomapohjaisessa joukkorahoituksessa rahoitusta hakeva yritys laskee liikkeelle omia osakkeitaan sijoittajien merkittäväksi rahoitusalan kautta. Kun rahoitusalan vastaantottaa ja välittää merkintäpyyntöjä, järjestää tai markkinoi liikkeenlaskua omalla verkkosivullaan tulevat sovellettaviksi rahoitusmarkkinoita koskevat EU-normit, kansallinen lainsäädäntö sekä rahoitusmarkkinoita koskevat viranomaisten antamat määräykset ja ohjeet.

---

<sup>48</sup> Fiva 2014d.

<sup>49</sup> Fiva 2014b.

<sup>50</sup> VM 2015b, s. 9.



Yksi ongelma joukkorahoitukseen soveltuvan lainsäädännön tulkinnassa on ollut sen oikeudellisten määritelmien puutteellisuus. Puutteellisuus johtaa rajanveto-ongelmiin oikeudellisten viitekehyksien soveltamisessa joukkorahoitukseen. Joukkorahoituksessa esiintyvien keskeisten käsitteiden määrittäminen on erityisen tärkeässä asemassa, jotta sijoittajansuojaa voidaan, etenkin kuluttaja-sijoittajien osalta, parantaa ja kohdentaa sitä oikealle kohderyhmälle.<sup>51</sup> Keskeisiä termejä ovat muun muassa joukkorahoitusmuotojen tarkempi erottelu toisistaan, vastikkeen määrittäminen, sijoittajaluokkien tarkempi erittely ei-ammattimaisten sijoittajien osalta sekä rahoituslupien ja harjoitettavien sijoituspalvelujen määrittäminen toimilupatarpeen määrittämiseksi. Joukkorahoituksen erityispiiret huomioon ottaen, voi olla tarpeellista määritellä termien ei-ammattimainen sijoittaja sekä kuluttaja välistä eroa.

Jotta joukkorahoitus voisi kehittyä rahoitusmuotona perinteisten rahoitusmuotojen kilpailijaksi, tulisi joukkorahoitusta koskevan lainsäädännön olla löyhää. Tällöin vastaan tulee ongelma, jos joukkorahoitusta säännellään liian kevyesti, vaarantaa se sijoittajansuojaa ja saattaa aiheuttaa sijoittajille taloudellisia haittoja sekä heikentää sijoittajien luottamusta joukkorahoitusta kohtaan. Toisaalta, jos ennen aikainen sääntely on liian tiukkaa, estää se mahdollisesti joukkorahoituksen kehittymisen, jolloin joukkorahoituksesta ei saada hyödynnettyä sen tarjoamaa potentiaalia.<sup>52</sup>

### *2.3.1 Vastikkeellisen joukkorahoituksen suhde rahankeräyslakiin*

Suomessa rahankeräyksellä tarkoitetaan RKL:n 1:3.1 §:n mukaista keräystä, jossa rahaa kerätään vastikkeettomasti vetoamalla yleisöön. Rahankeräys on Suomessa luvanvaraista toimintaa. Luvan voi saada vain yleishyödyllinen yhteisö hakemalla lupaa rahankeräykseen kyseisen alueen poliisilaitokselta. RKL:n 5 §:ssä ja 6 §:ssä on kuitenkin mainittu tiettyjä poikkeuksia, jolloin rahaa voidaan kerätä ilman lupaa.

RKL ei kuitenkaan koske joukkorahoitusta silloin, kun rahoituksen kohteena ovat yhtiö tai sen omistajat, jotka rahoitusta vastaan luopuvat osakkeistaan. Tällöin kyse on vastikkeellisesta rahoittamisesta, eikä RKL:n 1 §:ssä mainittu vastikkeeton rahankeräys toteudu. Tällaisessa joukkorahoituksessa on kyse oman pääomanehtoisen rahoittamisesta.

---

<sup>51</sup> VM 2015b, s. 34.

<sup>52</sup> VM 2015b, s. 19.

Suomessa on esimerkkejä joukkorahoituksista, jotka ovat kaatuneet siihen, että viranomainen on katsonut kyseisissä tapauksissa joukkorahoituksen olevan vastikkeetonta rahankeruuta<sup>53</sup>. Tämä tulkinta on kaatanut aikaisemmin vireillä olleita rahoitushankkeita. Mainittakoon kuitenkin, että tulkinnan mukaan kyseessä eivät ole olleet oman pääomanehtoista rahoitusta hakeneet yritykset, jotka tarjoavat rahoituksen vastikkeeksi omistusosuutta yhtiöstä, kuten tilanne on tutkielman tarkastelun kohteena olevassa pääomapohjaisessa joukkorahoituksessa.

Tapaus osoittaa hyvin sen, että joukkorahoituksen on Suomessa suhteellisen uusi ilmiö, jota nykyinen lainsäädäntö ei osaa ottaa tarpeeksi hyvin huomioon. Tämä johtuu siitä, että lainsäädäntö on saatettu voimaan ennen kuin joukkorahoituksen suosio kasvoi nykyiselle tasolle. Tämä johtaa siihen, että kaikkia joukkorahoituksen mahdollistamia tilanteita ei välttämättä pystytä tulkitsemaan tarpeeksi tehokkaasti nykyisen lainsäädännön puitteissa vastaamaan nopeasti muuttuvien markkinoiden tarpeisiin.

### *2.3.2 Vastikkeellinen joukkorahoitus ja julkinen arvopaperikauppa*

Vaikka joukkorahoitus ja julkinen arvopapereilla käytävä kauppa ovat samankaltaista sijoitustoimintaa siinä mielessä, että molemmat ovat julkista sijoitustoimintaa sekä molemmissa kaikilla potentiaalisilla sijoittajilla on mahdollisuus sijoittajaa yrityksiin ja sijoituksen vastineeksi sijoittaja saa yrityksen osakkeita, ei niiden silti voida sanoa olevan samanlaista arvopaperikauppaa. Ehkä suurin ero näiden kahden sijoitusmuodon välillä on sijoituskohteiden välinen suuruusero. Siinä missä joukkorahoituksessa rahoitusta hakevat yritykset ovat pieniä startup -yrityksiä joiden liiketoiminta on vasta alullaan, ovat julkisen arvopaperikaupan yritykset suuria ja mahdollisesti jopa kansainvälisiä suuryrityksiä. Julkista arvopaperikauppaa sääntelevä normisto on tehty ottaen huomioon kaupankäynnin kohteena olevien yritysten suurempi koko. Jos tätä lainsäädäntöä sovellettaisiin myös joukkorahoituksen kohteena oleviin pienyrityksiin, olisi lainsäädäntö näille muutaman henkilön yrityksille liian raskas noudatettavaksi ja saattaisi ajaa yritykset vaikeuksiin. Toinen suuri ero on siinä, että joukkorahoituksessa olevat yritykset ovat yksityisiä osakeyhtiöitä ja julkisessa kaupankäynnissä olevat yritykset ovat puolestaan julkisia osakeyhtiöitä, joita koskevat osaltaan erilaiset säännökset. Kolmas suuri ero on siinä, että joukkorahoituksessa on kyse ensimarkkinoista, kun taas julkisessa arvopaperikaupassa

---

<sup>53</sup> Ks. esim. KL 2012.

on suurimmaksi osaksi kyse arvopapereiden jälkimarkkinoista. Joukkorahoituksenkin ympärille on syntymässä jälkimarkkinat, mutta ne ovat vasta kehittymässä ja hakemassa muotoaan.

Joukkorahoitukseen ensimarkkinakauppapaikkana sovelletaan kuitenkin soveltuvin osin samaa lain-säädäntöä kuin julkiseenkin arvopaperikauppaan, mutta täydessä laajuudessaan normit eivät sovellu joukkorahoitukseen. Myöskään pörssin kaupankäyntiä koskevat säännöt sekä yritysten toimintaa ohjaavat säännöt eivät sovellu joukkorahoitukseen. Säännöistä voitaisiin hakea tiettyjä elementtejä ja miettiä niiden soveltumista joukkorahoitukseen, mutta sellainen tarkastelu sopisi ”best practice” -tyyliseen tarkasteluun. Tässä yhteydessä ei kuitenkaan sellaista tarkastelua tehdä.

### *2.3.3 Luonnos hallituksen esityksestä joukkorahoituslaiksi*

Valtiovarainministeriö julkaisi lakiehdotuksen joukkorahoituslaista 15.5.2015 lähettämällä lakiehdotuksen lausuntokierrokselle. Luonnoksessa ehdotetaan säädettäväksi joukkorahoituslaki, joka koskee joukkorahoituksen välittäjiä. Lakiehdotuksen 2 §:n 3 -kohdan mukaisesti termillä joukkorahoituksen välittäjä tarkoitetaan elinkeinoyritystä, joka ei ole sijoituspalveluyritys, ja joka tarjoaa sijoituspalveluna yksinomaan toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä sekä sijoitusneuvontaa. Näin ollen joukkorahoitusta voisi jatkossa välittää kahdenlaiset yritykset: rekisteröityneet joukkorahoituksen välittäjät sekä SipaL:n mukaisen toimiluvan saaneet yritykset. Lakiehdotuksen keskeinen esitys olisi joukkorahoituksen välittäjien rekisteröintivelvollisuus. Tämän hetkinen toimilupavaatimus on joukkorahoituksen välittäjien koko huomioon ottaen liian raskas menettely. Yleisesti ottaen lakiluonnos on pyritty tekemään kevyemmäksi kuin muu rahoitusmarkkinoita sääntelevä lainsäädäntö<sup>54</sup>.

Erityislain säätämisen perusteeksi on mainittu joukkorahoituksen monimuotoisuus. Joukkorahoitusmuodot eroavat toisistaan sekä toiminnallisesti että taloudellisesti ja näin ollen liiketoimintatavasta riippuen joukkorahoitustoimintaan voi tulla sovellettavaksi useita eri lakeja. Näin ollen on tarpeellista luoda joukkorahoitusta koskevia määritelmiä, jotka poistaisivat rajanveto-ongelmia, jotka liittyvät lakien soveltamisiin kulloisessakin joukkorahoituksen muodossa. Erillislailla saataisiin selvitettyä alalla toimivien osapuolien oikeuksia ja velvollisuuksia eri joukkorahoitusmuodoissa. Samassa yhteydessä muutoksia tehtäisiin myös muun muassa SipaL:iin ja RKL:iin, joilla täsmennettäisiin rajanveto-ongelmia uuden joukkorahoitusta koskevan lain kanssa. Lakiehdotuksen perusteluissa on todet-

---

<sup>54</sup> VM 2015b, s. 46.

tu joukkorahoituksella olevan finanssikriisin jälkeisillä rahoitusmarkkinoilla rahoitusmarkkinoita täydentävä asema ja siten mahdollisuus tarjota sijoittajille korkeatuottoisempia, mutta samalla myös korkeariskisempiä sijoituskohteita verrattuna perinteisiin sijoituskohteisiin. Toisaalta se tarjoaa myös erityisesti pienille yrityksille kiinnostavan vaihtoehtoisen rahoitustavan. Lakiehdotuksen tarkoituksena on turvata riittävän tasoinen sijoittajansuoja, mahdollistaa joukkorahoitusta välittävien yritysten kehittyminen sekä mahdollistaa niiden tasavertainen kilpailu muiden rahoitusmuotojen kanssa ensisijaisesti Suomessa, mutta myös kansainvälisesti.<sup>55</sup>

Lakiehdotus on siinä mielessä mielenkiintoinen, että se ei perustu EU-sääntelyyn. EU:n sääntely ei ota joukkorahoitusalan erityispiirteitä huomioon, jonka seurauksena toimiala voi pääse toimimaan tehokkaasti. Lakiehdotus on kansallista sääntelyä EU-sääntelyn asettaminen rajojen puitteissa. Tällä hetkellä EU-maissa on toisistaan poikkeavaa joukkorahoitusta koskevaa sääntelyä, eikä yhtä oikeaa tapaa järjestää joukkorahoituksen sääntely voida sanoa olevan.

Lakiehdotuksen 2 § täsmentää joukkorahoituksessa käytössä olevien termien määritelmiä, jotka ovat olennaisia säännöksen kohdentamisessa oikeille osapuolille. Määritelmät myös vakiinnuttavat termit, joita on joukkorahoituksessa käytössä tällä hetkellä useita rinnakkain tarkoittamassa samaa asiaa. Termien määritelmät helpottavat alalla toimia osapuolia, kun enää tarvitse miettiä mitä, kunkin termin oletetaan tarkoittavan.

Lakiehdotuksen joukkorahoituslaista 17 §:n mukaan joukkorahoituksen välittäjän on suoraan tai välillisesti kuuluttava riippumattomaan, alan toimijoita laajasti edustavaan Suomessa perustettuun toimielimeen, joka on antanut suosituksen joukkorahoituksen välitystä koskevan avoimuuden ja läpinäkyvyyden edistämiseksi, tai sen on sitouduttava noudattamaan kyseisen toimielimen antamia suosituksia tai julkistettava perustelut sille, miksei se ole niihin sitoutunut. Lakiehdotuksen perusteluiden mukaan säännöksen esikuvina ovat olleet AML:n sekä VeHL:n vastaavat säännökset. Säännöksen taustalla on pyrkimys pitää joukkorahoituksen sääntely kevyenä ja joukkorahoitusta toimialana kehoitetaan kehittämään itseään laatimalla hyviä menettelytapoja joukkorahoituksen välittämiseen. Toimielimiltä edellytetään kuitenkin riippumattomuutta, pitkäjänteisyyttä, organisoitumista, osallistujien monipuolisuutta sekä päätöksentekokykyä, jotta toimielin voi uskottavasti ylläpitää ja

---

<sup>55</sup> VM 2015b, s. 3.

kehittää joukkorahoitusta koskevia suosituksia.<sup>56</sup> Lakiehdotuksen 17.4 §:n mukaan suositukseen perustuva tai muu sopimusehto, jolla poiketaan joukkorahoituslain säännöksistä asiakkaan tai lainanottajan vahingoksi, on mitätön. Lakiehdotuksen perusteluissa mainitun säännöksen tehtävänä on suojata sopimuksen heikompaa osapuolta ja korostavat lain pakottavuutta suhteessa itsesääntelyyn.<sup>57</sup>

## 2.4 Sijoittajansuoja

Mitä on sijoittajansuoja joukkorahoituksessa? Sijoittajansuojassa voidaan sanoa olevan kyse yrityksen toimintaedellytysten tarpeiden sekä sijoittajan aseman turvaamisen yhteensovittamisesta<sup>58</sup>. Tässä yhteydessä sijoittajansuojaa tarkastellaan perustellun sijoituspäätöksen tekemisen näkökulmasta, jolloin sijoittajansuojan kannalta suuri merkitys on sijoittajan käytössä olevilla tiedoilla ja niiden laadulla. Sijoittajansuojan voidaan katsoa jakautuvan joukkorahoituksen kohdalla kahteen osaan. Ensimmäinen osa sijoittajansuojasta koskee oikean ja riittävän informaation saamisen turvaamista perustellun sijoituspäätöksen tekemisen tueksi sekä sijoittajan kohtelua liikkeeseenlaskussa. Toinen osa sijoittajansuojasta liittyy tehdyn sijoituksen jälkeiseen aikaan, jolloin sijoittajansuoja on informaation saamisen ja päätöksentekoon osallistumisen lisäksi suojaa muiden osakkeenomistajien ja yrityksen johdon väärinkäytöksiä kohtaan. Jälkimmäinen osa sijoittajansuojasta kuuluu perinteisen yhtiöoikeuden piiriin, jota on tutkittu paljon ja josta löytyy paljon kirjallisuutta.

Tämän tutkielman tarkastelun kohteena on sijoittajansuoja joukkorahoituksessa *ennen* sijoituskentekohetkeä. Eli kyse on sijoittajan käytössä olevan informaation oikeellisuudesta perustellun sijoituspäätöksen tekemiseksi. Tällöin huomio kiinnittyy ennen kaikkea siihen, että miten voidaan turvata oikean ja riittävän tiedonsaanti sijoittajalle, jotta hän voi muodostaa riippumattoman mielipiteensä yrityksen tilasta sijoituspäätöstä tehdessään. Rahoitusmarkkinoilla keskeinen kustannus ja kaupan käynnin hidaste on oikean ja riittävän tiedonsaanti yhtiöstä, markkinoista ja hinnoista.<sup>59</sup> Tarkastelemalla yrityksen taloustietoja, sijoittajalla on mahdollisuus tehdä arvio yrityksen taloudellista tilasta sijoituspäätöksen tueksi. Sijoittajansuojan kannalta on tärkeää, että yrityksen julkaisemat taloustiedot antavat oikean kuvan yrityksen taloudellisesta tilanteesta. Sen vuoksi on tärkeää, että tapaa jolla ta-

---

<sup>56</sup> VM 2015c, s. 17.

<sup>57</sup> VM 2015c, s. 18.

<sup>58</sup> Astola 1990, s. 4.

<sup>59</sup> Huovinen 2004, s. 3.

loustiedot laaditaan, säännellään ja valvotaan.<sup>60</sup> Yrityksellä tulee siis olla sijoittajiin suuntautuva tiedonantovelvoite yrityksen hakiessa rahoitusta sijoittajilta.

Jotta rahoitusmarkkinat voivat toimia tehokkaasti, on sijoittajilla oltava luottamus rahoitusmarkkinoita kohtaan. Tämän luottamuksen ylläpitämiseksi on luotu sijoittajien suojaavia toimia. Oikeus-suojan kohteena on sijoittajien oletettu luottamus markkinoiden puolueettomaan ja tehokkaaseen toimintaan. Luottamus edellyttää sitä, että sijoittajat uskovat saavansa kaikki ne tiedot, jotka ovat muidenkin käytössä ja jotka voivat vaikuttaa hänen sijoituspäätökseensä. Luottamuksen ylläpitäminen edellyttää myös säännöksiä, jotka käsittelevät kaupankäynnin teknistä toteutumista, markkinoiden kaupankäyntimenettelyjä, niiden ylläpitämistä sekä valvontaa.<sup>61</sup> Sijoittajansuoja on käsitteenä varsin laaja ja sen alle voidaan katsoa kuuluvan suojamekanismeja sekä ennen sijoitushetkeä että myös sen jälkeen. Sijoittajansuojan muodostavaan käsitteen voidaan lukea kuuluvaksi osia useista eri lainsäädännöistä. Tässä yhteydessä tutkitaan tarkemmin nimenomaan ennen sijoituspäätöksen tekemisen turvaksi säänneltyjä sijoittajaa suojaavia mekanismeja. Sijoittajansuoja ennen sijoituspäätöksen tekoa voidaan katsoa olevan riittävän ja totuudenmukaisen informaation saamista<sup>62</sup>. Yhtiöllä on vastuu siitä, että sen antamien tietojen pohjalta on mahdollisuus luoda kokonaiskäsitys liiketoiminnasta.<sup>63</sup>

Sijoittaja tekee sijoituspäätöksensä saatavilla olevan informaation turvin. Jos kaupankohteena on osake, kuten joukkorahoituksen tapauksessa on, saa sijoittaja päätöksentekoon tarvittavan informaation rahoituslupasta, joka puolestaan saa informaationsa liikkeeseenlaskijalta. Jotta sijoittaja voisi tehdä hänen kannaltaan oikean sijoituspäätöksen, on saatavilla olevan tiedon totuus pohja turvattava jolloin tavalla. Koska joukkorahoituksella ei ole omaa erityissääntelyä, tarkastelemme seuraavaksi sijoittajansuojaa eli siis totuudenmukaisen informaation turvaamista sijoittajan sijoituspäätöksenteon turvaksi eri lainsäädäntöjen näkökulmista.

---

<sup>60</sup> Astola 1990, s. 16-18.

<sup>61</sup> Huovinen 2004, s. 6.

<sup>62</sup> Hoppu 2004, s. 33.

<sup>63</sup> Huovinen 2004, s. 77.

#### 2.4.1 Sijoittajansuoja sijoituspalvelulaissa

SipaL:n tarkastelu joukkorahoituksen yhteydessä on tarkoituksenmukaista, koska Sipal:ssa säädetään lain 1.1 §:n mukaisesti liiketoiminnasta, joka on sijoituspalvelutoimintaa. Myös joukkorahoitus voi kuulua tämän lain soveltamispiiriin, riippuen siitä millaiseksi rahoitusalan toiminta tulkitaan. Sipal:n 2 §:ssä on listattuna poikkeukset joihin Sipal ei tule sovellettavaksi. Näistä listatuista poikkeuksista ei löydy sellaista kohtaa, johon joukkorahoituksessa toimivan rahoitusalan toimintaa voitaisiin rinnastaa. Sipal:n 1:11 §:ään on listattuna eri palvelumuodot, joita sijoituspalvelulla Sipal:ssa tarkoitetaan. Rahoitusalan toiminta voidaan hyvällä menestyksellä rinnastaa pykälän 1-7 -kohtiin. Tästä johtuen on hyvä tarkastella sitä, mitä Sipal:ssa säädetään sijoittajansuojasta. Fivan tulkinnan mukaan sijoitusmuotoinen joukkorahoituspalvelu on toimiluvanvaraista sijoituspalvelua ja vaatii sijoituspalveluntarjoajalta Sipal:n mukaisen toimiluvan, jos kyseessä on Sipal:n 1:10 §:n mukainen rahoitusväline ja jos palvelun tarjoaja tarjoaa Sipal:n 1:11 §:n mukaista sijoituspalvelua.<sup>64</sup>

Sipal:n 1:18 §:ssä määritetään ammattimainen ja ei-ammattimainen asiakas. Nämä määritelmät ovat tärkeitä myös tämän tutkielman osalta, sillä tutkielma keskittyy tarkastelemaan sijoittajansuojaa joukkorahoituksessa.<sup>65</sup> Jako ammattimaiseen ja ei-ammattimaiseen sijoittajaan asettaa erilaisia velvoitteita sijoituspalvelun järjestäjälle suhteessa sijoittajaan sekä määrittää sijoittajien korvausrahasuojan oikealle sijoittajaryhmälle. Joukkorahoituksessa rahoituksen kerääminen suuntautuu juuri ei-ammattimaisiin sijoittajiin.<sup>66</sup>

Sipal:n 10 luvussa säädetään sijoituspalveluyrityksen sekä asiakkaan suhteesta sekä sijoituspalveluyrityksen velvollisuuksista asiakassuhteessa. Luvun 2 §:n mukaan sijoituspalvelun tarjoamisessa on toimittava rehellisesti, tasapuolisesti, ammattimaisesti ja asiakkaan edun mukaisesti. Lisäksi sijoituspalvelua ei saa markkinoida antamalla totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa tietoa. Jos tiedon harhaanjohtavuus käy ilmi tiedon esittämisen jälkeen, ja jolla on olennaista merkitystä sijoittajalle, on tiedon virheellisyys oikaistava viivytyksettä.

---

<sup>64</sup> Fiva 2014c.

<sup>65</sup> Kuten aikaisemmin on todettu, voidaan sijoittajansuojan katsoa olevan sijoituskohdekohtella ja sitä ennen suojaa oikeiden tietojen saamiselle, jotta sijoittaja voisi muodostaa riittävän kuvan sijoituskohdekohtaisesti. Oikean ja riittävän kuvan muodostamiselle sijoituskohdekohtaisesti erilaiset sijoituskokemuksen omaavat sijoittajat tarvitsevat tietoa eri tavalla.

<sup>66</sup> VM 2014a, s. 11.

Sipal:n 10:4 §:ssä on säännös sijoituspalveluyrityksen velvollisuudesta ottaa selvää asiakkaastaan. Selonottovelvollisuuteen kuuluu tiedot asiakkaan taloudellisesta asemasta, kyseistä sijoituspalvelua tai rahoitusvälinettä koskevasta sijoituskokemuksesta ja -tietämyksestä sekä sijoitustavoitteista, jotta sijoituspalveluyritys voi suositella asiakkaalle soveltuvia rahoitusvälineitä ja palvelua.

Sipal:n 10:5 §:ssä säädetään sijoituspalveluyrityksen tiedonantovelvollisuudesta. Sen mukaan sijoituspalveluyrityksen on annettava ei-ammattimaiselle asiakkaalle sijoituspalvelua tai oheispalvelua koskevan sopimuksen ehdot sekä riittävät tiedot sijoituspalveluyrityksestä ja tarjottavasta palvelusta. Ehdot ja tiedot on annettava hyvissä ajoin ennen sopimuksen tekemistä tai ennen kuin palvelua annetaan asiakkaalle, jos se on varhaisempi ajankohta. Lain 5.2 §:n 2 -kohdassa on maininta tiedonantovelvollisuudesta palvelun kohteena olevan rahoitusvälinelajin luonteesta ja niihin liittyvistä riskeistä.

Sipal:n 11:1 §:n mukaisesti sijoituspalveluyrityksen on kuuluttava sijoittajien korvausrahastoon. Tällä halutaan turvata sijoittajien rahavarojen ja rahoitusvälineiden saaminen. Vaatimus kuulua korvausrahastoon ei kuitenkaan koske sijoituspalveluyritystä, joka tarjoaa ainoastaan toimeksiantojen välittämistä tai sijoitusneuvontaa, ja jolla ei ole hallussaan tai hallinnoitavana asiakasvaroja. Rahoituslupaan ei siis tarvitse kuulua korvausrahastoon, jos rahoituskierroksen asiakasvarat on järjestetty Sipal:n 9:1 §:n mukaisesti ja niitä pidetään erillään rahoituslupaan omista varoista, esimerkiksi pankissa erillisellä tilillä ja rahoituslupaan ainoastaan välittää ja vastaanottaa toimeksiantoja sekä niihin liittyvää sijoitusneuvontaa.

Sipal on merkittävä laki myös sen perusteella, että siinä säädetään sijoituspalvelua tarjoavan yrityksen toimiluvasta ja sen saamisen edellytyksistä. Näin ollen sen voidaan katsoa myös olevan merkittävässä roolissa tarkasteltaessa sijoittajansuojaa.

#### *2.4.2 Sijoittajansuoja kuluttajansuojalaissa*

KSL tulee sovellettavaksi, kun kuluttajille tarjotaan tavaroita, palveluksia sekä muita hyödykkeitä ja etuuksia.<sup>67</sup> KSL:n 1:3 §:n mukaan kulutushyödykkeellä tarkoitetaan tavaroita, palveluksia sekä muita hyödykkeitä ja etuuksia, joita tarjotaan luonnollisille henkilöille. Edellä mainitun perusteella voitaisiin siis katsoa, että KSL tulisi sovellettavaksi myös joukkorahoituksessa, sillä joukkorahoituksessa

---

<sup>67</sup> Ämmälä 2006, s.7.



sijoittajia ovat juuri ne yksityiset ihmiset, joilta rahoitusta kerätään<sup>68</sup> ja joita siis kuluttajatkin<sup>69</sup> KSL:n mukaan ovat.<sup>70</sup> Tärkeäksi tässä muodostuu se, millaiseksi rahoitusalan toiminta tulkitaan; onko kyseessä palvelun tarjoamisesta kuluttajalle.

Edelleen KSL:n 1:1 §:n mukaan lain soveltamisen piiriin luetaan kuuluvaksi kaikki sellainen elinkeinonharjoittajan markkinointi, joka suuntautuu kuluttajille.<sup>71</sup> KSL:n 2:6 §:n mukaan kuluttajille suunnatussa markkinoinnissa on kiellettyä antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Edelleen lain 7 §:n mukaan kielletään olennaisten tietojen antamatta jättäminen ja 8 §:ssä määrätään tiedonantovelvollisuudesta tarjottaessa kulutushyödykettä kuluttajalle tiettyyn hintaan. Nämä säännökset ovat linjassa AML:n säännösten kanssa markkinointia koskevan tiedon totuudenmukaisuudesta ja sen antamisesta.

Tiedot on annettava kuluttajalle sopimusta tehtäessä ja sopimussuhteen aikana. Lisäksi elinkeinonharjoittajan tiedonantovelvollisuuteen liittyy usein myös selonottovelvollisuus. Tällä tarkoitetaan sitä, että elinkeinonharjoittajan on otettava selvää, mitä tietoja sen tulee kuluttajalle antaa. Tietojen tarpeellisessa antamisessa arvioidaan sitä, mitä tietoja myyjän voidaan kohtuudella olettaa kuluttajan tarvitsevan.<sup>72</sup>

KSL:n 6 a luvussa säädellään rahoituspalvelujen ja rahoitusvälineiden etämyynnistä kuluttajalle. Lain 1 §:ssä listataan kaikki tilanteet, joissa lain säännökset tulevat sovellettaviksi. Vaikka listassa ei suoraan joukkorahoitusta mainitakaan, niin listalla ovat maininnat arvopaperinvälityksestä tai muista sijoituspalveluista, sijoitusneuvonnasta sekä muista rahoituspalveluista tai rahoitusvälineistä. Vaikka KSL:n 6 a luku on suunnattu nimenomaisesti koskemaan rahoituspalvelujen sekä rahoitusvälineiden etämyyntiä, niin joukkorahoituksen toimintaan se voi kuulua muun muassa sen perusteella, että osa rahoitusalan markkinoinnista tapahtuu verkkosivustojen sekä puhelimen kautta. Verkkosivujen kautta tapahtuva tiedonanto on sikäli tärkeässä asemassa, koska sitä kautta voidaan tehokkaasti antaa

---

<sup>68</sup> VM 2014, s. 9 ja s. 11.

