



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Nea-Maria Niemi

Sijoittajainformaatio joukkorahoituksessa

Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö
Talousoikeuden Pro gradu -tutkielma
Talousoikeuden maisteriohjelma

Vaasa 2022

VAASAN YLIOPISTO

Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö

Tekijä:	Nea-Maria Niemi		
Tutkielman nimi:	Sijoittajainformaatio joukkorahoituksessa		
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri		
Oppiaine:	Talousoikeuden maisteriohjelma		
Työn ohjaaja:	Vesa Annola		
Valmistumisvuosi:	2022	Sivumäärä:	68

TIIVISTELMÄ:

Joukkorahoitus on entistä vakiintuneempi vaihtoehtoisen rahoituksen muoto erityisesti startup-yrityksille sekä pienille ja keskisuurille yrityksille, jotka ovat riippuvaisia pienistä sijoituksista. Joukkorahoituksella tarkoitetaan pääoman keräämistä laajalta joukolta yksittäisiä henkilöitä. Usealta henkilöltä kerätään pieniä summia halutun rahoitusmäärän saavuttamiseksi. Rahoitusta haetaan suoraan yksityisiltä henkilöiltä ilman välikäsiä. Joukkorahoituspalvelujen tarjoamisessa on mukana kolmenlaisia toimijoita, jotka ovat hankkeen toteuttaja, sijoittajat sekä välittäjäorganisaatio, joka tuo yhteen hankkeen toteuttajat ja sijoittajat. Tutkielmassa tutkitaan sijoittajainformaatiota joukkorahoituksessa ja kartoitetaan siihen liittyvää sääntelyä. Tutkimusmenetelmänä käytetään oikeusdogmatiikkaa eli tutkimuksen lähtökohtana on lainopillinen ongelma. Sääntely on kehittynyt viime vuosina huomattavasti vuonna 2016 voimaantulleen joukkorahoituslain myötä, sen ollessa ensimmäinen lainsäädäntö Suomessa, joka keskittyi erityisesti joukkorahoitukseen.

Ennen Euroopan unionin tason sääntelyä joukkorahoituksen lainsäädännön sisältö vaihteli kuitenkin jäsenmaittain, jonka takia joukkorahoitusalat saattoivat toimia hyvin eri tavalla muissa Euroopan unionin jäsenmaissa kuin Suomessa. EU:ssa ei siis ennen vuotta 2021 ole ollut yhtenäistä joukkorahoitustoimintaa koskevaa sääntelyä, jota olisi voitu soveltaa joukkorahoituspalveluita tarjottaessa jäsenvaltiosta toiseen. Tämän vuoksi EU:n jäsenmaille säädettiin yhteinen Euroopan unionin joukkorahoitusasetus, joka hyväksyttiin marraskuussa 2020 ja marraskuusta 2021 alkaen sijoitus- ja lainamuotoisen joukkorahoituspalvelun tarjoamiseen on sovellettu tätä asetusta. Euroopan unionin joukkorahoitusasetuksen tarkoituksena on yhtenäistää joukkorahoituspalveluja tarjoavien toimintaan liittyviä vaatimuksia eri jäsenvaltioiden välillä sekä pyrkiä edistämään sisämarkkinoiden toimintaa. Huhtikuussa 2022 lainsäädäntö muuttui vielä lisää, kun kansallinen joukkorahoituslaki kumottiin täysin Hallituksen esityksen (228/2021) seurauksena.

Joukkorahoitus tarjoaa yrityksille vaihtoehtoisen tavan rahoituksen hankkimiseen. Pääsääntöisesti sillä haetaan rahoitusta organisaatioiden ja henkilöiden erisisältöisille hankkeille sekä yritysten toimintaan. EU:n joukkorahoitusasetuksen voimaantulon myötä sijoittajainformaation rooli joukkorahoituksessa on korostunut entisestään. EU:n uuden säännöksen mukaan joukkorahoituspalveluntarjoajien on annettava asiakkailleen selkeästi informaatiota mahdollisista taloudellisista riskeistä jokaisen hankkeen kohdalla. Sijoittajat tarvitsevat päätöksenteon pohjaksi sijoittajainformaatiota. Sijoittajainformaatiossa joukkorahoituksessa on kyse sijoittajan käytössä olevasta informaation oikeellisuudesta perustellun sijoituspäätöksen tekemiseksi. Sijoittajat tarvitsevat perustellun sijoituspäätöksen turvaamiseksi oikean ja riittävän informaation. Tällaisen informaation sijoittajat saavat tiedonantovelvollisuuden, sijoittajansuojan, esitteen julkaisuvelvollisuuden sekä liikkeeseen laskussa annettavien tietojen avulla joukkorahoituksessa.

AVAINSANAT: Joukkorahoitus, sijoittajainformaatio, rahoitusmarkkinat, joukkorahoituslaki, Euroopan unionin joukkorahoitusasetus

Sisällys

1	Johdanto	6
1.1	Tutkimuskohteen kuvaus	9
1.2	Tutkimuskysymys ja rajaukset	10
1.3	Tutkimusmetodi	11
1.4	Tutkimuksen lähteet	12
1.5	Tutkielman rakenne	13
2	Sijoittajainformaation sääntely joukkorahoituksessa	16
2.1	Euroopan unionin joukkorahoitusasetus sijoittajainformaatiossa	19
2.2	Joukkorahoituslaki sijoittajainformaatiossa	23
2.3	Lahjoitus- ja hyödykemuotoisen joukkorahoituksen sääntely	26
2.3.1	Rahankeräyslaki	26
2.3.2	Kuluttajansuojalaki	27
2.4	Finanssivalvonta	28
3	Joukkorahoitus	30
3.1	Joukkorahoituksen määritelmä	31
3.2	Joukkorahoituksen eri muodot	34
3.2.1	Lainamuotoinen joukkorahoitus	35
3.2.2	Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus	38
3.2.3	Hyödykemuotoinen joukkorahoitus	39
3.2.4	Lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus	40
3.3	Joukkorahoituksen toimijat	41
3.4	Joukkorahoituspalvelun tarjoaminen	44
4	Mahdollisuudet ja riskit	46
4.1	Joukkorahoituksen markkinat ja kasvunäkymät	47
4.1.1	Joukkorahoitus Suomessa	48
4.1.2	Joukkorahoitus kansainvälisesti	49
5	Sijoittajainformaatio joukkorahoituksessa	50

5.1	Tiedonantovelvollisuus joukkorahoituksessa	53
5.2	Sijoittajansuoja joukkorahoituksessa	54
5.3	Esitteen julkaisuvelvollisuus joukkorahoituksessa	56
5.4	Liikkeeseenlaskussa annettavat tiedot joukkorahoituksessa	57
6	Yhteenveto	59
	Lähteet	63

Taulukot

Taulukko 1 *Joukkorahoituksen muodot ja sääntelykehikko Suomessa*

35

Lyhenteet

AML	Arvopaperimarkkinalaki 746/2012
ESMA	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen
EU	Euroopan unioni
Fiva	Finanssivalvonta
HE	Hallituksen esitys
OYL	Osakeyhtiölaki 624/2006
Pk-yritykset	Pienet ja keskisuuret yritykset

1 Johdanto

Joukkorahoitusmarkkinat ovat Suomessa vielä suhteellisen pienet, mutta ne ovat kuitenkin kasvaneet viime vuosina nopeasti, erityisesti vuoden 2016 joukkorahoituslain voimaantulon jälkeen. Joukkorahoitus on yksi maailman nopeammin kasvavista rahoitusaloista ja on ennustettu, että siitä kehittyy varteenotettava rahoituksen muoto erityisesti pienille hankkeille ja tekijöille, kuten startup-yrityksille¹. Suomen Pankin (2022) mukaan joukkorahoitusta ja vertaislainoja välitettiin Suomessa kuluttajille ja yrityksille määrällisesti enemmän kuin koskaan aiemmin vuonna 2021. Vertaislainaus ja lainamuotoinen joukkorahoitus lisääntyivät erityisesti kuluttajien keskuudessa. Vaikka välitetyn rahoituksen määrä onkin kasvanut voimakkaasti muutaman viime vuoden aikana, on se vielä luottolaitosten myöntämään lainarahoitukseen verrattuna suhteellisen vähäinen.

Vielä vuonna 2020 suomalaiset yritykset saivat joukkorahoitusalojen kautta rahoitusta yhteensä 199 miljoonan euron edestä. Näistä 62 % oli lainamuotoista ja 37 % sijoitusmuotoista joukkorahoitusta. Vastike- ja hyödykemuotoisen joukkorahoituksen osuus sen sijaan oli vähäinen.² Kuitenkin vuonna 2021 lainamuotoista joukkorahoitusta välitettiin yksinään suomalaisille yrityksille jo 192,5 miljoonan euron arvosta. Tämä on noin 55 prosenttia enemmän kuin vuonna 2020. Rahoitettujen projektien määrät ovat samanaikaisesti kasvaneet merkittävästi lainamuotoisessa joukkorahoituksessa. Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen määrä sen sijaan supistui hieman, noin 5 prosenttia, ollessa 70,2 miljoonaa euroa vuonna 2021 ja rahoitettujen kohteiden määrät ovat saman aikaisesti supistuneet merkittävästi. Hyödyke- ja vastikemuotoista joukkorahoitusta välitettiin vähän myös vuonna 2021 verrattuna muihin joukkorahoitusmuotoihin.

Maailmanlaajuisesti joukkorahoitusmarkkinan on arvioitu olleen vuonna 2020 noin 17,2 miljardia dollaria ja sen kasvu on jatkunut edelleen vahvana³. Market Data

¹ Heikkinen 2014.

² Suomen Pankki 2021.

³ Market Data Forecast 2022.

Forecast (2022) ennustaa, että joukkorahoitus kasvaa tulevaisuudessa vuotuisesti noin 17 prosenttia, jolloin joukkorahoituksessa odotetaan vuonna 2026 liikkuvan noin 34,6 miljardia Yhdysvaltain dollaria. Joukkorahoituksen yleistymisen myötä sijoittajainformaation rooli on samalla kasvanut entisestään. Joukkorahoituksen avulla muun muassa yrittäjät, pienet ja suuret yritykset sekä yksityiset henkilöt voivat hankkia pääomaa toimintansa rahoittamiseksi erilaisilla tavoilla. Käsitteenä joukkorahoitus on kuitenkin laaja. Se voi sisältää kaikkea suurista sijoituksista pieniin yksityisiin lahjoituksiin. Joukkorahoituksella tarkoitetaan erisuuruisten summien keräämistä suurelta yleisöltä hyödyntäen internetissä toimivia joukkorahoituspalveluita ja sosiaalista mediaa.⁴ Näiden palvelualueiden tehtävänä on saattaa rahoituksen hakijat ja potentiaaliset sijoittajat yhteen sekä mahdollistaa näiden molempien osapuolien itsenäinen toiminta joukkorahoituksen hankkimiseksi⁵.

COVID-19 epidemia on myös osaltaan vaikuttanut joukkorahoitusmarkkinoihin maailmanlaajuisesti. Koronavirusepidemian keskellä terveydenhuollon ammattilaiset ovat työskennelleet ympäri maailmaa epidemian hillitsemiseksi. Näissä toimissa maat ympäri maailmaa ovat käyttäneet aktiivisesti joukkorahoituspalveluita kerätäkseen itselleen varoja pandemian leviämistä ja vaikutuksia vastaan. Esimerkiksi maaliskuussa 2020 Malaysian Digital Economy Corporation (MDEC) ilmoitti kumppanuudesta joukkorahoituspalvelun kanssa joukkorahoituslahjoituksia varten, jotta he pystyisivät jakamaan sairaalatarvikkeita ympäri maata.⁶

Useat Euroopan unionin jäsenvaltiot ovat jo aiemmin ottaneet käyttöön räätälöityjä ko-
timaisia joukkorahoitusjärjestelmiä. Nämä järjestelmät ovat kuitenkin suunniteltu paik-
kallisten markkinoiden ja sijoittajien ominaispiirteiden ja tarpeiden mukaan. Tämän
seurauksena kansalliset säädökset ovat eronneet toisistaan eri puolella Euroopan unio-
nia joukkorahoituspalvelualueiden toimintaedellytysten, toimilupavaatimusten ja sallitun toi-
minnan laajuuden suhteen.⁷ Joukkorahoituksen sääntely oli Suomessakin pitkään avoin

⁴ Valtiovarainministeriö & työ- ja elinkeinoministeriö 2014.

⁵ HE 46/2016 vp: 5.

⁶ Market Data Forecast 2022.

⁷ Eur-lex 2020.

vuoteen 2016 asti, jolloin valtionvarainministeriö antoi eduskunnalle hallituksen esityksen joukkorahoituslaiksi (HE 46/2016). 01.09.2016 voimaantulleella joukkorahoituslailla pyrittiin Suomessa tukemaan kasvu- ja pk-yritysten rahoitusasemaa. Lailla lisäksi selkeytettiin alan lainsäädäntöä, lisättiin yritysten rahoitusvaihtoehtoja, parannettiin sijoittajansuojaa sekä monipuolistettiin rahoitusmarkkinoita.⁸ Suomessa joukkorahoituslailla pyrittiin näin ollen saattamaan joukkorahoitus selkeäksi osaksi rahoitusmarkkinoita.⁹ Joukkorahoituslain myötä ala pystyi toimimaan entistä paremmin ja kasvamaan Suomessa¹⁰. Tämä laki on kuitenkin kumottu vuoden 2022 huhtikuussa kyseisen hallituksen esityksen seurauksena.

Euroopan unionissa annettiin suhteellisen tuore Euroopan unionin joukkorahoitusasetus koskien joukkorahoituspalvelun eurooppalaisia tarjoajia vuonna 2018, joka hyväksyttiin vuoden 2020 lokakuussa. Euroopan parlamentin (2020) sivuston mukaan uuden asetuksen myötä joukkorahoitusaloilla on mahdollisuus tarjota palveluitaan koko Euroopan unionin sisämarkkinoiden alueella. Tämän myötä mahdollisten sijoittajien määrä laajentuu startup-yritysten ja pienten yritysten näkökulmasta ja samalla sijoittajilla on enemmän valinnanvaraa ja parempi sijoittajansuoja.

Tämä sijoitus- ja lainamuotoisen joukkorahoituspalvelun tarjoamiseen sovellettava Euroopan unionin joukkorahoitusasetus astui voimaan vuoden 2021 marraskuussa. Tämän myötä myös sijoittajainformaation rooli joukkorahoituksessa on korostunut entisestään. Joukkorahoitusalojen, jotka toimivat useammassa kuin yhdessä EU-maassa, tulee uuden asetuksen myötä noudattaa ainoastaan yksiä samoja sääntöjä eli EU:n joukkorahoitusasetusta useiden maittain vaihtelevien säännösten sijaan.¹¹

Joukkorahoituksen sääntelyä on lisätty entisestään ja vuoden 2021 joulukuussa annettiin hallituksen esitys eduskunnalle (HE 228/2021 vp) EU:n

⁸ Tepora Jarno, 2022, s.406.

⁹ Kallio & Vuola, 2018, s. 148–150.

¹⁰ Valtiovarainministeriö 2016.

¹¹ Euroopan parlamentti 2020.

joukkorahoitusasetusta täydentäväksi lainsäädännöksi, jonka tarkoituksena on säätää kokonaan uusi laki joukkorahoituspalveluntarjoamisesta ja samalla kumota tällä hetkellä voimassa oleva joukkorahoituslaki, joka siis tapahtuikin vuoden 2022 huhtikuussa. Laki joukkorahoituspalveluntarjoamisesta astui samanaikaisesti voimaan, kun joukkorahoituslaki kumottiin.

1.1 Tutkimuskohteen kuvaus

Joukkorahoitus on suhteellisen uusi, vaihtoehtoinen rahoituksen tapa, jonka on mahdollistanut digitaalisen maailman kehitys¹². Joukkorahoitusmarkkinoiden katsotaankin syntyneen digitalisaation ja vuonna 2008 koko maailmantalouteen rajusti iskenyt finanssikriisin seurauksena. Finanssikriisi laski perinteisten rahoituslaitosten riskinottohalua sijoituksissaan ja heidän tuli tiukentaa maksukykyisyys- ja vakavaraisuusvaatimuksia. Tämä taas johti puolestaan rahoituksen tavoitettavuuden haastavuuteen yritysten näkökulmasta katsottuna.¹³ Valtiovarainministeriön (2016) mukaan finanssikriisin myötä rahoituksen saaminen vaikeutui tai ainakin kallistui pankeista. Tämän takia yritykset ovat tarvinneet uusia rahoituslähteitä. Digitalisaatio on lisäksi omalta osaltaan auttanut merkittävästi laajempien ihmisjoukkojen samanaikaisen tavoittamisen ja tätä kautta potentiaalisten sijoittajien aikaisempaa helpomman kontaktoimisen.¹⁴ Joukkorahoituksen näkökulmasta digitalisaatio on tehnyt potentiaalisten sijoittajien tavoitettavuudesta helpompaa ja kustannustehokkaampaa. Lisäksi sillä on nähnyt olevan myös yhteys riskin alenemiseen, sillä internet on mahdollistanut pienten summien vaivattoman sijoittamisen verkossa¹⁵.

Ennen vuotta 2016 joukkorahoitukselle ei ollut säädetty kansallista taikka EU-tasoista lainsäädäntöä, joka teki sen oikeudellisesta sääntelystä haastavaa. Tällöin oikeudellinen sääntely tapahtui ainoastaan EU-direktiivien ja -asetusten sekä eri kansallisten lakien

¹² Vento, 2014, s. 52.

¹³ Varakas, 2019, s. 7.

¹⁴ Suomen Pankki, 2011, s. 11-14.

¹⁵ Agrawal, Catalini & Goldfarb, 2013, s. 6.

soveltamisella. Nämä lait eivät kuitenkaan sääntelyllään huomioineet joukkorahoituksen erityispiirteitä.¹⁶ Joukkorahoituksen erillislain tarve sen sääntelemiseksi oli näin ollen merkittävä, sillä joukkorahoituksen monimuotoisuuden vuoksi sen oikeudellinen määrittelemine ja kokonaisuuden arviointi oli liki mahdotonta epäselvien lakien puitteissa. Lainsäädännön puutteellisuus, viranomaistulkintakannanottojen eriävyydet sekä toimintaohjeiden puutteellisuus johtivat Suomessa joukkorahoituksen kehityksen hidastumiseen. Tästä seurasi se, että joukkorahoituksen erillislain säätämisen tarve oli huomattava.¹⁷

Sijoittajat joukkorahoittamisessa ovat pääsääntöisesti ei-ammattimaisia sijoittajia, joilla tarkoitetaan yleensä kaikkia yksityishenkilöitä, yhdistyksiä, ei-rahoitusalan yrityksiä sekä kaikkia muita asiakkaita, joita ei luokitella ammattimaisiksi sijoittajiksi taikka hyväksyttäviksi osapuoliksi.¹⁸ Tämän takia sijoittajainformaation rooli korostuu joukkorahoituksessa. Sijoittajainformaatiolla tarkoitetaan sijoittajan käytössä olevaa informaation oikeellisuutta, jotta hän pystyy tekemään perustellun sijoituspäätöksen. Tällaista informaatiota on esimerkiksi yhtiön nettisivuilla oleva tilinpäätös.