<sup>69</sup> Ämmälä 2006, s. 14-15.

<sup>70</sup> KSL 1:4 § mukaan kuluttajana pidetään luonnollista henkilöä, joka hankkii kulutushyödykkeen pääasiassa muuhun tarkoitukseen kuin harjoittamaansa elinkeinotoimintaa varten. Vaikka osake ei arvopaperina täytä kulutushyödykkeen määritelmää, niin sijoituspalvelutoiminta voi täyttää kulutushyödykkeen määritelmän, jos sijoituspalvelutoiminta tulkitaan palveluntuottamiseksi jota tarjotaan kuluttajalle.

<sup>71</sup> Ämmälä 2006, s. 19.

<sup>72</sup> Ämmälä 2006, s. 80-83.

kuluttajille tietoa yhtäaikaisesti sekä pitää tietoa kaikkien tasapuolisesti saatavilla. KSL:n 6 a luvussa on tarkennettu aikaisemmin KSL:ssa säänneltyä markkinointiin liittyviä kohtia.

#### 2.4.3 Vahingonkorvausvelvollisuus osana sijoittajansuojaa

Tässä yhteydessä ei ole tarkoituksenmukaista lähteä tarkastelemaan vahingonkorvausvelvollisuuden syntymistä tarkemmin, joten tarkastelussa pitäydytään erittäin yleisellä tasolla, sillä vahingonkorvausvelvollisuuden syvempi tarkastelu johtaisi laajaan monimutkaiseen eri lakien väliseen tarkasteluun vahingonkorvauksen rinnakkaisuuksista ja siten tutkielman aiheen ulkopuolelle.<sup>73</sup> Voidaan todeta, että vahingonkorvausvelvollisuuden laajat perusteet ja soveltuvuusmahdollisuudet ovat omiaan ohjaamaan osapuolien, etenkin rahoitusalan sekä liikkeeseenlaskijan, toimintaa joukkorahoituksen alalla. Sijoittajan vahingonkorvaussuoja lisää sijoittajansuojaa joukkorahoituksessa. Vahingonkorvausvastuu ei kuitenkaan ole ainoa arvopaperimarkkinasäädännön tehoste, vaan sen rinnalla on erilaisia hallinnollisia ja rikosoikeudellisia seuraamuksia<sup>74</sup>. Nämä edellä mainitut seuraamukset jätetään tässä tutkielmassa ainoastaan maininnan asteelle.

Arvopaperimarkkinoita on viime aikoina alettu tarkastelemaan yhä enemmän velvoiteoikeudellisesta näkökulmasta, jolloin markkinoiden yleinen toimivuus ja kansantaloudelliset edut ovat ainoastaan taustavoitteita ja etusijalla on yksittäisen markkinatoimijan, kuten liikkeeseenlaskijan oikeuksien ja velvollisuuksien tarkastelu. Jokaisen markkinatoimijan perusteltuja odotuksia suojataan mahdollisimman kattavasti, mutta kuitenkin tasapainossa muihin toimijoihin nähden siten, ettei yhden toimijan suojaaminen aiheuta muille toimijoille tarkoituksetonta rasitetta.<sup>75</sup> Yksi keskeisimpiä vahingonkorvausvastuun perusteista arvopaperimarkkinoilla on sijoittajan luottamuksen säilyttäminen markkinoita kohtaan.<sup>76</sup>

Arvopaperisijoittamiseen liittyy aina riski sijoitetun pääoman menettämisestä. Joukkorahoituksessa riski saattaa olla merkittävä, koska sijoitettavat yritykset ovat pieniä kasvuyrityksiä joiden liiketoimintamallia ei vielä välttämättä ole markkinoilla testattu. Joukkorahoituksessa tehtävät sijoitukset ovat yleensä suhteellisen pieniä, joten suuresta taloudellisesta menetyksestä ei ole kyse, jos riski rea-

---

<sup>73</sup> Ks. tarkemmin Norros 2009.

<sup>74</sup> Ks. tarkemmin AML:n luvut 15-17 ja SipaL:n luvut 15-16 a sekä lakiehdotus joukkorahoituslaiksi 14-16 §.

<sup>75</sup> Norros 2009, s. 2.

<sup>76</sup> Norros 2009, s. 66-67.

lisoituu. Sen vuoksi sijoittajien tulisi ymmärtää joukkorahoitukseen tehtävien sijoitusten riskitaso erittäin korkeaksi<sup>77</sup>. Riskin vastapainoksi sijoittaja vaatii tuottoa sijoitukselleen. Riskinoton tulisi kuitenkin olla aina tietoista ja sijoituspäätöksen tulisi perustua oikeaan käsitykseen rahoituskohteen riskitasosta. Todellinen tappioriski ja tuottomahdollisuudet ovat riippuvaisia rahoituskohdetta koskevista tosiasioista. Jos sijoittajille annettu rahoituskohdetta koskeva tieto on virheellistä tai vajaata, riippumattoman sijoituspäätöksen tekemiselle ei ole riittäviä tietoja ja tällöin voi syntyä tappioita, jotka eivät perustu tietoiseen riskinottoon.<sup>78</sup> Jos annettu tieto ei ole oikeaa tai se on sisällöltään vajaata, voidaan kysyä kuka tai ketkä ovat vastuussa aiheutuneesta vahingosta, millä perusteella vahinko syntyy ja miten vahinko määritellään.

Arvopaperimarkkinoiden vahingonkorvaustilanteisiin löytyy sovellettavia normeja useasta eri laista. Tärkein korvausnormi on kuitenkin AML:n 16.1 § jota voidaan pitää korvausnormin yleissäännöksenä, jos vahinkoa on aiheutettu AML:n vastaisella menettelyllä. AML:n 16.1 §:ssä säädetään vahingonkorvausvastuusta. Joka tahallaan tai huolimattomuudesta aiheuttaa toiselle vahinkoa, on velvollinen korvaamaan aiheuttamansa vahingon. AML:n 16:4 §:n mukaan vahingonkorvauksen sovittelusta ja korvausvastuun jakaantumisesta kahden tai useamman korvausvelvollisen kesken on voimassa, mitä vahingonkorvauslain (31.5.1974/412, myöhemmin VahL) 2 ja 6 luvuissa säädetään.

AML:n esitöissä on täsmennetty vahinkoa aiheuttaneen osapuolen menettelyn tahallisuutta tai huolimattomuutta. Tämä tarkoittaa sitä, että vahingonkorvausvastuun syntyminen edellyttää tuottamusta eli velvollisuus vahingonkorvaamiseen edellyttäisi, että korvausvelvollinen on tahallaan tai huolimattomuudesta aiheuttanut toiselle vahinkoa AML:n, sen nojalla annettujen säännösten tai määräysten taikka avoimuusdirektiivin, esitedirektiivin tai markkinoiden väärinkäyttödirektiivin nojalla annettujen EK:n asetusten tai päätösten vastaisella menettelyllä. Pykälä voisi tulla myös sovellettavaksi, jos vahinko on aiheutettu rikkomalla AML:ssa säädettyjä yleisiä säännöksiä, kuten hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen ja sopimattoman menettelyn kieltoa, totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamisen kieltoa ja velvollisuutta riittävien tietojen tasapuolisesta pitämisestä. Tämän

---

<sup>77</sup> Hbe 2014.

<sup>78</sup> Hiden 2002, s. 1-2.

tyyppinen sääntely mahdollistaa puuttumisen asiattomaan toimintaan sitä mukaa, kun uusia ennen tuntemattomia menettelytapoja otetaan käyttöön.<sup>79</sup>

Näin ollen sekä liikkeeseenlaskija että rahoitusala voivat molemmat tulla vahingonkorvausvelvollisiksi, mikäli he ovat AML:n 16 luvun mukaisesti vahingonkorvausvelvollisia aiheuttamastaan vahingosta. AML:n mukainen vahingonkorvausvastuu joukkorahoituksessa voi tulla kyseeseen, jos toiminta rikkoo AML:ssa mainittua kieltoa menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti, kieltoa antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja ja velvollisuutta julkaista esite, jos esitevelvoite täyttyy.

Vahingonkorvausvelvollisuutta mietittäessä joukkorahoituksessa sovellettavaksi voi tulla myös KSL. KSL:ssa säädetyllä markkinointia koskevalla normistolla pyritään ehkäisemään epäasiallista kuluttajiin kohdistuvaa markkinointitoimintaa. Samalla elinkeinonharjoittajat saadaan antamaan kuluttajille markkinoinnin yhteydessä annettavat oikeat ja riittävät tiedot kuluttajien kannalta merkityksellisissä asioissa.<sup>80</sup> Arvopapereita, joita tarjotaan luonnollisille henkilöille, pidetään kulutushyödykkeinä. Sovellettavaksi tulee KSL:n 2 luku koskien kuluttajalle suunnattua markkinointia.<sup>81</sup> Etenkin KSL:n 2:1-3 ja 6 § ovat merkittäviä, sillä niissä kielletään hyvän tavan vastainen markkinointi sekä menettelyn sopimattomuudesta. Sopimaton menettely on käsitteenä laajempi kuin hyvän tavan vastaisuus. Näin ollen tarkastelun kohteena on juuri kuluttajien kannalta sopimaton menettely. Yleislauseketta voidaan soveltaa tapauksissa, joissa menettelyä ei voida vielä katsoa yleisesti hyvän tavan vastaiseksi.<sup>82</sup>

KSL:n soveltuvuuden myötä myös kuluttaja-asiamiehellä on toimivaltaa valvoa, että kulutushyödykkeiden markkinoinnissa kuluttajille noudatetaan omaksuttuja säännöksiä ja peruseriaatteita.<sup>83</sup> Fivala ja kuluttaja-asiamiehellä on rinnakkainen toimivalta kuluttajiin kohdistuvan markkinoinnin valvonnassa silloin, kun markkinoija on FivaL:n 4 §:ssä mainittu toimija.<sup>84</sup> KSL:n soveltuvuuden on katsottu ratkeavan ensisijaisesti hyödykkeen käyttötarkoituksen ja toissijaisesti kohderyhmän perus-

---

<sup>79</sup> HE 32/2012 s. 170-171.

<sup>80</sup> Hoppu 2004, s. 121.

<sup>81</sup> Hiden 2002, s. 31 ja Ämmälä 2009, s. 203.

<sup>82</sup> Hoppu 2004, s. 123.

<sup>83</sup> Ämmälä 2009, s. 47.

<sup>84</sup> Fiva 2013b, s. 10.

teella. Tämän lisäksi markkinointi voi tulla kyseeseen sillä perusteella, että yksityishenkilöt hankkivat tosiasiaassa hyödykettä yksityistä talouttaan varten KSL:n 1:3 §:n mukaisesti. Kun arvopapereiden markkinointi on otettu KSL:n soveltamisalan piiriin, on tämän seurauksena piensijoittajan osalta katsottu useimmissa tilanteissa olevan kyseessä lain pykälässä tarkoitettu hankkiminen yksityistä taloutta varten.<sup>85</sup> Näin ollen siis KSL:n mukaiset vahingonkorvausvelvollisuudet voivat tulla sovellettavaksi joukkorahoituksessa.

KL:a voidaan soveltaa myös osakekauppaan. KL:n 80 §:n säädetään osingon sisällyttämisestä osakekauppaan, jonka vuoksi oikeuskirjallisuudessa on suhtauduttu myönteisesti KL:n soveltamiseen osakekaupassa.<sup>86</sup> Lain esitöissä arvopaperi on rinnastettu irtaimeen esineeseen ja siten myös KL soveltuu osakekauppaan.<sup>87</sup> KL:n mukainen vahingonkorvausvelvollisuus voi edellä mainitun perusteella sovellettavaksi osakekaupassa.

Ongelmaksi voi kuitenkin muodostua osapuolien tietämättömyys vahingonkorvausvelvollisuuksista. Sijoittaja ei välttämättä tiedosta oman suojansa kattavuudesta sekä siitä, milloin hän on oikeutettu vahingonkorvaukseen. Liikkeeseenlaskija voi myös olla tietämätön kaikista velvollisuuksistaan, koska kyseessä ovat pienet kasvuyritykset, joilla ei välttämättä ole kaikkea tietoa käytettävissään tai resursseja ottaa selvää. Rahoitusalan sen sijaan voidaan ajatella tietävän enemmän vastuista ja velvoitteista, sillä kyseessä on toimiluvan saanut elinkeinonharjoittaja, joka tarjoaa sijoituspalvelua. Sijoittajan on siten aktiivisesti seurattava omaa positiotaan.

Yleensä vahingonkärsineen on pystyttävä osoittamaan, että vahingonaiheuttaja on vastuussa teostaan eli vahingonkärsijän on pystyttävä osoittamaan vahingonaiheuttajan toimineen tuottamuksellisesti. Tällöin on vaarana, että menettelyn huolimattomuus tai tuottamus voi olla vahingonkärsineen arviointimahdollisuuksien ulkopuolella.<sup>88</sup> Hahto esittää, että ei ole mitään tiettyä huolellisuusvelvoitteen perustuvaa standardia, vaan pikemmin on olemassa useita eri tilanteisiin sopivia huolellisuusstandardeja, jotka soveltuvat eri tilanteisiin. Näin ollen huolellisuusvelvoitteen sisältö tulisi räätälöi-

---

<sup>85</sup> Hiden 2002, s. 31.

<sup>86</sup> Hiden 2002, s. 30.

<sup>87</sup> HE 93/1986, s. 48.

<sup>88</sup> Virtanen 2011, s. 147-148.

dä tapauskohtaisesti ja todistustaakka voidaan yksittäistapauksissa asettaa sille taholle, jolle sen näyttäminen on mahdollista.<sup>89</sup>

#### 2.4.4 *Tuottamus rahoitusmarkkinoilla*

Tuottamusta käsitellään tässä yhteydessä vain maininnan tasolla.<sup>90</sup> VahL:n 2:1.1 §:n mukaan joka tahallisesti tai tuottamuksesta aiheuttaa toiselle vahingon, on velvollinen korvaamaan sen, jollei siitä, mitä tässä laissa säädetään, muuta johdu. Näin ollen tuottamus on yksi vahingonkorvausoikeuden peruskäsitteitä. Tuottamus-käsitettä käytetään vaadittavan huolellisuustason kuvaavana yleiskäsitteenä, pitäen sisällään sekä tahallisuuden että huolimattomuuden. Tuottamus kuvaa sitä huolellisuusvaatimusta kulloisessakin tilanteessa siitä, miten on meneteltävä, jotta korvausvastuulta vältyttäisiin.<sup>91</sup>

VahL:ssa ei määritellä mitä tuottamuksella tarkoitetaan ja se on käsitteenä joustava, jolloin vaadittava huolellisuusastetta voidaan arvioida tapauskohtaisesti. Tuottamusta voidaan arvioida normi- ja riskikohtaisesti. Normikohtaisella arvioinnilla arvioidaan menettelyn käyttäytymisnormin vastaisuutta ja riskikohtaisella arvioinnilla arvioidaan onko toiminta ollut omiaan lisäämään vahingon syntymisvaaraa. Virtasen mukaan tuottamusta on aina arvioitava sen mukaan, mitä vahingonaiheuttaja ymmärsi tai saattoi ymmärtää toimiensa tai laiminlyöntiensä seurauksena.<sup>92</sup> Näin ollen tuottamusta arvioidaan objektiivisesti siitä huolellisuustason näkökulmasta, jota jokaisen yksilön voidaan eri tilanteissa odottaa noudattavan. Vaadittava huolellisuustaso ei ole kaikille sama, vaan se vaihtelee esimerkiksi ammattiryhmittäin. Tehtävää kohtaan määritellään erikseen noudatettava huolellisuustaso, joka tehtävässä olevan henkilön on täytettävä vältyäkseen vahingonkorvausvastuusta. Voidaan sanoa, että jokaisella henkilöllä on eräänlainen selonottovelvollisuus niistä tehtävistä joita hän hoi-  
taa.<sup>93</sup>

Teko ja laiminlyönti voivat olla molemmat tuottamusta. Tekoa arvioitaessa voidaan arvioida sitä, onko teko ollut moitittavaa vai ei. Laiminlyönti taas tarkoittaa jonkin velvollisuuden noudattamatta jättämistä. Laiminlyönnin arvioinnissa ongelmana on se, että korvausvastuu edellyttää sitä, että toi-

---

<sup>89</sup> Hahto 2008, s. 85-88.

<sup>90</sup> Ks. tarkemmin Hahto 2008 ja Virtanen 2011.

<sup>91</sup> Hahto 2008, s. 1-2.

<sup>92</sup> Virtanen 2011, s. 89-91.

<sup>93</sup> Virtanen 2011, s. 108.

mintavelvollisuuden täyttäminen olisi estänyt vahingon syntymisen.<sup>94</sup> Tuottamus on tavallisesti jaettu kolmeen asteeseen: lievään, tavalliseen ja törkeään tuottamukseen. Tuottamuksen asteita arvioidaan myös objektiivisesti, mutta asteiden väliset rajat ovat häilyviä ja niiden yksiselitteinen määrittäminen on vaikeaa. Arviointi jääkin riippumaan tapauskohtaisista olosuhteista. Tuottamusasteilla ei kuitenkaan ole yleensä merkitystä, sillä jo lievä tuottamus aiheuttaa vahingonaiheuttajalle korvausvelvollisuuden.<sup>95</sup> Hahto tiivistää tuottamukseen perustuvan korvausvastuun edellytykset korvauskelpoiseen vahinkoon, vahingonaiheuttajan tahallisuuteen tai tuottamukseen eli huolellisuusvelvoitteen rikkomiseen, syy-yhteyden toiminnan ja vahingon välillä sekä rajoitusperusteiden puuttumiseen.<sup>96</sup>

#### *2.4.5 Vahingonkorvaus joukkorahoituksessa*

Lakiehdotuksessa joukkorahoituslaiksi säädetään joukkorahoituksessa käytettävistä vahingonkorvausnormista. Lakiehdotuksen 16 §:n mukaisesti joukkorahoituksen välittäjä ja saaja ovat velvollisia korvaamaan vahingon, jonka nämä ovat tahallaan tai huolimattomuudella aiheuttaneet asiakkaalleen tai muulle henkilölle lain tai sen nojalla annettujen säännösten vastaisella menettelyllä. Vahingonkorvausvelvollisuus ulottuu joukkorahoituksen välittäjän ja saajan johtohenkilöihin sekä osakkeenomistajiin.

Vahingonkorvausvelvollisuuden syntyminen edellyttää lakiehdotuksen perusteluiden mukaan tahallista tai huolimattontaa lain vastaista tai sen nojalla annettujen sääntöjen vastaista menettelyä. Vahingonkorvausvelvollisuus syntyy siitäkin huolimatta, voidaanko joukkorahoituksen välittäjän organisaatiosta yksilöidä moitittavasti toiminut henkilö vai ei. Lakiehdotuksen perusteluiden mukaan tuottamusedellytykseen liittyy olennaisesti kysymys tuottamusta koskevan todistustaakan jaosta. Perusteluissa on jätetty todistustaakan jakaminen riippumaan tapauskohtaisesta tarkastelusta, jossa noudatetaan yleisiä oikeuskäytännön periaatteita.<sup>97</sup>

Lakiehdotuksen 16.2 §:n mukaan vahinko katsotaan aiheutetuksi huolimattomuudesta, jollei menettelystä vastuussa oleva osoita menetelleensä huolellisesti. Perusteluissa todetaan, että joukkorahoituksen välittäjälle nimenomaisesti säädettyjä velvollisuuksia koskevan yksityiskohtaisen sääntelyn

---

<sup>94</sup> Virtanen 2011, s. 96.

<sup>95</sup> Virtanen 2011, s. 135.

<sup>96</sup> Hahto 2008, s. 64.

<sup>97</sup> VM 2015c, s. 14.

rikkominen johtaa käytännössä usein tuottamusta koskevan käännetyn todistustaakan soveltamiseen. Joukkorahoituksessa sovellettava tuottamusolettama on nykyiseen rahoitusmarkkinalainsäädäntöön verrattavaa sääntelyä, jota on säädetty muun muassa SipaL:ssa.<sup>98</sup>

## 2.5 Sijoittaja- eli asiakasluokitus

Tutkielman aiheen kannalta tärkeitä määritelmiä ovat asiakasluokituksen mukaiset määritelmät sijoittajista. SipaL:n 10:1 §:n mukaan sijoituspalvelun tarjoajan on ilmoitettava asiakkaalle tämän asiakasluokittelusta. Luokittelu on tehtävä ennen sijoituspalvelun tarjoamista eli käytännössä ennen ensimmäisen sijoituspalvelusopimuksen tekemistä. Asiakkaiden luokittelu on tarpeellista, jotta sijoittajansuojaa suojaavat mekanismit ja sijoittajien korvausrahastosuoja voidaan kohdentaa oikealle sijoittajaryhmälle.<sup>99</sup> Asiakasluokittelu on tehtävä ennen kuin sijoituspalveluyritys voi tarjota asiakkaalle sijoituspalvelua<sup>100</sup>. Asiakkaan luokittelusta on ilmoitettava asiakkaalle henkilökohtaisesti joko kirjallisesti tai muulla pysyvällä tavalla.<sup>101</sup>

Sijoittajaluokitus määrittelee sen, miten eri sijoittajia tulee kohdella, millaisia menettelytapoja tulee noudatella kunkin sijoittajaluokan kohdalla, mitä velvollisuuksia ja oikeuksia eri luokitus tuo sekä sijoituspalvelun tarjoajalle että sijoittajalle. Sijoittajaluokitukset on määritelty muun muassa AML:n, SipaL:n ja Fivan määräys- ja ohjekokoelmissa. Yksityiskohtaisin sijoittajaluokittelu on SipaL:n 1:18 §:ssä, jossa on listattuna ammattimaisen ja ei-ammattimaisen asiakkaan määritelmät.

Ammattimaisella asiakkaalla tarkoitetaan asiakasta, jolla on riittävästi kokemusta ja tietämystä itsenäisen sijoituspäätöksen tekemiseen sekä siihen liittyvien riskien arvioimiseen.<sup>102</sup> Ammattimaisia asiakkaita ovat SipaL:n 1:18.1 §:n mukaan rahoitusmarkkinoilla toimiluvan nojalla toimivat yhteisöt, suuryritykset, Suomen valtio ja ulkomaiset valtiot, Euroopan keskuspankki, Suomen Pankki sekä siihen rinnastettavat ulkomaiset keskuspankit, Kansainvälinen valuuttarahasto, Maailmanpankki, yhteisö-sijoittajat ja muut asiakkaat, joita sijoituspalveluyritys kohtelee ammattimaisena asiakkaana.

---

<sup>98</sup> VM 2015c, s. 15.

<sup>99</sup> Hoppu 2009, s. 74.

<sup>100</sup> Alhonsuo ym. 2012, s. 285.

<sup>101</sup> Hoppu 2009, s. 75.

<sup>102</sup> Nousiainen-Sundberg 2013, s. 47.



SipAL:n 1:18.3 §:n mukaan ei-ammattimaisella asiakkaalla tarkoitetaan muuta asiakasta kuin yllä listattuja ammattimaisia asiakkaita. Pääsääntöisesti ei-ammattimaisia asiakkaita ovat yksityiset henkilöt, pienet yritykset, yhdistykset ja seurakunnat sekä kunnat ja kuntayhtymät.<sup>103</sup> Suurimmat erot sijoittajaluokkien välillä liittyvät sijoituspalvelun asiakassopimuksiin, selonotto- ja tiedonantovelvollisuuksiin sekä asiakasraportointiin. Lisäksi eroja löytyy myös menettelytavoista koskien toimeksiantojen huolellista toteuttamista sekä toimeksiantojen käsittelyä koskevien menettelytapasääntöjen soveltamisessa. Ei-ammattimaiset sijoittajat kuuluvat sijoittajien korvausrahaan piiriin, toisin kuin ammattimaiset asiakkaat.<sup>104</sup>

## 2.6 Esitteen julkaisemisvelvoite

Kun arvopapereita tarjotaan yleisölle merkittäväksi, on liikkeeseenlaskijan julkaistava AML 4:1 §:n mukainen liikkeeseenlaskua koskeva esite. Tällä pyritään siihen, että sijoittajilla on arvopaperimarkkinoilla käytössä riittävät ja olennaiset tiedot liikkeeseen laskettavasta arvopaperista sekä liikkeeseenlaskijasta perustellun merkintäpäätöksen teon tueksi.<sup>105</sup> Hallituksen esityksen mukaan yleisölle ei saa tarjota arvopapereita ilman, että tarjottavasta arvopaperista julkaistaan esite.<sup>106</sup> Tarkoituksena on siis turvata sijoittajien tiedonsaanti liikkeeseen laskettavasta arvopaperista, jotta he voivat tehdä perustellun sijoituspäätöksen perustuen oikeisiin tietoihin. Esitteen julkaisuvelvoitetta tarkastellaan tarkemmin tutkielman luvussa 4.5.1.

## 2.7 Hyvä tapa arvopaperikaupassa sekä sijoituspalvelun tarjoamisessa

AML:n 1:2 §:ssä mainitaan kiellosta menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti. Mitä on hyvä arvopaperimarkkinatapa? Hyvällä arvopaperimarkkinatavalla tarkoitetaan kaikkia niitä periaatteita ja sääntöjä, joiden noudattamista arvopaperimarkkinoilla toimivien keskuudessa vallitsevan vallituneen mielipiteen mukaan on pidettävä oikeana ja kaikkien asiakas- ja toimijaosapuolten kannalta kohtuullisena kauppatapana. Velvollisuus noudattaa hyvää arvopaperimarkkinatapaa ohjaa menettelytapoja ja ratkaisuja silloin, kun yksityiskohtaista tapaukseen sovellettavaa säännöstä ei ole.<sup>107</sup>

---

<sup>103</sup> Nousiainen-Sundberg 2013, s. 47.

<sup>104</sup> Nousiainen-Sundberg 2013, s. 46.

<sup>105</sup> Parkkonen-Knuts 2014, s. 73.

<sup>106</sup> HE 32/2012, s. 105.

<sup>107</sup> HE 32/2012, s. 96.

Fivan mukaan hyvä arvopaperimarkkinatapa edellyttää sitä, että sijoituspalvelun tarjoaja noudattaa kaikkia niitä liiketoimintaan sovellettavia säännöksiä. Säännösten ollessa puutteellisia, noudatetaan säännöksistä ilmeneviä periaatteita, jotta asiakkaan etua ja arvopaperimarkkinoihin kohdistuvaa luotamusta voidaan edistää. Hyvän arvopaperimarkkinatavan periaatteiden mukaan hyvänä tapana ei voida pitää sellaisia toimia, jotka ovat omiaan lisäämään sijoittajien epätasa-arvoisuutta tai vähentämään kaupankäynnin julkisuutta.<sup>108</sup> Hyvää arvopaperimarkkinatavan määrittelyjä voidaan soveltaa myös silloin, kun kirjoitettu lain tarkoitus on aukollinen tai se on jäänyt markkinoiden kehityksestä jälkeen. Olennaista ei ole esimerkiksi se, miten kaikki toimijat menettelevät, vaan se, miten heidän tulisi menetellä.<sup>109</sup>

Hallituksen esityksessä AML:n 1:2 §:n kielto menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti koskisi koko lain soveltamisalaa ja myös muita rahoitusvälineitä kuin arvopapereita, sen mukaan kuin kyseistä yksityiskohtaista säännöstä sovelletaan muihin rahoitusvälineisiin. Esityksessä todetaan myös, että on mahdollista että arvopaperiin rinnastettavaa rahoitusvälinettä, jota ei voida ottaa kaupankäynnin kohteeksi säänneltylle markkinalle tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, markkinoidaan yleisölle tai sillä käydään vakiintuneesti kauppaa monenkeskisen kaupankäynnin ulkopuolella. Kieltoa sovelletaan markkinoilla toimiviin ja toimintaan osallistuviin luonnollisiin ja oikeushenkilöihin ja siten myös sijoituspalveluntarjoajat sekä liikkeeseenlaskijat kuin sijoittajatkin. Kielto koskee esimerkiksi toimia tai laiminlyöntejä, jotka liittyvät arvopaperien yleiseen liikkeeseen saattamiseen, yleisölle tarjoamiseen, arvopaperien kauppaan sekä laissa nimenomaisesti säädetyn arvopapereita koskevan tiedonantovelvollisuuden täyttämiseen. Markkinoinnin käsite on jätetty laajaksi ja sillä tarkoitetaan kaikkea arvopaperien yleiseen liikkeeseen saattamiseen ja vaihdannan edistämiseen tähtäävää toimintaa. Edelleen hallituksen esityksen mukaan myös yksittäisen kauppaneuvottelun yhteydessä sijoittajalle annettava tieto voi olla arvopaperien markkinointia kuten myös arvopaperin liikkeeseenlaskijan tai sijoituspalvelun tarjoajan järjestämä sijoittajatilaisuus (road show).

110

---

<sup>108</sup> Nousiainen-Sundberg, s. 13-14.

<sup>109</sup> Alhonsuo ym. 2012, s. 129.

<sup>110</sup> HE 32/2012, s. 95-96.

SipaL:n 10:2.1 §:n mukaan sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoamisessa on toimittava rehellisesti, tasapuolisesti, ammattimaisesti ja asiakkaan edun mukaisesti. Tämän voidaan tulkita pitävän sisälleen AML:n 1:2 § mukaisen kiellon menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti. Vaikka sitä ei kyseisessä lain kohdassa ole nimenomaisesti mainittu, niin hallituksen esityksen mukaan sijoituspalvelun tarjoajiin sovelletaan myös kyseistä kieltoa ja toiminta tulisi olla kyseisen lain hengen mukaista. Hyvä arvopaperimarkkinatapa edellyttää, että arvopaperinvälittäjä tai sijoituspalvelun tarjoaja toimii rehellisesti, puolueettomasti, ammattitaitoisesti ja huolellisesti tavoitteenaan asiakkaiden etu ja arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen edistäminen.<sup>111</sup>

---

<sup>111</sup> Alhonsuo ym. 2012, s. 131.

### 3 Joukkorahoituslupavaroituksesta

#### 3.1 Vastikkeellisen joukkorahoituksen valvonta

Finanssivalvonta eli Fiva toimii hallinnollisesti Suomen Pankin yhteydessä ja sitä koskevien asioiden käsittely valtioneuvostossa kuuluu valtiovarainministeriölle. Jotta finanssimarkkinoiden valvonta olisi uskottavaa ja tehokasta, finanssimarkkinoita valvovan viranomaisen oltava riippumaton, eivätkä ulkopuoliset saavat vaikuttaa sen toimintaa. Tästä syystä Fiva on päätöksenteossaan itsenäinen.<sup>112</sup>

Fivan roolista rahoitusmarkkinoita valvovana viranomaisena on säädetty laissa Finanssivalvonnasta (19.12.2008/878, myöhemmin FivaL). FivaL:n 1 §:n mukaan Fivan tehtävänä on finanssimarkkinoilla toimivien valvottaviksi määrättyjen osapuolien vakaan toiminnan valvominen, vakuutettujen etujen turvaaminen sekä yleisen luottamuksen edistäminen finanssimarkkinoiden toimintaa kohtaan. Fivan valvonnanalaisia toimijoita ovat muun muassa pankit, sijoituspalveluyritykset, pörssi, rahastoyhtiöt, vakuutusyhtiöt, eläkeyhtiöt sekä muut vakuutuslalla toimivat.<sup>113</sup> Fiva edistää FivaL:n 3.1 §:n mukaisesti hyvien menettelytapojen noudattamista finanssimarkkinoilla sekä yleisön tietämystä finanssimarkkinoista. Fivalla on siis selkeä ja merkittävä rooli joukkorahoituksessa ja sen kehittämisessä rahoitusmuotona Suomessa.

FivaL:n 3 §:ään on listattuna Fivaa koskevat tehtävät finanssimarkkinoiden valvovana elimenä. Tarkasteltaessa rahoituslupavaroitusta joukkorahoituksessa, merkittävä säädös on edellä mainitun pykälän 1-3 -kohdat, joissa säädetään Fivan roolista myöntää toimilupia sekä valvoa toimiluvan edellytysten täyttämistä ja noudattamista. Fivalla on FivaL:n 3 luvun mukaisesti oikeus saada tietoja valvottaviltaan ja se voi tulla tarkastuskäynnille mihin tahansa valvomaansa yritykseen koska tahansa ilmoittamatta siitä etukäteen. Lisäksi Fivalla on oikeus asettaa valvomilleen toimijoille hallinnollisia seuraamuksia FivaL:n 4 luvun mukaisesti.

---

<sup>112</sup> Alhonsuo ym. 2012, s. 109.

<sup>113</sup> Alhonsuo ym. 2012, s. 109.

Joukkorahoitusta koskevan lakiehdotuksen 13 §:n mukaan Fiva pysyy jatkossakin vastikkeellista joukkorahoitusta valvovana viranomaisena. Fiva jakaa valvontaroolinsa kuluttaja-asiamiehen kanssa, joka valvoo joukkorahoituslakia silloin, kun rahoituksen välittäjän asiakkaana on kuluttaja.

### 3.2 Joukkorahoituksen luvanvaraisuus Suomessa

Ennen kesäkuuta 2014 oli vastikkeellinen joukkorahoitustoiminta Suomessa vapaata elinkeinotoimintaa, rahoituslupamatkustajat eivät ennen tätä tarvinneet toimilupaa harjoittaakseen joukkorahoitustoimintaa. Tällöin Fivalla ei ollut selvää kannanottoa joukkorahoituksesta ja siitä, millaisesta toiminnasta ja rahoitusmuodosta oikein on kyse. Fivan silloisen näkemyksen mukaan joukkorahoituslupamatkustajan toiminnassa ei ollut kyse luvanvaraisesta finanssipalveluiden tarjoamisesta vaan kyse oli ennemminkin markkinointilupamatkustajana toimimisesta.<sup>114</sup> Kuitenkin 26.6.2014 Fiva tarkensi näkemystään, jolloin osa joukkorahoitustoiminnasta tuli luvanvaraiseksi toiminnaksi. Tämän myötä myös vastikkeellisesta pääomapohjaisesta joukkorahoituksesta ja ennen kaikkea tämän joukkorahoitusmuodon rahoituslupamatkustajana toimimisesta tuli luvanvaraista toimintaa.<sup>115</sup>

Joukkorahoitustoimintaa oli ehtinyt esiintyä Suomessa jo useamman vuoden. Vastikkeellista pääomapohjaista joukkorahoitusta on ollut jo muutaman vuoden ja alalle on ehtinyt syntyä muutama suuri rahoituslupamatkustaja, joiden kautta on rahoitusta ehditty keräämään yrityksille rahoitusta ennen kuin Fiva muutti näkemystään rahoituslupamatkustajan luvanvaraisuudesta. Tämä yhtäkkinen vaatimus luvanvaraisuudesta yllätti rahoituslupamatkustajat täysin ja tämän seurauksena jotkin rahoituslupamatkustajat joutuivat keskeyttämään toimintansa hetkellisesti ja hakea toimilupaa.<sup>116</sup>

Osalle rahoituslupamatkustajista Fivan päätös luvanvaraisuudesta herätti vastusta. Heidän mielestään passiivinen rahoituslupamatkustaja ei tarvitse toimilupaa, sille heidän näkemyksensä mukaan kyse ei ole tällöin sijoituspalvelusta. Passiivinen rahoituslupamatkustaja vain yhdistää rahoitusta tarvitsevan ja rahoitusta antavan osapuolen, eikä siten siis tarjoaisi sijoituspalvelua. Myös valtiovarainministeriössä on ihmetelty Fivan tulkinnan muutosta luvanvaraisuudesta. Hieman aiemmin Fiva oli esitellyt valtiovarainministeri-

---

<sup>114</sup> TT 2013.

<sup>115</sup> Fiva 2014b.

<sup>116</sup> TE 2014.

ölle nykyisestä tulkinnasta poikkeavan näkemyksen. Fiva perustelee uutta tulkintaa sillä, että se on EU-direktiivin mukainen ja että direktiivi on ”aika tiukka”.<sup>117</sup>

Fiva viitaa tässä EK:n tiedonantoon<sup>118</sup> ja ETSK:n yhtenäismarkkinat, tuotanto ja kulutus erityis- jaoston lausuntoon joukkorahoituksesta<sup>119</sup>, joka annettiin 23.6.2014 (INT/741 Joukkorahoitus EU:ssa) ja josta ETSK myöhemmin äänesti lausunnon hyväksymisen puolesta. Tämä annettiin siis vain muutama päivä ennen kuin Fiva muutti tulkintaansa rahoitusalojen luvanvaraisuudesta. Tämä voisi selittää sen, minkä vuoksi Fiva oli antanut hieman aiemmin valtiovarainministeriölle aiemmin uudesta tulkinnastaan poikkeavan lausunnon.

Joukkorahoitusta koskevan lakiehdotuksen 2 luvun mukaisesti, rahoituksenvälittäjän toimilupaedellytys ei olisi voimassa samalla tavalla, kuin se tällä hetkellä on. Lakiehdotuksen 3 §:n mukaan vastikkeellista joukkorahoitusta voidaan välittää tekemällä rekisteri-ilmoitus Fivalle. Lakiehdotuksen 9 §:n mukaan rekisteri-ilmoitus oikeuttaa ainoastaan arvopapereita koskevan toimeksiannon välittämisen sekä vastaanottamisen. Edelleen rekisteri-ilmoitus oikeuttaa arvopapereiden välittämisen ainoastaan luottolaitokselle, rahastoyhtiölle, sijoituspalveluyritykselle ja vaihtoehtorahastojen hoitajalle sekä kolmannessa maassa toimiluvan saaneen sijoituspalveluyrityksen ja luottolaitoksen sivuliikkeelle, joka noudattaa SipaL:a ja LLL:a vastaavia toiminnan vakautta koskevia sääntöjä. Rekisteröitymisvelvollisuus ei kuitenkaan koske luottolaitosta, maksulaitosta, rahastoyhtiötä, sijoituspalveluyritystä tai vaihtoehtorahastojen hoitajia niiden välittäessä joukkorahoitusta sijoituspalveluna.<sup>120</sup>

Tämän perusteella rekisteri-ilmoitus ei antaisi rahoituksenvälittäjälle oikeutta tarjota arvopapereita suoraan kuluttaja-asiakkaille ja ei-ammattimaisille sijoittajille, vaan tämä vaatii edelleenkin SipaL:n mukaisen toimiluvan. Rahoituksenvälittäjä voinee kuitenkin tarjota arvopapereita esimerkiksi sijoituspalveluyrityksen kautta myös kuluttaja-asiakkaille.

---

<sup>117</sup> HS 2014c.

<sup>118</sup> Ks. EK 2014.

<sup>119</sup> Ks. ETSK 2014.

<sup>120</sup> VM 2015c, s. 9.

### 3.2.1 EK:n tiedonanto ja ETSK:n lausunto joukkorahoituksesta

EK tunnistaa joukkorahoituksen mahdollisuudet startup -yritysten rahoituslähteenä sekä perinteisiä rahoituskanavia täydentävänä rahoitusmuotona ja pitää tiedonannossaan joukkorahoitusta kaikin puolin positiivisena asiana. ETSK suhtautuu myönteisesti komission tiedonantoon ja myös sen kannalla, että joukkorahoitus voi tarjota pk-yrityksille vaihtoehtoisen rahoitusmuodon.<sup>121</sup> Komissio kuitenkin nostaa esille tiettyjä seikkoja, joihin joukkorahoituksessa täytyy puuttua, jotta joukkorahoituksen mahdollisuudet voitaisiin hyödyntää. Näitä seikkoja ovat muun muassa tiedon ja ymmärtämisen puute, immateriaaliomaisuuden suojaan liittyvät haasteet, petoksiin ja kuluttajansuojaan liittyvät huolenaiheet, oikeudellinen epävarmuus ja hankalat lainsäädännölliset vaatimukset.<sup>122</sup>

Tiedonannossa erotellaan joukkorahoituksesta kaksi toisistaan poikkeavaa joukkorahoituksen muotoa. Nämä ovat taloudellisesti tuottava sekä taloudellisesti tuottamaton joukkorahoitus. Taloudellisesti tuottava joukkorahoitus on ollut hieman taloudellisesti tuottamatonta joukkorahoitusta tunte mattomampi joukkorahoituksen muoto ja sen katsotaan sisältävän suurempia riskejä sijoittajalle.<sup>123</sup> Taloudellisesti tuottavan joukkorahoituksen muotoja ovat joukkosijoittaminen ja joukkolainaaminen. Komission tiedonannon mukaan taloudellisesti tuottaviin joukkorahoituskampanjoihin ja alustoihin voidaan soveltaa sekä EU:n tasoista sääntelyä että kansallisen tason sääntelyä. EU:n tasoista sääntelyä ovat muun muassa esitteitä, maksupalveluja, rahoitusvälineiden markkinoita ja rahoituspalvelujen etämyyntiä koskevat direktiivit, joita voidaan täydentää kansallisella sääntelyllä ja ohjeistuksella, kuten arvopaperimarkkinaviranomaisen ohjeilla. Tiedonannossa todetaan myös, että joukkorahoitukseen voidaan tarvittaessa soveltaa muuta lainsäädäntöä sen mukaan, mistä liiketoimintamallista on tosiasiallisesti kyse.<sup>124</sup>

ETSK:n lausunnossa mainitaan myös taloudellisesti tuottavan joukkorahoituksen mahdollisuuksista ja nimenomaan tähän joukkorahoituksen muotoon tulisi EU:n jäsenvaltioissa kiinnittää huomiota ja ottaa se huomioon myös lainsäädännössä. Lainsäädännön tulisi lausunnon mukaan olla tasapainoista ja liiallista sääntelyä tulisi välttää. Sääntelyssä tulisi nimenomaisesti suojella sijoittajaa ja tähän lau-

---

<sup>121</sup> ETSK 2014, s. 2.

<sup>122</sup> EK 2014, s. 2-3.

<sup>123</sup> EK 2014, s. 6.

<sup>124</sup> EK 2014, s. 6 ja 8.

sunnossa toivotaan viranomaisen kiinnittävän erityisesti huomiota. Sijoittajien tulisi saada helposti selkeää, asianmukaista, täsmällistä ja luotettavaa tietoa rahoituskohteista.<sup>125</sup>

Komissio toteaa tiedonannossaan, että joukkorahoitusta sääntelevä liian hankala ja ennen aikainen lainsäädäntö saattaa haitata joukkorahoituksen kehittymistä ja toisaalta taas liian löyhä lainsäädäntö voivat heikentää sijoittajien asemaa ja sitä kautta sijoittajien luottamusta ja uskoa joukkorahoitukseen. Näiden seikkojen valossa tulee joukkorahoitusta tarkastella kaikkien osapuolien näkökulmasta ja pohtia sekä EU:n että kansallisen sääntelyn tasolla, ottaako nykyinen lainsäädännön taso kaikkien osapuolien edut riittävästi huomioon, vai onko sääntelyn muutokselle tarvetta. Komissio pitää myös suotavana asiana sitä, että eri EU:n jäsenmaiden välistä tiedonantoa joukkorahoituksessa ilmenevien parhaiden käytäntöjen välittämisessä parannettaisiin ja myös tätä kautta saataisiin jäsenmaiden välisiä käytäntöjä yhtenäisemmiksi, joka mahdollistaisi tehokkaan kansalliset rajat ylittävän joukkorahoitusalan toiminnan. Komissio toteaa tiedonannossaan seuraavansa joukkorahoituksen kehittymistä EU:n alueella.<sup>126</sup>

ETSK mainitsee lausunnossa nimenomaan myös joukkorahoitusalat, jotka toimivat internetin välityksellä tarjoten avoimia pyyntöjä kerätä rahoitusta yritysinvestointeihin. Samassa yhteydessä mainitaan, että rahoitusalat saattavat edellä mainitulla yhteen ei-ammattimaiset sijoittajat ja yritykset ja joukkorahoituksen väärinkäyttöä on vältettävä.<sup>127</sup> Helsingin Sanomat uutisoi kesäkuussa 2014 joukkorahoituksessa tapahtuneesta väärinkäytöksessä, jossa rahoitusta markkinointiin virheellisesti<sup>128</sup>. Kuitenkin joukkorahoituksen väärinkäytöksiä on Suomessa tullut esille erittäin vähän. Lausunnossa mainitaan muutama esimerkki riskeistä, joita joukkorahoitukseen sisältyy. Näitä ovat muun muassa rahanpesu sekä petos ja, ehkä yllättäenkin, jälkimarkkinoiden puute. Lisäksi lausunnossa mainitaan joukkorahoituksen kehityksen haasteita, joita ovat kuten sovellettavien sääntöjen puute, joukkorahoituksen rooli sisämarkkinoilla ja sen sisällyttäminen rahoitusalan ekosysteemiin.<sup>129</sup>

---

<sup>125</sup> ETSK 2014, s. 3.

<sup>126</sup> EK 2014, s. 8.

<sup>127</sup> ETSK 2014, s. 4.

<sup>128</sup> HS 2014b.

<sup>129</sup> ETSK 2014, s. 5.



Komission tiedonannossa pyritään keskittymään siihen, miten kuluttajien tietämystä joukkorahoituksesta saataisiin lisättyä ja tätä kautta joukkorahoituksesta saataisiin sen tuomat mahdollisuudet tehokkaammin käyttöön. Tiedonannossa todetaan, että joukkorahoitus tarjoaa pk-yrityksille mahdollisuuden saada niiden tarvitsemaa rahoitusta yritysten rahoitusvajeen täydentämiseksi, sillä pk-yritysten muiden rahoitusmuotojen saaminen on vaikeutunut.<sup>130</sup>

ETSK:n lausunnossa todetaan, että joukkorahoitus on vielä marginaalista rahoitustoimintaa verrattuna pankkien myöntämään rahoitukseen, mutta joukkorahoituksen vuosittainen kasvu on erittäin suurta, joten sen vuoksi siihen tulee kiinnittää enemmän huomiota ja tietämystä joukkorahoituksesta on sen vuoksi lisättävä. Joukkorahoituksen nähtiin olevan hyödyllistä taloudelle ja tarjoavan vaihtoehdon perinteisille rahoituslähteille edistään näin investointia, innovointia ja työpaikkojen luomista. Taloudellisesti tuottavan joukkorahoituksen tärkeimmäksi tehtäväksi nähtiin pk-yrityksen rahoittaminen.<sup>131</sup>

ETSK korosti lausunnossa sitä, että joukkorahoituksesta voi tulla varteenotettava rahoitusvaihtoehto vain sillä ehdolla, että sijoittajien luottamus joukkorahoitukseen vahvistuu ja sitä pystytään tehokkaasti pitämään yllä. Tässä sääntelyllä ja sitä valvovalla viranomaisella, eli Fivalla, on keskeinen rooli. Lausunnossa todetaan, että EU:n jäsenvaltioiden on yhdenmukaistettava jo käyttöön otetut tai hyväksyttävänä olevat säännökset ja niillä on pyrittävä suojelemaan kuluttajia ja näiden etuja.<sup>132</sup>

Lausunnossa listataan asioita taloudellisesti tuottavasta joukkorahoituksesta, joita tulisi sisällyttää sääntelyn alaiseksi ja joita tulisi valvoa. Näitä ovat muun muassa yksityiskohtaiset säännöt, tarjottavat palvelut, ilmoitusvelvollisuudet, kiellot, vaatimus tasapuolisista toimintaedellytyksistä ja julkisen rekisteröitymisen velvoite. Tämän perään luetellaan tapauksia joiden yhteydessä edellä mainittuja asioita tulisi nimenomaisesti soveltaa. Näitä ovat osakeyhtiöiden arvopapereiden liikkeeseenlasku tai merkintä, rajavastuuyhtiöiden arvopapereiden liikkeeseenlasku tai merkintä ja korolliset lainat yrityksille ja yrityksille. Joukkorahoitusta koskevan lainsäädännön tulisi olla sellaista, että se ei muodostaisi esteitä joukkorahoituksen kehitykselle ja kasvulle. Samalla sääntelyn tulisi olla joustavaa ja tasapainoista sekä liiallista sääntelyä olisi vältettävä, kuten myös sijoittajien puutteellista suojelua.

---

<sup>130</sup> EK 2014, s. 4.

<sup>131</sup> ETSK 2014, s. 5-6.

<sup>132</sup> ETSK 2014, s. 8-9.

Lausunnossa korostetaan sitä, että lainsäädännön tulisi kuitenkin olla tasapainossa sen päämäärien ja sijoittajien korkeaan suojeluun nähden. Sijoittajia tulee myös huomauttaa siitä, ettei kaikkia joukkorahoitukseen liittyviä riskejä ole mahdollista poistaa. Lainsäädännön tulisi siten olla objektiivista ja läpinäkyvää, jossa peruseriaatteina ovat hallinnollisten menetelmien yksinkertaisuus ja byrokratian minimoiminen sekä toiminnan tasapuolisuus.<sup>133</sup>

ETSK korostaa lausunnossaan, että lainsäädännön tulisi ensisijaisesti kohdistua taloudellisesti tuottavaan joukkorahoitukseen, tarkemmin sanottuna osakeyhtiöiden arvopapereiden liikkeeseenlaskuun tai merkintään (joukkovelkakirjojen tai osakkeiden ostaminen), rajavastuuyhtiöiden liikkeeseenlaskuun tai merkintään sekä korollisiin lainoihin (yksityisille tai yrityksille). Lainsäädännöllä tulisi varmistaa, että rahoitusalusat toimivat puolueettomasti, huolellisesti ja asiakkaan edun mukaisesti sekä antavat tietoa kaikille asiakkaille tasapuolisesti. Lisäksi rahoitusalusatojen tulisi välttää sopimattomia kaupallisia menettelyitä ja osapuolilla, etenkin sijoittajilla, tulisi olla käytössään yksinkertaiset valitusmenettelyt. Rahoitusalusatojen sijoittajille tarjottavan tiedon tulisi olla selkeää ja oleellista, asianmukaista ja täydellistä, puolueetonta ja todenmukaista, ei harhaanjohtavaa tarkoituksella tai siksi, että jotakin on jätetty mainitsematta. Lopuksi lausunnossa mainitaan, että varoja tulisi käyttää riittävästi siihen, että tietoa voitaisiin siirtää riittävästi yrityksiin ja kuluttajiin päin suuntautuvalla koulutuksella ja valistaa siten osapuolia joukkorahoitukseen ja rahoitusalusatoihin liittyvistä riskeistä.<sup>134</sup>

### 3.2.2 *Finanssivalvonnan luvanvaraisuuden tulkinnan muutoksesta*

Edellä mainitun valossa on helpompi ymmärtää sitä, miksi Fivan tulkinta muuttui niin nopeasti rahoitusalusatojen luvanvaraisuudesta. Kun jäsenvaltiot saavat EU-tasoisin ohjeistuksen, jonka mukaan jäsenmaiden tulisi ottaa huomioon tiettyjä asioita omassa lainsäädännössään ja viranomaismenettelyissä koskien jotain tiettyä seikkaa, on tämä ohjeistus otettava huomioon lainsäädännössä ja menettelyissä<sup>135</sup>. ETSK:n lausunnon mukaan tarkoituksena on yhdenmukaistaa jäsenmaiden lainsäädäntöä joukkorahoituksen osalta, jotta joukkorahoitus saisi mahdollisuuden kehittyä tehokkaaksi ja luotettavaksi rahoitusinstrumentiksi, vaarantamatta kuitenkaan sijoittajansuojaa.

---

<sup>133</sup> ETSK 2014, s. 10.

<sup>134</sup> ETSK 2014, s. 10.

<sup>135</sup> Alhonsuo ym. 2012, s. 114-115.

Kun viranomaiselle on annettu selkeät tavoitteet joukkorahoituksen valvonnan osalta, on luontevaa, että viranomainen muuttaa pikimmiten toimintaansa vastaamaan näitä annettuja tavoitteita. Tässä tapauksessa ei ollut kyseessä uuden lainsäädännön voimaansaattamisesta, vaan Fiva muutti tulkintaansa rahoituslupalain toiminnasta EK:n ja ETSK:n antamien lausuntojen mukaiseksi ja sitä kautta rahoituslupalain tulivat luvanvaraisen toiminnan piiriin. Tämä edes auttaa sitä, että viranomainen voi paremmin varmistua siitä, että rahoituslupalain on edellytykset täyttää niiltä vaadittavat toimet. Näillä toimilla on tarkoitus varmistaa, että joukkorahoitus olisi toimiva ja tasapainoinen rahoitusmuoto ja ennen kaikkea voidaan varmistua siitä, ettei sijoittajansuoja pääse vaarantumaan.

Koska joukkorahoituksella ei ole omaa erityissääntelyä, on viranomainen tulkinnut tilanteen siten, että joukkorahoitus kuuluu SipaL:n piiriin luvanvaraisuuden osalta, jolloin viranomaisella on käytösään valmiit työkalut rahoituslupalain valvomiseen EK:n ja ETSK:n lausuntojen mukaisesti. EU-tasoinen joukkorahoitusta koskeva sääntely jättää kansalliselle lainsäätäjälle sekä valvontaviranomaiselle paljon liikkumavaraa kansallista joukkorahoitusta koskevan sääntelyn laatimisessa sekä EU-tasoisesta sääntelyn tulkinnassa.

### **3.3 Rahoituslupalain toiminta luvanvaraisuuden määrittäjänä**

Fiva on tulkinnut pääomapohjaisesti rahoitusta järjestävän joukkorahoituslupalain toiminnan olevan luvanvaraista SipaL:n mukaista sijoituspalvelutoimintaa.<sup>136</sup> Näin ollen kaikkien joukkorahoitusmuotojen järjestäminen, jossa rahoitusta annetaan yrityksen osakkeita vastaan, on luvanvaraista sijoituspalvelutoimintaa. Jotta toiminta olisi luvanvaraista, on rahoituksen vastikkeena oltava rahoitettavan yrityksen osake tai joukkovelkakirjalaina.<sup>137</sup> Tämän tutkielman yhteydessä keskitytään vain tilanteisiin, joissa rahoituksen vastikkeena on yrityksen osake.

SipaL:n 2:1 §:n mukaisesti sijoituspalvelua saa tarjota vain toimiluvan saanut yritys. Rahoituslupalain tarvitsee siis toimiluvan, jos sen toiminta koskee SipaL:n 1:10 §:ssä mainittua rahoitusvälinettä. Pykälän 1 -kohdassa viitataan AML:n 2:1 §:n mukaiseen arvopaperiin, jonka määritelmässä on nimenomaisesti mainittu osakeyhtiön osake. Sijoituspalvelulla tarkoitetaan SipaL:n 1:11 §:n mukaisia pal-

---

<sup>136</sup> KL 2014.

<sup>137</sup> Fiva 2014c.

veluita. Kyseisessä lain pykälässä on listattuna useita erilaisia palvelun muotoja, jotka tulkitaan sijoituspalveluiksi. Listatuista sijoituspalveluiksi tulkittavista palveluista useampi palvelun muoto voi tulla rahoitusalan kohdalla kyseeseen ja siten rahoitusalan toimiminen olisi kyseisissä tapauksissa luvanvaraista toimintaa.

Joukkorahoituksesta annetun lakiehdotuksen mukaan rahoitusalan toimintamuoto on jatkossakin kriteeri toimiluvulle. Toimilupavaatimus riippuu siitä, kenelle arvopapereita tarjotaan ja siitä, millaista sijoituspalvelua rahoituksen välittäjä tarjoaa. Jos rahoituksen välittäjä tarjoaa ainoastaan SipaL:n 1:11 §:n 1 ja 5 -kohtien mukaista sijoituspalvelua ja tarjoaa sitä, ainoastaan luottolaitokselle, rahastoyhtiölle, sijoituspalveluyritykselle ja vaihtoehtorahastojen hoitajalle sekä kolmannessa maassa toimiluvan saaneen sijoituspalveluyrityksen ja luottolaitoksen sivuliikkeelle, riittää pelkkä rekisteri-ilmoitus Fivalle.<sup>138</sup> Jos vastikkeellista joukkorahoitusta tarjotaan kuluttaja-asiakkaille tai jos sijoituspalvelu on muuta, kuin SipaL:n 1:11 §:n kohtien 1 ja 5 mukaista sijoituspalvelua, tarvitaan SipaL:n mukainen toimilupa.

### *3.3.1 Toimeksiantojen välittäminen*

Toimeksiantojen välittämisellä tarkoitetaan SipaL:n 1:11 § 1 -kohdan mukaisesti rahoitusvälineitä koskevien toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä. Asiakkaat antavat sijoituspalvelun tarjoajalle toimeksiantoja koskien rahoitusvälineiden ostoa, myyntiä tai merkintää, jotka edelleen välittävät toimeksiannon eteenpäin kolmannelle taholle, kuten pörssille, toimeksiannon toteuttamista tai edelleen lähettämistä varten.<sup>139</sup> Toimintaa kutsutaan niin sanotusti emissionmyynniksi, jolle on tyyppillistä, että toimeksiannon saanut sijoituspalveluyritys ei toteuta toimeksiantoa, vaan välittää sen eteenpäin.<sup>140</sup> Toimeksiantojen välittämistä on myös kahden tai useamman sijoittajan yhteen saattaminen niin, että näiden välillä on mahdollista toteuttaa liiketoimia.<sup>141</sup>

Joukkorahoitusalan kohdalla tämä toimeksiantojen välittäminen toteutuu, kun rahoitusalan saattaa yhteen rahoituksen lähteen ja rahoitusta tarvitsevan. Konkreettisesti tämä toteutuu esimerkiksi siten, kun rahoitusalan pitää esillä rahoitusta hakevan yrityksen ilmoitusta liikkeeseenlaskusta ja

---

<sup>138</sup> VM 2015c, s. 9.

<sup>139</sup> Hoppu 2009, s. 32.

<sup>140</sup> Nousiainen-Sundberg 2013, s. 66 ja Alhonsuo ym. 2012, s. 282.