1.2 Tutkimuskysymys ja rajaukset

Joukkorahoitus voidaan jakaa vastikkeellisiin ja vastikkeettomiin joukkorahoitusmuotoihin. Näiden sisällä joukkorahoitus jaetaan vielä lainamuotoiseen, sijoitusmuotoiseen, hyödykemuotoiseen ja lahjoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen sekä vertaislainaukseen. Tässä tutkielmassa keskitytään sijoitus- ja lainamuotoisiin vastikkeellisiin joukkorahoitusmuotoihin. Näin ollen tutkielmassa ainoastaan sivutaan hieman vastikkeetonta lahjamuotoista joukkorahoitusta, jonka saamiseksi yrityksellä täytyisi olla varainkeruulain mukaan erityislupa. Punaisen Ristin rahankeräyskampanjat ovat esimerkki vastikkeettomasta joukkorahoituksesta. Lisäksi tutkielmassa sivutaan hieman hyödykemuotoista joukkorahoitusta. Hyödykemuotisessa joukkorahoituksessa rahoittajalle tarjotaan

¹⁶ HE 46/2016 vp, s. 6-7.

¹⁷ Nylander 2018, s. 2-3.

¹⁸ Nousiainen ym. 2013, s. 41-55.

jonkinlaista vastiketta. Esimerkiksi voitto-osuusjärjestelmässä osa hankkeen tulevaisuuden voitoista luvataan rahoittajalle. Lisäksi yksityishenkilöiden vertaislainoja ei tutkielmassa sen tarkemmin tarkastella. Vertaislainoissa luotonantaja voi antaa toiselle yksityishenkilölle luottoa joko taloudellisista taikka sosiaalisista syistä. Myös näihin lainoihin sovelletaan kuluttajansuojalakia sekä lakia eräiden luotonantajien ja luotonvälittäjien rekisteröinnistä.

Tutkielmani aiheena on sijoittajainformaatio joukkorahoituksessa ja tutkimuskysymykseksi muodostuukin, miten sijoittajainformaatio näkyy joukkorahoituksessa ja miten uudistunut lainsäädäntö on vaikuttanut siihen.

Tutkielma on tehty keskittyen erityisesti joukkorahoituksen sijoittajainformaatioon Suomessa. Koko Euroopan unionin ottaminen tutkielmaani mukaan olisi tehty tutkielmastani liian laajan. Euroopan unionina EU:n joukkorahoitusasetuksessa sivutaan kuitenkin hieman joissain tutkielmani kohdissa vertailun vuoksi.

1.3 Tutkimusmetodi

Tutkimusmenetelmänä käytetään oikeusdogmatiikkaa, jolla tarkoitetaan sitä, että tutkimuksen lähtökohtana on lainopillinen ongelma. Lainopin tulkinnan ja systematisoinnin kohteena on voimassa oleva lainsäädäntö. Ongelman ytimen tutkielmassa muodostavat sijoittajainformaatio joukkorahoituksessa sekä tätä koskeva sääntely. Käsiteltävä tutkimusongelma perustuu siis lainopillisten kysymysten ympärille ja lainoppi pyrkii selvittämään oikean tavan toimia kyseisissä tilanteissa. Tutkimusongelma on siten oikeusjärjestelmään kuuluvien sääntöjen tutkimusta ja niiden sisällön selvittämistä.¹⁹

Annolan (2005) mukaan lainopillisen tutkimuksen yleisenä tavoitteena on selvittää kohteena olevien normien sisältö ja tulkintaperiaatteet. Tutkielman lähestymistapa on lisäksi talousoikeudellinen. Talousoikeudellinen tutkimuskohde muodostuu yleisesti

¹⁹ Siltala, 2001, s. 8.

normeista ja näiden lainopillisesta tarkastelusta, toimintatapojen tunnistamisesta sekä suositeltavan toimintavaihtoehdon valinnasta ja sen perusteleminen. Talousoikeudellisessa tutkimuksessa lainopillisen tutkimuksen tuloksia hyödynnetään liittämällä niitä liikeloudelliseen tarkasteluun. Tästä tulee talousoikeuden erityinen mahdollisuus ja vahvuus.

Tutkielmaani voisi kuvailla myös kvalitatiiviseksi eli laadulliseksi tutkimukseksi, jossa pyrin kartoittamaan ja kuvailemaan tutkittua ilmiötä, sijoittajainformaatiota joukkorahoituksessa. Laadullisella tutkimuksella pyritään ymmärtämään kohteen ominaisuuksia, merkityksiä ja laatua kokonaisvaltaisesti.²⁰

1.4 Tutkimuksen lähteet

Tutkielma perustuu vahvasti oikeudelliseen materiaaliin, kuten esimerkiksi lainsäädäntöön, hallituksen esityksiin sekä joukkorahoitukseen liittyvään kirjallisuuteen. Tutkielman keskeisimmät säädökset ovat Euroopan unionin joukkorahoitusasetus, joukkorahoituslaki sekä hallituksen esitys 228/2021. Nämä kyseiset normit luovat laajassa näkökulmassa puitteet joukkorahoituksen sijoittajainformaatiolle.

Joukkorahoituslaki kuitenkin kumottiin kokonaan tutkielmani teon aikana huhtikuussa 2022 hallituksen esityksen 228/2021 vahvistamisen myötä. Euroopan unionin joukkorahoitusasetus pitää sisällään kuitenkin siirtymäsäännöksen, jonka mukaan nykyiset kansallisen joukkorahoituslain nojalla palvelua tarjoavat joukkorahoituksenvälittäjät saavat jatkaa joukkorahoituslain mukaista tarjoamista 10.11.2022 saakka taikka siihen asti, kunnes niille myönnetään EU:n asetuksen mukainen toimilupa. Sen mukaan toimitaan, kumpi näistä ajankohdista on aikaisempi.²¹

²⁰ Jyväskylän yliopisto, 2021.

²¹ Finanssivalvonta, 2018.

Perusteoksena tutkielmassani on Kallion & Vuolan (2018) Joukkorahoitus, sillä se esittelee tutkielman kannalta joukkorahoitusta riittävän syvällisesti. Lisäksi se tuo esille joukkorahoituksen lainsäädännön pohjan. Toisena merkittävänä teoksena tutkielmassa on Jarno Teporan Rahoitusmuodot ja vakuudet -teos, mikä esittelee joukkorahoitusta ajankohtaisesta näkökulmasta.

Joukkorahoituksen sijoittajainformaation syvällisempää tarkastelua varten hyödynnetään erilaisia aiheeseen liittyviä hallituksen esityksiä, jotka tuovat tarkentavia näkökulmia tutkielman aiheeseen liittyen. Lisäksi muita tutkielman kannalta keskeisiä lähteitä ovat Finanssivalvonnan, Suomen Pankin sekä Euroopan unionin neuvoston internetsivut, joista löytyy laaja määrä informaatiota tutkielmani tueksi.

1.5 Tutkielman rakenne

Tutkielma on jaettu viiteen päälukuun. Pääluvuissa otetaan kantaa sääntelyn vaikutukseen joukkorahoituksessa, tarkastellaan lainsäädännön kehitystä sekä tutkitaan sijoittajainformaatiota joukkorahoituksessa. Johdanto avaa tutkimuskohteen ja sen, mihin tutkimuksella pyritään sekä millaista tutkimusmetodia tutkielmassa on käytetty. Samalla esitetään tutkimuksen kannalta merkityksellinen lähdeaineisto sekä rajataan aihe.

Johdantoluvun jälkeen käsitellään sijoitus- ja lainamuotoiseen joukkorahoitukseen liittyvää lainsäädäntöä ja sitä, miten lainsäädäntö on kehittynyt muutaman viime vuoden aikana. Lisäksi luvussa käsitellään, miten lainsäädäntö vaikuttaa erityisesti sijoittajainformaatioon. Luvussa keskitytään erityisesti kahteen lainsäädäntöön, jotka vaikuttavat keskeisesti sijoittajainformaatioon joukkorahoituksessa. Nämä säädökset ovat Euroopan unionin joukkorahoitusasetus sekä joukkorahoituslaki. Lisäksi luvussa esitellään Hallituksen esitys (228/2021), jolla on ollut suuri merkitys nykyiseen voimassa olevaan joukkorahoituksen lainsäädäntöön. Lisäksi luvussa sivutaan hyödyke-

ja lahjoitusmuotoisen joukkorahoituksen lainsäädäntöä, joita ovat rahankeräyslaki ja kuluttajansuojalaki.

Kolmannessa luvussa tarkastellaan joukkorahoitusta yleisesti. Luvussa määritellään, mitä joukkorahoituksella tarkoitetaan sekä käydään läpi joukkorahoituksen eri muodot. Luvussa esitellään laina-, sijoitus-, hyödyke- sekä lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus. Vaikka tutkielmassa keskitytään sijoitus- ja lainamuotoiseen joukkorahoitukseen, mielestäni on tärkeää silti esitellä kevyesti myös hyödyke- ja lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus. Kolmannessa luvussa tarkastellaan lisäksi joukkorahoituksen toimijoita ja sen tarjoamista.

Neljännessä luvussa esitellään joukkorahoituksen mahdollisuuksia ja riskejä. Lisäksi luvussa tarkastellaan joukkorahoitusmarkkinoita niin Suomessa kuin Euroopan unionin tasollakin sekä tarkastellaan erilaisia joukkorahoituksen kasvunäkymiä.

Viidennessä luvussa käsitellään sijoittajainformaatiota sekä määritellään, mitä sillä tarkoitetaan. Tiedonantovelvollisuus ja sijoittajansuoja ovat osa sijoittajainformaatiota ja luvussa esitelläänkin, mitä tiedonantovelvollisuudella ja sijoittajansuojalla tarkoitetaan sekä miten ne liittyvät sijoittajainformaatioon. Lisäksi luvussa pohditaan sijoittajainformaatiota joukkorahoituksessa yleisesti. Sijoittajainformaatiossa joukkorahoituksessa on kyse sijoittajan käytössä olevasta informaation oikeellisuudesta perustellun sijoituspäätöksen tekemiseksi. Luvussa käsitellään lisäksi esitteen julkaisuvelvollisuutta sekä mitä tietoja liikkeeseenlaskussa tulee antaa sijoittajalle. Luvun tarkoituksena on vastata tutkimuskysymykseen eli miten sijoittajainformaatio näkyy joukkorahoituksessa ja miten uudistunut lainsäädäntö on vaikuttanut siihen. Lisäksi luvussa sivutaan joukkorahoituspalvelujen tarjoajia.

Tutkielman viimeisessä luvussa kootaan yhteen tutkimusprosessin aikana tehdyt johtopäätökset. Lisäksi luvussa pohditaan, mitä tutkielman aikana on saatu selville ja millaisia tulvaisuuden näkymiä joukkorahoituksella on.

2 Sijoittajainformaation sääntely joukkorahoituksessa

Ennen Euroopan unionin tason sääntelyä joukkorahoituksen lainsäädännön sisältö on vaihdellut jäsenmaittain, jonka takia joukkorahoituspalvelut ovat saattaneet toimia hyvin eri tavalla muissa Euroopan unionin maissa kuin Suomessa. Joukkorahoituspalvelun tarjoajan ylläpitämää taikka hallinnoimaa julkisesti saatavilla olevaa, internetpohjaista tietojärjestelmää. Joukkorahoitus on herättänyt Euroopassa ja maailmanlaajuisesti monia lainsäädännöllisiä kysymyksiä sen nopean yleistymisen seurauksena. Keskeisenä ongelmana on ollut se, ettei alaa ole erikseen säännelty, vaan sitä koskevat säännökset ovat pirstaloituneet monissa eri kansallisissa laeissa sekä EU-tason direktiiveissä ja asetuksissa.²²

Joukkorahoituksen sääntely oli Suomessa pitkään avoin ja se perustui pitkälti tapauskohtaisiin ja muutoksille alttiisiin viranomaistulkintoihin. Tämän oikeudellisen epävarmuuden vuoksi markkinoilletulokynnys on ollut korkea ja se on myös hidastanut toimialan kehitystä. Joukkorahoitukseen sovellettavat lait määräytyvät monesti tapauskohtaisesti joukkorahoitusmuodon taikka viranomaisharkinnan perusteella, joka aiheuttaa epävarmuutta niin sijoittajille että toiminnanharjoittajillekin. Sääntely on kuitenkin selkeytynyt vuoden 2016 jälkeen, jolloin valtionvarainministeriö antoi eduskunnalle hallituksen esityksen joukkorahoituslaiksi (HE 46/2016). Tällöin hallitus otti myös ensimmäistä kertaa laajemmin kantaa eri joukkorahoitusmuotoihin. Suomessa joukkorahoituslain voimaantulolla pyrittiin saattamaan joukkorahoitus selkeäksi osaksi rahoitusmarkkinoita. Lain voimaantulo oli perusteellisen ja pitkän työn tulos.²³ Joukkorahoituslain myötä joukkorahoituksen laintasoiset pelisäännöt selkeytyivät ja ala on pystynyt toimimaan entistä paremmin ja kasvamaan Suomessa. Lisäksi sen myötä viranomaisten vastuut selkeytyivät joukkorahoituksen valvonnassa, sijoittajansuoja parantui sekä rahoitusmarkkinat monipuolistuivat yleisellä tasolla.

²² Kallio & Vuola, 2018, s.53

²³ Kallio & Vuola, 2018, s. 148–150

Samalla joukkorahoituslain voimaantulon myötä sijoittajille on ollut tarjolla korkeatuottoisempia ja korkeariskisempiä sijoitusvaihtoehtoja.²⁴

Euroopan komissio antoi maaliskuussa 2018 ehdotuksen Euroopan Parlamentin ja sen neuvoston asetukseksi yrityksille osoitetun joukkorahoituspalvelun eurooppalaisista tarjoajista (COM/2018/0113 final – 2018/048, COD). Tämän pohjalta Euroopan Parlamentti ja neuvosto antoivat Euroopan unionin joukkorahoitusasetuksen yrityksille suunnatun joukkorahoituspalvelun eurooppalaisista tarjoajista.²⁵

Lainsäädäntö selkeytyi vielä entisestään heinäkuussa 2020, kun Euroopan unionin neuvosto hyväksyi joukkorahoituspalvelujen toimintaa koko Euroopan unionissa parantavat uuden Euroopan unionin joukkorahoitusasetuksen. Kansallisten säännösten erot ovat haitanneet joukkorahoituspalvelujen rajat ylittävää tarjoamista. EU:n tason säädökset joukkorahoitukselle ovatkin tarpeen, sillä olemassa olevat kansalliset säädökset ovat vaihdelleet eri jäsenmaissa, joka on luonut epävarmuutta eikä se ole kannustanut investoimaan toisissa jäsenmaissa sijaitseviin joukkorahoituspalveluihin tai hankkeisiin. Tämä on rajoittanut erityisesti suppeilla markkinoilla toimivien yritysten sijoitusten saamisen mahdollisuuksia suuremmalta sijoittajajoukolta.²⁶ Asetuksen tavoitteena onkin uusien rahoituslähteiden saatavuuden helpottaminen. Asetus lisäksi yhdenmukaistaa vähimmäisvaatimukset, jonka myötä joukkorahoituspalvelujen rajat ylittävien palvelujen tarjoamisen esteet poistuvat. Näitä vähimmäisvaatimuksia sovelletaan toimintaan niin kotimarkkinoilla kuin muissakin EU-maissa. EU:n joukkorahoitusasetuksessa määritellään lisäksi kansallisille toimivaltaisille viranomaisille yhteiset valvonta- ja toimilupasäännöt. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA) rooli vahvistuu erityisesti teknisten standardien ja riitojenratkaisumekanismin myötä.²⁷

²⁴ Valtiovarainministeriö, 2016.

²⁵ Hallituksen esitys 228/2021 vp.

²⁶ Euroopan parlamentti, 2020.

²⁷ Euroopan Unionin neuvosto, 2020.

On hyvä myös muistaa, että Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin (MIFID 1) soveltuminen sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen eroaa suuresti eri Euroopan unionin valtioiden välillä kuten muutkin joukkorahoituksen lainsäädännöt. MIFID 1 soveltuu lähtökohtaisesti sijoituspalveluyrityksiin. Sijoituspalveluyrityksellä tarkoitetaan oikeushenkilöä, jonka tavanomaisena liike- tai ammattitoimintana on yhden taikka useamman sijoituspalvelun tarjoaminen kolmansille osapuolille. MIFID 1 -direktiivi soveltuu siis käytännössä sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välittäviin palveluntarjoajiin, kun ne toimivat sijoitusten välittäjinä.²⁸

Joukkorahoituksen sääntelyä on entisestään lisätty ja vuoden 2021 joulukuussa annettiin hallituksen esitys eduskunnalle (HE 228/2021 vp) EU:n joukkorahoitusasetusta täydentäväksi lainsäädännöksi. Tämän hallituksen esityksen ehdotuksena on se, että säädettäisiin kokonaan uusi laki joukkorahoituspalveluntarjoamisesta ja samalla kumottaisiin tällä hetkellä voimassa oleva joukkorahoituslaki. Joukkorahoituslaki kumottiinkin huhtikuussa 2022 tämän Hallituksen esityksen seurauksena ja samalla laki joukkorahoituspalvelun tarjoamisesta astui voimaan.

Marraskuusta 2021 lähtien sijoitus- ja lainamuotoisen joukkorahoituspalvelun tarjoamiseen on sovellettu tältä uutta Euroopan unionin joukkorahoitusasetusta. Asetuksen soveltamisalan ulkopuolelle jäävät kuluttajalainoihin liittyvät joukkorahoituspalvelut. Euroopan unionin joukkorahoitusasetus pitää sisällään siirtymäsäännöksen, jonka mukaan nykyiset kansallisen joukkorahoituslain nojalla palvelua tarjoavat joukkorahoituksenvälittäjät saavat kuitenkin jatkaa joukkorahoituslain mukaista tarjoamista 10.11.2022 saakka taikka siihen asti, kunnes niille myönnetään EU:n asetuksen mukainen toimilupa. Sen mukaan toimitaan, kumpi näistä ajankohdista on aikaisempi.²⁹

²⁸ Ibid, 2016.

²⁹ Finanssivalvonta, 2018.

Joukkorahoitusta säädelään EU:n joukkorahoitusasetuksen lisäksi muun muassa kuluttajansuojalaissa, jossa säädelään hyödykemuotoisesta joukkorahoituksesta sekä rahankeräyslaissa, jossa säädelään vastikkeettomasta lahjoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta.

2.1 Euroopan unionin joukkorahoitusasetus sijoittajainformaatiossa

Useat Euroopan unionin jäsenvaltiot ovat jo aiemmin ottaneet käyttöön kotimaisia räätälöityjä joukkorahoitusjärjestelmiä. Nämä järjestelmät ovat kuitenkin suunniteltu paikallisten markkinoiden mukaan, jonka seurauksena kansalliset joukkorahoituksen säännökset ovat eronneet toisistaan joukkorahoitusalojen toimintaedellytysten, toimilupavaatimusten sekä sallitun toiminnan laajuuden suhteen. Nämä kansallisten sääntöjen erot ovat haitanneet joukkorahoituspalvelujen rajat ylittävää tarjoamista.³⁰ Euroopan unionissa ei näin ollen ole ollut yhtenäistä joukkorahoitustoimintaa koskevaa sääntelyä, jota olisi voitu soveltaa silloin, kun joukkorahoituspalveluita tarjotaan jäsenvaltiosta toiseen. Tämän vuoksi Euroopan unionin jäsenmaille säädettiin yhteinen Euroopan unionin joukkorahoitusasetus.

Euroopan unionin joukkorahoitusasetuksen tarkoituksena on yhtenäistää joukkorahoituspalveluja tarjoavien toimintaan liittyviä vaatimuksia eri jäsenvaltioiden välillä sekä pyrkiä edistämään sisämarkkinoiden toimintaa. Lisäksi asetuksen tarkoituksena on parantaa erityisesti pienten ja keski suurten yritysten rahoitusmahdollisuuksia ja varmistaa joukkorahoituskiirroksille osallistuvien sijoittajien sijoittajansuoja.

Tämä Euroopan unionin joukkorahoitusasetus hyväksyttiin marraskuussa 2020 ja marraskuusta 2021 alkaen sijoitus- ja lainamuotoisen joukkorahoituspalvelun tarjoamiseen onkin sovellettu uutta Euroopan unionin joukkorahoitusasetusta. Asetuksen soveltamisalan ulkopuolelle jäävät kuluttajalainoihin liittyvät

³⁰ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2020/1503.

joukkorahoituspalvelut. Euroopan unionin joukkorahoitusasetuksen 1 luvun 1 §:n mukaan asetuksessa vahvistetaan yhtenäiset vaatimukset EU:n jäsenille joukkorahoituspalvelujen tarjoamista, toiminnan järjestämistä, toimilupamenettelyä ja valvontaa kohtaan sekä lisäksi joukkopalvelualustojen toimintaa ja tarjoamiseen liittyvää markkinointiviestintää unionissa ja läpinäkyvyyttä kohtaan.³¹ EU:n joukkorahoitusasetuksen 2 luvun 1 §:n mukaan joukkorahoituspalveluja saavat tarjota ainoastaan oikeushenkilöt, jotka ovat sijoittautuneet unioniin. Lisäksi heille tulee olla myönnetty joukkorahoituspalveluntarjoajan toimilupa, joka mahdollistaa oikeuden tarjota niin sanotulla EU-passilla joukkorahoituspalvelua toiseen ETA-valtioon yli rajan. Asetuksen vastaista toimintaa tulee pystyä sanktioida ja sitä harjoitetaan viranomaisvalvonnassa. Asetuksen 2 luvun 2 §:ssä määritellään lisäksi se, että joukkorahoituspalvelun tarjoajien on toimittava tasapuolisesti, rehellisesti sekä ammattimaisesti asiakkaidensa etujen mukaisesti.³² Joukkorahoitustoimintaa harjoitetaan viranomaisvalvonnassa ja EU:n joukkorahoitusasetuksen vastaista toimintaa täytyy voida sanktioida.

Euroopan unionin joukkorahoitusasetuksen voimaantulon vuoksi hallitus antoi vuoden 2021 joulukuussa eduskunnalle esityksen (HE 228/2021) EU:n joukkorahoitusasetusta täydentäväksi lainsäädännöksi. Hallituksen esityksessä ehdotetaan säädettäväksi kokonaan uusi laki joukkorahoituspalvelujen tarjoamisesta ja samalla voimassa oleva joukkorahoituslaki kumottavaksi. Tämän hallituksen esityksen seurauksena kansallinen joukkorahoituslaki kumottiin vuoden 2022 huhtikuussa, jolloin laina- ja sijoitusmuotoisiin joukkorahoituksiin sovelletaan jatkossa ainoastaan EU:n joukkorahoitusasetusta. Tämän myötä sijoittajainformaation rooli tulee korostumaan jatkossa entisestään. Lisäksi kumoamisen myötä laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituspalvelujen tarjoaminen on jatkossa aina toimiluvanvaraista.³³ Hallituksen esityksessä ehdotetaan myös muutettavaksi Finanssivalvonnasta, Finanssivalvonnan valvontamaksusta ja rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä annettua

³¹ Finanssivalvonta, 2022.

³² Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2020/1503.

³³ Finanssivalvonta, 2022.

lakia sekä rikosrekisterilakia ja sijoituspalvelulakia. Lisäksi teknisiä muutoksia ehdotetaan muun muassa joukkolainanhaltijoiden edustajista annettuun lakiin.

Ennen uutta EU:n joukkorahoitusasetusta lainsäädäntökehys on ollut kansallisten rajojen mukaisesti eriytynyt, joka on aiheuttanut merkittäviä juridisia kuluja vähittäissijoittajille. Tämän seurauksena sijoittajat eivät ole halunneet tehdä rajat ylittäviä sijoituksia joukkorahoitusalojen kautta eikä näillä alustoilla toimivilla joukkorahoituspalveluntarjoajilla ole ollut myöskään halua tarjota palvelujaan muissa jäsenvaltioissa ja näin ollen se on ollut yhden jäsenvaltion sisäistä. EU:n joukkorahoitusasetuksen tarkoituksena onkin vähentää näitä kuluja, jonka myötä yritysten on helpompi saada joukkorahoituspalveluita erityisesti sellaisissa tapauksissa, kun kyseiset yritykset toimivat suppeimmilla kansallisilla markkinoilla. Lisäksi asetuksella pyritään edistämään rajat ylittäviä joukkorahoituspalveluita ja parantamaan vapautta tarjota sekä vastaanottaa tällaisia palveluita sisämarkkinoilla sekä varmistamaan korkeatasoinen sijoittajansuoja. Asetuksen on tarkoitus siis helpottaa suoria sijoituksia sekä samalla välttää eri maiden sääntelyerojen hyväksikäyttö.³⁴ Nämä tavoitteet heijastuvat samalla sijoittajainformaation laajuuteen joukkorahoituksessa.

Huolimatta siitä, että vuoden 2016 joukkorahoituslaki oli hyvätasoinen eurooppalaisessa kontekstissa siihen liittyvine lakeineen, Euroopan unionin joukkorahoituksen voimaantulo on asettanut selkeitä muutostarpeita kansalliselle lainsäädännölle. Rakenteellisesti asetuksen voimaantulo merkitsee sitä, että kansallinen lainsäädäntö täydentää sitä. Asetuksen merkittävimmät uudistukset ovat toimilupavaatimus, palveluntarjoajan yksityiskohtaiset edellytykset sekä sijoittajansuojan varmistaminen. Ennen EU:n joukkorahoitusasetusta lainamuotoisessa joukkorahoituksessa oli käytössä kevyempi rekisteröintimenettely. Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus taas on edellyttänyt sijoituspalvelulain mukaista toimilupaa kansalliseen palveluntarjontaan taikka EU-passin mahdollistavaan palveluntarjontaan. EU:n joukkorahoitusasetuksen mukaan joukkorahoituspalvelun tarjoaminen edellyttää nykyään toimivaltaisen viranomaisen myöntämän toimiluvan, joka voidaan myöntää

³⁴ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2020/1503.

Euroopan unioniin sijoittuneelle oikeushenkilölle. Tämän tarkoituksena on varmistaa yhdenmukaiset toimilupaedellytyksen jäsenvaltioissa.

Ottaen joukkorahoitussijoituksiin liittyvät riskit huomioon sekä tehokkaan sijoittajansuojan takaamiseksi, on yksittäisen hankkeen toteuttajan tekemien joukkorahoitustarjouksille asetettu raja-arvo. Uusi EU:n joukkorahoitusasetus kattaa joukkorahoituskampanjat, joiden suuruus on enintään 5 miljoonaa euroa 12 kuukauden pituisella ajanjaksolla. Rahoitusmarkkinadirektiivissä ja esiteasetuksella säännellään tätä laajempaa toimintaa. Lahjoitus- ja palkintopohjainen joukkorahoitus on jätetty myös kokonaan pois näiden säännösten soveltamisalan ulkopuolelle, sillä niitä ei pidetä rahoituspalveluina.³⁵ Käytännössä joukkorahoituskierrokset eivät ole ylittäneet viiden miljoonan euron rajaa viimeisen viiden vuoden aikana muuta kuin yksittäisissä tapauksissa. Vuonna 2020 joukkorahoituksella haettu laina Suomessa oli keskimäärin 11 000 euroa. Sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa yritykset sen sijaan saivat yksittäisellä rahoituskierroksella keskimäärin 1,9 miljoonan euron arvosta pääomaa kotimaisilla markkinoilla. Ainoastaan yksittäiset palveluntarjoajat pitävät EU:n joukkorahoitusasetuksen raja-arvoa toiminnan kehityksen kannalta haastavana perustuen joukkorahoitusasetuksen välittäjien kanssa käytyihin keskusteluihin.³⁶

EU:n joukkorahoitusasetus tarjoaa korkeatasoisen sijoittajansuojan ja samalla siinä asetetaan yhteiset tiedonanto-, vakavaraisuus- ja avoimuusvaatimukset, jotka taas heijastuvat sijoittajainformaation laajuuteen. On lisäksi hyvä muistaa, että EU:n joukkorahoitusyrityksiä koskevia säädöksiä muokataan aina sen mukaan, tarjoavatko yritykset heidän rahoituksiaan sijoituksina vai lainoina.³⁷ Lisäksi EU:n joukkorahoitusasetuksessa säädetään esitteen julkaisuvelvollisuudesta ja liikkeeseenlaskussa annettavista tiedoista, jotka vaikuttavat ominaan sijoittajainformaation laajuuteen joukkorahoituksessa.

³⁵ Euroopan Unionin neuvosto, 2020.

³⁶ Hallituksen esitys 228/2021 vp.

³⁷ Euroopan Unionin neuvosto, 2020.

Euroopan unionin joukkorahoitusasetus pitää sisällään siirtymäsäännöksen, jonka mukaan nykyiset kansallisen joukkorahoituslain nojalla palvelua tarjoavat joukkorahoituksenvälittäjät saavat jatkaa joukkorahoituslain mukaista tarjoamista 10.11.2022 saakka taikka siihen asti, kunnes niille myönnetään EU:n asetuksen mukainen toimilupa. Sen mukaan toimitaan, kumpi näistä ajankohdista on aikaisempi.³⁸

2.2 Joukkorahoituslaki sijoittajainformaatioissa

Joukkorahoitus ei ole uusi rahoitusmuoto. Laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen tarjoamisesta, ammattimaisesta välittämisestä ja hankkimisesta on kansallisesti säädetty jo syyskuusta 2016 lähtien, jolloin joukkorahoituslaki astui voimaan Suomessa. Joukkorahoituslain mukaan se oli ensimmäinen lainsäädäntö Suomessa, joka keskittyi erityisesti juuri joukkorahoitukseen ja tämän eri muotojen erityispiirteisiin. 01.09.2016 voimaantulleella joukkorahoituslailla pyrittiin määrätietoisesti tukemaan kasvu- ja pienten ja keskisuurten yritysten rahoitusasemaa. Lailla selkeytettiin alan lainsäädäntöä, lisättiin yritysten rahoitusvaihtoehtoja, parannettiin sijoittajansuojaa sekä monipuolistettiin rahoitusmarkkinoita. Laki ei kuitenkaan koskenut lainamuotoisen joukkorahoituksen välittämistä, jossa kuluttaja on velallisenä.

On tärkeää pitää mielessä, että Hallituksen esitys eduskunnalle Euroopan unionin joukkorahoitusta täydentäväksi lainsäädännöksi (HE 228/2021) on läpäissyt eduskuntakäsittelyn ja asetus on tullut hyväksytyksi. Tämän seurauksena kansallinen joukkorahoituslaki kumottiin kokonaan 01.04.2022. Sijoitus- ja lainamuotoisen joukkorahoituspalvelujen tarjoaminen tulee jatkossa aina olemaan toimiluvanvaraista. Seuravaksi esittelen kuitenkin joukkorahoituslain roolia sijoittajainformaatioissa, sillä lailla on ollut suuri merkitys joukkorahoituksen kehityksessä Suomessa ja se on vasta juuri kumottu.

³⁸ Finanssivalvonta, 2018.

Marraskuusta 2021 lähtien sijoitus- ja lainamuotoisen joukkorahoituspalvelun tarjoamiseen on jo sovellettu uutta Euroopan unionin joukkorahoitusasetusta. Tämä Euroopan unionin joukkorahoitusasetus pitää kuitenkin sisällään siirtymäsäännöksen, jonka mukaan nykyiset kansallisen joukkorahoituslain nojalla palvelua tarjoavat joukkorahoituksenvälittäjät saavat jatkaa joukkorahoituslain mukaista tarjoamista 10.11.2022 saakka taikka siihen asti, kunnes niille myönnetään EU:n asetuksen mukainen toimilupa. Sen mukaan toimitaan, kumpi näistä ajankohdista on aikaisempi.³⁹ Joukkorahoituslaki on näin ollen vielä voimassa marraskuuhun 2022 saakka, jonka vuoksi myös sen käsittely on oleellista tutkielman kannalta.

Lain valmistelutyö alkoi jo vuonna 2013, jolloin joukkorahoituksen tilaa Suomessa selvitettiin kyselyn avulla. Tämän kyselyn tavoitteena oli kartoittaa laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen kehittämistarpeita sekä sääntelyn keskittämisen tarvetta. Joukkorahoituslain 1 luvun 1 §:n mukaan lakia sovelletaan ainoastaan vastikkeelliseen sijoitus- ja lainamuotoiseen joukkorahoitukseen. Näin ollen muut vastikkeettomat joukkorahoituksen muodot ovat rajattu joukkorahoituslain soveltamisalan ulkopuolelle. Joukkorahoituksen välittäjiä valvoo Finanssivalvonta.⁴⁰

Joukkorahoituslain keskeisenä tarkoituksena oli vahvistaa sijoittajansuojaa. Jonka takia laissa asetettiin tiettyjä velvoitteita joukkorahoitusta keräävälle taholle sekä vastaavasti oikeuksia sijoittaja-asiakkaille. Laki toi ennestään sääntelemättömän sijoitus- ja lainamuotoisen joukkorahoituksen sääntelyn piiriin. Joukkorahoituslain voimaantulo mahdollisti sen, että joukkorahoituksesta tuli laajemmin osa säänneltyä rahoitusmarkkinoita.⁴¹ Joukkorahoituslain voimaantulon seurauksena sijoitus- ja lainamuotoinen joukkorahoitus kasvoivat voimakkaasti Suomessa. Lain voimaantulolla oli myös merkittävä rooli joukkorahoituksen aseman vahvistamisessa legitiiminä rahoitusmuotona.⁴² Joukkorahoituslaissa sijoittajainformaation sääntely jäi kuitenkin hyvin suppeaksi ja EU:n joukkorahoitusasetus toikin tähän tarvittavaa lisäsääntelyä.

³⁹ Finanssivalvonta, 2018.

⁴⁰ Joukkorahoituslaki.

⁴¹ Finanssivalvonta, 2018.

⁴² Kallio & Vuola, 2018, 129–130, 149–150.

Joukkorahoituslain mukaan joukkorahoitus on kolmen tahon muodostama suhde, jotka ovat rahoituksen välittäjä eli joukkorahoituslusto, rahoituksen saaja sekä sijoittaja-asiakas eli yleisö. Useimmat joukkorahoituslain säädöksistä koskevat joukkorahoituslustoja sekä joukkorahoituksen välittämistä. Joukkorahoituslaissa säädellään lisäksi oikeuksista sijoittajalle ja velvoitteista rahoituksen saajalle sijoittajansuojan varmistamiseksi. Joukkorahoituslain 3 luvun 11 §:n mukaan tiedonantovelvollisuus on tärkein velvoite joukkorahoituksen saajalle, sillä sen mukaan yrityksen arvoon ja takaisinmaksukykyyn olennaisesti vaikuttavat tekijät on julkistettava. Lisäksi tiedonantovelvollisuuden mukaan yrityksen tulee tiedottaa taloudellisen tilanteen olennaisista muutoksista.⁴³

Joukkorahoituksen sääntelyä on entisestään lisätty ja vuoden 2021 joulukuussa annettiin hallituksen esitys eduskunnalle (HE 228/2021 vp) EU:n joukkorahoitusasetusta täydentäväksi lainsäädännöksi. Tämän hallituksen esityksen ehdotuksena on se, että säädettäisiin kokonaan uusi laki joukkorahoituspalveluntarjoamisesta ja samalla kumottaisiin tällä hetkellä voimassa oleva joukkorahoituslaki. Lisäksi Hallituksen esityksessä ehdotettiin Finanssivalvonnasta annettua lakia, Finanssivalvonnan valvontamaksusta annettua lakia, terrorismin ja rahanpesun rahoittamisen estämisestä annettua lakia, rikosrekisterilakia sekä sijoituspalvelulakia muutettavaksi. Myös joukkorahoituslakiin, joukkolainanhaltijoiden edustajista annettuun lakiin ja rahankeräyslakiin ehdotettiin hallituksen esityksessä teknisiä muutoksia.⁴⁴ Hallituksen esityksen ensisijaisena tarkoituksena olikin muuttaa kansallista lainsäädäntöä Euroopan unionin joukkorahoitusasetuksen voimaantulon vuoksi. Tämä hallituksen esitys, kuten jo aiemmin todettiin, läpäisi eduskunnan käsittelyn huhtikuussa 2022 ja joukkorahoituslaki korvattiin täysin uudella lailla joukkorahoituspalvelun tarjoamisesta.