<sup>141</sup> Hoppu 2009, s. 33.

mahdollistaa sijoittajien sijoittamisen tähän rahoituskohteeseen. Toinen tapa, jolloin toimeksiantojen välittäminen toteutuu, on tilanne, jossa rahoituslupa ottaa yhteyttä rahoittajiin ja tarjoaa heillä mahdollisuutta sijoittaa rahoitusta hakevaan yritykseen. Tällöin ei liene väliä, kuka merkinnät tekee, vaan ratkaisevaa on näiden osapuolien yhteen saattaminen ja liiketoimien mahdollistaminen.

### 3.3.2 Toimeksiantojen toteuttaminen

Toimeksiantojen toteuttamisella tarkoitetaan SipaL:n 1:11 §:n 2 -kohdan mukaisesti rahoitusvälineitä koskevien toimeksiantojen toteuttamista asiakkaanlukuun. Tällä tarkoitetaan sitä, kun sijoituspalvelun tarjoaja ostaa, myy tai muuten hankkii tai luovuttaa rahoitusvälineen asiakkaansa lukuun.<sup>142</sup> Tällöin ei ole väliä, miten toimeksiantojen toteuttaminen käytännössä tapahtuu, olennaista toteuttamisessa on, että siinä syntyy oikeustoimi. Tällainen toiminta on luvanvaraista sijoituspalvelun järjestämisestä, kun asiakkaan antamia rahoitusvälineitä koskevia toimeksiantoja toteutetaan eri muodoissa<sup>143</sup> ja toimeksiantojen lopputuloksena on rahoitusvälinettä koskeva kauppa<sup>144</sup>.

Vaatus toimeksiantojen toteuttamisesta toteutuu myös silloin, kun sijoituspalveluyritys tulee itse kaupan vastapuoleksi, jolloin kyseessä on myös luvanvarainen omaan lukuun käytävä kauppa. Toimeksiantojen toteuttamisesta on kyse myös silloin, jos sijoituspalveluyritys harjoittaa asiakkaan lukuun rahoitusvälineiden lainaustoimintaa. Kyse voi olla kaupankäynnistä omaan lukuun, jos sijoituspalveluyritys on lainaussopimuksen vastapuolena.<sup>145</sup>

Rahoituslupakohdalla tämä tarkoittaa sitä, että jos rahoituslupa myy asiakkaansa nimissä rahoituksen kohteena olevan yrityksen osakkeita, on kyse luvanvaraisesta sijoituspalvelutoiminnasta, toimeksiantojen toteuttamisesta. Jos rahoituslupa tulee kaupan vastapuoleksi, on kyse myös toimeksiantojen toteuttamisesta ja näin ollen vaatimus luvanvaraisuudesta toteutuu. Aiemmin oli kuitenkin täysin mahdollista, että rahoituslupakohdan toiminta ei tullut tämän lain kohdan mukaisen luvanvaraisen toiminnan piiriin, jos kyseessä on vain ”kohtauspaikka” sijoittajille ja sijoitusta etsiville, eikä tätä tulkittu luvanvaraiseksi toimeksiantojen toteuttamiseksi edellä mainitun mukaisesti. Tällainen toi-

---

<sup>142</sup> Nousiainen-Sundberg 2013, s. 66.

<sup>143</sup> Hoppu 2009, s. 33.

<sup>144</sup> Alhonsuo ym. 2012, s. 282.

<sup>145</sup> Hoppu 2009, s. 33.

minta on kuitenkin myöhemmin tulkittu toimeksiantojen välittämiseksi ja on siten luvanvaraista sijoituspalvelutoimintaa.

### 3.3.3 *Kaupankäynti omaan lukuun*

Kaupankäynnistä omaan lukuun on maininta SipaL:n 1:11 §:n 3 -kohdassa ja se on luvanvaraista sijoituspalvelutoimintaa. Tässä kaupankäynnillä omaan lukuun tarkoitetaan sitä, että sijoituspalvelun tarjoaja ostaa rahoitusvälineitä itselleen joko sijoituksena omaan salkkuunsa tai väliaikaisesti tarkoituksenaan myydä rahoitusväline pian eteenpäin tai käyttää rahoitusvälinettä asiakkaidensa toimeksiantojen toteuttamisessa.<sup>146</sup> Kaupankäynnillä omaan lukuun tarkoitetaan kaikkea sellaista omaan lukuun suoritettavaa kaupankäyntiä, jossa sijoituspalveluyritys ostaa tai myy rahoitusvälineitä omaan sijoitussalkkuunsa.<sup>147</sup> Kaupankäynnistä omaan lukuun on olemassa myös kaksi nimeltä mainittua kauppatapaa, niin sanottu dealer-toiminta ja markkinatakaus.

Kun sijoituspalvelun järjestäjä tarjoutuu ostamaan ja myymään omaan lukuunsa rahoitusvälineitä sekä antamaan ja julkistamaan tai markkinoimaan tai saattamaan muutoin sijoittajien tietoon näitä koskevia sitovia osto- ja myyntitarjouksia, puhutaan niin sanotusta dealer-toiminnasta. Edellytyksenä on, että tarjous annetaan ja tehdään omaan lukuun ja toimeksiantoja ei vastaanoteta muilta sijoituspalvelun tarjoajilta tai muilta rahoitusvälineiden tarjoajilta.<sup>148</sup>

Toinen omaan lukuun käytävän kaupan muoto on markkinatakaus. Sillä tarkoitetaan rahoitusvälineitä koskevien sitovien osto- ja myyntitarjousten antamista ja julkistamista jatkuvasti tai pyydettyä. Tässä markkinatakaaja sitoutuu luomaan sijoittavalle yleisölle oikeuksia, kun rahoitusvälineiden likviditeettiä<sup>149</sup> halutaan parantaa.<sup>150</sup>

Kaupankäynti omaan lukuun on sijoituspalvelutoimintaa ja siten luvanvaraista toimintaa. Kuitenkin tässä yhteydessä täytyy myös täyttyä toimeksiantojen välittämisen ja toteuttamisen tunnusmerkit. Jos näin ei tapahdu, ei toimintaa pidetä luvanvaraisena sijoituspalvelun järjestämisenä. Esimerkkinä voidaan mainita yksityisten henkilöiden perustama sijoitusyhtiö, joka käy kauppaa omaan lukuunsa,

---

<sup>146</sup> Alhonsuo ym. 2012, s. 282.

<sup>147</sup> Hoppu 2009, s. 35.

<sup>148</sup> Hoppu 2009, s. 34-35.

<sup>149</sup> Alhonsuo ym. 2012, s. 84-87.

<sup>150</sup> Hoppu 2009, s. 35.

mutta joka ei vastaanota eikä toteuta ulkopuolisten sijoittajien toimeksiantoja. Tällöin ei kyse ole luvanvaraisesta sijoituspalvelutoiminnasta.<sup>151</sup>

Rahoitusalan kohdalla kaupankäynti omaan lukuun voi toteutua esimerkiksi siten, jos rahoitusalan alusta päättää sijoittaa itse rahoitusta hakeviin yrityksiin ja hankkii näin yritysten osakkeita omaan sijoitussalkkuunsa. Toinen esimerkki voisi olla tilanne, jossa rahoitusalan alusta päättää ostaa rahoitusta hakevan yrityksen osakkeita, jotta rahoituskierron toteutus ajassa, tarkoituksenaan myydä kyseiset osakkeet pian eteenpäin sijoittajille<sup>152</sup>. Molemmissa tilanteissa rahoitusalan toiminta olisi luvanvaraista sijoituspalvelutoimintaa.

### 3.3.4 Sijoitusneuvonta

Sipal:n 1:11 §:n 5 -kohdassa mainitaan sijoitusneuvonnasta, jolla kyseisen lain mukaan tarkoitetaan yksilöllisen suositusten antamista asiakkaalle tiettyä rahoitusvälinettä koskeviksi liiketoimiksi. Sijoitusneuvonnan on oltava asiakkaalle yksilöityä asiakkaan tarpeisiin soveltuvaa sijoituspäätöksien tueksi annettua tietoa, jossa on huomioitu asiakkaan yksilölliset olosuhteet kuten riskinotto- ja sijoitustavoitteet. Sijoitusneuvonnassa sijoituspalvelun tarjoaja suosittelee asiakkaalleen, joitain tiettyjen rahoitusvälineiden myyntiä, ostoa, merkintää tai muuta liiketoimea. Sijoitusneuvonnan määrittelyllä täyttymiselle ei ole merkitystä onko sijoitusneuvontaa annettu asiakkaalle hänen omasta pyynnöstään vai sijoituspalveluyrityksen aloitteesta.<sup>153</sup> Sijoitusneuvonnaksi lasketaan myös yksilöllisten sijoitussuositusten antamista potentiaalisille sijoittajille tai tällaisen sijoittajan asiamiehelle.<sup>154</sup> Sijoitusneuvonnaksi luetaan myös yksilöllisten sijoitussuositusten antaminen sijoituspalvelun tarjoamisen yhteydessä, vaikka sijoitusneuvonnasta ei olisi tehty erillistä sopimusta eikä siitä perittäisi erillistä maksua.<sup>155</sup>

---

<sup>151</sup> Hoppu 2009, s. 35 ja Nousiainen-Sundberg 2013, s. 67.

<sup>152</sup> Tilanne muistuttaa paljon liikkeeseenlaskun takaamista. Erona on kuitenkin se, ettei rahoitusalan alusta ole nyt antanut sitoumusta lunastaa liikkeeseenlaskijan osakkeita ennen rahoituskierron aloittamista. Rahoitusalan alusta tekee päätöksen merkitä osakkeet rahoituskierron aikana ja se voi joko pitää niitä hallussaan osana sijoitussalkkuaan tai se voi myydä ne eteenpäin.

<sup>153</sup> Nousiainen-Sundberg 2013, s. 68.

<sup>154</sup> Hoppu 2009, s. 37.

<sup>155</sup> Nousiainen-Sundberg 2013, s. 68.

Sijoitusneuvontana ei pidetä sellaista yleisluontoista suositusta, jossa esimerkiksi suositellaan hankimaan jotain tiettyä rahoitusvälinettä tai jonkin tietyn toimialan osakkeita,<sup>156</sup> jos samalla ei suositella esimerkiksi jonkin tietyn yrityksen osakkeita.<sup>157</sup> Myöskään pelkkien rahoitusvälineiden esittelyä ei pidetä sijoitusneuvontana. Samoin sijoitusneuvontana ei pidetä ainoastaan jakelukanavien kautta julkaistuja suosituksia, josta suosituksen voi lukea tai saada tietoonsa kuka tahansa. Sijoitusneuvonnasta ei myöskään ole kyse, jos suositusten kohteena on jokin muu kuin rahoitusväline. Muun kuin laissa tarkoitetun liiketoiminnan ohessa annettu sijoitusneuvonta, josta ei peritä erillistä maksua, ei myöskään ole laissa tarkoitettua sijoitusneuvontaa.<sup>158</sup> Sijoitusneuvontaa ei myöskään ole sellainen toiminta, jossa asiakas pelkästään vastailee sijoituspalvelun tarjoajan kysymyksiin tämän kartoittaessa asiakkaansa taustoja ja sijoitustoiminnan tavoitteita.<sup>159</sup>

Jos rahoituslupa antaa sijoittajalle suosituksia sijoittaa joihinkin tiettyihin rahoitusta hakeviin yrityksiin, on kyse sijoitusneuvonnan antamisesta. Kohdan vaatimuksen täyttäminen vaatii sijoittajalle yksilöityä sijoitusneuvontaa. Ottaen huomioon joukkorahoituksen piirteet, jää epäselväksi missä kaikissa tilanteissa tämä kohta voisi tulla sovellettavaksi. Jos yritykset voivat jättää rahoitusilmoituksia rahoituslupastalle vapaasti ilman minkäänlaista rahoituslupastan seurantaa, ei kyse liene sijoitusneuvonnan antamisesta. Joukkorahoituksen luonteeseen kuuluu, että kuka tahansa voi halutessaan tehdä sijoituksen, joten, jos sijoittajilla on vapaa pääsy rahoituslupastalle eikä rahoituslupasta julkaise suosituksia minkään yrityksen puolesta, ei tällöinkään liene kyse sijoitusneuvonnan antamisesta.

Jos taas rahoituslupasta käy läpi yrityksiä ja ottaa rahoituslupastalleen asiakkaiksi vain sellaisia yrityksiä, joita se pitää mahdollisina menestyjinä ja tuo tämän ilmi sijoittajille, voi kriteerit sijoitusneuvonnasta täytyä. Tällöin ei kuitenkaan ole kyse yksittäiselle sijoittajalle yksilöidystä sijoitusneuvonnan antamisesta ellei sijoitusneuvontaa anneta sijoittajalle henkilökohtaisesti. Toisaalta taas joukkorahoituksessa on periaatteena se, että kuka tahansa voi halutessaan sijoittaa, ja sijoituksen voi tehdä pienelläkin summalla, jolloin yksittäiseen sijoittajaan kohdistuva riski sijoituksen menettämiselle pienee. Tällöin kaikilla sijoittajilla on periaatteessa yksittäisen sijoituskohteen osalta samat taloudelliset riskit ja sijoitustavoitteet, jolloin täysin yksilöityjä sijoitusneuvoja, joka koskisi vain yhtä sijoittajaa,

---

<sup>156</sup> Alhonsuo ym. 2012, s. 283.

<sup>157</sup> Hoppu 2009, s. 37.

<sup>158</sup> Hoppu 2009, s. 37.

<sup>159</sup> Nousiainen-Sundberg 2013, s. 68.



on vaikea antaa. Edellä mainitun kaltaisessa tilanteessa on vaikea tehdä rajanvetoa siihen, että mikä on luvanvaraista sijoitusneuvonnan antamista ja missä tilanteissa luvanvaraisuus puolestaan ei täyty.

Jos rahoituslupa vain yleisellä tasolla esittelee eri rahoituskohteita sijoittajalle ja tämä tekee esittelyn yhteydessä sijoituspäätöksen ja toimeksiannon, ei kyse ole sijoitusneuvonnasta, vaan toimeksiannon toteuttamisesta ja välittämisestä. Ollakseen sijoitusneuvontaa, edellisessä tapauksessa rahoituslupaan tulisi suositella jotain rahoituskohteita sijoittajalle, jotka sopisivat tämän yksilöllisiin sijoituslupavoitteisiin. Tästä päästään takaisin edelliseen päätelmään. Jos rahoituslupalla on vain muutama rahoituslupaan tarkoin seuloma rahoituskohde kerrallaan, voidaanko tätä pitää suosituksena sijoittajalle, jos rahoituslupa mainitsee asiasta sijoittajalle?

### *3.3.5 Liikkeeseenlaskun järjestäminen*

Liikkeeseenlaskun järjestämisestä mainitaan SipaL:n 1:11 §:n 7 -kohdassa. Liikkeeseenlaskun järjestämisellä tarkoitetaan laissa rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskun tai myynnin järjestämistä ilman merkintä- tai ostopöytäkirjan antamista. Kyse on rahoitusvälineen liikkeeseenlaskijalle tai rahoitusvälineen myyjälle tarjottavasta palvelusta, kuten liikkeeseenlaskun takaamisesta, kuitenkin niin, että liikkeeseenlaskun järjestäjä ei anna liikkeeseenlaskijalle merkintäsitoumusta.<sup>160</sup> Liikkeeseenlaskun järjestäjä ei siis takaa sitä, että kaikki liikkeeseen lasketut rahoitusvälineet tulevat merkityksi. Liikkeeseenlaskun järjestämiseen ei lueta emissiomyyntiä, jota pidetään toimeksiantojen välittämisenä.<sup>161</sup>

Jos rahoituslupa järjestää rahoituslupaan liikkeeseenlaskijan puolesta, on kyse liikkeeseenlaskun järjestämisestä. Myös yrityksen avustaminen liikkeeseenlaskun järjestämisessä on kohdan tarjottamaan liikkeeseenlaskun järjestämistä. Kyse on kokonaisvaltaisesta palvelusta, jota tarjotaan yritykselle ja joka liittyy liikkeeseenlaskun järjestämiseen.

---

<sup>160</sup> Hoppu 2009, s. 38.

<sup>161</sup> Alhonsuo ym. 2012, s. 284.

### 3.4 Sijoituspalvelulain mukaisen toimiluvan hakeminen

Sijoituspalvelua saa tarjota SipaL:n 2:1 §:n mukaan vain toimiluvan saanut yritys sekä ulkomainen yritys, jolla on SipaL: 4<sup>162</sup> tai 5<sup>163</sup> luvun mukainen lupa tai oikeus sijoituspalvelujen tarjoamiseen Suomessa. Toimilupaa haetaan SipaL:n 3:1 §:n pykälän mukaisesti Fivalta. Sijoituspalveluyritys voi tarjota vain sellaisia sijoituspalveluja ja oheispalveluja, joiden tarjoamiseen se on saanut toimiluvan. Fivan määräys- ja ohjekokoelmassa määrätään tarjottavaksi aiottujen sijoituspalvelujen ja oheispalvelujen kuvauksesta toimilupaa hakiessa. Fivan ohjeen mukaan toimiluvan sisällölle ja laajuudelle asetettavat tarkemmat vaatimukset määräytyvät sen mukaan, minkä palvelun tarjoamiseen lupaa haetaan.<sup>164</sup>

Jos sijoituspalveluyrityksen on kuuluttava SipaL:n 11:1 §:n mukaisesti sijoittajien korvausrahastoon, on Fivan pyydettävä hakemuksesta lausunto korvausrahastolta. Vaatimus korvausrahaston kuulumisesta ei koske sijoituspalveluyritystä, joka tarjoaa sijoituspalveluna yksinomaan toimeksiantojen välittämistä tai sijoitusneuvontaa ja jolla ei ole hallussaan tai hallinnoitavanaan asiakasvaroja. Toimilupa tulee liittää riittävät selvitykset toimiluvan hakijasta sekä sijoituspalveluyrityksen omistuksesta, johdosta ja tilintarkastajasta, sisäisestä valvonnasta ja riskien hallinnasta sekä taloudellisista toimintaedellytyksistä.

SipaL:n 3:2 §:n mukaan toimilupahakemus on ratkaistava kuuden kuukauden kuluessa hakemuksen vastaanottamisesta. Jos hakemus on ollut puutteellinen, niin toimilupahakemus on ratkaistava siitä, kun hakija on toimittanut tarvittavat asiakirjat ja selvitykset. Toimilupahakemus on kuitenkin ratkaistava viimeistään 12 kuukauden kuluttua hakemuksen vastaanottamisesta. SipaL:n 3:3 §:n mukaan toimilupa on myönnettävä, jos selvityksen hakemuksen perusteella voidaan varmistua, että sijoituspalveluyrityksen omistajat täyttävät lain 4 §:ssä säädetty vaatimukset<sup>165</sup> ja sijoituspalveluyritys ta-

---

<sup>162</sup> SipaL:n 4:1 §:n mukaan ulkomainen ETA-sijoituspalveluyritys voi perustaa sivuliikkeen Suomeen ulkomaisen ETA-valvontaviranomaisen ilmoitettua sivuliikkeen perustamisesta Fivalle.

<sup>163</sup> SipaL:n 5:1 §:n mukaan kolmannen maan sijoituspalveluyritys voi perustaa Suomeen sijoituspalveluyrityksen, mutta sen on haettava toimilupa perustettavalle sivuliikkeelle Fivalta.

<sup>164</sup> Fiva 2014a, s. 38-42.

<sup>165</sup> Lain pykälässä on vaatimus sijoituspalveluyrityksen merkittävien omistajien luotettavuudesta. Tämän koskee sijoituspalveluyrityksen omistajia, joilla on vähintään kymmenen prosentin osakkeiden tuomasta äänivallasta. Lisäksi pykälässä on listattuna tilanteet, joissa luotettavuus ei toteudu.

louden vakaudelle ja toiminnalle SipaL:n luvuissa 6, 7, 9 ja 10 säädetyt vaatimukset<sup>166</sup>. Myönnetyssä toimiluvassa on mainittava ne sijoituspalvelut, joita sijoituspalveluyrityksellä on oikeus tarjota. Toimilupa voidaan myöntää perustettavalle sijoituspalveluyritykselle myös ennen kuin sitä on rekisteröity.

Myönnetty toimilupa on ilmoitettava rekisteröitäväksi kaupparekisteriin sekä tiedoksi Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaiselle sekä korvausrahastolle Fivan toimesta SipaL:n 3:6 §:n mukaisesti. Fiva pitää julkista rekisteriä sijoituspalveluyrityksistä SipaL:n 3:7 §:n mukaisesti, josta käy ilmi sijoituspalveluille myönnetyn toimiluvan laajuus. Fiva voi perua sijoituspalveluyritykselle antamansa toimiluvan ja määrätä siihen rinnastettavan toiminnan lopettavaksi FivaL:n 26 §:n mukaisesti. Fivalla on myös oikeus rajoittaa toimiluvan saaneen sijoituspalveluyrityksen toimintaa FivaL:n 27 §:n mukaisesti.

### **3.5 Toimilupavaatimuksen seuraukset rahoitusallustalle**

Kuten aikaisemmin on todettu, tuli Fivan päätös joukkorahoitusallustojen luvanvaraisuudesta yllättäen alan toimijoille ja rahoitusallustat joutuivat keskeyttämään toimintansa siihen saakka kunnes ovat saaneet toimiluvan toimia sijoituspalveluyrityksenä. Fiva noudatti linjauksessaan EK:n ja ETSK:n antamia lausuntoja, joilla pyritään yhdenmukaistamaan joukkorahoituksen sääntely EU:n jäsenvaltioissa sekä varmistamaan alan valvonta ja sijoittajansuoja.

Tarkastellaan seuraavaksi merkittävimpiä muutoksia nykyisten vaatimusten ja aikaisemmin vallinneiden olosuhteiden välillä, joita toimiluvan vaatimus toiminnan järjestämisestä tuo mukanaan. Näiden perusteella on helppo tehdä toteamus siitä, että rahoitusallustojen toiminnasta tulee toisaalta valvotumpaa, enemmän riskejä huomioonottavampaa ja sijoittajansuojaa varmistavaa, mutta toisaalta taas toiminnan byrokratia ja jäykkyys kasvaa lisääntyneen lainsäädännön kautta.

---

<sup>166</sup> Kyseisissä luvuissa on määritelmät sijoituspalveluyrityksen taloudellisia ja toiminnallisia vähimmäisvaatimuksia edellyttävät määräykset. Näissä määrätään muun muassa sijoituspalveluyrityksen vähimmäispääomasta, toimipaikasta, sijoituspalveluyrityksen omien osakekauppojen ja asiakkaiden ristiriitatilanteista, toiminnan ulkoistamisesta, sisäpiiri-ilmoituksista sekä asiakasvarojen hallinnoimisesta.

### 3.5.1 Vähimmäispääoma

Suurin muutos edelliseen on edellytys sijoituspalveluyrityksen toimiluvasta, sillä toimiluvan saaminen asettaa joukkorahoituslustralle tiukempia vaatimuksia toimia rahoituslustralana kuin ne ennen kyseistä edellytystä olivat. Jos joukkorahoituslusta oli aikaisemmin esimerkiksi yksityinen osakeyhtiö, niin sen vähimmäisosakepääoman tuli osakeyhtiölain (21.7.2006/624, myöhemmin OYL) 1:3 §:n mukaan olla 2 500 euroa ja julkisen osakeyhtiön tapauksessa 80 000 euroa.

Toimiluvan myötä sijoituspalveluyrityksen vähimmäisosakepääoma vaatimus nousee SipaL:n 6:1.1 §:n mukaan 730 000 euroon. Korkealla vähimmäispääomalla on tarkoitus varmistaa asiakasvarojen säilytystoiminnan luotettavuus.<sup>167</sup> Jos sijoituspalveluyritys tarjoaa vain toimeksiantojen välittämistä, toimeksiantojen toteuttamista, omaisuudenhoitoa, sijoitusneuvontaa tai liikkeeseenlaskunjärjestämistä on vähimmäisosakepääoman oltava SipaL:n 6:1.2 §:n mukaan 125 000 euroa. Jos sijoituspalveluyritys tarjoaa vain sijoitusneuvontaa tai toimeksiantojen välittämistä ja jos sillä ei ole hallussaan asiakasvaroja, on vähimmäispääoman oltava SipaL:n 6:1.4 §:n mukaan 50 000 euroa ja lisäksi sillä on oltava vastuuvakuutus niiden vahinkojen korvaamiseksi, joista sijoituspalveluyritys on SipaL:n mukaan vastuussa.<sup>168</sup> Vastuuvakuutuksen on oltava vähintään 1 000 000 euroa vakuutusta kohti ja yhteensä 1 500 000 euroa kaikkien vahinkojen osalta.

### 3.5.2 Taloudellisen vakauden vaatimus

Toinen merkittävä muutos aikaisemmin vallinneeseen tilaan on SipaL:n vaatimus taloudellisesta vakaudesta ja sen valvonnasta. SipaL:n 6:2 §:n mukaisesti sijoituspalvelun taloudellisiin toimintaedellytyksiin, taloudellisen aseman valvontaan käytetään LLL:n lukuja 9-11. Poiketen kuitenkin LLL:n 10:2 §:stä, sijoituspalveluyrityksellä on aina oltava vähintään SipaL:n 6:1 § mukainen vähimmäispääoma. Jos sijoituspalveluyrityksen vähimmäispääoma on sen toiminnan laadun vuoksi oltava 730 000 euroa, tulee sijoituspalveluyritykseen sovellettavaksi laki luottolaitostoiminnasta annetun lain muuttamisesta (19.12.2014/1199, myöhemmin LLLm) luvun 8 a §:ää, jossa säädetään sijoituspalvelulaille velvollisuus laatia elvytysuunnitelma.

---

<sup>167</sup> HE 32/2012 vp, s. 188.

<sup>168</sup> Ks. tutkielman luku 3.5, jossa käydään läpi sijoituspalvelun muotoja, joita rahoituslusta voi harjoittaa ja jotka ovat luvanvaraisia sijoituspalvelutoiminnan muotoja.

Elvytysuunnitelma on LLLm:n 8 a:1 § mukaan suunnitelma sijoituspalveluyrityksen toiminnan jatkumiseksi tilanteessa, jossa sijoituspalveluyrityksen toiminta on merkittävästi heikentynyt. Tällainen tilanne ainakin kyseeseen, jos sijoituspalveluyritys on vaarassa jättää sen toiminnalle säädetyt toiminnalliset edellytykset täyttämättä tai jos sijoituspalveluyritys ei enää täytä lain 4 §:n mukaisia elvytysuunnitelmaan sisällytettäviä raja-arvoja vakavaraisuus- tai maksuvelvoitteista.

Elvytysuunnitelma tulee tarkastaa LLLm:n 8 a:5 §:n mukaisesti kerran vuodessa. Lisäksi elvytysuunnitelma tulee tarkastaa sijoituspalveluyrityksen oikeudelliseen tai toiminnalliseen rakenteeseen, liiketoimintaan, taloudelliseen asemaan taikka toimintaympäristöön kohdistuneen muutoksen jälkeen, jos se voi vaikuttaa merkittävästi suunnitelman toteuttamiskelpoisuuteen tai muuten edellyttää suunnitelman tarkastamista. Elvytysuunnitelma on toimitettava Fivan tarkastettavaksi. Jos elvytysuunnitelmaan tehdään muutoksia, on se toimitettava Fivan tarkastettavaksi. Fiva toimittaa elvytysuunnitelman edelleen Rahoitusvakausviranomaiselle.

### *3.5.3 Omistajien luotettavuusvaatimus ja hallinto*

SipAL:n 3:4 § tuo vaatimuksen sijoituspalveluyrityksen merkittävien omistajien luotettavuudesta. Tällä on katsottu olevan keskeinen osa ylläpidettäessä asiakkaiden ja yleisön luottamusta finanssimarkkinoiden toimintaan.<sup>169</sup> Merkittävällä omistajalla tarkoitetaan sellaista sijoituspalveluyrityksen osakkeenomistajaa, jonka osakkeiden osuus on vähintään kymmenen prosenttia osakkeiden tuottamasta äänivallasta. Lain kohdan mukaan luotettavana ei pidetä sellaista henkilöä, joka on viiden arviota edeltään vuoden aikana tuomittu vankeusrangaistukseen tai kolmen arviota edeltäneen vuoden aikana sakkorangaistukseen rikoksesta, jonka voidaan katsoa osoittavan hänen olevan ilmeisen sopimaton omistamaan sijoituspalveluyritystä. Luotettavan ei myöskään pidetä henkilöä, joka on muutoin toiminnallaan osoittanut olevansa ilmeisen sopimaton omistamaan sijoituspalveluyritystä.