⁴³ Joukkorahoituslaki, 2016.

⁴⁴ Hallituksen esitys 228/2021 vp.

2.3 Lahjoitus- ja hyödykemuotoisen joukkorahoituksen sääntely

Aiemmat säädökset ovat koskeneet sijoitus- ja lainamuotoisia joukkorahoituksia. Miten muunlaista joukkorahoitusta sitten säädellään Suomessa? Lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus on vastikkeetonta toimintaa. Sitä sääntelee rahankeräyslaki, josta vastaa sisäministeriö. Rahankeräyslain kokonaisuudistus on toistaiseksi keskeytyneenä. Hyödykemuotoista joukkorahoitusta säännellään sen sijaan kuluttajansuojalailla, sillä kyse on kuluttajan ja elinkeinonharjoittajana suhteesta. Kauppalakia taas sovelletaan silloin, kun on kyse kahden kuluttajan suhteesta taikka kahden elinkeinonharjoittajan suhteesta. Kauppalakia ei kuitenkaan avata tässä tutkielmassa sen enempää. Molemmista, kauppalaista ja kuluttajansuojalaista, vastaa oikeusministeriö.⁴⁵

2.3.1 Rahankeräyslaki

Rahankeräyslain tavoitteena on suojata kansalaisia epärehelliseltä toiminnalta. Laki on alun perin säädetty silloin, kun joukkorahoitusta ei vielä ole harjoitettu nykymuodossaan, eikä laissa ole tämän vuoksi huomioitu joukkorahoituksen erityispiirteitä. Tästä johtuen rahankeräyslaki on menneisyydessä aiheuttanut ongelmia joukkorahoitukselle muun muassa rahankeräysluvan vuoksi.⁴⁶ Vuoden 2020 alussa astui kuitenkin voimaan uusi rahankeräyslaki, jonka tavoitteena on parantaa pienkeräysmahdollisuuksia ja sujuvoittaa rahankeräysprosessia. Rahankeräyslaki nähdään joukkorahoituksen näkökulmasta rajoittavana säädäntönä, sillä se rajoittaa erityisesti suomalaisten yritysten kilpailukykyä joukkorahoitusmarkkinoilla. Uudistunut joukkorahoituslaki ei tuonut tähän rajoitukseen muutosta.⁴⁷

Rahankeräyslain 1 luvun 1 §:n mukaan lakia sovelletaan rahankeräysten järjestämisessä ja niiden asianmukaisuuden valvonnassa. Käytännössä joukkorahoitus tulee toteuttaa Suomessa aina vastikkeellisesti, jotta rahankerääjä pystyy hankkimaan varoja

⁴⁵ Valtiovarainministeriö, 2016.

⁴⁶ Kallio & Vuola, 2018, s.120.

⁴⁷ Sisäministeriö, 2019.

rahankeräyslakia rikkomatta. Rahankeräyslaki kuitenkin säätelee Suomessa lähes kaikkea vastikkeetonta rahankeräystä. Näin ollen vastikkeettomassa joukkorahoituksessa tulee myös soveltaa rahankeräyslain säädöksiä. Lisäksi vastikkeettoman rahankeräyksen järjestämiseksi tarvitaan rahankeräyslupa Poliisihallitukselta.⁴⁸ Ennen vuoden 2020 rahankeräyslain uudistumista tämä rahankeräyslupa voitiin myöntää rahankeräyslain vaatimukset täyttävälle taholle korkeintaan viiden vuoden määräajaksi. Uuden rahankeräyslain myötä rahankeräyslupa on toistaiseksi voimassa oleva ja lisäksi on mahdollisuus suorittaa pienrahankeräys, johon ei tarvitse lainkaan rahankeräyslupaa, vaan ilmoitus poliisilaitokselle riittää. Pienrahankeräyksen tuotto saa olla enintään 10 000 euroa ja sen kesto saa olla korkeintaan kolme kuukautta.⁴⁹

Hallituksen esityksessä 228/2021 annettiin laki rahankeräyslain 1 §:n muuttamisesta. Tämän mukaan lain soveltamisalaan eivät jatkossa enää kuulu joukkorahoituspalvelun tarjoamisesta annetun lain 1 §:n 1 momentissa tarkoitettu joukkorahoituspalvelu.⁵⁰

2.3.2 Kuluttajansuojalaki

Kuluttajansuojalain tarkoituksena on suojata sijoittajaa. Sopimattoman menettelyn kieltö perustuu Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviin sopimattomista kuluttajien ja elinkeinoharjoittajien välisistä kaupallisista menettelyistä sisämarkkinoilla. Direktiivin tarkoituksena on lähentää jäsenvaltioiden kuluttajien taloudellisia etuja välittömästi vahingoittavia ja täten laillisesti toimivien kilpailijoiden taloudellisia etuja välillisesti vahingoittavia sopimattomia kaupallisia menettelyjä koskevia lakeja.⁵¹

Kuluttajansuojalain 1 luvun 1 §:n mukaan laki koskee kulutushyödykkeiden myyntiä, tarjontaa ja muuta markkinointia elinkeinonharjoittajilta kuluttajille. Lain 1 luvun 3§:n

⁴⁸ Rahankeräyslaki, 863/2019.

⁴⁹ Sisäministeriö, 2019.

⁵⁰ Hallituksen esitys 228/2021 vp.

⁵¹ 2005/29/EY 6.artikla.

mukaan kulutushyödykkeeksi katsotaan tavara, palvelus tai muu hyödyke tai etuus, joita myydään luonnollisille henkilöille taikka yksityiseen käyttöön. Kuluttajansuojalain 2 luvun 3§:ssä säädetään menettelyn sopimattomuudesta. Menettelyä pidetään pykälän mukaan sopimattomana, jos se on elinkeinotoiminnassa yleisesti hyväksyttävän asianmukaisen menettelytavan vastainen ja se on omiaan selvästi heikentämään kuluttajan kykyä tehdä perusteltu ostopäätös. 2 luvun 4–14 §:ssä annetaan vielä yksityiskohtaisempia esimerkkejä koskien sopimattomia menettelyjä.

Vastikkeellinen joukkorahoitus ei ole osa joukkorahoituslain piiriä, vaan siitä säädelään kuluttajansuojalaissa. Kuluttajansuojalaki ei kuitenkaan viittaa suoraan vastikkeelliseen joukkorahoituksen olevan osa sen soveltamisalaa. Hallituksen esityksen joukkorahoituslaista mukaan se on kuitenkin soveltuva elinkeinonharjoittajan ja kuluttajan väliseen vastikkeellisen joukkorahoitustoiminnan sääntelyyn. Kuluttajansuojalaki säätelee vastikkeellisessa joukkorahoituksessa muun muassa sopimusehtoja, asiakassuhteita, markkinointia sekä toimitusehtoja.⁵²

Kuluttajansuojalain mukaan lakia sovelletaan myös lainamuotoisessa joukkorahoituksessa silloin, kun lainansaajana on kuluttaja. Tällöin kyseinen laina on kuluttajansuojalain mukaan kuluttajaluotto ja sen pitää noudattaa kyseisen lain säännöksiä kuluttajaluotoista.⁵³

2.4 Finanssivalvonta

Joukkorahoituslain astuessa voimaan, valvontavastuu siirtyi samalla Finanssivalvonnalle. Finanssivalvonta valvoo joukkorahoituksen välitystä, jossa yritys kerää joko vieraan tai oman pääoman ehtoista rahoitusta rahoittaakseen yrityksen elinkeinotoimintaa. Finanssivalvonta ei näin ollen valvo palkinto- tai lahjoitusmuotoista joukkorahoitusta, vertaislainanvälitystä eikä rahankeräystä.⁵⁴

⁵² Kallio & Vuola, 2018, s.106.

⁵³ Kuluttajansuojalaki 1978.

⁵⁴ Finanssivalvonta, 2018.

Hallituksen esityksessä (228/2021) Finanssivalvonnalle ehdotettiin EU:n joukkorahoitusasetuksen täytäntöönpanotoimina asianmukaisia toimivaltuuksia valvontatehtäviä ja toimilupamenettelyä varten. Finanssivalvonta toimii Suomen Pankin yhteydessä hallinnollisesti. Jotta finanssimarkkinoiden valvonta olisi tehokasta ja uskottavaa, finanssimarkkinoita valvovan viranomaisen on oltava riippumaton eivätkä ulkopuoliset saa vaikuttaa sen toimintaan. Tästä johtuen Finanssivalvonta on päätöksenteossaan itsenäinen.⁵⁵ Finanssivalvonta on tulkinnut, että joukkorahoituslustoiminta on luvanvaraista sijoituspalvelulain mukaista sijoituspalvelutoimintaa. Kaikkien joukkorahoitusmuotojen järjestäminen, jossa rahoitusta annetaan joukkovelkakirjalainaa tai osaketta vastaan, on näin ollen luvanvaraista sijoituspalvelutoimintaa. Jotta tämä toiminta olisi luvanvaraista, rahoituksen vastikkeena on siis oltava rahoitettavan yrityksen joukkovelkakirjalaina taikka osake.⁵⁶ Tutkielmani yhteydessä keskitytään nimenomaan näihin tilanteisiin, joissa vastikkeena on joukkovelkakirjalaina tai yrityksen osake.

⁵⁵ Alhonsuo, 2012.

⁵⁶ Nyström, 2015.

3 Joukkorahoitus

Rahoitusmarkkinoiden toiminta perustuu kansantalouden näkökulmasta varojen tehokkaaseen allokontiin ylijäämäsektorilta alijäämäsektorille. Tämän tavoitteena on pääomien mahdollisimman kannattava ja tehokas käyttö. Toimivat rahoitusmarkkinat ja rahoitusjärjestelmä ovat taloudellisen toiminnan ja taloudellisen kasvun edellytys.⁵⁷ Se, että yrityksen oma pääoma ei riitä tavoiteltujen tai tarvittavien investointien tekemiseen ja juoksevien kulujen kattamiseen, on aina rahoituksen hankinnan perimmäinen syy. Rahoitus on siis tapa saada käyttöön resursseja, joiden kerääminen ainoastaan oman kassavirran turvin veisi huomattavan paljon aikaa. Perinteisiä rahoitusmuotoja ovat vieraan ja oman pääoman ehtoinen rahoitus eli velkarahoitus.⁵⁸

Joukkorahoitus on uudenlainen rahoitusmuoto, jolla on potentiaalia auttaa sijoittajia löytämään hankkeet, jotka tarvitsevat rahoitusta. Vastaavasti se myös auttaa yrityksiä löytämään sijoittajia kasvun ja investointien rahoittamiseksi. Joukkorahoitus on yleistynyt ja kasvanut nopeasti kehittyneet teknologian ja voimakkaasti edenneen digitalisaation ansiosta. Siitä on ennustettu tulevan lähitulevaisuudessa yhä merkittävämpi pankkien ulkopuolisen rahoituksen lähde. Joukkorahoitus onkin vakiinnuttamassa asemaansa rahoitusportaiden tärkeänä osana toimintansa alkuvaiheessa olevissa yrityksissä ja erityisesti startup-yrityksissä.⁵⁹ Startup-yritys on nuori, korkeintaan muutaman vuoden ikäinen yritys, joka perustuu innovatiivisiin ideoihin. Yleensä se kehittää vasta ensimmäistä tuotettaan eikä näin ollen tuota vielä voittoa. Startup-yrityksen luonteeseen kuuluu lisäksi nopean kasvun tavoitteleminen.⁶⁰ Joukkorahoitus siis tarjoaa vartenotettavan vaihtoehdon vakuudettomille pankkilainoille.

⁵⁷ Kari, 2016, s. 48–49.

⁵⁸ Kallio & Vuola, 2018, s. 39–40

⁵⁹ Kallio & Vuola, 2018, s. 41.

⁶⁰ Moilanen, 2013.

3.1 Joukkorahoituksen määritelmä

Joukkorahoitus tarjoaa yrityksille vaihtoehtoisen tavan rahoituksen hankkimiseen. Pääsääntöisesti sillä haetaan rahoitusta organisaatioiden ja henkilöiden erisisältöisille hankkeille sekä yritysten toimintaan. Joukkorahoitusta voidaan kuitenkin hakea esimerkiksi aloittavan yrityksen liiketoiminnan käynnistämiseen. Joukkorahoitus on hyvä keino rahoittaa yksittäisiä projekteja ja kerätä pääomaa, jos rahoitusta on esimerkiksi vaikeaa saada pankista.⁶¹

Joukkorahoituksella tarkoitetaan pääoman keräämistä laajalta joukolta yksittäisiä henkilöitä. Usealta henkilöltä kerätään pieniä summia halutun rahoitusmäärän saavuttamiseksi. Lopulta on mahdollista saada kokoon huomattava summa rahoitusta. Rahoitusta haetaan suoraan yksityisiltä henkilöiltä ilman välikäsiä, kuten pankkeja ja pääomasijoittajia.⁶² Suomessa joukkorahoituskierron maksimimäärä tällä hetkellä on 5 miljoonaa euroa, josta säädetään EU:n joukkorahoitusasetuksessa. Monesti tämä keräys tapahtuu julkisesti verkossa internetissä toimivien digitaalisia toimintamalleja hyödyntävien palvelualustojen kautta. Joukkorahoituksella ei kuitenkaan ole vakiintunutta oikeudellista määritelmää kansallisesti eikä EU-tasollakaan. Terminä joukkorahoitus on syntynyt sen toimialana luomana käsitteenä.⁶³ Joukkorahoitusta siis tarjotaan internetissä digitaalista alustaa hyödyntämällä saattamalla yhteen rahoitusta tarvitsevat tahot sekä sijoittajat. EU:n joukkorahoitusasetuksen mukaisesti joukkorahoituspalvelun tarjoaminen edellyttää toimiluvan, joka mahdollistaa joukkorahoituspalvelun tarjoamisen rajan yli toiseen ETA-valtioon. Tämä tapahtuu niin sanotulla EU-passilla. Joukkorahoitustoimintaa harjoitetaan viranomaisvalvonnassa ja EU:n joukkorahoitusasetuksen vastaista toimintaa tulee pystyä sanktioida.

Joukkorahoitus ei ole täysin uusi tapa kerätä rahaa, mutta internetin yleistynyt käyttö ja laajempi saavutettavuus ovat mahdollistaneet joukkorahoituksen hyödyntämisen laajamittaisemmalla tavalla kuin aiemmin. Voidaankin sanoa, että joukkorahoitus on

⁶¹ Tikkanen, 2014, s. 13.

⁶² Schweinbacher & Larralde, 2010, s.4.

⁶³ Kallio & Vuola, 2018, s. 77-78.

yksi ensimmäisistä onnistuneesti toteutuneista finanssiteknologian sovellutuksista.⁶⁴ Finanssiteknologialla tarkoitetaan teknologian mahdollistamaa innovaatiota rahoituspalvelujen alalla, joka saattaa johtaa uusiin liiketoimintamalleihin ja sovelluksiin⁶⁵.

Joukkorahoituksen tarkoituksena on digitalisoida kaikki prosessin vaiheet, vapauttaa johdon resursseja, madaltaa transaktiokustannuksia, mahdollistaa suuren sijoittajajoukon kontaktointi digitaalisessa palveluympäristössä sekä hyödyntää rahoitusalan olemassa olevaa sijoittajakantaa rahoituskierröksellä.⁶⁶

EU:n joukkorahoitusasetuksen mukaan joukkorahoituksessa on kolme keskeistä toimijaa, jotka ovat hankkeen toteuttaja, joka ehdottaa rahoitettavaa hanketta, sijoittajat, jotka rahoittavat kyseistä hanketta sekä välittäjäorganisaatio, joka toimii joukkorahoituspalvelun tarjoajan muodossa. Tämä välittäjäorganisaatio tuo verkkoalustan kautta hankkeen toteuttajat ja sijoittajat yhteen. Hankkeen toteuttaja pyrkii hankkimaan joukkorahoitusta sijoittajilta palvelualueen kautta. Välittäjäorganisaation tehtävänä on toimia luotettavana välikätenä, joka välittää sijoittajilta tulevat varat rahoituksen hakijalle ja huolehtia, että rahoituksen hakijan rahoituksen vastikkeet välitetään oikea-aikaisesti yleisölle eli sijoittajille. Sijoittajat ovat palveluun rekisteröityneitä oikeushenkilöitä tai luonnollisia henkilöitä. He tekevät oikeudellisesti sitovan tahdonilmaisun lainan antamisesta tai osakkeiden merkinnästä.

Joukkorahoituksen hakijana toimivat yleensä yritykset, jotka ovat siis rahoitusta hakevia oikeushenkilöitä. Hakiessaan rahoitusta he ovat antaneet sitovan oikeudellisen tahdonilmaisun lainarahan ottamisesta tai osakeannin järjestämisestä tietyin ehdoin. Yrityksellä itsellään on aktiivinen rooli erityisesti osakepohjaisessa joukkorahoituksessa. Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa sen sijaan rahan kerääminen perustuu palvelualueen olemassa oleviin sijoittajiin.⁶⁷

⁶⁴ Kallio & Vuola, 2018, s. 51.

⁶⁵ KOM (2018), s.2 & 109.

⁶⁶ Kallio & Vuola, 2018, s. 59.

⁶⁷ Kallio & Vuola, 2018, s. 73.

Vuoden 2008 finanssikriisiä on pidetty yhtenä joukkorahoituksen synnyn ja nopean kasvun syynä digitalisaation rinnalla. Talouskriisistä seurasi se, että lainojen ehdot kiristyi. Tämä pakotti yritykset etsimään uusia tapoja toimintansa rahoittamiseen. Lisäksi internetin ja mobiilipalveluiden nopea yleistymisen ja kehittyminen ovat mahdollistaneet joukkorahoituspalveluiden laajamittaisemman hyödyntämisen.⁶⁸ Joukkorahoituksen yksi selvin ero muihin rahoitusmuotoihin verrattuna on sijoittajien lukumäärä. Yrityksen hakiessa esimerkiksi lainarahoitusta pankeilta, rahoittajia on yleensä ainoastaan yksi tai korkeintaan muutama taho. Joukkorahoituksessa sen sijaan rahoittajien lukumäärä voi vaihdella muutamasta yksittäisestä sijoittajasta jopa tuhansiin sijoittajiin.⁶⁹

Joukkorahoitus on lisäksi suhteellisen joustava tapa hankkia rahoitusta verrattuna muihin rahoitusmuotoihin. Lisäksi muihin rahoitustyyppisiin verrattuna joukkorahoituksella voidaan pienentää yritysten kustannuksia ja hallinnollista taakkaa.⁷⁰ Se on myös muihin rahoitusmuotoihin verrattuna suhteellisen edullinen rahoitusmuoto. Esimerkiksi lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus on täysin vastikkeetonta eli ilmaista rahoitusta. Joukkorahoitus toimii myös erinomaisena markkinointiväylänä liikeideoille sekä sen avulla on helppo tavoittaa laaja sijoittajajoukko. Joukkorahoitus tarjoaa näin ollen rahoituksen hankkijalle laajempaa näkyvyyttä perinteiseen pankkilainaan verrattuna. Laaja näkyvyys tuo kuitenkin negatiivisena puolena liikeidean kopiointiriskin, jollaista ei muissa rahoitusmuodoissa ole.⁷¹

Suomessa joukkorahoitusmuotoa tarjoavat joukkorahoituspalvelut eroavat lisäksi pankkitoiminnasta siten, että ne tarjoavat digitaalisen markkinapaikan lainalle eivätkä näin ollen rahoita lainaa omasta taseestaan. Lainoja haetaan nykyään aiempaa

⁶⁸ European Crowdfunding Network, 2012.