Sijoituspalveluyrityksen on järjestettävä hallintonsa SipAL:n 7:8 §:n mukaan siten, että sen toiminta on järjestettävä luotettavalla tavalla liiketoiminnan laatu ja laajuus huomioon ottaen. Lisäksi se on varmistettava toimintaansa liittyvien riskien hallinta, sisäisen valvonnan toimivuus ja toiminnan jatkuvuus kaikissa olosuhteissa. Finanssivalvonnan määräys- ja ohjekokoelmassa on yksityiskohtainen

---

<sup>169</sup> HE 32/2012 vp, s. 190.

lista hallinnon ja johdon luotettavuutta arvioitaessa. Niissä korostetaan toiminnan monimuotoisuuden, laajuuden ja omistajarakenteen huomioimista.<sup>170</sup>

SipAL:n 7:16 §:n mukaan sijoituspalveluyrityksen hallituksen jäsenen ja toimivaan johtoon kuuluvan tulee johtaa sijoituspalveluyritystä ammattitaitoisesti sekä terveiden ja huolellisten liiketapaperiaatteiden mukaisesti. Lisäksi kyseisen henkilön tulee olla luotettava ja hyvämaineinen, joka ei ole konkurssissa taikka liiketoimintakiellossa, ja jonka oikeustoimikelpoisuutta ei ole rajoitettu. Lisäksi sijoituspalveluyrityksen hallituksen jäsenellä tai johtoon kuuluvalla henkilöllä tulee olla sijoituspalveluyrityksen liiketoiminnasta, siihen liittyvistä riskeistä sekä johtamisesta sellainen osaaminen ja kokemus kuin henkilön tehtävään sekä yrityksen toiminnan laatuun, laajuuteen ja monimuotoisuuteen nähden on tarpeellista.

#### *3.5.4 Eturistiriitatilanne ja henkilökohtaiset liiketoimet*

SipAL:n 7:10.1 §:n mukaan sijoituspalveluyrityksen tulee toteuttaa kohtuulliset toimenpiteet eturistiriitatilanteiden tunnistamiseksi ja välttämiseksi. Sijoituspalveluyrityksellä tulee olla toimintaperiaatteet eturistiriitojen tunnistamisessa ja ehkäisemisessä noudatettavista menettelytavoista. Eturistiriitatilanteen vallitessa, on sijoituspalveluyrityksen kohdeltava asiakasta hyvän tavan mukaisesti. Jos eturistiriitatilannetta ei voida välttää, tulee sijoituspalveluyrityksen antaa lain 10:1.2 §:n mukaisesti asiakkaalle riittävät tiedot eturistiriitatilanteen luonteesta tai sen syistä ennen liiketoimen suorittamista asiakkaan lukuun. Sijoituspalveluyrityksellä on velvollisuus pyrkiä estämään yritykseen nähden vaikuttavassa asemassa olevan henkilön ryhtymisen henkilökohtaisiin liiketoimiin, jos siitä voi aiheutua eturistiriitatilanteita taikka jos tällä henkilöllä on sisäpiirintietoa tai yrityksen asiakkaita koskevaa luottamuksellista tietoa.<sup>171</sup>

Lakiehdotuksen joukkorahoituslaiksi 10.2 §:n 1 -kohdassa määrätään, että joukkorahoituksen välittäjän on noudatettava SipAL:n 7:10 §:n mukaisia säännöksiä eturistiriitojen hallinnasta. Näin joukkorahoituksen välittäjään koskivat samat menettelyvaatimukset eturistiriitatilanteiden hallitsemiseksi.<sup>172</sup>

---

<sup>170</sup> Fiva 2014a, s. 45-46.

<sup>171</sup> HE 32/2012 vp, s. 190.

<sup>172</sup> VM 2015c, s. 10.

Sijoituspalveluyrityksen on SipaL:n 7:11 §:n mukaan riittävin toimenpitein pyrittävä estämään vaikuttavassa asemassa olevan henkilön ryhtyminen henkilökohtaisiin liiketoimiin, jos siitä voi aiheutua eturistiriita sellaisen liiketoimen kanssa tai palvelun kanssa, johon hän osallistuu asemansa vuoksi, jos hänellä on arvopaperimarkkina-alaissa tarkoitettua sisäpiirintietoa taikka jos hänellä on sijoituspalveluyrityksen asiakkaita tai niiden liiketoimia koskevaa luottamuksellista tietoa. Sijoituspalveluyrityksen on säilytettävä tiedot henkilökohtaisista liiketoimista ja sen on annettava vuosittain selvitys Fivalle siitä, miten sijoituspalveluyritys on valvonut henkilökohtaisia liiketoimia koskevien säännösten, määräysten ja sijoituspalveluyrityksen sisäisten ohjeiden noudattamista. Lisäksi sijoituspalveluyrityksen on selvityksessä mainittava mihin toimenpiteisiin sijoituspalveluyritys on ryhtynyt, jos edellä mainittuja asioita ei ole noudatettu.

### *3.5.5 Sijoituspalveluyrityksen osakkeiden hankinta ja sisäpiiri-ilmoitus*

Jos joku aikoo hankkia suoraan tai välillisesti sijoituspalveluyrityksen osakkeita, on tämän ilmoitettava siitä etukäteen Fivalle SipaL:n 7:14 §:n mukaan. Ilmoitusvelvollisuus koskee tilanteita, joissa: 1) omistus hankinnan johdosta olisi vähintään kymmenen prosenttia sijoituspalveluyrityksen osakepääomasta, 2) omistus olisi niin suuri, että se vastaisi vähintään kymmentä prosenttia kaikkien osakkeiden tuottamasta äänivallasta tai 3) henkilön omistuksensa muutoin oikeuttaisi käyttämään 2 kohdassa tarkoitettuun omistukseen rinnastettavaa tai muutoin merkittävää vaikutusvaltaa sijoituspalveluyrityksen hallinnossa.

Jos omistusta aiotaan lisätä 20, 30 tai 50 prosenttiin sijoituspalveluyrityksen osakepääomasta tai omistus vastaisi samansuuruisia osuutta kaikkien osakkeiden tuottamasta äänivallasta tai sijoituspalveluyrityksestä tulisi tytäryritys, myös tästä hankinnasta on ilmoitettava etukäteen Fivalle. Kyseinen ilmoitus on tehtävä myös tilanteissa, joissa omistus laskee alle edellä mainittujen rajojen tai sijoituspalveluyritys lakkaa olevasta ilmoitusvelvollisen tytäryrityksestä.

Sijoituspalveluyrityksen sisäpiiriläisellä on SipaL:n 7:17 §:n mukaan velvollisuus tehdä lain 18 §:n mukainen sisäpiiri-ilmoitus sijoituspalveluyrityksen sisäpiirirekisteriin, jos säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäynnissä kaupankäynnin kohteena on Suomessa olevia osakkeita ja sellaisia rahoitusvälineitä, joiden arvo määräytyy kyseisten osakkeiden perusteella. Sisäpiiriläisellä tarkoitetaan: 1) sijoituspalveluyrityksen hallituksen tai hallintoneuvoston jäsentä ja varajäsentä, toimi-

tusjohtajaa ja tämän varamiestä sekä tilintarkastajaa, varatilintarkastajaa ja tilintarkastusyhteisön toimihenkilöä, jolla on päävastuu yhtiön tilintarkastuksesta, 2) sijoituspalveluyrityksen palveluksessa olevaa henkilöä, jonka tehtävänä on pykälän 1 momentissa tarkoitettuja osakkeita tai rahoitusvälineitä koskeva sijoittajatutkimus, joka päätehtävänä osallistuu sijoituspalvelun tarjoamiseen tai joka muutoin saa säännöllisesti haltuunsa tällaisia osakkeita tai rahoitusvälineitä koskevaa sisäpiiritietoa.

Sisäpiiri-ilmoitus on tehtävä 14 päivän kuluessa siitä, kun velvollisuus tehdä sisäpiiri-ilmoitus täyttyy. Ilmoitukseen on sisällytettävä asianomaisen henkilön yksilöimiseksi tarvittavat tiedot sekä osakkeita ja rahoitusvälineitä koskevat tiedot.

Sijoituspalveluyrityksen on SipaL:n 7:19 §:n mukaisesti pidettävä sisäpiiri-ilmoituksista rekisteriä, josta ilmenevät kunkin sisäpiiriläisen hallinnassa tai omistuksessa olevat osakkeet ja rahoitusvälineet sekä eriteltyinä hankinnat ja luovutukset. Rekisterin ylläpito on järjestettävä luotettavalla tavalla ja rekisteriin ilmoitetut tiedot tulee säilyttää viisi vuotta tiedon merkitsemishetkestä lukien. Jokaisella on oikeus saada kulujen korvaamista vastaan otteita ja jäljennöksiä rekisterin tiedoista. Luonnollisen henkilön henkilötunnus, osoite sekä muun luonnollisen henkilön kuin sisäpiiriläisen nimi eivät kuitenkaan ole julkisia.

Sijoituspalveluyrityksen on vuosittain toimitettava Fivalle selvitys sisäpiirirekisterin ylläpidon järjestämisestä, sisäpiiriläisten ilmoitusvelvollisuuden valvonnasta sekä toimenpiteistä, joihin sijoituspalveluyritys on ryhtynyt, jos ilmoitusvelvollinen ei ole noudattanut sisäpiiri-ilmoituksia koskevia säännöksiä.

### *3.5.6 Asiakasvarojen säilyttäminen*

SipaL:n 9:1 §:n mukaan sijoituspalveluyrityksen on järjestettävä sen hallintaan luovutettujen asiakasvarojen säilyttäminen ja käsittely luotettavalla tavalla. Asiakasvaroilla tarkoitetaan asiakkaiden rahoitusvälineitä sekä rahavaroja. Sijoituspalveluyrityksen tulee pitää erityistä huolta siitä, että sijoituspalveluyrityksen varat ja asiakasvarat selkeästi pidetään erillään. Asiakasvaroista tulee pitää kirjaa siinä laajuudessa, että asiakasvarat voidaan yksilöidä kuuluvaksi omistajalleen. Lisäksi asiakasvarat tulee säilyttää erillään muiden asiakkaiden varoista. Asiakasvarat tulee SipaL:n 9:3 §:n mukaisesti



sijoittaa viipymättä sijoituspalveluyrityksen toimesta keskuspankkiin, talletuspankkiin tai muussa valtiossa toimiluvan saaneeseen talletusten vastaanottamiseen oikeutettuun luottolaitokseen.

Lakiehdotuksen joukkorahoituslaiksi 10.3 §:n mukaan joukkorahoituksen välittäjä ei saa hallinnoida eikä pitää hallussaan asiakkaansa varoja tai AML:ssa tarkoitettuja arvopapereita eikä saa olla velkaa asiakkaalleen. Joukkorahoituksen välittäjällä voi olla hallussaan esimerkiksi luovutuskelvottomia AML:n soveltamisalaan kuulumattomia arvopapereita ja kommandiittiyhtiön äänettömän yhtiömiesten yhtiöosuuksia.<sup>173</sup>

### *3.5.7 Sijoittajien korvausrahasto*

Sijoituspalveluyrityksen tulee SipaL:n 11:1 §:n mukaan kuulua sijoittajien korvausrahastoon sijoittajien rahavarojen ja rahoitusvälineiden turvaamiseksi. Vaatimus rahastoon kuulumisesta ei koske sijoituspalveluyritystä, joka tarjoaa sijoituspalveluna yksinomaan toimeksiantojen välittämistä tai sijoitusneuvontaa tai monenkeskisen kaupankäynnin järjestämistä ja jolla ei ole hallussaan tai hallinnoitavanaan asiakasvaroja. Sijoituspalveluyritys tulee rahaston jäseneksi sinä päivänä, jona sille myönnetään toimilupa.

Sijoittajien korvausrahastorahasto suojaa vain ei-ammattimaisten sijoittajia, joilla tarkoitetaan yleensä yksityisiä henkilöitä. Sijoittajien korvausrahasto kattaa ei-ammattimaiselle sijoittajalle syntyneet saatavat, jos sijoituspalvelun tarjoaja ei itse kykene suoriutumaan velvoitteesta pysyvien maksuvaikeuksien takia. Sijoittajien korvausrahastosuojan piiriin kuuluvat asiakkaan sijoituspalveluyrityksessä pitämät rahoitusvälineet ja rahoitusvarat. Korvausrahaston suoja ei kata sijoituspalvelun tarjoajan huonoista neuvoista aiheutuneita menetyksiä, näistä menetyksistä asiakas vastaa aina itse. Korvausrahaston suoja ei myöskään koske arvopaperinvälitystä, jos sijoituspalvelun tarjoaja ei pidä hallussaan asiakkaan varoja. Korvauksen suuruus on enintään 20 000 euroa siten, että korvausrahasto vastaa 90 % saatavasta määrästä ja asiakas vastaa itse 10 % saatavasta määrästä. Täyden korvauksen saaminen edellyttää siten, noin 22 200 euron suuruista korvausta sijoituspalvelun tarjoajalta. Korvauskatto koskee yhdeltä sijoituspalvelun tarjoajalta saatavaa korvausta, jos ei-ammattimaisella sijoittajalla on saatavia useammalta sijoituspalvelun tarjoajalta, ja korvauksen perusteet täyttyvät, on hänel-

---

<sup>173</sup> VM 2015c, s. 10.

lä mahdollisuus saada korvaus edellä mainitulla tavalla jokaiselta sijoituspalveluyritykseltä erikseen.<sup>174</sup>

Solmittaessa sijoituspalvelusopimusta, on tärkeää että sopimuskumppani on maksukyinen ja pystyy siten suoriutumaan omista velvoitteistaan sopimussuhteessa. Ei-ammattimaisen sijoittajan on kuitenkin vaikea saada selvitettyä sijoituspalveluyrityksen taloudellinen tilanne siten, että hän voisi arvioida tämän riskiä joutua maksukyvyttömäksi sopimussuhteen aikana. Tätä niin kutsuttua vastapuoliriskiä pienentää kuitenkin sijoituspalvelun tarjoajan toimilupaedellytys, jossa on edellytyksenä muun muassa vaatimus korotetusta alkupääomasta.<sup>175</sup>

Lakiehdotuksen joukkorahoituslaiksi 10.3 §:n mukaan rekisteröityneen joukkorahoituksen välittäjän ei tarvitse liittyä SipaL:n 11 luvussa tarkoitettuun sijoittajien korvausrahastoon. Linjaus on yhdenmukainen SipaL:n 11:1.2 §:n säännöksen kanssa, jonka mukaan vaatimus ei koske sijoituspalveluyritystä, joka tarjoaa pelkästään toimeksiantojen välitystä tai sijoitusneuvontaa ja jolla ei ole hallussaan asiakasvaroja. Lakiehdotuksen perusteluissa ei kielletä joukkorahoituksen välittäjän vapaaehtoista liittymistä sijoittajien korvausrahastoon.<sup>176</sup>

### **3.6 Joukkorahoituslakiehdotuksen mukainen rekisteri-ilmoitus**

Lakiehdotuksessa joukkorahoituslaiksi on joukkorahoituksen alalletulokynnystä alennettu ottamalla käyttöön lakiehdotuksen 2 luvun mukainen oikeus välittää joukkorahoitusta, joka sisältää rekisteröintivelvollisuuden. Rekisteri-ilmoitus tehdään Fivan ylläpitämään julkiseen rekisteriin joukkorahoituksen välittäjistä. Lakiehdotuksen 2 luvussa määritetään rekisteri-ilmoitukseen annettavat tiedot sekä vaatimukset, jotta rahoituksen välittäjä voidaan rekisteröidä rekisteriin. Rekisteri-ilmoituksen edellytykset sisältävät samoja asioita kuin SipaL:n mukainen toimilupakin, mutta sitä on kevennetty, jotta se soveltuisi paremmin joukkorahoituksen tarpeisiin.

Lakiehdotuksen 3 §:n mukaan elinkeinonvälittäjä saa välittää joukkorahoitusta vain, jos tämä on rekisteröitynyt joukkorahoituksen välittäjäksi. Lakiehdotuksen perusteluissa todetaan, että luonnollisen

---

<sup>174</sup> Hoppu 2009, s. 84 ja Fiva 2014e.

<sup>175</sup> Hoppu 2009, s. 82-83.

<sup>176</sup> VM 2015c, s. 10.

henkilön on mahdollista välittää joukkorahoitusta MIFID I:n 3 artiklan 1 kohdan mukaisesti. Koska rahoitusmarkkinoita koskevassa lainsäädännössä on perinteisesti asetettu toimilupavaatimus vain oikeushenkilöille, edellytetään tässäkin luonnollisen henkilön toiminimen käyttämistä, jotta tämä voisi toimia joukkorahoituksen välittäjänä.<sup>177</sup> Rekisteri-ilmoitus oikeuttaa lakiehdotuksen 9 §:n mukaan joukkorahoituksen välittäjän vain välittämään ja vastaanottamaan arvopapereita ja rahasto-osuuksia koskevia toimeksiantoja ja tarjota vain näihin rahoitusvälineisiin liittyvää sijoitusneuvontaa. Rahoituksen välittäjä saa välittää toimeksiantoja vain luottolaitokselle, rahastoyhtiölle, sijoituspalveluyritykselle ja vaihtoehtorahastojen hoitajalle sekä kolmannessa maassa toimiluvan saaneen sijoituspalveluyrityksen ja luottolaitoksen sivuliikkeelle, joka noudattaa SipaL:a ja LLL:a vastaavia toiminnan vakautta koskevia sääntöjä.

Lakiehdotuksen joukkorahoituslaiksi 6 § sisältää rekisteröinnin edellytykset. Ilmoituksen tekijällä on oltava oikeus harjoittaa elinkeino Suomessa, tämä ei saa olla konkurssissa, saneerausmenettelyssä tai muussa maksukyvyttömyysmenettelyssä. Jos ilmoituksen tekijä on luonnollinen henkilö, on hänen oltava täysin oikeustoimikelpoinen. Ilmoittajan on oltava luotettava ja tällä on oltava sellainen rahoitusmarkkinoiden toiminnan tuntemus kuin joukkorahoituksen välityksen luonteeseen ja laajuuteen katsoen on tarpeellista. Jos joukkorahoituksen välittäjä välittää sijoitusmuotoista joukkorahoitusta, on tällä oltava omaa pääomaa vähintään 50 000 euroa, jollei SipaL:n 6 §:stä muuta johdu. Vähimmäispääomavaatimus on linjassa SipaL:n 6:1.4 §:n 1 -kohdan kanssa. Lakiehdotuksen perusteluissa mainitaan, että säännös perustuu kansalliseen harkintaan ja 20-kertainen peruspääoma osakeyhtiön perustamis pääomaan verrattuna on tarpeen onnenonkijoiden ja muiden kokeilijoiden pitämiseksi poissa toimialalta<sup>178</sup>. Lakiehdotuksen 6 § edellyttää ilmoittajaa toimittamaan Fivalle säännöt joukkorahoituksen välittämisestä sekä mitä edellytyksiä, oikeuksia ja velvollisuuksia joukkorahoituksen saajille ja muille asiakkaille asetetaan. Fiva voi evätä rekisteröitymisen, jos olosuhteet huomioon ottaen on ilmeistä, että ilmoituksen tekijä aikoo välittää joukkorahoitusta toisen välikätenä. Perusteluissa sanotaan, että tällä menettelyllä halutaan pitää markkinoilta poissa sellaiset henkilöt, joiden tausta huomioon ottaen ei olisi mahdollista täyttää rekisteröitymisen edellytyksiä. Näin menettelemällä on mahdollista parantaa joukkorahoituksen luotettavuutta.<sup>179</sup>

---

<sup>177</sup> VM 2015c, s. 5.

<sup>178</sup> VM 2015c, s. 7.

<sup>179</sup> VM 2015c, s. 7

Lakiehdotuksen joukkorahoituslaiksi 7 §:ssä on vaatimus ilmoittajan luotettavuudesta ja rahoitusmarkkinoiden tuntemuksesta<sup>180</sup>. Vaatimus luotettavuudesta ja rahoitusmarkkinoiden tuntemisesta koskee elinkeinonharjoittajan koko ylintä johtoa eli toimitusjohtajaa ja hänen sijaistaan, hallituksen jäsentä ja varajäsentä, hallintoneuvoston ja siihen rinnastettavan toimielimen jäsentä ja varajäsentä, vastuunalaista yhtiömiestä sekä muuta ylimpään johtoon kuuluvaa samoin kuin sitä, jolla on suoraan tai välillisesti vähintään kymmenesosa osakeyhtiön osakkeista tai osakkeiden tuottamasta äänivallasta tai vastaava omistus- tai määräämisvalta muussa yhteisössä. Jos elinkeinonharjoittaja harjoittaa muuta toimintaa, koskee vaatimus niitä henkilöitä jotka tosiasiallisesti vastaavat joukkorahoituksen välityksestä.<sup>181</sup>

---

<sup>180</sup> Ks. tarkemmin lakiehdotuksen joukkorahoituslaiksi yksityiskohtaiset perustelut s. 8-9.

<sup>181</sup> VM 2015c, s. 8.

## 4 Liikkeeseenlaskussa annettavien tietojen oikeellisuuden varmentamisesta

### 4.1 Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus joukkorahoituksessa

Kuten on jo todettu, sijoittajan totuudenmukaisen ja riittävän tiedon saaminen sijoituspäätöksen muodostamiseksi on erittäin tärkeää, jotta sijoittajien luottamus rahoitusmarkkinoita kohtaan voidaan säilyttää. Lisäksi se lisää rahoitusmarkkinoiden läpinäkyvyyttä ja on näin ollen iso osa sijoittajan suojaa, varsinkin sijoituspäätöksen tekemisen arvioinnissa.

Tiedonantovelvollisuus on seurausta markkinoilla vallitsevasta tiedon epäsymmetrisestä jakautumisesta<sup>182</sup> markkinoilla toimivien osapuolien välillä sekä päämies-agenttiteoriasta<sup>183</sup>. informaatioepäsymmetria on arvopaperimarkkinoilla keskeisin transaktiokustannuksia aiheuttava tekijä. Informaation epätasainen jakautuminen markkinaosapuolien välillä antaa yritysjohdolle tilaisuuden käyttää hyväksi tätä epätasapainoa. Informaation epätasapaino ehkäisee myös yrityksen ulkopuolisten mahdollisuutta saada tietoa yrityksen osakkeen arvoon vaikuttavista tekijöistä. Tämä taas nostaa arvopapereihin, tässä yhteydessä yrityksen osakkeeseen, kohdistuvaa epävarmuutta, joka taas nostaa sijoittajien arvopapereihin kohdistamaa riskipreemion vaatimusta. Tiedonantovelvollisuudella voidaan pienentää arvopapereihin kohdistuvaa epävarmuutta ja näin ollen pienentää arvopapereihin kohdistuvaa riskipreemiota.<sup>184</sup>

Joukkorahoituksessa informaatioepäsymmetria voi ilmetä esimerkiksi juuri liikkeeseenlaskun markkinoimisessa. Ilman tiedonantovelvollisuutta ja kieltoa antaa totuudenvastaisia tietoja voi yrityksellä olla houkutus käyttää joukkorahoitusta väärinperustein ja antaa markkinoille väärää tietoa. Tällainen tieto voisi olla esimerkiksi perätöntä osakkeiden arvoa kohentavaa tiedonantoa. Tällainen käyttäyty-

---

<sup>182</sup> Tiedon epäsymmetrisellä jakautumisella tarkoitetaan tässä yhteydessä tiedon epätasaista jakautumista yritys johdon ja markkinoiden välillä.

<sup>183</sup> Päämies-agenttiteorialla tarkoitetaan tilannetta, jossa yrityksen johto on palkannut yritykseen ammattimaisen johdon. Yrityksen johdolla saattaa näin ollen olla enemmän tietoa yrityksen tilanteesta kuin omistajilla ja tämä saattaa johtaa yritysjohtoon ja omistajien väliseen intressiristiriitaan.

<sup>184</sup> Turtiainen 2004, s. 111.

minen saattaisi johtaa negatiiviseen valikoitumiseen<sup>185</sup>, jossa sijoittajat sijoittavat huonoihin kohteisiin, joiden osakkeiden arvoa on tarkoituksellisesti vääristelty, jotta sen arvo olisi todellista arvoa suurempi. Kun yritykset kilpailevat rahoittajien ja sijoittajien rahoista, parantaa tällainen osakkeen arvon vääristäminen sen mahdollisuuksia sijoittajien silmissä tulla rahoitetuksi. Tämä johtaa siihen, että todellisuudessa paremmat yritykset jäävät ilman rahoitusta ja näin ollen markkinoille saattaa päätyä yrityksiä, jotka eivät välttämättä muuten olisi markkinoille päässeet ja joilla ei välttämättä ole mahdollisuuksia pärjätä markkinoilla. Tällöin rahoitusmarkkinoiden allokaatio on ollut tehotonta ja on osaltaan mahdollistanut markkinoiden tehottomuutta.

## **4.2 Rahoitusalan ja rahoitettavan yrityksen välinen sopimussuhde**

Nykyisen lainsäädännön valossa rahoitusalan ja yrityksen solmima sopimus on SipaL:n 10:3 §:n mukainen sijoituspalvelusopimus. Ennen Fivan linjausta rahoitusalan luvanvaraisuudesta, oli osapuolien välinen sopimussuhde paljon vapaammin neuvoteltavissa. Tällöin rahoitusalan toiminta saattoi olla vain verkkosivun ylläpitoa, jossa yritykset julkaisivat rahoitusilmoituksiaan. Toisaalta myös toisenlaista rahoitusalan toimintaa ilmeni. Rahoitusalusta saattoi myös fyysisesti myydä rahoitettavan yrityksen osakkeita sijoittajille yrityksen puolesta. Näiden kahden rahoitusalan toiminnan välillä on nykyisen lainsäädännön näkökulmasta suuri ero, mitä tulee itse toimintaan, mutta myös vastuiden ja velvoitteiden osalta. Linjauksen jälkeen rahoitusalan toiminta on luvanvaraista sijoituspalvelun järjestämistä, jolloin osapuolien väliseen suhteeseen liittyy tiettyjä viranomaisen asettamia vähimmäisvaatimuksia ja rahoitusalan toiminta on selkiintynyt.

Vähimmillään aiemmin sovittavat oikeustoimet lienevät olleen nykyisin SipaL:n 1.11 § 1 -kohdan mukaisessa sijoituspalvelussa rahoitusvälineiden koskevien toimeksiantojen vastaanottamisessa ja välittämisessä. Tällöin sovittavat asiat liittyivät muun muassa yrityksen oikeuteen markkinoida ja kerätä varoja esimerkiksi rahoitusalan verkkosivulla, rahoitusalan vastuunvapaus yrityksen virheellisestä markkinoinnista sekä rahoitusalan palkkioperusteet ja niiden maksaminen. Vastaavasti laajimmillaan sovittavat asiat ovat olleet tilanteissa, jotka vastaavat SipaL:n 1:11 § 1,2,3,5 ja 7 -kohtia. Näin ollen toiminta on vastannut kokonaisvaltaista sijoituspalvelutoimintaa, jossa toimek-

---

<sup>185</sup> Negatiivisella valikoitumisella tarkoitetaan taloustieteissä sellaista tilannetta, jossa ei-toivottu tuote valikoituu markkinoille epäsymmetrisen informaation seurauksena. Negatiivinen valikoituminen on omiaan aiheuttamaan häiriöitä markkinoille.

siantojen vastaanottamisen ja välittämisen lisäksi rahoitusala on tarjonnut toimeksiantojen toteuttamista, harjoittanut kaupankäyntiä omaan lukuunsa, järjestänyt yrityksille liikkeeselaskuja sekä tarjonnut sijoituspalveluneuvontaa. Tällainen toiminta on luonteeltaan jo hyvin lähellä julkisesti tapahtuvaa arvopaperimarkkinakauppaa sekä siihen liittyvää sijoituspalvelutoimintaa.

Voidaan aiheellisesti kysyä, että miksi tällaista toimintaa ei ole tulkittu jo heti alusta lähtien luvanvaraiseksi sijoituspalvelutoiminnaksi? Vastaus lienee siinä, että alan toiminta on ollut uutta ja pienimuotoista eikä lainsäätäjät ole ehtinyt reagoimaan tilanteen vaatimaan huomioon.

Toisaalta taas voidaan sanoa, että kyseinen toiminta on ollut vapaata elinkeinotoimintaa<sup>186</sup> ja kyse on ollut sopimusoikeudellisesti vain kahden sopimusosapuolen välisestä tahdonilmaisusta<sup>187</sup>, jossa toinen osapuoli antaa sopimuskumppanilleen oikeuden<sup>188</sup> myydä korvausta vastaan tämän osakkeita kolmansille osapuolille. Tällöin tullaan rajanveto-ongelmaan, jossa pitää kyetä tekemään eroa julkiselle kaupankäynnille ja osakkeiden myyminen joukkorahoituksessa tarkoitettulle suurelle joukolle sijoittajia. Molemmissa tapauksissa sijoittajaksi voi tulla kuka tahansa suuresta joukosta sijoittajia. Eivätkä nämä ole toisiaan poissulkevia tilanteita, yksi sijoittaja voi sijoittaa molemmissa sijoitusmuodoissa. Rajanveto ei missään nimessä ole helppo tehtävä. Linjaus rahoitusalan toiminnan luvanvaraisuuden tulkinnasta selkeyttää tilannetta sekä yhdenmukaistaa rahoitusalan toimintaa ja asettaa niille tiettyjä vähimmäisvaatimuksia. Ennen kaikkea se selkeyttää tilannetta sijoittajansuojan näkökulmasta.

### **4.3 Kielto antaa virheellistä tietoa sekä tietojen tasapuolinen saatavuus**

AML:n 1:3 §:n mukainen kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja on yksi arvopaperimarkkinoiden peruserätykistä. Pykälä koskee tiedonantovelvollisuutta arvopaperien ja muiden rahoitusvälineiden elinkeinotoiminnassa tapahtuvaa markkinointia ja vaihdantaa. Edelleen pykälä koskee kaikkia arvopaperimarkkinoilla toimivia osapuolia ja se soveltuu arvopaperien lisäksi kaikkiin muihinkin rahoitusvälineisiin. Rahoitusvälineiden vaihdanta kattaa niin rahoitusvälineiden han-

---

<sup>186</sup> Hoppu-Hoppu 2007, s. 273-276.

<sup>187</sup> Hemmo 2003, s. 3.

<sup>188</sup> Hemmo 2003, s. 452.

kinnan kuin luovuttamisenkin niin ensi- kuin jälkemarkkinoilla.<sup>189</sup> Näin ollen kiello antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja koskee myös rahoituslupaa sekä sen asiakkaita, kuten rahoitusta hakevaa yritystä. Tätä voidaan pitää tutkielmassa yhtenä lähtökohtana tutkittaessa sijoittajansuojaa. Kuten aikaisemmin on todettu, sijoittajansuojana tässä pidetään oikeiden ja totuudenmukaisten tietojen saamista perustellun sijoituspäätöksen tueksi.

Lakiehdotuksessa joukkorahoituslaiksi on myös säännelty tiedonantovelvollisuudesta. Lakiehdotuksen 11.1 §:n mukaisesti joukkorahoituksen markkinoinnissa ei saa antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Tieto, jonka totuudenvastaisuus tai harhaanjohtavuus käy ilmi tiedon esittämisen jälkeen ja jolla saattaa olla olennaista merkitystä joukkorahoituksen asiakkaalle, on viivytyksettä oikaistava tai täydennettävä riittävällä tavalla. Lakiehdotuksen 11.2 §:n mukaisesti joukkorahoituksen saajan on perustellun arvion tekemiseksi joukkorahoituksen saajasta ja tarjouksen edullisuudesta julkistettava ennen joukkorahoituksen aloittamista oikeat ja riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan yrityksen arvoon tai takaisinmaksukykyyn. Joukkorahoituksen välittäjän on huolehdittava siitä, että joukkorahoituksen saaja täyttää kyseisen velvollisuuden. Lakiehdotuksen perusteluissa määrätään, että joukkorahoituksen välittäjän on tapauskohtaisesti riittävän tarkka, mutta ei välttämättä täydellinen yritystarkastus joukkorahoituksen saajasta.<sup>190</sup>

Markkinoinnilla tarkoitetaan tässä yhteydessä kaikkea arvopaperin myynnin edistämiseksi annettua informaatiota, jonka tarkoituksena on edistää arvopaperin liikkeeseen saattamista tai vaihdantaa. Markkinointina pidetään myös omaan asiakaskuntaan tai yksittäiseen asiakkaaseen tai tiettyyn kohderyhmään suunnattua toimintaa.<sup>191</sup> Tiedon totuudenvastaisuudella tarkoitetaan asian selostamista tai esittämistä virheellisellä tai vääristävällä tavalla. Harhaanjohtavuudella tarkoitetaan taas asian esittämistapaa tai -muotoa, joka on omiaan aiheuttamaan asiakkaalle virheellisen käsityksen. Tieto sinänsä voi olla oikeaa, mutta esitystapansa tai puutteellisuutensa vuoksi se antaa vastaanottajalle virheellisen käsityksen asian oikeasta tilanteesta.<sup>192</sup> Arvopaperin markkinointia tulee arvioida sen vaikutuksella markkinoinnin kohteena olevien sijoittajien keskivertoedustajaan. Siten suurelle joukolle kohdistettu markkinoinnin esitystapaa ja asiasisältöä tulee arvioida sitä ankarammin mitä suurem-

---

<sup>189</sup> Häyrynen-Kajala 2013, s. 54.

<sup>190</sup> VM 2015c, s. 11.

<sup>191</sup> Häyrynen-Kajala 2013, s. 54.

<sup>192</sup> Häyrynen-Kajala 2013, s. 55.



malle yleisölle markkinointi kohdistuu verrattuna ammattimaisiin sijoittajiin suunnattuun markkinointiin.<sup>193</sup>

Toisena merkittävänä osana sijoittajansuojan peruseriaatteena voidaan pitää AML:n 1:4 §:n vaatimusta tietojen tasapuolisesta saatavuudesta. Pykälä velvoittaa arvopaperin myyjää tai arvopapereita toimeksiannon nojalla myytäväksi tarjoavaa pitämään tietoja tasapuolisesti sijoittajien saatavilla. Pykälässä mainitaan nimenomaisesti, että kohta soveltuu säännellylle markkinalle, monenkeskiselle kaupankäyntijärjestelmälle tai AML:n lukujen 3-9 tai 11 perusteella pitämään tietoja sijoittajien saatavilla.

AML:n 1:4 §:n soveltamisala on laaja ja sen voidaan katsoa soveltuvan arvopaperien liikkeeseenlaskijaan, tarjoajaan, arvopapereita säännellylle markkinalle tai monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään kaupankäynninkohteeksi hakevaan ja näiden toimeksiannosta toimiviin. Lisäksi pykälä soveltuu sekä luonnollisiin että oikeushenkilöihin. Kuitenkaan pykälää ei sovelleta arvopaperien markkinoinnissa, sillä arvopaperien markkinoinnissa ei välttämättä voida eikä tarvitse antaa pykälässä tarkoitettuja tietoja, johtuen markkinointikanavasta tai siitä, ettei kaikki tieto ole vielä saatavilla.<sup>194</sup>

Tämä ei kuitenkaan välttämättä heikennä sijoittajansuojaa, sillä markkinointia koskevista säännöksistä on säännelty erikseen. Lisäksi Fivan määräysten ja ohjeiden 4 luvun (4) kohdan mukaan pykälää sovelletaan myös tilanteissa, joissa esitteen julkaisuvelvoite ei täyty. Lisäksi Fivan määräysten ja ohjeiden 4 luvun (6) kohdan mukaisesti AML:n 1:4 § tavoitteena on, että sijoittajien tulee saada riittävät tiedot arvopaperista ja sen liikkeeseenlaskijasta. Määräysten ja ohjeiden 4 luvun (9) kohdan mukaan tietojen riittävyydellä tarkoitetaan annettavien tietojen laajuutta; mitä laajempi ja asiantuntemattomampi kohderyhmä on, sitä yksityiskohtaisemmin ja kattavammin on tietoja annettava<sup>195</sup>.

Rahoitusalan toiminnan kannalta voidaan katsoa edellä mainittujen seikkojen valossa koskevan tulkinnat pykäläiden tiukemmista vaatimuksista. Sillä joukkorahoituksessa sijoittajia ovat aikaisemmin todetun perusteella etupäässä ei-ammattimaiset sijoittajat, joiden sijoituskokemus voi olla vähäistä tai olematonta. Näin ollen rahoitusalan tulee toiminnassaan ensisijaisesti ottaa huomioon näiden

---

<sup>193</sup> Häyrynen-Kajala 2013, s. 56.

<sup>194</sup> Häyrynen-Kajala 2013, s. 59.

<sup>195</sup> Fiva 2013a, s. 11-12.

kohtien ankarammat velvoitteet ja huolehdittava sijoittajien oikean ja totuudenmukaisen tiedon saamisesta.

#### 4.4 Asiakkaan tunteminen

Kun perusteet on luotu oikean ja totuudenmukaisen informaation antamiselle, on seuraavaksi tarkasteltava sitä kuinka voidaan varmistua siitä, että sijoittajat saavat oikeaa ja totuudenmukaista tietoa. Osaltaan tähän tiedon oikeellisuuden varmistamisen prosessiin vaikuttaa rahoituslupien velvollisuus tuntea asiakkaansa.

Kun rahoitusta hakeva yritys tulee rahoituslupien asiakkaaksi, tulee rahoituslupien selvittää yrityksen taustat johtuen SitaL:n 12:3 §:n mukaisesta sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuudesta tuntea asiakkaansa. Asiakkaan tunteminen on yksi hyvän liiketavan peruseriaa-<sup>196</sup> Asiakkaan tunteminen pitää sisällään kaikki ne toimenpiteet, joilla sijoituspalvelun tarjoaja voi varmistua asiakkaansa oikeasta henkilöllisyydestä sekä siitä, että sijoituspalvelun tarjoaja tuntee asiakkaansa toimintaa ja taustoja siinä laajuudessa kuin asiakassuhde edellyttää. Sijoituspalvelun tarjoajan on lisäksi pystyttävä todentamaan asiakkaansa todellinen edunsaaja ja henkilö, joka toimii asiakkaansa lukuun ja tarvittaessa todennettava näiden henkilöllisyys.<sup>197</sup> Esimerkkinä voidaan mainita rahoitusta hakeva yritys, jonka edustaja voi olla yhtiön toimitusjohtaja ja todellisia edunsaajia ovat yhtiön omistajat. Sijoituspalvelun tarjoajalla ei saa olla tunnistamattomia asiakkaita ja sijoituspalvelun tarjoajalla on oikeus kieltäytyä tarjoamasta palveluja asiakkaalleen, jos se ei pysty tätä riittävällä varmuudella tunnistamaan tai tämän toiminnan luonnetta.<sup>198</sup>

Lain kohta ei mitenkään erottele sitä, missä sijoituspalvelun muodoissa nämä velvoitteet ovat voimassa ja onko jossain sijoituspalvelun muodoissa toisia ankarammat velvoitteet asiakkaan tuntemisesta, kuten toimeksiantojen välittämisessä tai liikkeeseenlaskun järjestämisessä. Näin ollen rahoituslupien voidaan katsoa kuuluvan tämän asiakkaan tuntemista velvoittavan pykälän soveltamisen piiriin. Asiakkaan tunteminen asettaa rahoituslupien aikaisempaa suuremman velvoitteen ottaa selvää asiakkaastaan, varsinkin jos kyseessä on rahoitusta hakeva yritys. Tällä tavoin voidaan varmistua

---

<sup>196</sup> Hoppu 2009, s. 94.

<sup>197</sup> Alhonsuo ym. 2012, s. 277.

<sup>198</sup> Nousiainen-Sundberg 2013, s. 19

siitä, että sijoitusta hakeva yritys on oikea yritys eikä kyseessä ole esimerkiksi yritys käyttää väärin joukkorahoitusta. Samoin rahoituslupajärjestelmälle tulee velvollisuus perehtyä asiakkaansa liiketoimintaan ja sen laatuun sekä tunnettava perusteet palvelun käyttämiselle<sup>199</sup>, jolloin rahoituslupajärjestelmästä voi tehdä arviot siitä, millaisia riskejä<sup>200</sup> kyseiseen yritykseen liittyy ja onko yrityksellä edellytyksiä tulla rahoituslupajärjestelmän asiakkaaksi ja voiko se suositella sijoittajille yritystä mahdollisena rahoituskohteena. Toisaalta taas rahoituslupajärjestelmästä voinee ottaa asiakkaakseen myös liikeriskiltään suuremmaksi kokemiaan yrityksiä. Tällöin sijoituspalveluyrityksen tulee tuoda esille sijoitusasiakkailleen yritykseen sijoittamiseen liittyvät tavallista suuremmat riskit.

Sijoituspalveluyrityksellä on myös velvollisuus seurata yrityksen riskiperusteista arviointia koko solmitun asiakassuhteen ajan. Sen tulee seurata vastaako sen asiakkaastaan huomaamat tiedot sen asiakkaaltaan saamia tietoja. Sijoituspalveluyrityksen tulee pitää asiakastietojaan ajan tasalla, jotta se voi huomata muutokset yrityksen tarkoituksissa käyttää sijoituspalveluyrityksen palveluita.<sup>201</sup> Rahoituslupajärjestelmän kohdalla asiakkaan seuranta tuskin nousee merkittävään rooliin, sillä joukkorahoituksen luonne huomioon ottaen rahoituslupajärjestelmän kestävät korkeintaan muutamia kuukausia eikä kyseessä ole pitkäaikainen sijoituspalvelusopimussuhde eikä tässä ajassa voine odottaa tapahtuvan suuriakaan muutoksia rahoitusta hakevan yrityksen toiminnassa. Sen sijaan rahoituslupajärjestelmän tulisi keskittää enemmän huomiota yrityksen toimintaan ja sen laatuun ennen sijoituspalvelusopimuksen solmistamista.

Lakiehdotuksen joukkorahoituslaiksi 12 §:ssä määrätään asiakkaan tuntemisesta. Lakiehdotuksen 12.1 §:ssä on viittaus asiakkaan tuntemisesta rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä annettuun lakiin (18.7.2008/503, myöhemmin ResL)<sup>202</sup>. Pykälän 2 momentissa mainitaan, että joukkorahoituksen välittäjä ei saa välittää joukkorahoitusta tai muutoin osallistua varainhankintaan joukkorahoituksen saajalle, joka on konkurssissa, yrityksen saneerausmenettelyssä tai muussa maksukyvyttömyysmenettelyssä. Lakiehdotuksen perusteluissa tämän tarkoituksena on varmistaa joukkorahoituksen saajan takaisinmaksukyvyyn varmistumisesta ja on tarpeen joukkorahoituksen uskottavuuden ylläpitämiseksi. Lakiehdotuksen 11.2 §:n perusteluiden mukaan velvollisuus huo-

---

<sup>199</sup> Nousiainen-Sundberg 2013, s. 18.

<sup>200</sup> Nousiainen-Sundberg 2013, s. 20.

<sup>201</sup> Nousiainen-Sundberg 2013, s. 21.

<sup>202</sup> Ks. tarkemmin asiakkaan tuntemisesta laki rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä.

lehtia joukkorahoituksen saajaa koskevien oikeiden ja riittävien tietojen hankkimisesta koskee siten, myös joukkorahoituksen välittäjää, jonka on tarpeen tehdä tapauskohtaisesti riittäväksi arvioitu, mutta ei välttämättä täydellinen yritystarkastus. Joukkorahoituksen välittäjän on varmistuttava ennen joukkorahoituksen aloittamista, ettei joukkorahoituksen saaja ole konkurssissa, yrityksen saneerausmenettelyssä tai muussa maksukyvyttömyysmenettelyssä.<sup>203</sup>

#### **4.5 Oikean informaation varmistaminen joukkorahoituksessa**

Kun sijoituspalvelusopimus on solmittu yrityksen kanssa, on periaatteessa kaksi erilaista tilannetta, joissa yritys markkinoi liikkeeseenlaskuaan rahoituslaskulla. Ensimmäinen tilanne on yksinkertaisempi tilanne, jossa yritys markkinoi itse toteuttamaansa liikkeeseenlaskua ja toinen tilanne on sellainen järjestely, jossa yritys ostaa sijoituspalveluna liikkeeseenlaskun järjestämisen palvelun tarjoajalta ja tämä hoitaa markkinoinnin yrityksen puolesta. Näissä tapauksissa tarkastelun kohteena on oikean ja totuudenmukaisen informaation antaminen liikkeeseenlaskun markkinoimisessa ja se, keneellä on vastuu annetun tiedon oikeellisuudesta. Tarkastellaan seuraavaksi liikkeeseenlaskun markkinoimista rahoituslaskulla.

##### *4.5.1 Velvollisuus julkaista esite*

AML:n 4:1 §:ssä säädetään esitteen julkaisemisvelvoitteesta, kun yritys on laskemassa liikkeelle osakkeitaan säännellylle markkinalle kaupankäynnin kohteeksi. Samassa yhteydessä säädetään siitä, että esite on ennen julkaisua hyväksyttävä Fivalla. Esite on julkaistava siinä muodossa ja sen sisältöisenä kuin se on Fivan toimesta hyväksytty ja sitä on pidettävä esille koko arvopaperin myyntitarjouksen ajan. Esitteen julkaisemisvelvoitteen tiedonantoa arvopaperin liikkeeseenlaskussa täydentää liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvoitteet sekä arvopaperimarkkinoiden peruseriaatteen; kielto menettellä hyvän arvopaperimarkkinallain vastaisesti sekä kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja.

AML:n 4:6 §:n mukaan esitteen on annetta sijoittajalle riittävät ja olennaiset tiedot, jotta sijoittaja voi tehdä perustellun arvion sijoituskohteesta ja siten perustaa sijoituksenpäätöksensä totuudenmukaisiin tietoihin sijoituskohteesta. Tietojen on koskettava liikkeeseenlaskijaa sekä sen mahdollista takaajaa.

---

<sup>203</sup> VM 2015c, s. 12.

Tietojen on käsiteltävä näiden varoja, vastuuta, taloudellista asemaa, tulosta ja tulevaisuudennäkymiä sekä arvopapereihin liittyvistä oikeuksista muista arvopaperien arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Lisäksi tiedot on esitettävä johdonmukaisessa ja ymmärrettävässä muodossa. AML:n 4:1.4 §:n mukaan arvopaperin tarjoajan ja liikkeeseenlaskijan ohella esitteen laatimisesta ja julkaisemisesta vastaa se, joka toimeksiannon nojalla huolehtii tarjouksesta tai arvopaperin hakemisesta kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle. Tämä on tärkeä kohta huomata, että sekä liikkeeseenlaskija että liikkeeseenlaskun järjestäjä vastaavat molemmat yhdessä esitevelvollisuuden täyttämistä. Näin ollen sekä rahoitusta hakeva yritys että rahoitusalue ovat yhdessä vastuussa, että esite täyttää sille asetetut vaatimukset.

AML:n 4:3 § sisältää poikkeukset jolloin esitettä ei tarvitse julkaista, joista pykälän 4 -kohta on vastikkeellisen joukkorahoituksen kannalta merkittävä. Kyseisen pykälän mukaan esitettä ei tarvitse laatia, jos arvopapereita tarjotaan Euroopan talousalueella 12 kuukauden aikana yhteenlasketulta vastikkeeltaan *alle* 1 500 000 euron suuruinen määrä. Tämän vuoksi useat joukkorahoitusalueet järjestävät mielellään alle 1 500 000 euron suuruisia liikkeeseenlaskuja<sup>204</sup>, koska tällöin rahoitusalueella kuin liikkeeseenlaskijalla ei ole velvoitetta julkaista esitettä ja liikkeeseenlasku on byrokralialtaan hieman sujuvampaa..

Esitteessä on annettava AML:n 4:6 §:n mukaisesti sijoittajalle olennaiset ja riittävät tiedot perustellun arvion arvopaperista ja liikkeeseenlaskijasta sekä mahdollisesta takaajasta. Tietojen on pidettävä sisällään liikkeeseenlaskijan sekä mahdollisen takaajan varoista, vastuista, taloudellisesta asemasta, tuloksesta ja tulevaisuudennäkymistä. Jos kuitenkin arvopapereita tarjotaan Euroopan talousalueella 12 kuukauden aikana yhteenlasketulta vastikkeeltaan alle 5 000 000 euroa ja arvopaperit haetaan kaupankäynnin kohteeksi monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään Suomessa ja sijoittajien saatavilla pidetään koko tarjouksen ajan kaupankäyntijärjestelmän mukainen yhtiöesite, ei esitettä tarvitse julkaista. Tällöin voitaneen joukkorahoituksenkin osalta välttyä esitevelvollisuudelta, kun rahoitusalue on yli 1 500 000 euroa, mutta alle 5 000 000 euroa, jos merkintäoikeutta tarjotaan alle 150 eiramattimaisen sijoittajan suljetulle joukolle. Esitteen julkaisuvelvollisuus ei myöskään koske tilanteita, joissa merkintäoikeutta tarjotaan pelkästään kokeneille sijoittajille.

---

<sup>204</sup> TT 2014.

Lakiehdotuksen joukkorahoituslaiksi 11.4 §:n mukaan joukkorahoituksen saajan ei tarvitse julkaista esitettä, jos arvopapereita tarjotaan Euroopan talousalueella 12 kuukauden aikana yhteenlasketulta vastikkeeltaan alle 3 500 000 euron suuruinen määrä. Tämä esitevelvollisuuden raja poikkeaa merkittävästi AML:n mukaisesta esiterajasta. Lakiehdotuksen perusteluissa korkeamman esiterajan käyttö on perusteltua, koska kasvu- ja pk-yrityksen rahoituksen ja erityisesti sen saatavuuden parantamiseksi ei ole tarpeenmukaista, että monimutkainen ja kallis esite olisi julkaista pienistäkin liikkeeseenlaskuista. Matala esiteraja aiheuttaisi vain pienille rahoituskierroksille niiden kokoon nähden kohuttomia kustannuksia sijoittajansuojaa parantamatta. Esiterajassa on käytetty kansallista harkintaa, sillä esitedirektiivi mahdollistaa kansallisen harkinnan käytön 100 000 euron ja 5 000 000 euron välillä. Mitä pienempi raja-arvo esitevelvollisuudessa on, sitä tiukempaa on kansallinen sääntely.<sup>205</sup> Näin ollen edellä esitetyn kaltainen esitevelvollisuus tulisi joukkorahoituksessa sovellettavaksi käytännössä poikkeustapauksissa.

#### 4.5.2 *Liikkeeseenlaskussa annettavat tiedot*

Sijoituspäätöstä tehtäessä on tärkeää, että sijoittaja tietää liikkeeseenlaskevan yrityksen taloudellisen tilanteen. OYL:n 9:8 §:n mukaan osakkeenomistajilla, joilla on merkintäoikeus liikkeeseenlaskussa, on oikeus saada tietoja liikkeeseenlaskusta ja liikkeeseenlaskijalla on velvollisuus pitää tietoja esillä. OYL:ssä ei kuitenkaan ole säännöksiä tietojen antamisesta yksityisten osakeyhtiöiden liikkeeseenlaskun osalta, kun liikkeeseenlasku suunnataan muille kuin osakkeenomistajille. Tietojen etsiminen on jätetty sijoittajan oman aktiivisuuden varaan.<sup>206</sup> Ilman taloudellisia tietoja liikkeeseenlaskijasta sijoittajan voi olla vaikeaa merkitä liikkeeseenlaskijan osakkeita.

OYL:n 9:8 §:n mukaisia esillä pidettäviä tietoja ovat lain 5:21 §:ssä mainitut tiedot, jotka koskevat viimeistä tilinpäätöstä ja tilintarkastusta sekä näiden jälkeisiä päätöksiä mahdollisista varojen jaosta sekä kertomuksia yhtiön asemaan olennaisesti vaikuttavista tapahtumista. Tiedot on pidettävä esillä ja saatavilla koko merkintä ajan, ellei yhtiö ole laatinut AML:n mukaista esitettä.<sup>207</sup>

AML:n 2:12 §:n mukaisesti arvopaperien yleisölle tarjoamisella tarkoitetaan henkilöille suunnattua viestintää, jossa annetaan tai jonka tarkoituksena on antaa tarjouksen ehdoista ja tarjotusta arvopape-

---

<sup>205</sup> VM 2015c, s. 11.

<sup>206</sup> Kyläkallio ym. 2012, s. 85.

<sup>207</sup> Mähönen-Villa 2012, s. 308.

rista riittävät tiedot arvopaperia koskevan osto- tai merkintäpäätöksen tekemiseksi. Määritelmää on tarkoituksella pidetty laajana sijoittajansuojan turvaamiseksi.<sup>208</sup> Yleisöstä on kyse silloin kyseessä, kun liikkeeseenlaskun kohteena on ennalta määräämätön tai määritelty, mutta hyvin laaja joukko sijoittajia.<sup>209</sup> Vaikka sijoittajille annetusta liikkeeseenlaskua koskevasta tiedosta jäisi puuttumaan tietoisesti tai vahingossa sijoittajan kannalta olennaisia kohtia, on kyseessä hallituksen esityksen mukaan yleisölle tarjoaminen, jos viestinnän tarkoituksena on, että tiedon kohteena oleva henkilö voi tehokkaasti hyväksyä tarjouksen. Myös arvopaperin tarjoaminen arvopaperinvälittäjien kautta on yleisölle tarjoamista.<sup>210</sup>

AML:n mukainen esite sisältää tiedot liikkeeseenlaskijasta, tiedot arvopaperista ja tarjouksesta sekä muut keskeiset tiedot ja tietojen tulee antaa sijoittajalle tiedot riittävän kuvan muodostamiselle arvopaperista ja liikkeeseenlaskijasta. Sijoittajan perusteltu arvio arvopaperista perustuu yleensä arvioon liikkeeseenlaskijan varoista, vastuista, taloudellisesta asemasta, tuloksesta tulevaisuudennäkymistä ja arvopaperiin liittyvistä oikeuksista. Esitteessä tulee olla esitteen laatimisesta vastuullisten henkilöiden vakuutus siitä, että heidän parhaan ymmärryksensä mukaan esite vastaa tosiseikkoja eikä tiedoista ole jätetty pois mitään olennaista arvopaperin arvoon vaikuttavaa seikkaa.<sup>211</sup>

Fiva suosittaa, että taloudellisista tiedoista esitettäisiin ainakin keskeiset taloudelliset tunnusluvut sekä niiden laskemisessa käytetyt laskukaavat. Lisäksi voidaan esittää muita taloudellisia tietoja, mikäli niiden katsotaan olevan oleellisia liikkeeseenlaskijalle. Tällaisia tietoja voivat olla esimerkiksi tilinpäätöksistä, toimintakertomuksista tai osavuosikatsauksista johdettuja tunnuslukuja tai perustua muuhun esitteessä esitettyyn taloudelliseen tietoon.<sup>212</sup>

Fivan suosituksen mukaan toiminnallista ja taloudellista asemaa tulisi analysoida johdon näkökulmasta. Analyysi tulisi suosituksen mukaan suorittaa yhtenä kokonaisuutena ymmärrettävyyden parantamiseksi. Lisäksi Fiva suosittaa, että analyysin yhteydessä esitetään merkittävät toimintaympäristöön sekä toimintaan ja taloudelliseen asemaan vaikuttaneet suuntaukset ja tekijät. Analyysiin voi-

---

<sup>208</sup> Parkkonen-Knuts 2014, s. 76.

<sup>209</sup> HE 32/2012, s. 105.

<sup>210</sup> Parkkonen-Knuts 2014, s. 76-77.

<sup>211</sup> Parkkonen-Knuts 2014, s. 106, 111 ja 114.

<sup>212</sup> Fiva 2013a, s. 31.

daan yhdistää myös muita asiakokonaisuuksia kuten rahoituksen lähteet, tutkimus ja kehitys sekä investoinnit. Analyysin tulisi suosituksen mukaan sisältää seuraavia periaatteita.

Analyysin tulisi keskittyä seikkoihin, joilla on merkitystä sijoittajille liikkeeseenlaskijan liiketoiminnan ymmärtämiseksi kokonaisuudessaan. Kuvauksen tulisi olla ymmärrettävä ja kattava, eikä sitä laadittaessa voida olettaa, että sijoittajalla on ennalta yksityiskohtaista tietoa liikkeeseenlaskijan toimialasta tai toimintaympäristöstä. Analyysissä tulisi käsitellä tasapuolisesti kaikkia historiallisten taloudellisten tietojen kattamia kausia. Historiallista kehitystä tulisi tarkastella suhteessa liikkeeseenlaskijan pidemmän aikavälin tavoitteisiin. Analyysin tulisi olla vertailukelpoinen tilikaudesta toiseen. Vertailtavuutta muihin liikkeeseenlaskijoihin tulisi edistää käyttämällä analyysissä yleisesti käytettyjä ja hyväksytyjä tunnuslukuja. Kuvauksessa tulisi käsitellä tasapuolisesti ja puolueettomasti sekä positiivisia että negatiivisia seikkoja. Johdon tulisi varmistaa, että analyysissä käsitellään myös sellaisia epäedullisia seikkoja, joiden pois jättäminen voisi johtaa sijoittajia harhaan.<sup>213</sup>

Vaikka vastikkeellisessa joukkorahoituksessa liikkeeseenlaskijoilla on vain harvoin velvollisuus julkaista esite johtuen liikkeeseenlaskun pienestä vastikkeellisuudesta, on tiedon antaminen liikkeeseenlaskussa merkittävä asia, jos yritys mieli saada sijoittajia merkitsemään osakkeitaan. Mitä tietoja yrityksen sitten tulisi sisällyttää liikkeeseenlaskun markkinointiin?

Jos tilannetta tarkastellaan sopimusoikeudellisen tarjous – vastaus -mekanismin valossa, niin liikkeeseenlaskuilmoituksessa tulisi antaa vähintään sellaiset tiedot, jotta sijoittaja voi vastata tarjoukseen joko hyväksyvästi tai kieltävästi. Tarjouksen sopimussidonnaisuuden syntyminen edellyttää aina, että markkinoinnin kohde on yksilöity riittävän täsmällisesti, jotta osapuolten velvoitteet voidaan sen perusteella täsmentää sopimuksen tulkinnan ja täydentämisen keinoin.<sup>214</sup> Tämä tarkoittaisi sitä, että liikkeeseenlaskun tarjouksessa tulisi ilmoittaa ainakin oikeustoimen kohteena oleva osake, sen hinta sekä oikeudet, kuinka kauan tarjous on voimassa ja miten vastike suoritetaan. Lisäksi tulisi ilmoittaa oikeustoimen vastapuoli eli kuka on liikkeeseenlaskija. Näitä tietoja voidaan täydentää esimerkiksi ottamalla kohtia edellä mainitusta esitteestä tai Fivan antamista suosituksista. On täysin liikkeeseenlaskijan harkinnan varassa, kuinka paljon hän haluaa antaa tietoja liikkeeseenlaskun markkinoinnis-

---

<sup>213</sup> Fiva 2013a, s. 32.