⁶⁹ Kervinen, 2014, s. 38.

⁷⁰ ECN.

⁷¹ Kervinen, 2014, s.39–40.

enemmän juuri joukkorahoituksen puolelta muun muassa pankkien tiukentuneiden lainasäännösten vuoksi.⁷²

3.2 Joukkorahoituksen eri muodot

Joukkorahoituksen eri muodot voidaan karkeasti jakaa sijoituspohjaisiin ja lahjoituspohjaisiin muotoihin. Yleisesti joukkorahoitus kuitenkin jaetaan laina-, sijoitus-, hyödyke- ja lahjoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen. Ne voidaan jakaa muullakin tavoin kuten esimerkiksi joukkosponsorointiin, joukkolainaamiseen ja joukkosijoittamiseen. Esittelen seuraavana kuitenkin yleisemmin käytetyn tavan taulukon muodossa, jonka jälkeen avaan joukkorahoituksen muotoja lisää.⁷³

Taulukon jälkeen tarkastellaan myös, miten eri joukkorahoituksen muodot toteutetaan käytännössä. Lisäksi selvitetään, millaisista oikeusilmiöistä on kysymys juridisesta näkökulmasta.

⁷² Artman, 2016, s.77–81.

⁷³ Euroopan Komissio, 2014, s. 3.

	Rahoitusmuoto	Palautuksen muoto	Rahoittajan motiivi	Lainsäädäntö
Lainamuotoinen Joukkorahoitus (engl. <i>Crowdlending</i>)	Laina yrityksille	Laina korkoineen, sosiaalinen lainaus korotonta	Taloudellinen, sosiaalinen	EU:n joukkorahoitusasetus
Sijoitusmuotoinen Joukkorahoitus (engl. <i>Investment-based crowdfunding</i>)	Sijoitus (usein osakkeisiin tai joukkolainoihin)	Pääoman arvonnousu, osinko	Taloudellinen, sosiaalinen	EU:n joukkorahoitusasetus
Hyödykemuotoinen joukkorahoitus (engl. <i>Rewards-based crowdfunding</i>)	Lahjoitus, ennakkotilaus, -osto tai -sitoumus	Hyödyke	Sosiaalinen, palkinnon saaminen	Kuluttajansuoja- ja kauppalaki
Lahjoitusmuotoinen Joukkorahoitus (engl. <i>Donation-based crowdfunding</i>)	Lahjoitus	Ei palautusta	Sosiaalinen, yhteisöllinen	Rahankeräyslaki

Taulukko 1 Joukkorahoituksen muodot ja sääntelykehikko Suomessa⁷⁴

3.2.1 Lainamuotoinen joukkorahoitus

Lainamuotoisella joukkorahoituksella tarkoitetaan sellaista vastiketta vastaan harjoitettavaa luoton tarjoamista, hankkimista taikka luotonvälitystä muulla kuin rahoitusvälineellä, jossa syntyy velkasuhde joukkorahoituksen välittäjän asiakkaan ja

⁷⁴ Kallio & Vuola, 2018.

joukkorahoituksen saajan välille⁷⁵. Luottoa antavat siis yritykset, yksityishenkilöt, elinkeinonharjoittajat taikka muut yhteisöt. Tämä luoton anto tapahtuu lainamuotoista joukkorahoitusta välittävän palvelualustan kautta siten, että yritys hakee lainaa palveluntarjoajan ylläpitämän kyseisen palvelualustan kautta siihen rekisteröitymällä. Yritys voi halutessaan tarjota pyytämälleen lainalle takausta tai vakuutta taikka hakea lainaa vakuudettomana. Seuraavassa vaiheessa palveluntarjoaja teettää yrityksestä ja rahoitettavasta hankkeesta riskienhallinta-analyysin, jonka avulla palveluntarjoajan pystyy tekemään päätöksen lainan riskiluokituksesta ja yrityksen rahoituskelpoisuudesta. Rahoituskelpoisuuspäätöksen ollessa myönteinen, riskiluokitus määrää lainan hinnoittelun.⁷⁶

Sijoittaja tulee mukaan järjestelyyn rekisteröitymällä palvelualustaan, jonka jälkeen sijoittaja voi sopia palveluntarjoajan välittäjän kanssa, paljonko hän on valmis luottoa antamaan ja millaisella riskiprofiililla sekä kokonaislainasumman hajauttamisesta. Mitä suurempi riski rahoitettavassa lainassa on arvioitu, sitä korkeampi on myös lainan korko taikka muu vastike, joka riskiä kompensoi. Sijoittaja voi esimerkiksi sopia, että hän luotottaa ainoastaan osakeyhtiöitä. Toisena vaihtoehtona sijoittajalla on se, kun palveluntarjoaja on tehnyt rahoituskelpoisesta lainasta päätöksen, markkinoi se sitä suoraan asiakkaina oleville sijoittajille. Tällöin sijoittajalla on tietyn ajan kuluessa mahdollisuus merkitä lainasta määrätty osuus, jonka jälkeen sijoittaja siirtää rahamäärän palveluntarjoajan asiakasvaratilille, josta se taas siirretään myöhemmin lainansaajalle.⁷⁷

Luotonsaajina ovat lainamuotoisessa joukkorahoituksessa siis elinkeinonharjoittajat, yhtiöt tai muut yhteisöt. Tämä toiminta kuuluu rahoitusmarkkinasääntelyn piiriin ja jää näin ollen kuluttajansuojalain soveltamisalan ulkopuolelle. Suomessa lainamuotoinen joukkorahoitus saatettiin osaksi sääntelyä 01.09.2016 voimaantulleella

⁷⁵ Tepora, 2022, s. 208.

⁷⁶ Tepora, 2022, s. 414.

⁷⁷ Tepora, 2022, s.415.

joukkorahoituslailla, jonka EU:n joukkorahoitusasetus on korvannut. Vireillä on lisäksi EU:n joukkorahoitusasetusta täydentävä lainsäädäntö.⁷⁸

Yksityinen henkilö, elinkeinonharjoittaja tai muu yhteisö hakee siis korollista tai muulla tavoin vastikkeellista vieraan pääoman ehtoista rahoitusta tietyksi määräajaksi, joka on lainaehdoissa tarkemmin sovittu. Tämä rahoitus haetaan muilta yksityisiltä henkilöiltä, yrityksiltä tai elinkeinonharjoittajilta joukkorahoitusta välittävän palvelualustan kautta. Yritykselle siis välitetään velkahoitusta elinkeinotoiminnan rahoittamiseksi muulla kuin rahoitusvälineellä sillä tavoin, että lainaa saavan yrityksen ja joukkorahoituksenvälittäjän asiakkaan välille syntyy velkasuhde. Säännönmukaisesti lainamuotoinen joukkorahoitus jaetaan vertaislainaukseen, jossa yksityishenkilö on rahoitusta hakeva taho ja sellaiseen lainamuotoiseen joukkorahoitukseen, jossa rahoitusta hakee oikeushenkilö.⁷⁹ Olennaista lainamuotoisessa joukkorahoituksessa on se, että velkasuhde muodostuu välittäjän asiakkaan eli sijoittajan ja joukkorahoituksen saajan eli yrityksen välille. Asiakas on tällöin siis luotonantaja ja palveluntarjoaja toimii alustateknologian avulla.⁸⁰

Tutkielmassani keskitytään lainamuotoiseen joukkorahoitukseen, jossa rahoituksen hakijana toimivat oikeushenkilöt eli yleensä yritykset. Yritys siis maksaa jälkikäteen sijoittajille lainatun summan korkojen kera. Tästä voidaan puhua luottosopimuksena, joissa luotto maksetaan takaisin määriteltynä ajankohtana. Lainamuotoinen joukkorahoitus sopiikin hyvin siinä kohtaa yrityksille, kun lainarahalla tehtävän investoinnin tuotto on suurempi kuin mitä laina maksaa.⁸¹ Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa luoton takaisinmaksun tilastollisten todennäköisyyksien arvio on keskeisessä asemassa. Tämän perusteella haettavalle lainarahalle asetetaan hinta.⁸²

⁷⁸ Tepora, 2022, s.413.

⁷⁹ Ks. SWD (2016) 154 s.32-33.

⁸⁰ Tepora, 2022, s. 412.

⁸¹ Kallio ja Vuola, 2018, s.70.

⁸² Kallio & Vuola, 2018, s. 76.

Lainamuotoisessa ja joukkorahoituksessa yleisestikin sijoittajia voi olla kymmeniä tai jopa satoja yrityksen saamalle lainalle. Nämä sijoittajien rahamääräiset lainat voivat kuitenkin olla määrältään eri suuruisia, kuten esimerkiksi 1 000 euroa ja 10 000 euroa.

Lainamuotoisesta joukkorahoituksesta säädellään Euroopan unionin joukkorahoitusasetuksessa. Tämä johtuu siitä, että tämä lainamuotoinen joukkorahoitus muistuttaa nykyistä sijoitus- ja luottotoimintaa, jonka vuoksi toiminnasta säädellään EU:n joukkorahoitusasetuksessa kuluttajasuojalainsäädännön sijaan. Suomessa lainamuotoinen joukkorahoitus saatettiin osaksi sääntelyä vuoden 2016 syyskuussa voimaan tulleella joukkorahoituslailla.⁸³

3.2.2 Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus

Sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa yksityishenkilöt tai institutionaaliset rahoittajat tekevät vieraan tai oman pääoman ehtoisen sijoituksen rahoitusta hakevaan yritykseen ostamalla yrityksen liikkeeseen laskemia osakkeita tai muita omistusosuuksia kuten esimerkiksi siirtokelpoisia velkakirjoja. Tämä tapahtuu palveluntarjoajan ylläpitämän digitaalisen palvelualustan kautta. Tämä muistuttaa normaalia osakeantia, mutta poikkeaa siitä muun muassa siten, ettei liikkeeseen lasketuilla osakkeilla käydä yleensä kauppaa jälkimarkkinoilla eikä niihin liity myöskään merkintätakuuta.⁸⁴ Vastineeksi sijoittaja saa yhtiön uusia osakkeita taikka osakkeen kaltaisia instrumentteja. Keskiössä ovat näin ollen osakkeen hinta ja koko osakekannan arvoa kuvaava valuaatio.⁸⁵

Sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa yritykselle siis välitetään rahoitusta tarjoamalla rahoitusvälinettä, esimerkiksi osaketta tai joukkovelkakirjalainaa, sijoituskohteeksi. Tämä edellyttää välittäjältä, kuten esimerkiksi joukkorahoituslupalla

⁸³ Finlex Suomen Joukkorahoituslaki.

⁸⁴ HE 46/2016 vp. s.19.

⁸⁵ Investment Management Finland Oy, 2012, s. 9.

palvelua tarjoavalta, sijoituspalvelulain mukaisen toimiluvan.⁸⁶ Sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa on näin ollen lähtökohtaisesti kysymys arvopaperimarkkina-alaissa säädetyistä arvopapereista. Näin ei kuitenkaan ole kaikissa tapauksissa, koska sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa voidaan hyödyntää muitakin sijoitustuotteita⁸⁷.

Myös sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa on käytännössä kyse kolmikantasuhteesta, jossa joukkorahoituksen saaja eli yritys hankkii varoja sijoittajalta joukkorahoituksen palveluntarjoajana toimivan välittäjän välityksellä. Palvelualustan välityksellä palveluntarjoaja tarjoaa sijoittajille oman pääoman ehtoisia sijoituksia eli osakkeita rahoitusta hakeviin kohdeyrityksiin. Kun tavoiteltu kokonaismäärä on saavutettu, sijoittajan varat siirretään joko suoraan taikka asiakasvaratilin kautta rahoitettavalle yritykselle.

Sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa sijoittajansuojan toteutumisen näkökulmasta oleellista on se, millainen asema on palveluntarjoajan alustalla. Tällöin kyse on siis siitä, toimiiko sijoitusala liikkeeseenlaskun järjestäjänä vai pelkkänä merkintäpaikkana. Jos se toimii ainoastaan merkintäpaikkana, toiminta on passiivista eikä sitä näin ollen katsota varsinaiseksi liikkeeseenlaskun järjestämiseksi.⁸⁸

Euroopan Komission (2014) mukaan sijoitusmuotoinen joukkorahoitus voidaan jakaa voitto-osuusjärjestelmään ja arvopaperipohjaiseen rahoitukseen. Arvopaperipohjaisessa järjestelmässä rahoittajille myönnetään velkainstrumentteja ja arvopapereita. Voitto-osuusjärjestelmässä sen sijaan rahoittaja saa osan hankkeen tuomista voitoista. Sijoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta säädellään pääsääntöisesti myös Euroopan unionin joukkorahoitusasetuksessa. Sen lainsäädännöllistä arviointia vaikeuttaa kuitenkin erityisesti sen monimuotoisuus muun muassa liiketoimintamallien ja rahoitusvälineiden muotojen vaihteluiden vuoksi⁸⁹.

⁸⁶ Finassivalvonta, 2018.

⁸⁷ Tepora, 2022, s. 426.

⁸⁸ Tepora, 2022, s. 429.

⁸⁹ ESMA, 2014a, s.6-10.

3.2.3 Hyödykemuotoinen joukkorahoitus

Hyödykemuotoisessa joukkorahoituksessa yritys tarjoaa jonkin palvelun, elämyksen, tuotteen tai muunlaisen palkinnon sijoituksen vastikkeeksi. Hyödykemuotoisessa joukkorahoituksessa tapahtuma voidaan nähdä palvelun tai tuotteen ostosopimuksena. Siihen osallistumisen syynä voi olla esimerkiksi materiaaliset motiivit. Henkilö saattaa rahoittaa hanketta saadakseen palvelun tai tuotteen palkinnoksi sijoituksestaan.⁹⁰ Hyödykemuotoinen joukkorahoitus on suosittu rahoituksen muoto esimerkiksi musiikkiprojekteissa, jolloin rahoittaja saa vastikkeena konserttilippuja. Hyödykemuotoisessa joukkorahoituksessa sijoittajien motiivina ei ole tuotto-odotus tai vaurastuminen vaan ainoastaan kiinnostavan toiminnan tukeminen.⁹¹ Tämän rahoituksen avulla pystyvät mittaamaan muun muassa uuden tuotteen kiinnostusta potentiaalisten asiakkaiden joukossa.

Hyödykemuotoisesta joukkorahoituksesta säädetään erityisesti kuluttajansuojalaissa ja kauppalaissa. Näitä lakeja on esitelty tarkemmin aiemmin tässä tutkielmassa. Kuluttajansuojalaissa eikä kauppalaissa nimenomaisesti viitata siihen, että ne koskisivat hyödykemuotoista joukkorahoitusta, mutta hallituksen esityksessä (46/2016) joukkorahoituslaiksi asia on ilmaistu. Esityksessä sanotaan, että hyödykemuotoinen joukkorahoitus jätetään joukkorahoituslain soveltamisen ulkopuolelle, mutta kuluttajansuojalaki ja kauppalaki soveltuvat elinkeinonharjoittajan ja kuluttajan välillä tapahtuvaan hyödykemuotoiseen joukkorahoitustoimintaan.⁹² On hyvä pitää mielessä, ettei kuluttajansuojalakia eikä kauppalakia kuitenkaan ole säädetty hyödykemuotoisen joukkorahoituksen erityistarpeita huomioiden. Tästä johtuvat ongelmakohdat liittyvät erityisesti vastuukysymyksiin.

⁹⁰ European Crowdfunding Network, 2012.

⁹¹ Kallio & Vuola, 2018, s. 98.

⁹² HE 46/2016 vp, s.102–103.

3.2.4 Lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus

Lahjoitusmuotoisella joukkorahoituksella tarkoitetaan vastikkeettomien lahjoitusten keräämistä yleisöltä tiettyyn hankkeeseen tietyn ajanjakson ajan mainostamalla keräystä esimerkiksi sosiaalisen median ja internetin välityksellä. Lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus auttaa pääsääntöisesti voittoa tavoittelemattomia organisaatioita kattamaan kustannuksiaan ja rahoittamaan projektejaan. Siinä rahoittaja antaa rahoituksen hakijalle rahaa vastikkeettomasti.⁹³ Lahjoitusmuotoista joukkorahoitusta on kansainvälisesti käytetty myös yksityishenkilöiden ja voittoa tavoittelevien yritysten rahoitustarpeiden kattamiseen. Lahjoitusmuotoista joukkorahoitusta käytetään kuitenkin useimmiten, kun rahoituksen kohteena on hyväntekeväisyyskohde⁹⁴. Siinä rahoittajien motiivina on yleensä yhteisöllinen tai sosiaalinen tavoite eikä niinkään taloudellinen voiton tavoittelu⁹⁵.

Vuonna 2016 voimaantullessa joukkorahoituslaissa ei säännelty lahjoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta, vaan siitä säännellään ennen kaikkea rahankeräyslaissa. Lahjoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta ei ole myöskään EU:n tasoista sääntelyä eikä sellaista ole suunnitteilla.⁹⁶ Lahjoitusmuotoisen joukkorahoituksen ollessa vastikkeeton rahoitusmuoto, sitä sääntelee Suomessa rahankeräyslaki ja asetus rahankeräyksistä (503/2006).

⁹³ De Beyerene, Gadj, Kleverlaan & Marom, 2012, s.18.

⁹⁴ KOM 2014, s.3.

⁹⁵ Ks. HE 46/2016 vp, s.13.

⁹⁶ Kallio & Vuola, 2018, s.89.

3.3 Joukkorahoituksen toimijat

Joukkorahoituksessa on kyse omatyypisistä kolmikantasuhteista, jonka muodostavat rahoituksen hakija eli yritys, palveluntarjoaja-välittäjä sekä sijoittaja. Jokaisen rahoitusjärjestelyyn osallistuvan toimijan tulee ymmärtää oma oikeusasemansa oikeuksineen ja velvoitteineen. Sijoitus- ja lainamuotoisen joukkorahoituksen toimivuuden varmistamiseksi on kiinnitettävä huomiota erityisesti riittävään sijoittajansuojaan ja oikeanlaisten velvoitteiden asettamiseen rahoituksen hakijalle.⁹⁷

Joukkorahoituksen toimivuuden kannalta joukkorahoitusta liiketoimintana harjoittava palveluntarjoaja on keskeisessä asemassa. Palveluntarjoaja saa palkkionsa sijoittajalta taikka yritysasiakkaalta provisiona. Palveluntarjoaja on aktiivinen osapuoli, jotta sijoittajat ja rahoitusta hakeva taho kohtaavat toisensa sijoitusalueen välityksellä. Joukkorahoituksen liiketoimintamalli toimii tiivistettynä seuraavalla tavalla: Joukkorahoitusta harjoittava palveluntarjoaja ylläpitää verkossa toimivaa palvelualueita, jossa sijoittajat kohtaavat rahoitusta hakevat hankkeen toteuttajat, jotka on katsottu rahoituskelpoisiksi palveluntarjoajan riskienhallinnan toimesta.⁹⁸

Joukkorahoituksessa voidaan siis erottaa kolme toimijatahoa, jotka ovat palveluntarjoaja, sijoittajat ja yritykset. Palveluntarjoaja toimii välittäjänä, joka tarjoaa digitaalisessa muodossa olevan palvelualueen. Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa tämä palvelualue hoitaa rahaliikenteen molempiin suuntiin, sillä se hoitaa lähtökohtaisesti lainaohjelman takaisinmaksut korkoineen myös sekä ennakkopidätykset. Sijoittajan näkökulmasta erittäin tärkeä vaihe on palveluntarjoajan antama päätös rahoituskelpoisesta rahoitusta hakevasta yrityksestä. Tämän päätöksen tekee palveluntarjoaja, mutta ulkopuolinen taho tekee yleensä riskianalyysin rahoitusta hakevasta yrityksestä. Kun palveluntarjoaja on tehnyt rahoitusta hakevasta yrityksestä myönteisen päätöksen, ryhtyy palveluntarjoaja markkinoimaan rahoituskierrosta potentiaalisille sijoittajille.

⁹⁷ Tepora, 2022, s. 409.

⁹⁸ Kallio & Vuola, 2018, s. 72.

Yritystä koskeva asiakasvalinta ja riskienhallinta-analyysi ovat joukkorahoituksen uskottavuuden ja toimivuuden kannalta merkittävävaihe sijoittajansuojan toteutumisen kannalta. EU:n joukkorahoitusasetuksessa säädetään vaatimuksista koskien toiminnan järjestämistä. Näitä vaatimuksia ovat asiakkaan edun mukainen tasapuolinen ja rehellinen toiminta, huolellisuusvelvollisuus, toimintaperiaatteet yksilöllisessä lainasalkunhoidossa, tiedonantovelvollisuus asiakkaille, maksukyvyttömyysasteen ilmoittaminen, sijoitustietämystä kartoittava testi ja tappionsietokyvyn simulointi, sopimusta edeltävä harkinta-aika sekä sijoitusta koskeva avaintietoasiakirja. Palveluntarjoajan tulee lisäksi joukkorahoituksessa toimia vastuullisesti eikä palveluntarjoajan oma etu saa mennä sijoittajien etujen edelle. Sijoittajansuoja vaatii lisäksi palvelualustan toimijalta vastuullista toimintaa, sillä sijoittajien täytyy luottaa palveluntarjoajan asiakasvalintaan.

Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa on arvioitava yrityksen historian kuten esimerkiksi tilinpäätöksen ja yhtiömuodon avulla yrityksen luoton takaisinmaksukykyä. Tämän arvion perusteella haettavalle lainarahalle asetetaan hinta. Osakemuotoisessa joukkorahoituksessa keskeisinä asioina ovat osakkeen hinta sekä valuaatio, joka kuvaa koko osakekannan arvoa. Osakkeiden arvonmääritys saattaa kuitenkin olla haastavaa erityisesti alkuvaiheen startup-yrityksille, sillä niillä ei välttämättä ole lainkaan liikevaihtoa, vaan ainoastaan suuret kehittämiskustannukset ja tätä kautta suuret velat. Jotta yrityksen tilasta saadaan tarpeellinen selvitys, tulee rahoitusta hakevan yhtiön antaa joukkorahoituksen avaintietoasiakirja, joka sisältää perustiedot sijoituskohteesta ja joukkorahoituksen saajasta.⁹⁹

Joukkorahoituksessa sijoittajat ovat luonnollisia henkilöitä taikka oikeushenkilöitä, jotka rekisteröityvät palveluun palvelualustan kautta. Siellä he tekevät oikeudellisesti sitovan tahdonilmaisun osakkeiden merkinnästä tai lainan antamisesta. Tämän myönteisen tahdonilmaisun jälkeen sijoittaja siirtää rahat palveluntarjoajan asiakasvaratilille. Palveluntarjoaja siis varaa sijoittajan varat siihen saakka, kunnes rahoituskerros

⁹⁹ Tepora, 2022, s.411.

päättyy, jonka jälkeen rahat vapautetaan rahoitusta hakeneelle yritykselle. Tämä edellyttää kuitenkin, että rahoituskierrokselle asetetut ehdot täyttyvät. Jos näin ei tapahdu, varat palautetaan takaisin sijoittajalle.¹⁰⁰

Yritykset taas ovat rahoitusta hakevia oikeushenkilöitä ja luonnollisia henkilöitä, jotka ottavat palvelualustan kautta yhteyttä palveluntarjoajaan. He ovat antaneet sitovan oikeudellisen tahdonilmaisun palveluntarjoajalle osakeannin järjestämisestä tai lainarahan ottamisesta määrätyin ehdoin. Molemmissa näissä tapauksissa yrityksestä toimitetaan riskienhallinta-analyysi. Tämän analyysin tuloksena on asiakasvalinta joukkorahoituksen toteuttamiseksi.¹⁰¹

3.4 Joukkorahoituspalvelun tarjoaminen

Laki joukkorahoituspalvelun tarjoamisesta säätelee joukkorahoituspalvelun tarjoamista, joka on tullut voimaan 02.04.2022. Lailla kumottiin kansallinen joukkorahoituslaki. Lain 1 luvun 1 §:n mukaan lakia sovelletaan joukkorahoituspalvelun tarjoamiseen sekä tällaisen palveluntarjoajan harjoittamaan muuhun toimintaan. Joukkorahoituspalvelun tarjoamisesta säädetään lisäksi EU:n joukkorahoitusasetuksessa sekä sen nojalla annetuissa komission päätöksissä ja asetuksissa. Asetuksen 2 luvun 3 artiklan mukaan joukkorahoituspalveluja saavat tarjota ainoastaan unioniin sijoittautuneet oikeushenkilöt, joille on myönnetty 12 artiklan mukaisesti joukkorahoituspalvelun tarjoajan toimilupa. Artiklan mukaan joukkorahoituspalvelun tarjoajien on toimittava tasapuolisesti, ammattimaisesti ja rehellisesti asiakkaiden etujen mukaisesti. EU:n joukkorahoitusasetuksen voimaantulon myötä joukkorahoituksen tarjoaminen on ollut toimiluvanvaraista.

Joukkorahoituspalvelun tarjoajalla tarkoitetaan lain 1 luvun 3 §:n mukaan oikeushenkilöä, joka harjoittaa joukkorahoituspalvelua. Hankkeen toteuttajalla taas tarkoitetaan EU:n joukkorahoitusasetuksen 2 artiklan 1 kohdassa tarkoitettua

¹⁰⁰ Tepora, 2022, s.412.

¹⁰¹ Tepora,2022, s. 412.

oikeushenkilöä ja luonnollista henkilöä sekä oikeushenkilöä ja luonnollista henkilöä, joka joukkorahoituslupalaitoksen kautta hakee muuta lainamuotoista joukkorahoitusta.

EU:n joukkorahoitusasetuksen 3 artiklan 1 kohdassa säädetään joukkorahoituspalvelun tarjoajaa koskevasta toimilupavelvollisuudesta. Asetuksen mukaan sellaiseen liiketoimintaan, jossa muuta lainamuotoista joukkorahoitusta tarjotaan, on haettava toimilupa Finanssivalvonnalta. Myös sellaiselle oikeushenkilölle, jolla on Fiva myöntämä EU:n joukkorahoitusasetuksessa tarkoitettu toimilupa, voidaan myöntää muuhun lainamuotoiseen joukkorahoitukseen toimilupa. Tällaista muuta lainamuotoista joukkorahoitusta saa Suomesta tarjota toiseen valtioon, jos se vain on kyseisessä valtiossa sallittu. Fivalle on kuitenkin ilmoitettava etukäteen, mitä toimintaa taikka palveluja on tarkoituksena tarjota ja missä valtiossa sekä miten niitä tarjotaan. Myös muutoksista on ilmoitettava.

Laki joukkorahoituspalvelun tarjoamisesta säätelee lisäksi joukkorahoituspalvelun tarjoajan muusta toiminnasta. Lain 2 luvun 5 §:n mukaan tällaisella muulla toiminnalla tarkoitetaan pääomarakenteiden, liiketoimintastrategian ja muihin näihin liittyviin kysymyksiin koskevan neuvonnan tarjoamisesta yrityksille sekä yritysostoja, yritysten sulautumista ja muita yritysjärjestelyjä koskevaa palveluja ja neuvontaa.

Jos Finanssivalvonnalla on perusteltu syy epäillä EU:n joukkorahoitusasetusta rikotuksi, voi Fiva keskeyttää taikka vaatia joukkorahoituspalveluntarjoajaa keskeyttämään joukkorahoituspalvelun tarjoamisen. Maksimiaika kerralla keskeyttämiselle on tällöin kymmenen perättäistä pankkipäivää. Fiva voi esittää tällaisen vaatimuksen, jos joukkorahoituspalveluntarjoaminen ei ole sijoittajien etujen mukaista. Lisäksi, jos EU:n joukkorahoitusasetusta on rikottu, voi Fiva kieltää joukkorahoituspalvelun tarjoamisen kokonaan. Ennen tällaista päätöstä Finanssivalvonnalla on kuitenkin velvollisuus antaa päätöksen kohteelle tilaisuus tulla kuulluksi.

4 Mahdollisuudet ja riskit

Joukkorahoitus tarjoaa monenlaisia mahdollisuuksia ja hyötyjä monenlaisille käyttäjille muun muassa sen joustavuuden ansiosta. Se sopii erityisesti uusille yrityksille ja luoville projekteille, joille ammattimaiset sijoittajat tai pankki eivät halua myöntää rahoitusta. Joukkorahoituksen on osoitettu edistävän yrittäjyyttä rahoituksen saantia parantamalla sekä tarjoamalla ylimääräisen markkinointivälineen, joka auttaa yrityksiä saamaan tietoa asiakkaista. Rahoittajien näkökulmasta taas joukkorahoitus muun muassa tarjoaa mahdollisuuden valita suoraan, mihin varoja sijoitetaan. Muihin rahoitustyypppeihin verrattuna joukkorahoituksella voidaan lisäksi pienentää yritysten kustannuksia ja hallinnollista taakkaa.¹⁰²

Joukkorahoituksen avulla on myös helppo selvittää hankkeen kiinnostavuutta. Lisäksi sen avulla uuden tuotteen markkinointi on mahdollista jo ennen tuotteen valmistusta. Joukkorahoituskampanja voi näin ollen toimia tuotteen markkinatutkimuksena ja lisätä samalla yrityksen näkyvyyttä. Yrittäjä voi myös saada tietoa tuotteen kustannuksista ja mahdollisesta tuotteen myyntihinnasta. Näin ollen joukkorahoitus luo suoran linkin myyjän ja ostajan välille.¹⁰³

Mahdollisuuksien lisäksi joukkorahoitukseen liittyy myös riskejä ja ongelmia. Näitä riskejä on monenlaisia kuten esimerkiksi tappioriski, likviditeettiriski ja tietoturvaan liittyvät riskit. Tappioriskillä tarkoitetaan sijoittajille maksettavaksi luvattujen korkomaksujen tai pääomien viivästymistä tai laiminlyöntiä. Tappioriskin mahdollisuus joukkorahoituksessa on ilmeisin, koska suurin osa sijoituksista tehdään negatiivisen kassavirran omaaviin kasvu- ja startup-yrityksiin, joihin sisältyy jo luonnostaan suuri riski.¹⁰⁴ Startup-yrityksillä ei välttämättä ole vielä liikevaihtoa lainkaan, jolloin siihen liittyy merkittäviä teknologisia, rahoituksellisia ja liiketoiminnallisia riskejä. Hinnoittelu on tällöin perinteisillä arvostusmenetelmillä käytännössä mahdotonta.¹⁰⁵ Tätä riskiä

¹⁰² KOM (2014)172, s.4-5.

¹⁰³ De Byesere, 2012, s. 13.

¹⁰⁴ Turtiainen, 2016, s. 254-256

¹⁰⁵ Kallio & Vuola, 2018, s. 76.

voidaan kuitenkin hajauttaa sijoittamalla useaan eri joukkorahoituskampanjaan saman aikaisesti, jota monet palvelualustat suosittelevatkin avoimesti. Likviditeettiriskillä taas tarkoitetaan joukkorahoituksen kannalta sitä, ettei joukkorahoituksessa rahoituksen vastikkeeksi annetuille arvopapereille ole olemassa yhtä säänneltyä jälkimarkkinapaikkaa.¹⁰⁶

Lisäksi joukkorahoituksen ongelmana on nähty olevan se, ettei se anna neuvoja samalla tavalla kuin hyvä pääomasijoittaja¹⁰⁷. Uhkana nähdään myös internetissä pyörivät joukkorahoituskampanjat ja -alustat, joilla pystytään huijaamaan rahaa yksityishenkilöiltä ja sijoittajilta. Sosiaalista mediaa on kuitenkin mahdollista käyttää hyödyksi huijausten estämisessä, sillä rahoittajat voivat sitä kautta tutkia yrityksiä jo ennen sijoituspäätöstä. Lisäksi joukkorahoituslustoilla on omia huijaustenesto-ohjelmia. Jatkuvasti lisääntyvä kilpailu alustojen välillä pakottaa ne panostamaan turvallisuuteen. Lisäksi on hyvä pitää mielessä tietomurtojen uhkien olemassaolo.¹⁰⁸

On hyvä muistaa, että joukkorahoitus voi lisätä yrityksen arvoa monella tapaa eikä ainoastaan taloudellisesti. Yritys voi saada rahan lisäksi esimerkiksi arvion tuotteen ominaisuuksista, tietoa markkinasegmentistä ja kysynnästä, uusia asiakkaita ja kontakteja, ennakkotilauksia sekä positiivista näkyvyyttä.¹⁰⁹

¹⁰⁶ Turtiainen, 2016, s. 254-256.

¹⁰⁷ Tikkanen, 2014, s.15.

¹⁰⁸ De Byesere ym., 2012, s.15.

¹⁰⁹ De Buysere ym., 2012, s. 6-8.

4.1 Joukkorahoituksen markkinat ja kasvunäkymät

Joukkorahoitus nousi ihmisten tietoisuuteen Euroopassa ja Yhdysvalloissa vuoden 2008 rahoitusmarkkinoiden kriisin jälkeen. Tällöin muun muassa luottolaitoksia koskevia maksukyky- ja vakavaraisuusvaatimuksia kiristettiin.¹¹⁰ Kriisin myötä Yhdysvaltojen talous kääntyi laskuun ja tästä johtuen yrityksillä oli vaikeuksia saada rahoitusta pankeilta ja pääomasijoittajilta perinteisellä tavalla. Tällöin erilaisia joukkorahoituspalveluita syntyi markkinoille.¹¹¹ Maailmanlaajuisesti joukkorahoitusmarkkinoiden on arvioitu olleen vuonna 2020 noin 17.2 miljardia dollaria ja sen kasvu on jatkunut edelleen vahvana¹¹².

4.1.1 Joukkorahoitus Suomessa

Suomessa joukkorahoitus on vielä suhteellisen uusi rahoitusmuoto, mutta se on siitä huolimatta kasvanut nopeasti muutaman viime vuoden aikana. Yhä useampaan hankkeeseen haetaan nykyään rahoitusta joukkorahoituksen kautta ja samalla projektien määrät ovat lisääntyneet palvelualustoilla. Alan kasvun voidaan arvioida olleen Suomessa markkinan kokoon nähden suhteellisen nopeaa, huolimatta välitettyjen rahamäärien maltillisuudesta.¹¹³

Suomen Pankki yhdessä valtiovarainministerin kanssa ovat Suomessa seuranneet joukkorahoituksen tilastollista kasvua viime vuosien aikana. Vuonna 2021 joukkorahoituksen kautta rahoitettiin 376,9 miljoonan euron arvon edestä suomalaisia yrityksiä. Tämä on kuitenkin ainoastaan yksi prosentti luottolaitoksista nostettuun yrityslainakantaan suhteutettuna. Vuonna 2020 Suomessa joukkorahoitus- ja vertaislainaustoilla kuluttajille ja yrityksille välitetty velkamuotoinen rahoitus väheni. Muun muassa koronapandemialla oli vaikutusta tässä, kun sen myötä voimaan tuli aiempaa alempi korkokatto, joka taas tiukensi vertaislainamarkkinoiden

¹¹⁰ Lahtinen¹, 2017.

¹¹¹ Artman, 2016.

¹¹² Market Data Forecast, 2022.

¹¹³ Kallio & Vuola, 2018, s. 133.

toimintaolosuhteita. Vertaislainoja välitettiin jopa 46 prosenttia vähemmän vuonna 2020 verrattuna vuoteen 2019. Syynä tässä oli muun muassa se, että koronapandemiasta seurauksena yritykset muuttivat tai kokonaan lopettivat liiketoimintansa.¹¹⁴ Suomen Pankin (2022) mukaan vuonna 2021 Suomessa joukkorahoitus- ja vertaislainaustoilla kuluttajille ja yrityksille välitetty velkamuotoinen rahoitus kasvoi 55 prosenttia vuodesta 2020.