<sup>214</sup> Hemmo 2003, s. 112.



sa. Hänen täytyy kuitenkin ottaa huomioon sijoittajan vaatimukset tiedonsaamisesta sijoituspäätöksen tekemisen tueksi. Mitä enemmän sijoittajalla on tietoja käytössään sijoituspäätöksen muodostamiseksi, sitä paremmat mahdollisuudet yrityksellä on saada rahoitusta.

#### 4.5.3 *Liikkeeseenlaskun markkinointi rahoitusallustalla*

Kuinka liikkeeseenlaskua tulisi rahoitusallustalla markkinoida? Sijoitustuotteiden mainonnassa voidaan painottaa sijoittajille syntyvää hyötyä siitä, kun se saa käyttöönsä entistä parempaa ja tietoa tarjolla olevista rahoituskohteista, jolloin sijoittajat voivat sijoittaa varansa heille tarkoituksenmukaisimmalla tavalla<sup>215</sup>. Mainonnan esisijaisena tarkoituksena on edesauttaa tuotteiden ja palvelujen myyntiä. Sen vuoksi sijoitustuotteiden sääntelyä ei ole jätetty pelkästään mainonnan säätelyn varaan, vaan sitä on säännelty myös erilaisilla tiedonantovelvollisuuksilla.<sup>216</sup> Markkinointia, jossa elinkeinonharjoittaja esittää tosiasiaväitteitä, joita hän ei kykene näyttämään toteen, on pidettävä sopimattomana markkinointina. Markkinoinnin kohderyhmän kannalta riittävien tietojen antaminen markkinoinnissa on markkinoinnin yleislausekkeen AML:n 1:3 §:n nojalla velvoite siitä riippumatta, onko kyseiseen lakiin otettu erillisiä tiedonantovelvoitteita.<sup>217</sup>

AML:n 1:4 §:n mukaan se, joka itse tai toimeksiannon nojalla tarjoaa arvopapereita tai hakee arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle tai monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään tai jolla on 3-9 tai 11 luvun nojalla tiedonantovelvollisuus sijoittajia kohtaan, on velvollinen pitämään sijoittajien saatavilla tasapuolisesti riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Fivan tulkinnan mukaan kyseinen tiedonantovelvollisuus on ensisijaisesti arvopaperin tarjoajalla tai kaupankäynnin kohteeksi hakevalla. Liikkeeseenlaskija vastaa työntekijöidensä ja johtohenkilöiden mahdollisesti aiheuttamasta vahingosta liikkeeseenlaskun yhteydessä.<sup>218</sup> Edelleen Fivan tulkinnan mukaan liikkeeseenlaskun järjestäjän selonottovelvollisuus niistä tiedoista, joita edellä mainitut AML:n kohtien tiedonantovelvollisuuden täyttäminen edellyttää, ulottuu myös siihen, mitä informaatiota sen voidaan edellyttää kohtuudella hankkivan liikkeeseenlaskijasta ottaessaan vastaan toimeksiannon ja toimeksiannon aikana.<sup>219</sup>

---

<sup>215</sup> Hoppu 2004, s. 67.

<sup>216</sup> Hoppu 2004, s. 68.

<sup>217</sup> Hoppu 2004, s. 125 ja 137.

<sup>218</sup> Hiden 2002, s. 101.

<sup>219</sup> Fiva 2013a, s. 20.

Näin ollen liikkeeseenlaskijalla voitaisiin katsoa olevan vastuu antamastaan tiedosta rahoituslustrala. Rahoituslustrala tulisi kuitenkin olla edellä esitetyn kaltainen velvoite ottaa selvää asiakkaansa antamista tiedoista liikkeeseenlaskusta. Tällä tavalla voitaisiin vahvistaa tutkielman luvussa 4.4. mainittua asiakkaan tuntemista, kun rahoituslustrala olisi velvollisuus ottaa kohtuuden rajoissa selvää ja todentaa liikkeeseenlaskijan antamia tietoja liikkeeseenlaskusta.

Liikkeeseenlaskussa pätee aikaisemmin tutkielmassa mainittu kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja joita täydentää kielto menetellä arvopaperitavan vastaisesti. Hyvän tavan vastaisena tai sopimattomana markkinointina on markkinointioikeudessa pidetty markkinointia, jonka totuudenvastaisuutta tai harhaanjohtavuutta ei ole voitu osoittaa, mutta markkinointi on kuitenkin ollut kohderyhmän kannalta arveluttavaa. Markkinoijan on tarvittaessa pystyttävä todentamaan markkinoinnissa esittämänsä tosiasiat oikeiksi. Markkinointi on totuudenvastaista, jos siinä esitetyt tiedot eivät ole objektiivisesti katsoen totta, eli ne eivät vastaa todellisuutta. Sillä ei ole merkitystä, mikä pyrkimys markkinoijalla on ollut. Ratkaisevaa on se, kuinka mainonta on kohderyhmässä ymmärretty.<sup>220</sup>

---

<sup>220</sup> Hoppu 2004, s. 197-202.

## 5 Rahoitusalan ja sijoittajan välisestä suhteesta

### 5.1 Sijoituspalvelusopimus

Sipal:n 10:3 §:n mukaan sijoituspalvelun tarjoamisesta on tehtävä kirjallinen sopimus, josta ilmenevät osapuolten oikeudet ja velvollisuudet sekä muut sopimuksen ehdot. Sopimus voidaan tehdä myös sähköisesti. Tällöin sopimus tulee säilyttää sähköisesti osapuolten saatavilla siten, ettei sitä voida muuttaa yksipuolisesti.<sup>221</sup> Sopimuksessa ei saa käyttää hyvän tavan vastaista tai asiakkaan kannalta kohtuutonta ehtoa.<sup>222</sup> Sijoituspalvelun tarjoajan on kiinnitettävä erityistä huomiota silloin, kun asiakkaana on ei-ammattimainen asiakas ja sopimus on sijoituspalvelun tarjoajan laatima ja se sisältää vakioehtoja.<sup>223</sup> Sipal:n 10:5 §:n mukaisesti sijoituspalvelun on annettava ei-ammattimaiselle asiakkaalle sijoituspalvelua tai oheispalvelua koskevan sopimuksen ehdot sekä riittävät tiedot sijoituspalveluyrityksestä ja tarjottavasta palvelusta. Tiedot on annettava hyvissä ajoin ennen sopimuksen tekemistä tai ennen kuin palvelua annetaan asiakkaalle, jos se on varhaisempi ajankohta. Sijoittajalle annettavia tietoja ovat tiedot: 1) sijoituspalveluyrityksestä ja sen tarjoamasta palvelusta, 2) palvelun kohteena olevien rahoitusvälinelajien luonteesta ja niihin liittyvistä riskeistä, 3) sijoitusstrategioista, jos niitä on ehdotettu ja niiden riskeistä, 4) siitä, missä toimeksiannot toteutetaan sekä 5) palveluun liittyvistä kuluista ja palkkioista. Sopimuksen ehdot voivat olla sopimukseen sisällytettynä erillisessä liitteessä vakioehtoina.

Yksittäiseen arvopaperiin liittyvän toimeksiannon kohdalla on katsottu, että sopimuksen sijaan jokaisesta toimeksiannosta täytetään erillinen toimeksiantolomake tai muu toimeksiantosopimuksen ehdot sisältävä asiakirja.<sup>224</sup> Lomakkeessa käytettävät ehdot voivat olla vakioehtoja. Merkintäpaikkana toimimisessa merkintälomakkeen allekirjoittaminen täyttäisi pykälän vaatimuksen kirjallisesta sopimuksesta.<sup>225</sup>

---

<sup>221</sup> Nousiainen-Sundberg 2013, s. 141.

<sup>222</sup> HE 32/2012, s. 177.

<sup>223</sup> Nousiainen-Sundberg 2013, s. 142.

<sup>224</sup> Nousiainen-Sundberg 2013, s. 141.

<sup>225</sup> HE 43/2007, s. 91.

Se, että yksittäisen toimeksiannon osalta voidaan tehdä sähköinen sijoituspalvelusopimus, tai lomake, joka voi olla vakioamuotoinen ja sisältää vakioehdot, helpottaa valtavasti rahoituslun toimin-  
taa joukkorahoituksessa ja tekee joukkorahoituksesta sen hengen mukaisesti hallinnoltaan kevyttä ja  
sijoittajille helppoa. Jos rahoituslun pitäisi tehdä kirjallinen sopimus kasvokkain kaikkien rahoit-  
tajien kanssa ja jokaisessa sopimuksessa voitaisiin neuvotella ehdoista erikseen, tulisi rahoituksen  
kustannukset suuriksi, jolloin olisi vaarana, että joukkorahoitus rahoitusmuotona jäisi tehottomaksi ja  
kehittymättömäksi rahoitusmuodoksi alkuvaiheessa olevien yritysten rahoituslähteenä. Mahdollisuus  
tehdä sähköisiä yksittäisiä vakioamuotoisia sopimuksia kunkin liikkeeseen laskun yhteydessä mahdol-  
listaa joukkorahoituksen jouhevan hyödyntämisen.

## 5.2 Rahoituslun velvollisuudet sijoittajaan nähden

### 5.2.1 Sijoittajan tunteminen joukkorahoituksessa

Sijoituspalvelun tarjoajalla on SipaL:n 12:3 §:n mukainen velvollisuus tuntea asiakkaansa. Sijoittajan  
tuntemiseen pätee samat velvollisuudet kuin liikkeeseenlaskijan tuntemiseenkin, joita on käsitelty  
edellä tutkielman luvussa 4.3. Velvollisuus tuntea sijoittaja voi aiheuttaa rahoituslunlle merkittäviä  
haasteita, sillä rahoituslun tulisi lain kohdan mukaan ottaa selvää kaikista asiakkaistaan. Henki-  
lön tunnistaminen ja todentaminen voidaan suorittaa käyttämällä esimerkiksi sähköisiä pankkitunnis-  
teita verkossa tapahtuvassa rahoitustoiminnassa ja virallisesta henkilötodistuksesta asioita henkilö-  
kohtaisesti sijoittajan kanssa, mutta sijoittajan tosiasiallisen edunsaajan tunnistaminen ja todentami-  
nen voi olla haastavaa varsinkin jos sijoittajia on paljon. Lain kohdan mukaan sijoituspalvelun tarjo-  
ajan on pystyttävä selvittämään perusteet sijoituspalvelun tarjoamisesta sijoittajalle, joka kasvattaa  
osaltaan asiakkaiden tuntemisen haastetta. Lisäksi joukkorahoituksen hengen ”pienistä virroista kas-  
vaa suuri joki” mukainen mahdollisuus sijoittaa kertaluonteisesti pieniä summia ei välttämättä ole  
kaiken selvitystyön arvoista, sillä velvollisuus tuntea asiakas saattaa nostaa rahoituskustannuksia  
kohtuuttomasti suhteessa sijoitettavaan varallisuuteen.

ResL:n 7 §:n mukaan sijoituspalvelun tarjoajan ja siten myös rahoituslun on tunnistettava ja to-  
dennettava asiakas, jos heidän välillään solmitaan vakituinen asiakassuhde<sup>226</sup>. Joukkorahoituksessa ei  
tällöin välttämättä toteudu tunnistamisvelvollisuus, jos kyse on kertaluonteisista sijoituksista. Sijoit-

---

<sup>226</sup> Nousiainen-Sundberg 2013, s. 23.

tajalla on toisaalta mahdollisuus tehdä sijoituksia toisiin kohteisiin rahoituslupien kautta, tällöin tulisi tarkastella sitä, millainen toistuva sijoitustoiminta on jatkuvaa sijoitustoimintaa.

Sijoittajansuojan kannalta on tuskin suurta merkitystä sillä, onko rahoituslupalla velvollisuus tuntee sijoittajaa, silloin kun yksittäiset sijoitukset pysyvät kohtuullisen pieninä. Sijoitusta voitaneen pitää pienenä silloin, kun sijoitus ei ylitä ResL 7:1.5 §:n mukaista 15 000 euron rajaa. Erityisen ongelmaryhmän muodostavat henkilöt, jotka eivät ole oikeustoimikelpoisia. Rahoituslupien lienee erittäin vaikea selvittää heidän oikeustoimikelpoisuuttaan, silloin kun sijoittaminen tapahtuu verkkosivujen kautta. Sijoittajan kannalta tuskin on suurta haittaa, vaikka oikeustoimikelpoton henkilö tekisi sijoituksen, mutta oikeustoimen mahdollinen pätemättömyys voisi aiheuttaa muita yhtiöoikeudellisia ongelmia.

Lakiehdotuksen joukkorahoituslaiksi 12 §:ssä säädetään asiakkaan tuntemisesta, jossa viitataan myös ResL:iin asiakkaan tuntemista koskevissa menettelyissä. Lakiehdotuksen perusteluissa kuitenkin helpotetaan rahoituksen välittäjää sekä sijoituspalveluyrityksen asiakkaan tuntemista siinä mielessä, että joukkorahoituksessa ei tarvitse tehdä asiakkaan riskinkantokyvyn arviointia. Tätä on perusteltu sillä, että joukkorahoituksessa sijoitettavat summat ovat suhteellisen pieniä. Joukkorahoituksessa sijoitetaan kasvuyrityksiin ja pk-yrityksiin, joihin sisältyy esimerkiksi julkisen kaupankäynnissä kohteena olevia osakkeita korkeampi riski sijoituksen menettämisestä. Koska tämä seikka on yleisessä tiedossa, ei ole nähty tarkoituksenmukaiseksi siirtää vastuuta sijoituksen menettämisestä pois sijoittajalta.<sup>227</sup> Tämä tarkoittaisi sitä, ettei luonnoksen hallituksen esityksestä joukkorahoituslaiksi mukaisesti joukkorahoituksessa tarvitsisi soveltaa luvun 5.2.2. kaltaista selonottovelvollisuutta sijoittajaan nähden. Tästä ei kuitenkaan ole mainintaa lakiehdotuksessa eikä sen perusteluissa.

### *5.2.2 Rahoituslupien selonottovelvollisuus*

Jos rahoituslupien tarjoaja SipaL:n 10:4 §:n mukaisesti sijoituspalveluna sijoitusneuvontaa tai omaisuudenhoitoa, on sen hankittava ennen sijoituspalvelun tarjoamista riittävät tiedot asiakkaan taloudellisesta asemasta, kyseistä sijoituspalvelua tai rahoitusvälinettä koskevasta sijoituskokemuksesta ja -tietämyksestä sekä sijoitustavoitteista, jotta se voi suositella asiakkaalle soveltuvia rahoitusvälineitä ja palvelua. Selonottovelvollisuuden tarkoituksena on, että sijoituspalvelun tarjoaja arvioi sijoitus-

---

<sup>227</sup> VM 2015c, s. 12.

palvelun tai rahoitusvälineen soveltumista asiakkaalle. Selonottovelvollisuuden sisältö voi olla erilainen, riippuen siitä onko kyse soveltuvuusarvioinnista (suitability test) omaisuudenhoidossa ja sijoituspalvelussa vai asianmukaisuusarvioinnista (appropriateness test) muussa sijoituspalvelussa<sup>228</sup>. Sijoituspalveluyrityksellä ei ole selonottovelvollisuutta, jos toimeksiannon toteuttaminen tai välittäminen tapahtuu asiakkaan aloitteesta ja palvelu koskee yksinkertaista rahoitusvälinettä. Listaamattoman osakeyhtiön osake ja siihen liittyvä merkintä oikeus on katsottu olevan monimutkainen rahoitusväline<sup>229</sup>. Myöskään SipaL:n 10:4 §:n mukaisten selonottovelvollisuuspoikkeusten joukossa eivät ole listaamattomien yritysten osakkeet ja niiden merkintäoikeudet. Näin ollen rahoituspalvelulla on aina SipaL:n mukainen selonottovelvollisuus asiakkaastaan, kun kyseessä on ei-ammattimainen asiakas.

Kun sijoituspalveluyritys tarjoaa SipaL:n mukaista sijoitusneuvontaa, on sijoituspalvelun tarjoajan hankittava asiakkaalta tiedot, jotka ovat tarpeen asiakkaaseen liittyvien olennaisten seikkojen ymmärtämiseksi ja joiden perusteella sijoituspalvelun tarjoaja voi tarjotun palvelun luonne ja laajuus huomioon ottaen kohtuudella varmistua siitä, että sijoitusneuvon kohteena oleva liiketoimi täyttää sille asetetut edellytykset. Nämä edellytykset ovat: liiketoimi vastaa asiakkaan sijoitustavoitteita, liiketoimi on sellainen, että asiakas pystyy kantamaan taloudellisesti siihen liittyvät asiakkaan sijoitustavoitteiden mukaiset riskit ja liiketoimi on sellainen, että asiakkaalla on tarvittava sijoituskokemus ja/tai -tietämys suositeltuun liiketoimeen tai sijoitussalkkunsa hoitoon liittyvien riskien ymmärtämiseksi. Sijoituspalvelun tarjoajan ei tarvitse selvittää asiakkaansa sijoituskokemusta ja -tietämystä, jos asiakas on luokiteltu SipaL:n 1:18 §:n mukaiseksi ammattimaiseksi asiakkaaksi. Ammattimaisella asiakkaalla voidaan olettaa olevan riittävä sijoituskokemus ja -tietämys rahoitusvälineeseen tai sijoituspalveluun liittyvän riskin ymmärtämiseksi.<sup>230</sup> Sijoitusneuvonta edellyttää sijoituspalvelun tarjoajan laajempaa selonottovelvollisuutta<sup>231</sup> asiakkaastaan. Tämän vuoksi sijoitusneuvonta on kyettävä erottamaan muusta sijoituspalvelusta.<sup>232</sup> Vasta sen jälkeen kun sijoituspalvelun tarjoaja on saanut asiakkaaltaan edellä mainitut tiedot, voi se arvioida ja suositella millainen rahoitusväline tai sijoituspalvelu sopii asiakkaan tarpeisiin.<sup>233</sup>

---

<sup>228</sup> Nousiainen-Sundberg, s. 98.

<sup>229</sup> Nousiainen-Sundberg, s. 110.

<sup>230</sup> Fiva 2013c, s. 25-26.

<sup>231</sup> Ks. tarkemmat menettelytapaohjeet MOK 2013d kohdat (62)-(68).

<sup>232</sup> Ks. tutkielman kappale 3.5 sijoituspalveluista.

<sup>233</sup> Nousiainen-Sundberg 2013, s. 104.

Jos sijoituspalvelun tarjoaja tarjoaa sijoittajalle muuta sijoituspalvelua kuin sijoitusneuvontaa tai omaisuudenhoitoa, eikä kysymyksessä ole rahoitusvälineiden säilyttäminen, sijoituspalvelun tarjoajan on ennen sijoituspalvelun tarjoamista pyydettävä ei-ammattimaiselta asiakkaalta tiedot tämän kyseistä rahoitusvälinettä tai sijoituspalvelua koskevasta sijoituskokemuksesta ja -tietämyksestä voidakseen arvioida, onko rahoitusväline tai palvelu asiakkaan kannalta asianmukainen. Jos sijoituspalvelun tarjoaja katsoo saamansa tiedon perusteella, ettei rahoitusväline tai sijoituspalvelu sovellu asiakkaalle, tulee sen ilmoittaa tästä asiakkaalle. Kun arvioidaan rahoitusvälineen tai sijoituspalvelun soveltuvuutta asiakkaalle, sijoituspalvelun tarjoajan on selvitettävä, onko asiakkaalla tarvittava sijoituskokemus ja/tai -tietämys kyseiseen rahoitusvälineeseen tai sijoituspalveluun liittyvien riskien ymmärtämiseksi. Näitä ei kuitenkaan tarvitse selvittää, jos asiakas on luokiteltu SipaL:n 1:18 §:n mukaiseksi ammattimaiseksi sijoittajaksi.<sup>234</sup>

### 5.2.3 Asiakkaalle suuntautuva tiedonantovelvoite

Sijoituspalveluyrityksen on annettava ei-ammattimaiselle asiakkaalle SipaL:n 10:5 §:n mukaan sijoituspalvelua tai oheispalvelua koskevan sopimuksen ehdot sekä riittävät tiedot sijoituspalveluyrityksestä ja tarjottavasta palvelusta. Ehdot ja tiedot on annettava hyvissä ajoin ennen sopimuksen tekemistä tai ennen kuin palvelua annetaan asiakkaalle, jos se on varhaisempi ajankohta. Fivan tulkinnan mukaan asiakkaalla tulee olla kohtuullisesti aikaa perehtyä annettuihin tietoihin ja ymmärtää tarjottavan sijoituspalvelun tai rahoitusvälineen ominaispiirteet.<sup>235</sup> Annettavia tietoja ovat tiedot sijoituspalveluyrityksestä ja sen tarjoamasta palvelusta, palvelun kohteena olevien rahoitusvälinelajien luonteesta ja niihin liittyvistä riskeistä, sijoitusstrategioista, jos niitä on ehdotettu, siitä missä toimeksiantoja toteutetaan, asiakasvarojen säilyttämisestä sekä siihen liittyvistä riskeistä ja palveluun liittyvistä kuluista ja palkkioista.<sup>236</sup> Ei-ammattimaiselle asiakkaalle on ilmoitettava sijoituspalvelusta tai rahoitusvälineestä veloitettava kokonaishinta, johon sisältyvät kaikki liitännäiset palkkiot, maksut, palkkiot ja muut kustannukset sekä sijoituspalvelun tarjoajan kautta maksettavat verot.<sup>237</sup> Lisäksi sijoitus-

---

<sup>234</sup> Fiva 2013c, s. 27.

<sup>235</sup> Fiva 2013c, s. 21.

<sup>236</sup> Ks. ei-ammattimaiselle asiakkaalle ilmoitettavat tiedot MOK 2013d, s. 21-24.

<sup>237</sup> Fiva 2013c, s. 24.

palvelun tarjoajan on ilmoitettava ei-ammattimaiselle asiakkaalle, jos hänelle voi koitua muita liiketoimista aiheutuvia kuluja, joita palvelun tarjoaja ei peri tai joita ei makseta tämän kautta.<sup>238</sup>

Sijoituspalveluyrityksen on ilmoitettava ei-ammattimaiselle asiakkaalle hyvissä ajoin etukäteen, jos edellä mainituissa ehtoissa tapahtuu olennaisia muutoksia. Olennaisuutta arvioidaan objektiivisesti asiakkaan näkökulmasta. Kaikki sellaiset seikat ovat olennaisia, joilla on vaikutusta asiakkaan päätöksentekoon. Näkökulmassa painotetaan arvopaperimarkkinoita tuntevan henkilön arviota siitä, onko muutosta pidettävä olennaisena asiakkaan kannalta. Ei siis riitä, että asiakas ilmoittaa jälkepäin, että muutos oli hänen kannaltaan olennainen ja vaikutti siten hänen päätöksentekoon.<sup>239</sup> Vakiomuotoisten tuotteiden tai palveluiden osalta asiakkaan voidaan katsoa tarvitsevan vähemmän aikaa tutustuakseen niiden tietoihin. Samoin tilanteissa, joissa asiakas on jo aikaisemmin hankkinut vastaavanlaisia palveluita tai tuotteita.<sup>240</sup> Ei-ammattimaiselle asiakkaalle on annettava myös tiedot sijoittajienkorvausrahostosta johon sijoituspalvelun tarjoaja kuuluu sekä tiivistelmä toimintaperiaatteista, joita sijoituspalvelun tarjoaja noudattaa eturistiriitojen käsittelyssä.<sup>241</sup>

Edellä mainitut tiedot on annettava asiakkaalle SipaL:n 10:1.2 §:n mukaisesti; sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoamisessa on toimittava rehellisesti, tasapuolisesti, ammattimaisesti ja asiakkaan edun mukaisesti. Tiedot voidaan antaa asiakkaan suostumuksella sijoituspalveluyrityksen internetsivuilla ilman, että ne on osoitettava asiakkaalle henkilökohtaisesti, jos se on asianmukaista sijoituspalveluyrityksen ja asiakkaan välisen liiketoimen toteuttamisen yhteydessä ja tiedot ovat saatavilla niin kauan kuin asiakkaan voidaan olettaa niitä tarvitsevan.

Sijoituspalveluyrityksen on annettava ei-ammattimaiselle asiakkaalle riittävät tiedot tälle asiakkaan lukuun suoritetuista liiketoimista, palveluista ja niiden kustannuksista, sijoituspalveluyrityksen hallussa olevista asiakasvaroista sekä muista asiakkaalle annetuista palveluista. Ammattimaiselle asiakkaalle on tiedot annettava ennen sijoituspalvelua tai oheispalvelua koskevan sopimuksen tekemistä. Tietoja annettaessa on asiakkaan sijoituskokemus otettava huomioon arvioitaessa riittäviä tietoja tarjottavasta palvelusta sekä palvelun kohteena olevan rahoitusvälineen luonteesta ja siihen liittyvistä

---

<sup>238</sup> Alhonsuo ym. 2012, s. 290.

<sup>239</sup> Hoppu 2009, s. 166.

<sup>240</sup> Ks. komission direktiivi 2006/73/EY kohta (48).

<sup>241</sup> Alhonsuo ym. 2012, s. 290.



riskeistä. Ammattimaiselle asiakkaalle riittää yleiskuvaus sijoituspalvelun kohteena olevista rahoitusvälineistä sekä niihin liittyvistä olennaisista riskeistä.<sup>242</sup>

#### 5.2.4 Kannustimet

SipaL:n 10:2.2 §:n mukaan sijoituspalvelun tarjoamisen yhteydessä sijoituspalveluyritys ei saa maksaa maksua eikä antaa palkkiota tai muuta etua kolmannelle osapuolelle tai tämän edustajalle eikä ottaa vastaan maksua, palkkiota tai muuta etua kolmannelta osapuolelta, ellei siitä ole annettu asiakkaalle kattavia ja selkeitä tietoja ennen sijoituspalvelun tarjoamista tai sen voidaan katsoa parantavan asiakkaalle tarjottavan palvelun laatua ja sen maksaminen ei ole asiakkaan edun vastaista. Tällaisia sijoituspalvelun tarjoamisen yhteydessä kolmansille osapuolille maksettavia tai kolmannelta osapuolelta saatavia maksuja, kuten palkkioita, kutsutaan kannustimiksi. Kannustimet ovat siis sallittuja, kunhan edellä mainitut ehdot täyttyvät. Kannustimet, jotka eivät ole asiakkaan edun mukaisia, ovat kiellettyjä.<sup>243</sup>

Sijoituspalvelun tarjoaja voi antaa asiakkaalle kannustimia koskevat tiedot tiivistelmänä, vakiomuotoisesti esimerkiksi sijoittajille annettavalla kirjeellä tai asiakkaan suostumuksella sähköisesti.<sup>244</sup> Fivan tulkinnan mukaan, jos tiedot kannustimista annetaan tiivistelmänä, tulee sen sisältää niistä riittävät ja selkeät tiedot siten, että asiakas ymmärtää, mihin sijoituspalveluun taikka rahoitusvälineeseen palkkio tai maksu liittyy, ja että asiakas pystyy tietojen johdosta tekemään perustellun päätöksen. Siten pelkkä toteamus maksujen maksamisesta tai palkkioiden saamisesta ei ole riittävä.<sup>245</sup> Sijoituspalvelun tarjoajalla on velvollisuus antaa asiakkaalle tämän pyynnöstä kolmansille osapuolille maksettavista palkkioista tai näiltä saatavista palkkioista.<sup>246</sup>

#### 5.2.5 Toimeksiantojen huolellinen toteuttaminen ja raportointi

SipaL:ssa säädetään sijoituspalveluyrityksen huolellisesta toteuttamisesta ja käsittelystä. Sijoituspalveluyrityksen on Sipal:n 10:6 §:n mukaisesti toteutettava kohtuulliset toimenpiteet, joilla saavutetaan asiakkaalle paras mahdollinen tulos ottaen huomioon toimeksiannon toteuttamisen kannalta olennaiset seikat. Jos asiakas on antanut erityisiä ohjeita toimeksiannon hoitamisessa, sijoituspalve-

---

<sup>242</sup> Alhonsuo ym. 2012, s. 290.

<sup>243</sup> Alhonsuo ym. 2012, s. 291.

<sup>244</sup> Nousiainen-Sundberg 2013, s. 128.

<sup>245</sup> Fiva 2013c, s. 18.

<sup>246</sup> Hoppu 2009, s. 239.

luurytyksen on noudatettava niitä. Fivan tulkinnan mukaan toimeksiannon toteuttamisen kannalta olennaisia seikkoja ovat rahoitusvälineen hinta, toimeksiannon toteuttamisesta aiheutuvat kustannukset, toimeksiannon toteuttamisen nopeus ja toimeksiannon toteuttamisen ja selvityksen todennäköisyys, toimeksiannon koko ja luonne sekä muut toimeksiannon kannalta olennaiset seikat.<sup>247</sup> Huolellisuusvelvoitteen voidaan katsoa toteutuneen siltä osin kuin sijoituspalvelun tarjoaja toteuttaa asiakkaan toimeksiannon tai sen tietyn osan asiakkaan antamien, toimeksiantoa tai sen tiettyä osaa koskevien erityisten ohjeiden perusteella.