Sen sijaan sijoitusmuotoista joukkorahoitusta välitettiin yrityksille ennätysmäärä vuonna 2020, jopa 4,6 prosenttia enemmän kuin vuonna 2019. Vuonna 2021 määrä taas supistui 5 prosenttia, ollessa 70,2 miljoonaa euroa. Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen rooli on kuitenkin edelleen vähäinen suomalaisten yritysten saamassa rahoituksessa huolimatta siitä, että se on kasvanut viime vuosina huomattavasti. Joukkorahoituksen määrä vuonna 2021 suomalaisten yritysten saamassa rahoituksessa oli ainoastaan 1 prosentti verrattuna luottolaitoksista nostettuihin yrityslainoihin.¹¹⁵

4.1.2 Joukkorahoitus kansainvälisesti

Maailmanlaajuisesti joukkorahoitus on kasvanut voimakkaasti vuodesta 2012 alkaen ja se on arvioitu olleen vuonna 2020 noin 17.2 miljardia dollaria. Joukkorahoitusmarkkinoiden kasvu on jatkunut edelleen vahvana.¹¹⁶ Market Data Forecast (2022) ennustaa, että joukkorahoitus kasvaa tulevaisuudessa vuotuisesti noin 17 prosenttia, jolloin joukkorahoituksessa odotetaan vuonna 2026 liikkuvan noin 34.6 miljardia Yhdysvaltain dollaria. Globaalisti Aasia nähdään kokonaisuudessa selvästi merkittävimpänä joukkorahoitusmarkkinana, jossa Kiina toimii suunnannäyttäjänä. Aasiassa on Kallion ja Vuolan mukaan arvioitu vuonna 2017 olleen noin 600 operatiivista joukkorahoitus-alustaa muodostaen 222 miljardin markkina-alueen.¹¹⁷

¹¹⁴ Suomen Pankki, 2021.

¹¹⁵ Suomen Pankki, 2021 ja 2022.

¹¹⁶ Market Data Forecast, 2022.

¹¹⁷ Vuola & Kallio, 2018, s. 133–134.

Näiden joukkorahoitusalojen tehtävä on mahdollistaa näille rahoitusta hakeville yrityksille rahoituksen saanti, hankkeen markkinointi sekä sijoittajien houkuttelevuus ja kohtaaminen palvelualueen avulla.

5 Sijoittajainformaatio joukkorahoituksessa

Euroopan Unionin joukkorahoitusasetuksen 1 luvun 2 artiklan 1 §:n mukaan asiakkaalla tarkoitetaan mahdollista tai tosiasiallista sijoittajaa taikka hankkeen toteuttajaa, jolle joukkorahoituspalveluntarjoaja tarjoaa tai aikoo mahdollisesti tarjota joukkorahoituspalveluita. Sijoittajalla taas tarkoitetaan EU:n joukkorahoitusasetuksen mukaan luonnollista henkilöä taikka oikeushenkilöä, joka hankkii siirtokelpoisia arvopapereita tai joukkorahoitustarkoituksessa sallittuja välineitä joukkorahoituksen kautta taikka myöntää lainoja. EU:n joukkorahoitusasetuksen 4 luvun mukaan kaikkien joukkorahoituspalveluntarjoajien asiakkaille antamien informaatioiden tulee olla tasapuolisia sekä selkeitä eivätkä ne saa olla harhaanjohtavia.¹¹⁸

EU:n joukkorahoitusasetuksen voimaantulon myötä sijoittajainformaation rooli joukkorahoituksessa on korostunut entisestään. EU:n uuden säännöksen mukaan joukkorahoituspalveluntarjoajien on annettava asiakkailleen selkeästi informaatiota mahdollisista taloudellisista riskeistä jokaisen hankkeen kohdalla. Lisäksi sijoittajille tulee aina antaa hanketta koskeva investointitietolehtinen. Investointitietolehtisen valmistelee joko rahoituspalvelu itse tai sitten hankkeen omistaja.¹¹⁹ EU:n joukkorahoitusasetuksen tarkoituksena on parantaa sijoittajien tiedonsaantioikeutta. Lisäksi asetus helpottaa joukkorahoituspalveluntarjoajaa arvioimaan joukkorahoituksen soveltavuutta asiakkaalle entistä tarkemmin.

Sijoittajat tarvitsevat päätöksenteon pohjaksi sijoittajainformaatiota¹²⁰. Sijoittajainformaatioissa joukkorahoituksessa on kyse sijoittajan käytössä olevasta informaation oikeellisuudesta perustellun sijoituspäätöksen tekemiseksi¹²¹. Sijoittajat tarvitsevat perustellun sijoituspäätöksen turvaamiseksi oikean ja riittävän informaation. Tutkielmani kohteena on sijoittajainformaatio eli kyseessä on sijoittajan käytössä olevan informaation oikeellisuus, jotta hän pystyy tekemään perustellun

¹¹⁸ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2020/1503.

¹¹⁹ Euroopan Parlamentti, 2020.

¹²⁰ Alhola, 2001, s. 286.

¹²¹ Nyström, 2015.

sijoituspäätöksen. Huomio kiinnittyy tällöin erityisesti siihen, miten oikean ja riittävän tiedonsaanti voidaan turvata sijoittajille, jotta he voivat muodostaa riippumattoman arvionsa yrityksen tilasta tehdessään sijoituspäätöstä. Sijoittajainformaation on tapahduttava avoimesti ja selkeästi ”sijoittajaystävällisellä” tavalla. Joukkorahoituksen tapauksessa sijoituskohteena on osa, jolloin sijoittaja saa rahoituslupasta sijoituspäätökseen tarvittavan informaation.¹²² Sijoittajainformaatiolla tarkoitetaan esimerkiksi tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen sekä yhtiökokouksen pitämistä yhtiön nettisivulla.¹²³

Yrityksen taloustietoja tarkastelemalla sijoittajalla on mahdollisuus tehdä oma arvio yrityksen taloudellisesta tilasta hänen sijoituspäätöksensä tueksi. Yrityksellä tulee näin ollen olla sijoittajiin suuntautuva tiedonantovelvollisuus sen hakiessa sijoittajilta rahoitusta.¹²⁴ Ennen sijoituspäätöksen tekoa olevan sijoittajansuojan voidaan katsoa olevan totuudenmukaisen ja riittävän informaation saamista. Yrityksellä itsellään on vastuu aina siitä, että sen antamien tietojen avulla on mahdollista luoda kokonais käsitys yrityksen liiketoiminnasta. Sijoittaja tekee sijoituspäätöksensä siten saatavilla olevan informaation turvin.

Kauppalehden vuoden 2018 selvityksessä käytiin läpi joukkorahoituslupasta Invesdorin toteutuneita osakeanteja. Poimitussa 32 otoksessa ainoastaan neljä yritystä oli saavuttanut liikevaihtotavoitteensa ja kaksi yritystä käyttökattavuutensa. Luvut numerot antavat herkästi väärän kuvan sijoittajille, sillä osakkeiden arvostus perustuu nimenomaan yhtiöiden tarjoamiin näkymiin. Tämän vuoksi suuret riskit tulee viestiä sijoittajille selkeästi. Invesdorin toimitusjohtajan Lasse Mäkelän mukaan heidän viestinsä sijoittajille on se, että noin 50 prosenttia yrityksistä ajautuu todennäköisesti konkurssiin ja noin 10 prosenttia voi saavuttaa kovat voitot.¹²⁵

¹²² Nyström, 2015.

¹²³ Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi, s. 25.

¹²⁴ Nyström, 2015.

¹²⁵ Kauppalehti, 2018.

Uusien säädösten avulla on pyritty parantamaan joukkorahoituspalvelujen saatavuutta. Saman aikaisesti sijoittajainformaatiota on pyritty edistämään, jonka tarkoituksena on vahvistaa sijoittajien luottamusta joukkorahoituspalveluissa. Tarkastelemme seuraavaksi, miten sijoittajien sijoituspäätöksiä turvataan totuudenmukaisella informaatiolla. Tiedonantovelvollisuus on seurausta markkinoilla olevasta tiedon epäsymmetrisestä jakautumisesta siellä toimivien osapuolten välillä. Tämä informaation epätasainen jakautuminen näiden markkinaosapuolten välillä antaa yritysjohdolle tilaisuuden hyväksikäyttää tätä epätasapainoa. Joukkorahoituksessa tämä informaation epäsymmetria saattaa ilmetä esimerkiksi liikkeeseenlaskun markkinoimisessa. Ilman kieltoa antaa totuudenvastaisia tietoja ja ilman tiedonantovelvollisuutta, yrityksillä saattaa olla houkutus antaa markkinoille väärää informaatiota sekä käyttää näin joukkorahoitusta väärin perustein. Tällainen tieto voi olla esimerkiksi osakkeiden arvoa kohentavaa perätöntä tiedonantoa.¹²⁶

Euroopan unionin joukkorahoitusasetuksessa säädetään siitä, että joukkorahoituksen saajalla on velvollisuus julkaista ennen rahoituskampanjan aloittamista itsestään kaikki sellainen oikeaksi ja riittäväksi katsottava informaatio, joka voi olennaisesti vaikuttaa yrityksen arvoon taikka sen maksukykyyn takaisinmaksutilanteessa. Tämä informaatio on säädöksen mukaan julkistettava sen takia, jotta sijoittajalla olisi riittävä määrä tietoa perustellun arvion tekemiseksi joukkorahoitusta hakevasta yrityksestä ja tarjouksen edullisuudesta.¹²⁷

Sijoittajansuojan tason parantamiseksi on annettu rahoituksen saajien tiedonantovelvollisuutta tiukentava Valtiovarainministeriön asetus 1045/2016. Kyseinen asetus on annettu erityisesti joukkorahoituksen saajien tiedonantovelvollisuuden rakenteen ja sisällön tarkemmaksi määrittelemiseksi, keskittyen luovuttamisvelvollisuuteen sijoittajansuojan näkökulmasta.¹²⁸ Asetuksessa rahoituksen saajalle asetetaan perustietoasiakirjan julkaisuvelvollisuus.

¹²⁶ Nyström, 2015.

¹²⁷ Kallio & Vuola, 2018, s. 269.

¹²⁸ HE 46/2016 vp: 78.

Perustietoasiakirja on joukkorahoituksen keskeisimmät informaatiot sisältävä asiakirja, joka on asetuksen 2 §:n mukaan pidettävä sijoittajien saatavilla koko sen ajan, kun rahoitustarjous on voimassa. Asetuksen 6 §:n mukaan perustietoasiakirjasta on käytävä ilmi muun muassa rahoituksen saajan nimi, sijoituskohte, välittäjänä toimivan tahon nimi sekä kerättävien varojen määrä ja käyttötarkoitus. Asiakirjan tulee lisäksi tuoda ilmi asetuksen 7 §:n mukaan tarjottavaan sijoituskohteeseen ja rahoituksen saajan liiketoimintaan liittyvät riskit sekä 9 §:n mukaisesti tarkentavat tiedot tarjottavasta sijoituskohteesta, joita ovat esimerkiksi merkintähinta, tiedot kohteen tuottamista rajoituksista ja oikeuksista, asiakasvarojen hallinnoimista käsittelevät tiedot sekä kokonaiskulut, jotka sijoittajilta veloitetaan.

5.1 Tiedonantovelvollisuus joukkorahoituksessa

EU:n joukkorahoitusasetuksessa säädetään, että yritysten tulee aina antaa todenmukaiset tiedot kampanjoistaan. Tämä tiedonantovelvollisuus parantaa mahdollisesti joukkorahoitusta hakevien yritysten ilmettä. Yritykset voivat antaa sijoittajilleen esimerkiksi osakassopimuksen, riskivaroituksen taikka edellisten vuosien tilinpäätökset. Joukkorahoitukseen liittyvä tiedonantovelvollisuus on hieman kevyempi muihin sijoituspalveluihin verrattuna, mutta se noudattaa kuitenkin samoja periaatteita.¹²⁹

Joukkorahoituksen tiedonantovelvollisuudella tarkoitetaan sitä, että markkinoinnissa ei ole sallittua antaa harhaanjohtavia taikka totuudenvastaisia tietoja. Tieto, jonka harhaanjohtavuus tai totuudenvastaisuus ilmenee informaation esittämisen jälkeen ja, jolla mahdollisesti on olennaista merkitystä joukkorahoituksen asiakkaalle, on oikaistava viipymättä taikka täydennettävä riittävällä tavalla. Lisäksi tiedonantovelvollisuudella tarkoitetaan sitä, että joukkorahoituksen saajan on julkistettava ennen varainhankinnan aloittamista oikeat ja riittävät tiedot asioista, jotka

¹²⁹ Artman, 2016, s. 70–72.

ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan yrityksen takaisinmaksukykyyn tai arvoon, jotta perusteltu arvio joukkorahoituksen saajasta pystytään tekemään.¹³⁰

5.2 Sijoittajansuoja joukkorahoituksessa

Euroopan Unionin joukkorahoitusasetuksen voimaantulon myötä sijoittajansuojan varmistaminen joukkorahoituksessa on tiukentunut entisestään. Arvioitaessa sijoittajansuojaa, on hyvä muistaa, etteivät joukkorahoituspalveluja tarjoavat kuulu sijoittajan korvausrahaston- eikä talletussuojan piiriin.

EU:n joukkorahoitusasetuksen 4 luvun 19 artiklassa säädetään asiakkaille annettavista tiedoista. Sen mukaan kaikkien joukkorahoituspalvelun tarjoajien asiakkaille antamien tietojen, jotka koskevat joukkorahoituspalvelun tarjoajaa, sijoituksiin tai joukkorahoituspalveluihin liittyviä kustannuksia, taloudellisia maksuja ja riskejä, joukkorahoitushankkeen valintaperusteita ja niihin liittyviä riskejä on oltava selkeitä ja tasapuolisia eivätkä ne saa olla millään tavoin harhaanjohtavia. Nämä tiedot on annettava ennen joukkorahoitusliiketoimen toteuttamista asiakkaille. Artiklan mukaan joukkorahoituspalvelun tarjoajien on lisäksi tiedotettava asiakkailleen, etteivät joukkorahoituspalvelut kuulu talletusten vakuusjärjestelmään ja etteivät joukkorahoituksessa sallitut välineet tai joukkorahoitusalan kautta hankitut siirtokelpoiset arvopaperit kuulu sijoittajien korvausjärjestelmään. Edellä mainittujen tietojen on artiklan mukaan oltava joukkorahoitusalan verkkosivustolla selkeästi siten, että ne ovat kaikkien asiakkaiden käytettävissä. Joukkorahoituspalvelun tarjoajien on lisäksi tiedotettava asiakkailleen ei-valveutuneita sijoittajia koskevasta harkinta-ajasta. Harkinta-ajan kuluessa mahdollisella ei-valveutuneella sijoittajalla on mahdollisuus milloin tahansa perua kokonaan tarjouksensa sijoittaa joukkorahoitustarjoukseen ilman seuraamuksia perustelematta.

EU:n joukkorahoitusasetuksessa sijoittajat jaetaan kahteen eri ryhmään, jotka ovat valveutuneet ja ei-valveutuneet sijoittajat. Näillä ryhmillä on eritasoiset

¹³⁰ Andersén, 2018.

sijoittajansuojat, joka on hyvä pitää mielessä. Ei-valveutuneella sijoittajalla on esimerkiksi oikeus perua sijoituksensa ilman perusteluja ja seurauksia neljän kalenteripäivän aikana. Asetuksen 2 artiklan 1 kohdassa säädelään myös yksilöllisestä lainasalkunhoidosta, jota joukkorahoituspalveluntarjoaja voi tarjota. Siinä joukkorahoituspalveluntarjoaja siis kohdentaa varat, jotka sijoittaja on ennalta määrittänyt, yhteen taikka useampaan joukkorahoituslustallaan olevaan joukkorahoitushankkeeseen. Asetuksen 25 artiklassa säädelään lisäksi ilmoitustaulusta, joka joukkorahoituspalveluntarjoajalla voi olla. Sillä asiakkaat voivat ilmoittaa kiinnostuksestaan myydä tai ostaa joukkorahoituspalveluntarjoajan alustoilla tarjottuja siirtokelpoisia arvopapereita, lainoja tai joukkorahoitustarkoituksessa sallittuja välineitä.

EU:n joukkorahoitusasetuksen 4 luvun 20 artiklan mukaan joukkorahoituspalvelun tarjoajien, jotka tarjoavat lainojen myöntämisen helpottamisesta muodostuvia joukkorahoituspalveluita on vuosittain ilmoitettava joukkorahoituslustallaan tarjottujen joukkorahoitushankkeiden maksukyvyttömyysaste. Tämä tulee ilmoittaa vähintään edeltäneiden 36 kuukausien ajalta. Lisäksi heidän on julkaistava neljän kuukauden sisällä kunkin tilikauden päättymisestä selvitys lainojen maksukyvyttömyyteen liittyen.

Joukkorahoituspalvelun tarjoajien on EU:n joukkorahoitusasetuksen 4 luvun 23 artiklan mukaisesti annettava sijoitusta koskeva avaintietoasiakirja mahdollisille sijoittajille. Hankkeen toteuttaja on laatinut tämän avaintietoasiakirjan jokaisesta joukkorahoitustarjouksesta. Avaintietoasiakirjan tulee sisältää liitteessä vahvistetut tiedot, seuraavan vastuuvapauslausekkeen sekä seuraavan riskivaroituksen. Sijoitusta koskeva avaintietoasiakirja ei myöskään saa olla harhaanjohtava ja sen on oltava tasapuolinen. Artiklan 26 mukaisesti joukkorahoituspalvelun tarjoajien on säilytettävä pysyvällä välineellä kaikki liiketoimiinsa ja palveluihinsa liittyvät asiakirjat sekä asiakkaiden ja joukkorahoituspalvelun tarjoajien väliset sopimukset vähintään viiden vuoden ajan. Lisäksi näiden asiakirjojen tulee olla välittömästi asiakkaiden saatavilla.

5.3 Esitteen julkaisuvelvollisuus joukkorahoituksessa

Arvopaperimarkkinalain (AML) 1:2 §:ssä mainitaan kiellosta toimia hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti. Tällä hyvällä arvopaperimarkkinatavalla tarkoitetaan niitä sääntöjä ja periaatteita, joiden noudattamista voidaan arvopaperimarkkinoilla toimivien keskuudessa pitää oikeana ja kaikkien toimija- ja asiakasosapuolten kannalta kohtuullisena kauppatapana. Hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen velvollisuus ohjaa ratkaisuja ja menettelytapoja, kun tapaukseen sovellettavaa yksityiskohtaista säännöstä ei ole.