Fivan määräyksen mukaan toimeksiannon toteuduttua sijoituspalvelun tarjoajan on viipymättä toimittava siitä asiakkaalle olennaiset tiedot kirjallisesti tai muulla pysyvällä tavalla. Ei-ammattimaiselle asiakkaalle ilmoitus on lähetettävä mahdollisimman pian, mutta viimeistään toimeksiannon toteutuspäivää seuraavana pankkipäivänä, tai jos sijoituspalvelun tarjoaja saa asiasta vahvistuksen kolmannelta osapuolelta, viimeistään vahvistuksen vastaanottamista seuraavana ensimmäisenä pankkipäivänä.<sup>248</sup>

Sijoituspalveluyrityksellä on oltava toimintaperiaatteet, jotka sisältävät tiedot niistä kaupankäyntipaikoista, joissa sijoituspalveluyritys toteuttaa toimeksiantoja siihen vaikuttaneet tekijät. Sijoituspalveluyrityksen on seurattava toimintaperiaatteidensa asianmukaisuutta. Sijoituspalveluyrityksen on annettava asiakkaalle riittävät tiedot toimintaperiaatteistaan ennen sijoituspalvelun tarjoamista sekä ilmoitettava asiakkaalle niissä tapahtuvista olennaisista muutoksista. Fivan tulkinnan mukaan toimintaperiaatteisiin tulee sisällyttää ne kaupankäyntipaikat, joissa sijoituspalvelun tarjoajan on mahdollista saavuttaa toimeksiantojen toteuttamisen kannalta paras mahdollinen tulos. On mahdollista, että asiakkaiden toimeksiannot toteutetaan toimintaperiaatteiden mukaan vain yhdessä kaupankäyntipaikassa, tällöinkin on huolehdittava siitä, että saavutetaan asiakkaiden kannalta paras mahdollinen tulos. Sijoituspalvelun tarjoajan on arvioitava toimeksiantojen toteuttamista koskevien toimintaperiaatteiden ja toimeksiantojen toteuttamisjärjestelyjensä asianmukaisuus vuosittain sekä silloin, kun niissä tapahtuu olennainen muutos.<sup>249</sup>

---

<sup>247</sup> Fiva 2013c, s. 32. Ks. listaus olennaisten seikkojen tärkeysjärjestyksen määrittämisestä kohta (106).

<sup>248</sup> Fiva 2013c, s. 28. Ks. tarkemmat ei-ammattimaiselle asiakkaalle annettavat tiedot kohdasta (83).

<sup>249</sup> Fiva 2013c, s. 34.

SipaL:n 10:7 §:n mukaan sijoituspalveluyrityksen on toteutettava asiakkaansa toimeksiannot ilman aiheutonta viivytystä. Sijoituspalveluyritys ei saa antaa toisen asiakkaan edun tai oman etunsa vaikuttaa asiakkaan toimeksiannon toteuttamiseen. Sijoituspalveluyrityksen on toteutettava asiakkaiden toimeksiannot niiden saapumisjärjestyksessä, jos se on mahdollista ottaen huomioon toimeksiannon koko, asiakkaan määräämät hintarajat tai muut toimeksiannon ehdot sekä se, miten toimeksianto on annettu.

Sijoituspalveluyrityksen on Sipal:n 10:7 §:n mukaan säilytettävä tiedot asiakkaan antamista rahoitusvälineitä koskevista toimeksiannoista, omaan tai asiakkaan lukuun suorittamistaan rahoitusvälineitä koskevista liiketoimista sekä muista asiakkaalle tarjoamistaan palveluista viiden vuoden ajan. Sijoitus- tai oheispalvelusta asiakkaan kanssa tehty sopimus tai muut palvelun tarjoamista koskevat ehdot on säilytettävä asiakassuhteen keston ajan. Fivan määräyksen mukaan sijoituspalvelun tarjoajan on asiakkaiden toimeksiantoja hoitaessa täytettävä seuraavat edellytykset: a) sijoituspalvelun tarjoajan on varmistettava, että asiakkaiden lukuun toteutetut toimeksiannot kirjataan ja jaetaan viipymättä oikein, b) sijoituspalvelun tarjoajan on hoidettava muutoin toisiaan vastaavat asiakkaiden toimeksiannot saapumisjärjestyksessä ja viipymättä, ellei tämä ole toimeksiannon ominaispiirteiden tai vallitsevien markkinasuhteiden kannalta epätarkoituksenmukaista, tai ellei asiakkaan etu muuta vaadi ja c) sijoituspalvelun tarjoajan on ilmoitettava ei-ammattimaiselle asiakkaalle toimeksiantojen toteuttamiseen mahdollisesti liittyvistä olennaisista ongelmista viipymättä niiden havaitsemisen jälkeen.<sup>250</sup> Sijoituspalvelun tarjoaja ei saa käyttää väärin tietoja, jotka liittyvät toteutumattomiin asiakkaiden toimeksiantoihin ja tämän tulee kohtuullisin toimenpitein estää vaikuttavassa asemassa<sup>251</sup> olevia henkilöitä käyttämästä väärin näitä tietoja.<sup>252</sup>

### 5.2.6 Sijoituspalveluiden markkinointi

Tässä yhteydessä markkinoinnilla tarkoitetaan kaikkea finanssipalvelujen tai tuotteiden myymisen edistämiseen tähtäävää toimintaa.<sup>253</sup> Sipal:n 10:2 §:ssä säädetään sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoamisesta ja markkinoinnista. Sijoituspalvelun tarjoajan on toimittava rehellisesti, tasapuolisesti, ammattimaisesti ja asiakkaan edun mukaisesti. Fivan määräyksen mukaan tietojen tulee olla paik-

---

<sup>250</sup> Fiva 2013c, s. 37.

<sup>251</sup> Ks. Sipal:n 7:11.3 § vaikuttavassa asemassa olevista henkilöistä.

<sup>252</sup> Hoppu 2009, s. 223.

<sup>253</sup> Fiva 2013b, s. 6.

kansapitäviä, eivätkä ne saa korostaa sijoituspalvelusta tai rahoitusvälineestä mahdollisesti saatavaa etua, ilman että samalla annetaan asiallinen ja selkeä niihin liittyvistä riskeistä. Tietoihin liittyviä keskeisiä seikkoja, väitteitä tai varoituksia ei saa peitellä tai vähätellä. Tiedot on annettava riittävästi ja siten, että vastaanottajaryhmään kuuluva huolellisesti toimiva henkilö todennäköisesti ymmärtää tiedon. Tiedoista ei myöskään saa saada sellaista käsitystä, että Fiva tai muu valvontaviranomainen on hyväksynyt sijoituspalvelun tarjoajan tuotteet tai palvelut. Edellä mainittu ei kuitenkaan koske Fivan hyväksymää liikkeellelaskua koskevaa esitettä.<sup>254</sup>

Lain pykälän mukaan sijoituspalvelua ei saa markkinoida markkinoimalla antamalla totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Fivan tulkinnan mukaan asiakkaan tulee kyetä markkinointiaineiston perusteella ymmärtämään, minkälaisesta finanssipalvelusta tai -tuotteesta on kysymys<sup>255</sup>. Mainosta voidaan pitää harhaanjohtavana, jos yksikin markkinoinnissa käytettävistä tavoista, jolla se voidaan kohderyhmässä ymmärtää, on totuudenvastainen<sup>256</sup>. Tieto, jonka harhaanjohtavuus tai totuudenvastaisuus käy ilmi tiedon esittämisen jälkeen ja jolla saattaa olla olennaista merkitystä sijoittajalle, on viivytyksettä oikaistava tai täydennettävä riittävällä tavalla. Markkinoinnista on käytävä ilmi sen kaupallinen tarkoitus. Lisäksi KSL:n 2 luvussa on säädetty kuluttajaan suuntautuvan markkinoinnin sopimattomasta ja hyvän tavan vastaisesta markkinoinnista. Kuluttaja-asiamiehellä on Fivan kanssa rinnakkainen toimivalta kuluttajiin kohdistuvassa markkinoinnin valvonnassa muun muassa silloin, kun markkinoija on sijoituspalveluyritys.<sup>257</sup>

Markkinoinnissa käytettävien mainosviestien tulee aina olla tunnistettavissa sen kaupallinen tarkoitus. Rahoituspalvelujen markkinoinnissa, kuin myös rahoitusvälineiden markkinoinnissakin, tulee aina käydä ilmi kuka on rahoituspalvelun tarjoaja. Erityisesti silloin, jos markkinoinnissa käytetään asiamiehiä. Henkilökohtaisesti suoritettavassa myyntityössä markkinointi tulee myös olla erotettavissa muusta tiedonannosta. Sijoitustuotteiden tuottoa ja riskittömyyttä koskevia väitteitä markkinoinnissa on arvioitu tiukasti eikä niissä tule antaa sijoittajalle sellaista kuvaa, että sijoituspalvelun tai

---

<sup>254</sup> Fiva 2013c, s. 19.

<sup>255</sup> Fiva 2013b, s. 12.

<sup>256</sup> Hoppu 2009, s. 87.

<sup>257</sup> Fiva 2013b, s. 10.

rahoitusvälineen käyttö on riskitöntä. Väittämät tai sanonnat koskien riskittömyyttä ja tuotto-odotuksia, joilla ei ole perusteita, ovat harhaanjohtavia.<sup>258</sup>

Fivan suosituksen finanssipalveluiden ja -tuotteiden markkinoinnissa kuvataan mahdollisimman tasapuolisesti ja ymmärrettävästi ne palvelun tai tuotteen keskeiset ominaisuudet ja pääasiallinen sisältö, joilla saattaa olla merkitystä asiakkaan tehdessä palvelua tai tuotetta koskevia ratkaisuja.<sup>259</sup> Hoppu listaa olennaisia seikkoja, joihin sijoituspalveluiden ja rahoitusvälineiden markkinoinnissa tulisi keskittyä ja joilla saattaa olla olennaista vaikutusta sijoittajan päätöksen tekoon. Näitä ovat muun muassa: sijoituspalvelun tai rahoitusvälineen tuotto-odotukset ja niiden laskentaperusteet sekä niihin liittyvät todelliset riskit, asiakkaalta perittävät kulut ja niiden laskentaperusteet, rahoitusvälineen likviditeetti sekä sijoituspalvelun tai rahoitusvälineen ennaikaisen irtisanomisen seuraamukset sekä mahdolliset takaus-, yhteisvastuu- tai muut sijoitusta turvaavien järjestelyjen olemassaolo.<sup>260</sup>

Lakiehdotuksen joukkorahoituslaiksi 10 § määrää, että joukkorahoituksen välittäjän on toimittava rehellisesti, tasapuolisesti, ammattimaisesti ja asiakkaan edun mukaisesti. Lakiehdotuksen perusteissa ammattimaisesti harjoitetulta liiketoiminnalta edellytetään muun muassa suunnitelmallisuutta, säännöllisyyttä ja jatkuvuutta. Pykälä vastaa SipaL:n 10:2.1 §:ssä määrättyä sanamuotoa markkinoinnissa käytettävissä menettelytavoista. Lakiehdotuksen 10.2 §:n 2 -kohdan mukaan joukkorahoituksen välittäjän on noudatettava SipaL:n 10:2.4 §:n mukaisia säännöksiä kiellosta antaa sijoituspalvelun ja oheispalvelun markkinoinnissa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Näin ollen lakiehdotus ei toisi muutosta menettelytapoihin verrattuna nykyiseen käytäntöön.<sup>261</sup>

### 5.3 Valitusmenettely

Merkittävä osa sijoittajansuojaa on sijoittajan mahdollisuus tehdä valitus saamastaan epäasiallisesta sijoituspalvelusta. SipaL:n 10:13 §:n mukaan sijoituspalvelu yrityksellä on oltava tehokkaat menettelyt ei-ammattimaisten asiakkaiden tekemien sijoitus- ja oheispalveluja koskevien valitusten käsittelemiseksi asianmukaisesti ja mahdollisimman nopeasti. Sijoituspalvelu yrityksellä on varmistettava,

---

<sup>258</sup> Hoppu 2009, s. 87-88.

<sup>259</sup> Fiva 2013b, s. 12.

<sup>260</sup> Hoppu 2009, s. 88. Fivalla on yksityiskohtaisempi listaus päätöksentekoon vaikuttavista seikoista määräyskokoelmasaan. Ks. myös Fiva 2013b, s. 12.

<sup>261</sup> VM 2015c, s. 10.

että ei-ammattimaisella asiakkaalla on mahdollisuus saattaa SipaL:n soveltamista koskevat yksittäiset erimielisyydet ratkaisusuosituksia antavan riippumattoman toimielimen käsiteltäväksi. Toimielimen tulee turvata puolueeton, asiantunteva, avoin, tehokas ja oikeudenmukainen käsittely. Sijoituspalveluyrityksen on ilmoitettava toimielimen nimi ja yhteystiedot Fivalle. Sijoituspalveluyrityksen on säilytettävä tiedot asiakasvalituksista ja niiden ratkaisemiseksi toteutetuista toimenpiteistä viiden vuoden ajan.

Fiva suosittaa, että sijoituspalveluyritykset noudattaisivat valitusten käsittelyssä Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen ja Euroopan pankkiviranomaisen antamien ohjeiden kohtia 1-7. Ohjeen mukaan toimivaltaisen viranomaisen, Fivan, olisi varmistettava, että sijoituspalveluyritykset noudattavat ohjetta.<sup>262</sup>

Kun tehokkaaseen valituskäsittelyyn yhdistetään mahdollisuus joutua vahingonkorvausvastuuseen, on näillä elementeillä yhdessä vahva toimintaa ja käyttäytymistä ohjaava vaikutus. Vahingonkorvausvelvollisuuteen sijoituspalvelutoiminnassa ei ole syytä syventyä tässä yhteydessä enempää, sillä se johtaisi laajempaan vahingonkorvausvelvollisuuden tarkasteluun ja johtaisi aiheena tämän tutkielman aiheen ulkopuolelle. Tässä yhteydessä riittää toimivan vahingonkorvausvelvollisuuden olemassaolon toteaminen, jota on jo aiemmin muissa yhteyksissä tutkittu ja kirjoitettu paljon.

#### **5.4 Sijoittajan oma selonottovelvollisuus ja vastuu joukkorahoituksessa**

Aiemmin tutkielmassa on esitetty, että sijoitustoimintaan liittyy taloudellisia riskejä, joiden seurauksena sijoittajalla on vaara menettää sijoittamansa pääoma. Rahoitusala sääntelevissä laeissa tuodaan esille riskejä, joita toimintaan saattaa liittyä ja joihin rahoitusallalla toimivien luvanvaraista toimintaa harjoittavien yhteisöjen tulee ottaa huomioon ja joita heidän tulee hallita. Samoin sijoittajille palvelua tarjoavat luvanvaraiset yhtiöt ovat velvoitettuja kertomaan varsinkin ei-ammattimaisille sijoittajille sijoitustoimintaan liittyvät riskit. Kuitenkaan kaikkea vastuuta riskien tunnistamisesta sijoittajalle ja sijoittajan ymmärtämisestä ei voida jättää sijoituspalveluntarjoajalle. Sijoittajan tulee myös itse ottaa vastuuta tekemästään sijoituksesta. Sama menettely pätee muussakin kuluttajaoikeudessa. Kuluttajan oikeus saada korvauksia tälle syntyneistä vahingoista vaikuttaa myös yleinen vahingonkor-

---

<sup>262</sup> Ks. Joint Committee: JC 2014 43 Arvopaperialaa (ESMA) ja pankkialaa (EPV) koskevat ohjeet valitusten käsittelystä.

vausta koskeva periaate, jonka mukaan kuluttajan on pyrittävä rajoittamaan syntyvää vahinkoa omalla huolellisella toiminnallaan.<sup>263</sup>

Oman huolellisen toiminnan voidaan katsoa tarkoittavan sitä, että ei-ammattimaisen asiakkaan joka voidaan rinnastaa myös kuluttajaan, etenkin joukkorahoituksessa, jossa liikkeeseenlasku on suunnattu kuluttajille<sup>264</sup>, on perehdyttävä itse huolellisesti mahdollisiin sijoituskohteisiin, tutustuttava niihin ja arvioitava siihen liittyviä riskejä. Se, mikä on erityisen tärkeää, on että sijoittaja ymmärtää ne riskit ja niiden seuraukset, joita sijoittamiseen liittyy. Tästä syystä on tärkeää, että ei-ammattimaisille sijoittajille tiedotetaan sijoittajan omasta selonottovelvollisuudestaan. EK:n ja ETSK:n näkemys on, että kuluttajat tietävät joukkorahoituksesta liian vähän ja sen vuoksi tiedottamista heidän suuntaan on lisättävä sijoittajansuojan varmistamiseksi<sup>265</sup>.

Lakiehdotuksen joukkorahoituslaiksi perusteluissa mainitaan myös joukkorahoitukseen sisältyvä korkeampi riski sijoituksen menettämisestä, koska sijoituksen kohteena ovat pitkälti kasvuyritykset sekä pk-yritykset. Koska tämä seikka on yleisessä, ei ole nähty tarkoituksenmukaiseksi siirtää vastuuta mahdollisen sijoituksen menettämisestä pois sijoittajilta. Tämä viittaa osaltaan myös sijoittajan omaan vastuuseen ja selonottovelvollisuuteen rahoitusmuodosta sekä sijoituskohteesta.<sup>266</sup>

---

<sup>263</sup> Kuluttajavirasto 2011, s. 7.

<sup>264</sup> VM 2014a, s. 5.

<sup>265</sup> EK 2014, s. 10-11 ja ETSK 2014, s. 8-10.

<sup>266</sup> VM 2015c, s. 12.

## 6 Johtopäätökset

### 6.1 Sijoittajansuoja vastikkeellisessa joukkorahoituksessa

Tässä tutkielmassa on tarkasteltu sijoittajansuojaa vastikkeellisessa joukkorahoituksessa. Täsmennettynä, sijoittajansuojaa tarkasteltiin *ennen* sijoituksen tekemistä. Sijoittajansuojan todettiin tällöin olevan oikeiden ja riittävien tietojen saamisen varmistaminen perustellun sijoitus päätöksen tekemiseksi. Tutkielman alussa sijoittajansuojan tarkastelu jaettiin kolmeen osaan: rahoitusluvan luvanvaraisuuden tarkasteluun, rahoitusluvan ja liikkeeseenlaskijan velvollisuuksien ja vastuiden tarkasteluun sekä rahoitusluvan ja sijoittajan välisen suhteen tarkasteluun. Kuten tutkielmassa on todettu, ei joukkorahoituksella ole varsinaista joukkorahoitusta koskevaa sääntelyä. Tutkielmassa on tuotu esille, että täysin ilman sääntelyä ei vastikkeellisen pääomaperusteisen joukkorahoituksen voida silti sanoa olevan. Vastikkeelliseen joukkorahoitukseen tulee sovellettavaksi useampi eri lainsäädäntö, soveltuvin osin. Vastikkeelliseen joukkorahoitukseen sovelletaan tällä hetkellä sellaisia normistoja, jotka on säädetty ennen kuin joukkorahoitus yleistyi ja ne eivät välttämättä ota tarpeeksi hyvin huomioon niitä piirteitä ja vaatimuksia, jotka ovat ominaisia joukkorahoitukselle. Joukkorahoitusta sääntelevän normiston voidaan perustellusti sanoa olevan pirstaleista, eikä sen voida sanoa olevan helposti selvitettävissä joukkorahoituksen osapuolille varsinkaan sijoittajille, joita joukkorahoituksessa ovat etupäässä ei-ammattimaiset sijoittajat eli kuluttaja-sijoittajat. Myös rahoituslustralle on voinut olla epäselvää, millainen sijoituspalvelutoiminta kuuluu luvanvaraisen toiminnan piiriin ja millainen toiminta ei.

Fivan antama lausunto rahoituslustojen toiminnan luvanvaraisuudesta vastikkeellisessa pääomaperusteisessa joukkorahoituksessa on selkeyttänyt tilannetta ainakin rahoituslustojen osalta. Fivan lausunnossa sanotaan selvästi millainen joukkorahoitustoiminta on luvanvaraista sijoituspalvelutoimintaa. Kun rahoituslusten toiminta on tulkittu luvanvaraiseksi toiminnaksi, edellyttää toimiluvan saaminen rahoituslustoilta tiettyjä toimia, jotta ne voivat jatkaa vastikkeellista rahoituslusto toimintaa joukkorahoituksessa. Luvanvaraisuuden tuomat merkittävimmät vaikutukset ovat muutokset rahoituslusten vähimmäispääoman määrässä, hallinnon ja toiminnan järjestämisessä, menettelytavat si-



joittajiin ja liikkeeseenlaskijoihin nähden sekä rahoitusalojen toiminnan kuuluminen Fivan valvonnan alaisuuteen.

Vaikka toimilupavaatimus on selkiyttänyt tilannetta vastikkeellisessa joukkorahoituksessa ja osaltaan parantanut sijoittajansuojaa, on toimilupavaatimus kuitenkin melko raskas rahoitusaloille, sillä rahoitusaloitukset itsekin ovat usein pieniä, kasvavia yrityksiä. Tämä ei ole omiaan edesauttamaan joukkorahoituksen kehittymistä. Toimilupavaatimus tuli joukkorahoitusaloille hieman yllätyksenä ja ne aiheuttivat rahoitusaloille taloudellisia lisärasitteita kiristyneiden vaatimusten ja muuttuneen lainlainsäädännön kautta. Toimilupavaatimuksen jälkeen vuonna 2014 toiminnan lopetti väliaikaisesti tai kokonaan kaksi rahoitusalustaa<sup>267</sup>. Joukkorahoitus on toimialana voimakkaassa kehitysvaiheessa ja se etsii omaa paikkaansa rahoitusmarkkinoilla sekä omia vakiintuneita käytäntöjä.

EK:n tiedoksiannossa samoin kuin ETSK:n lausunnossa todetaan, että joukkorahoituksella on mahdollisuus tarjota vaihtoehtoinen rahoituskanava pk-yrityksille ja sillä on suuri kasvupotentiaali. Niissä myös todetaan, että joukkorahoituksella on yhteiskunnallisia vaikutuksia ja sen vuoksi joukkorahoituksen sääntelyn tulisi olla tasapainoista, suojella sijoittajaa ja lisäksi lainsäädännön tulisi olla kevyttä ja liiallista sääntelyä tulisi välttää. Tällä hetkellä ei voida sanoa, että joukkorahoitusta koskeva sääntely täyttäisi kaikkia EK:n ja ETSK:n esittämiä suosituksia.

Informaation oikeellisuuden varmistaminen liikkeeseenlaskussa on merkittävä osa sijoittajansuojaa. Rahoitusaloilla on velvollisuus tuntea asiakkaana oleva liikkeeseenlaskija ja ottamaan tästä selvää sekä pyrittävä arvioimaan liikkeeseenlaskijaa, sen johtoa ja taloudellista tilannetta varmistaakseen, ettei kyseessä ole yritys väärinkäyttää joukkorahoitusta. Rahoitusalustan tulisi myös arvioida yrityksen mahdollisuuksia menestyä markkinoilla. Rahoitusalustaa ja liikkeeseenlaskijaa koskevat tiedonantovelvoitteet, kielto menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti sekä kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Näiden normien vastainen menettely voi johtaa hallinnollisiin seuraamuksiin sekä vahingonkorvausvastuuseen.

Tietojen oikeellisuuden varmistaminen on tärkeää sijoittajansuojan kannalta, mutta myös joukkorahoituksen uskottavuuden ja sijoittajien luottamuksen ylläpitämiseksi. Jos tietojen antamista ei säädel-

---

<sup>267</sup> VM 2015b, s. 44-45.

täisi tarkasti, on vaarana, että sijoittajien luottamus joukkorahoitusta kohtaan horjuu, jonka seurauksena joukkorahoitus ei pääse kehittymään rahoitusmuotona rahoitusmarkkinoilla. Joukkorahoituksen on todettu olevan rahoitusmarkkinoilla vallonneiden kriisien seurauksena vartenotettava rahoitusmuoto täydentämään rahoitusmarkkinoita, etenkin juuri pk-yritysten osalta. Sen vuoksi on tärkeää, että joukkorahoitukseen kiinnitetään huomiota ja sitä pyritään säätelemään ottamalla huomioon joukkorahoituksen tarpeet. Sijoittajansuojan lisäämiseksi tiedotusta sijoittajille joukkorahoitukseen sisältyvistä taloudellisista riskeistä tulisi lisätä. Sijoittajille kohdistuvaa tiedotusta tulisi lisätä siitakin syystä, että kaikkea vastuuta taloudellisista riskeistä ei voida vyöryttää rahoitusalojen ja liikkeenlaskijoiden harteille, vaan sijoittajien tulee myös kantaa osansa riskeistä. Kun sijoittajia tiedotetaan paremmin, ovat sijoittajat valistuneempia arvioimaan kulloisessakin tilanteessa tekemänsä sijoituksen taloudellisia riskejä.

Rahoitusaloilla on myös velvollisuus tuntea sijoittaja ja selvittää, onko kyseinen rahoitusväline tai sijoituskohte sopiva sijoittajan taloudelliseen tilanteeseen. Sijoittajansuojan kannalta tämä on hyvä asia. Kun otetaan huomioon joukkorahoituksen ominaispiirteisiin kuuluva sijoittajien suuri määrä sekä rahoitusalojen suhteellisen pieni koko, voidaan todeta asiakkaan tuntemisvelvollisuuden olevan aika raskas rahoitusalustalle. Joukkorahoituksessa sijoitukset ovat lähtökohtaisesti myös pieniä, jolloin asiakkaan tuntemisesta koitua kustannus kasvaa merkittäväksi kuluksi lisäämättä kuitenkaan sijoittajansuojaa merkittävästi.

Tiivistäen voidaan todeta, että sijoittajansuoja on hyvällä tasolla vastikkeellisessa joukkorahoituksessa. Mutta sen kustannuksena ovat rahoitusalojen raskas toimilupavaatimus ja sen tuomat menettelytavat ja velvollisuudet. Joukkorahoituksessa ja sen sääntelyssä ovat vastakkain sijoittajansuoja sekä joukkorahoituksen kehittyminen toimialana. Vastakkain ovat siis toiminta-alan edistämisyrittämysten korostaminen suhteessa sijoittajansuojaan. Toisin sanoen, kyse on tasapainon hakemisesta riittävän sijoittajansuojan ja toimialan kehittymisen mahdollistavan sääntelyn välillä<sup>268</sup>.

---

<sup>268</sup> VM 2015b, s. 43.

## 6.2 Loppusanat

Tutkielmassa on tarkasteltu myös lakiehdotusta joukkorahoituslaiksi. Lakiehdotuksen voidaan sanoa olevan kevennetty versio nykyisiin joukkorahoitusta koskeviin lainsäädäntöihin verrattuna. Lakiehdotus tuo kaivattua selkeyttä joukkorahoitukseen esimerkiksi tarkentamalla joukkorahoituksessa olevien termien määritelmiä sekä selventämällä joukkorahoitukseen koskevien lakien rajanveto-ongelmia. Lakiehdotuksessa on käytetty EU-normien mahdollistamaa kansallista harkintavaltaa. Lakiehdotus helpottaa joukkorahoituksen välittämistä. Rahoituksen välittäjän ei välttämättä tarvitse hakea toimilupaa vaan tämä voi tehdä rekisteri-ilmoituksen. Tällöin joukkorahoitusta voidaan välittää vain lakiehdotuksen 9.3 §:ssä mainituille asiakkaille. Joukkorahoituksen tarjoaminen kuluttaja-asiakkaille vaatii edelleenkin toimiluvan. Samoin rekisteri-ilmoitus tuo helpotusta vaadittavaan vähimmäispääomaan sekä esitteen julkaisuvelvoitteeseen. Lakiehdotus tuo myös itsesääntelyn joukkorahoitukseen vaatimalla joukkorahoituksen välittäjiä kuulumaan riippumattomaan toimielimeen, joka edistää avoimuutta ja läpinäkyvyyttä joukkorahoituksessa. Lakiehdotuksella on myös liittymäkohtia AML:iin sekä SipaL:iin ja useassa kohdassa viitataan kyseisten lakien säännöksiin.

Lakiehdotus joukkorahoituslaista on askel oikeaan suuntaan ajatellen joukkorahoituksen kehittymisen mahdollistamista vartenotettavana rahoitusmuotona. Kun joukkorahoitus saa vakiintuneemman muodon, voisi olla tarpeen selvittää joukkorahoitusta koskevan sääntelyn yhtenäistämistä EU:n jäsenvaltioiden välillä, jotta rajat ylittävää joukkorahoitusta voitaisiin hyödyntää tehokkaasti EU:n jäsenmaissa. Sen lisäksi voisi olla myös tarkoituksen mukaista selvittää, voitaisiinko joukkorahoituksen välittäminen kuluttaja-asiakkaille ulottaa rekisteri-ilmoituksen tehneelle rahoituksen välittäjälle vaarantamatta kuitenkaan sijoittajansuojaa.