Hyvä arvopaperimarkkinatapa lisäksi edellyttää Fivan mukaan sitä, että sijoituspalvelun tarjoajat noudattavat kaikkia liiketoimintaan sovellettavia säännöksiä. Silloin, kun säännökset ovat puutteellisia, noudatetaan säännöksistä ilmeneviä periaatteita, jotta arvopaperimarkkinoihin kohdistuvaa luottamusta ja asiakkaiden etua voitaisiin edistää. Hyvän arvopaperimarkkinatavan periaatteen mukaan hyvänä arvopaperimarkkinatapana ei voida pitää toimia, jotka sellaisenaan lisäävät sijoittajien epätasa-arvoisuutta taikka vähentävät kaupankäynnin julkisuutta. Jos kirjoitetun lain tarkoitus on aukollinen taikka se on jäänyt jälkeen markkinoiden kehityksestä, voidaan siihen myös soveltaa hyvää arvopaperimarkkinatavan määrittelyä. Olennaista hyvässä arvopaperimarkkinatavassa ei ole se, miten toimijat menettelevät, vaan se miten heidän pitäisi menetellä.

Jotta sijoittaja pystyy tekemään perustellun arvion sijoituskohteesta, on esitteen arvopaperimarkkinalain 4:6 §:n mukaan annettava sijoittajalle riittävät ja olennaiset tiedot. Täten sijoittaja pystyy perustamaan sijoituspäätöksensä totuudenmukaisiin informaatioihin sijoituskohteesta. Tietojen on koskettava sekä liikkeeseenlaskijaa että mahdollista takaajaa. Näiden sijoittajalle annettavien tietojen tulee pitää sisällään liikkeeseenlaskijan taloudellisen aseman, varojen, vastuiden, tuloksen ja tulevaisuudennäkymien informaatiot. Lisäksi informaatiosta täytyy tulla ilmi

arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat tekijät. Tiedot tulee lisäksi esittää johdonmukaisessa ja ymmärrettävässä muodossa.

Arvopaperimarkkinalain 4:3 § sisältää säännökset siitä, milloin edellä mainittua esitettä ei tarvitse laatia. Silloin, kun arvopapereita tarjotaan Euroopan talousalueella viimeisen 12 kuukauden yhteenlaskettuna aikana alle 1 500 000 euron suuruinen määrä, ei esitettä tarvitse pykälän mukaan vaatia. Tästä syystä monet joukkorahoituslaskut järjestävätkin mielellään alle tuon 1 500 000 euron suuruisia liikkeeseenlaskuja. Tällöin rahoituslaskulla eikä liikkeeseenlaskijalla ole velvoitetta julkaista esitettä, jonka seurauksena liikkeeseenlasku on sujuvampaa.

5.4 Liikkeeseenlaskussa annettavat tiedot joukkorahoituksessa

Sijoittajan tehdessä sijoituspäätöstä on tärkeää, että hän tietää liikkeeseen laskettavan yrityksen taloudellisen tilanteen. Osakeyhtiölain 9:8 §:n mukaan niillä osakkeenomistajilla, joilla on merkintäoikeus liikkeeseenlaskussa, on myös oikeus saada tietoja tästä liikkeeseenlaskusta ja samalla liikkeeseenlaskijalla on velvollisuus pitää näitä tietoja esillä. Laissa ei kuitenkaan ole erillisiä säännöksiä tietojen antamisen osalta, kun liikkeeseenlasku on suunnattu muille kuin osakkeenomistajille yksityisen osakeyhtiön kohdalla. Näin ollen informaation etsiminen on jätetty kokonaan sijoittajan oman aktiivisuuden varaan.¹³¹ Sijoittajan saattaa olla vaikeaa merkitä liikkeeseenlaskijan osakkeita, jos hänellä ei ole taloudellisia tietoja liikkeeseenlaskijasta.

Esillä pidettäviä tietoja ovat OYL:n 5:21 §:n mukaan tiedot, jotka koskevat viimeisintä tilinpäätöstä ja tilintarkastusta ja näiden jälkeisiä päätöksiä mahdollisista varojen jaosta sekä kertomuksia yhtiön asemaan olennaisesti vaikuttavista tapahtumista. Nämä tiedot on pidettävä saatavilla ja esillä koko merkintäajan, jollei yhtiö ole laatinut ylempänä esiteltyä AML:n mukaista esitettä.¹³² Finanssivalvonta suosittelee lisäksi, että

¹³¹ Kyläkallio ym. 2012, s. 85.

¹³² Mähönen & Villa, 2012, s. 308.

taloudellisista tiedoista tulisi esittää ainakin keskeiset taloudelliset tunnusluvut ja niiden laskemisessa käytetyt laskukaavat. Näiden lisäksi voidaan esittää muitakin taloudellisia tietoja, jos niiden katsotaan olevan liikkeeseenlaskijalle oleellisia. Tällaisia tietoja voi olla esimerkiksi toimintakertomuksista ja tilinpäätöksistä johdettuja tunnuslukuja.¹³³

Liikkeeseenlaskun pienestä vastikkeellisuudesta johtuen vastikkeellisessa joukkorahoituksessa liikkeeseenlaskijoilla on ainoastaan harvoin velvollisuus esitteen julkaisemiseen. Liikkeeseenlaskussa tiedon antaminen on kuitenkin merkittävä asia, jos yrityksellä on tarkoitus saada sijoittajia merkitsemään osakkeitaan. Sopimusoikeudellisesta näkökulmasta taas katsottuna liikkeeseenlaskussa tulisi antaa ainakin sellaiset tiedot, joilla sijoittaja pystyy vastaamaan tarjoukseen joko hyväksytysti taikka kieltävästi.¹³⁴ Onkin hyvä muistaa, että mitä enemmän sijoittajalla on informaatiota käytössään sijoituspäätöstä tehdessään, sitä paremmat mahdollisuudet yrityksellä on myös saada hakemaansa rahoitusta.

¹³³ Finassivalvonta, 2013a, s.31.

¹³⁴ Nyström, 2015.

6 Yhteenveto

Tässä tutkielmassa on tarkasteltu sijoittajainformaatiota joukkorahoituksessa. Täsmennettynä sijoittajainformaatiota tutkittiin vastikkeellisissa laina- ja sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa. Erityisesti pienille ja keksisuurille yrityksille tarjottavien joukkorahoituspalvelujen määrä on kasvanut huomattavasti viimeisten vuosien aikana perinteisen pankkirahoituksen rinnalla. Saman aikaisesti pankkien vakavaraisuusvaatimukset ovat kiristyneet finanssikriisin seurauksena. Joukkorahoituksella tarkoitetaan pääoman keräämistä laajalta joukolta yksittäisiä henkilöitä. Usealta henkilöltä kerätään pieniä summia halutun rahoitusmäärän saavuttamiseksi. Lopulta on mahdollista saada kokoon huomattava summa rahoitusta. Rahoitusta haetaan suoraan yksityisiltä henkilöiltä ilman välikäsiä, kuten pankkeja ja pääomasijoittajia. Tutkimuksen kannalta keskeisessä osassa ovat sijoitus- ja lainamuotoinen joukkorahoitus. Joukkorahoitusta tarjotaan hyödyntämällä digitaalista alustaa ja saattamalla siellä alustalla yhteen sijoittajia ja rahoitusta tarvitsevia.

Euroopan unionissa ei ole ennen Euroopan unionin joukkorahoitusasetusta ollut yhtenäistä sääntelyä joukkorahoitustoimintaan liittyen. Näin ollen joukkorahoituspalveluja on tarjottu tähän asti lähinnä yhden jäsenvaltion alueella. Tämä taas on rajoittanut yritysten mahdollisuuksia rahoituksen etsimiseen ja saamiseen joukkorahoituspalvelujen kautta. Uusien säädösten myötä joukkorahoituspalvelujen tarjoaminen jäsenvaltioista toiseen on nykyään mahdollista. EU:n joukkorahoitusasetuksen tarkoituksena onkin yhtenäistää eri joukkorahoituspalveluita tarjoavien yhteisöjen toimintaan liittyviä edellytyksiä eri EU:n jäsenvaltioissa, parantaa pienten sekä keskisuurten yritysten rahoitusmahdollisuuksia, pyrkiä edistämään sisämarkkinoiden toimintaa mahdollistamalla joukkorahoituspalvelujen tarjoamista jäsenmaasta toiseen sekä varmistaa riittävä sijoittajansuoja joukkorahoituskierroksille osallistuville sijoittajille.

Hallituksen esitys (228/2021) täydentää EU:n joukkorahoitusasetusta, jonka ensisijaisena tarkoituksena olikin muuttaa kansallista lainsäädäntöä Euroopan unionin joukkorahoitusasetuksen voimaantulon vuoksi ja kumota voimassa oleva

joukkorahoituslaki. Tämän seurauksena joukkorahoituslaki kumottiin vuoden 2022 huhtikuussa. Euroopan unionin joukkorahoitusasetus pitää kuitenkin sisällään siirtymäsäännöksen, jonka mukaan nykyiset kansallisen joukkorahoituslain nojalla palvelua tarjoavat joukkorahoituksenvälittäjät saavat jatkaa joukkorahoituslain mukaista tarjoamista 10.11.2022 saakka taikka siihen asti, kunnes niille myönnetään EU:n asetuksen mukainen toimilupa. Sen mukaan toimitaan, kumpi näistä ajankohdista on aikaisempi.

Huolimatta siitä, että vuoden 2016 joukkorahoituslaki oli hyvätasoinen eurooppalaisessa kontekstissa siihen liittyvine lakeineen, Euroopan unionin joukkorahoituksen voimaantulo on asettanut selkeitä muutostarpeita kansalliselle lainsäädännölle. Rakenteellisesti asetuksen voimaantulo merkitsee sitä, että kansallinen lainsäädäntö täydentää sitä. Asetuksen merkittävimmät uudistukset ovat toimilupavaatimus, palveluntarjoajan yksityiskohtaiset edellytykset sekä sijoittajansuojan varmistaminen, joilla on ollut merkittävä vaikutus sijoittajainformaatioon joukkorahoituksessa.

Samalla, kun joukkorahoituspalvelujen saatavuutta on pyritty parantamaan, on samalla siis pyritty edistämään niin sijoittajansuojaa kuin sijoittajainformaation saatavuuttakin. Näillä on pyritty vahvistamaan sijoittajien luottamusta joukkorahoituspalveluja kohtaan. EU:n uuden säännöksen mukaan joukkorahoituspalveluntarjoajien on annettava asiakkailleen selkeästi informaatiota mahdollisista taloudellisista riskeistä jokaisen hankkeen kohdalla. Lisäksi sijoittajille tulee aina antaa hanketta koskeva investointitietolehtinen, jonka valmistelee joko rahoituspalvelu itse tai sitten hankkeen omistaja. EU:n joukkorahoitusasetuksen tarkoituksena onkin parantaa sijoittajien tiedonsaantioikeutta.

Sijoittajat tarvitsevat perustellun sijoituspäätöksenteon pohjaksi sijoittajainformaatiota. Sijoittajainformaatioissa joukkorahoituksessa on kyse sijoittajan käytössä olevasta informaation oikeellisuudesta perustellun sijoituspäätöksen tekemiseksi. Sijoittajat

tarvitsevat perustellun sijoituspäätöksen turvaamiseksi oikean ja riittävän informaation. Huomio kiinnittyy tällöin erityisesti siihen, miten tämä voidaan turvata sijoittajille, jotta he voivat muodostaa täysin riippumattoman arvionsa yrityksen tilasta tehdessään sijoituspäätöstä. Sijoittajainformaation on tapahduttava avoimesti ja selkeästi ”sijoittajaystävällisellä” tavalla. Joukkorahoituksen tapauksessa sijoituskohteena on osa, jolloin sijoittaja saa rahoituslupasta sijoituspäätökseen tarvittavan informaation.

Yrityksen taloustietoja tarkastelemalla sijoittajalla on mahdollisuus tehdä oma arvio yrityksen taloudellisesta tilasta hänen sijoituspäätöksensä tueksi. Yrityksellä tulee näin ollen olla sijoittajiin suuntautuva tiedonantovelvollisuus sen hakiessa sijoittajilta rahoitusta. Ennen sijoituspäätöksen tekoa olevan sijoittajansuojan voidaan katsoa olevan totuudenmukaisen ja riittävän informaation saamista. Sijoittaja tekee sijoituspäätöksensä siten saatavilla olevan informaation turvin.

Uusien säädösten avulla on pyritty parantamaan joukkorahoituspalvelujen saatavuutta. Saman aikaisesti sijoittajainformaatiota on pyritty edistämään, jonka tarkoituksena on vahvistaa sijoittajien luottamusta joukkorahoituspalveluissa. EU:n joukkorahoitusasetuksessa säädetään myös siitä, että joukkorahoituksen saajalla on velvollisuus julkaista ennen rahoituskampanjan aloittamista itsestään kaikki sellainen oikeaksi ja riittäväksi katsottava informaatio, joka voi olennaisesti vaikuttaa yrityksen arvoon taikka sen maksukykyyn takaisinmaksutilanteessa. Sijoittajainformaatio joukkorahoituksessa näkyy näin ollen erityisesti tiedonantovelvollisuudessa, sijoittajansuojassa, esitteen julkaisuvelvollisuudessa sekä liikkeeseenlaskussa annettavissa tiedoissa. Näistä kaikista säädellään erikseen Euroopan unionin joukkorahoitusasetuksessa ja asetuksen voimaan tulon myötä sijoittajainformaation rooli onkin korostunut entisestään.

Joukkorahoitus on noussut koko ajan yhä suositummaksi tavaksi rahoittaa yrityksen ja yhteisön hankkeita. Joukkorahoitusmarkkinoiden odotetaan kasvavan yli 16 prosenttia seuraavan viiden vuoden aikana. Sosiaalisen median

joukkorahoitusalojen uskotaan edistävän joukkorahoitusmarkkinoiden kasvua tulevaisuudessakin. Niiden avulla yrityksen tavoittavat yleisönsä maailmanlaajuisesti. Myös teknologiakampanjoiden uskotaan houkuttelevan joukkorahoitusta tulevina vuosina. Sijoitus- ja lainamuotoisen joukkorahoituksen tärkeimpinä markkinatrendeinä on niiden odotettu kasvu maailmanlaajuisesti. Esimerkiksi Yhdysvalloissa startup-yritysten osuus maan kokonaisväestöstä on yli 17,4 prosenttia, joka osoittaa valtavan mahdollisuuden joukkorahoitukselle. Myös Covid19 -pandemia on osaltaan johtanut joukkorahoituksen lisääntymiseen. Ihmisten käynnistämien joukkorahoituskampanjoiden määrä on tämän myötä lisääntynyt huomattavasti erityisesti Euroopassa. Euroopan joukkorahoitusmarkkinoiden uskotaan kasvavan myös voimaan tulleen EU:n joukkorahoitusasetuksen seurauksena.

Lähteet

Agrawal, A., Catalini K. & Goldfarb, A. (2013). *Some simple economics of crowdfunding*. *Innovation Policy and the Economy*, 14, 63-97. Noudettu 2021-10-09 osoitteesta https://www.nber.org/system/files/working_papers/w19133/w19133.pdf

Alhonsuo, S., Nisén, A., Nousiainen, S., Pellikka, T. & Sundberg, S. (2012). *Finanssitoiminnan käsikirja*. 2. uudistettu painos. Helsinki: Finanssi- ja vakuutuskustannus

Andérsen, A. (2018). *Joukkorahoitus: APV sijoitustutkinnot materiaali*. Noudettu 2022-26-03 osoitteesta https://aaltoee-dev.sivuviidakko.fi/media/aaltoee-documents/apv-tutkinnot/joukkorahoitus_v2.pdf?msclkid=1d4a1adeaa8711ecb79bd550a9ccf0d2

Annola, V. (2005). *Informaatio, sisäpiiri, markkinat. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus informaatioepätasapainosta arvopaperikaupassa*. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Yksityisoikeuden sarja.

Artman, H. (2016). *Suomi, rahaliitto ja rahoitusjärjestelmä 2000-luvulla*. Teoksessa: A. Andersén. *Rahoitusjärjestelmä on valinta*. Helsinki: Tietosanoma Oy, 97-125.

Ziegler, T., Shenor, R., Garvey, K., Wenzlaff, K., Yerolemou, N. Hao, R. & Zhang, B. (2017a). CCAF. *Expanding Horizons*.

De Buyseren, K., Oliver, G., Ronald, K. & Dan M. (2012). *A Framework for European Crowdfunding*. EU: European crowdfunding network. Noudettu 2021-13-04 osoitteesta <http://www.infoeuropa.ciejd.pt/files/database/000051001-000052000/000051102.pdf>

Eur-lex. (2020). *Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2020/1503*. Noudettu 2020-12-15 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R1503&from=EN>

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2020/1503. Noudettu 2022-21-02 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R1503&from=EN>

Euroopan Unionin neuvosto. (2020). *Pääomamarkkinaunioni: Neuvostolta uudet säännöt joukkorahoitusaloille*. Noudettu 2022-02-10 osoitteesta <https://www.consilium.europa.eu/fi/press/press-releases/2020/07/20/capital-markets-union-council-adopts-new-rules-for-crowdfunding-platforms/>

Euroopan parlamentti. (2020). *Joukkorahoitukseen helpotusta EU:ssa*. Noudettu 2020-12-15 osoitteesta <https://www.europarl.europa.eu/news/fi/headlines/economy/20201001STO88312/joukkorahoitukseen-helpotusta-eu-ssa>

European Crowdfunding Network (2012). *What Is Crowdfunding?*

Euroopan Komissio (2014). *Euroopan komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle. Joukkorahoituksen tarjoaminen mahdollisuuksien hyödyntäminen Euroopan unionissa*. Noudettu 2021-14-04 osoitteesta http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication:fi.pdf

Finanssivalvonta. (2018). *Joukkorahoituksen välittäjät*. Noudettu 2021-22-11 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/joukkorahoituksen-valittajat/>

Finanssivalvonta. (2022). *Joukkorahoituspalveluntarjoajat, sääntely*. Noudettu 2022-26-02 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R1503&from=EN>

HE 228/2021 vp Noudettu 2022-10-03 osoitteesta https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/HE_228+2021.pdf

Investment Management Finland Oy (2012). *Joukkorahoitus - Esiselvitys*. Noudetty 2021-31-01 osoitteesta <http://projektit.tredea.fi/@Bin/503968/Joukkorahoitus+Esiselvitys+20.2.2013+Investment+Managent+Finland.pdf>

Jyväskylän yliopisto. (2021). *Laadullinen tutkimus*. Noudettu 2021-09-11 osoitteesta [Laadullinen tutkimus — Jyväskylän yliopiston Koppa \(jyu.fi\)](http://www.jyu.fi/tutkimus/laadullinen-tutkimus)

Kallio, A. & Vuola, L. (2018). *Joukkorahoitus*. Alma Talent Oy.

Kari, M. (2016). *Suomen rahoitusmarkkinoiden murros 1980-luvulla*. Latvia 2016.

Kervinen, S. (2014). *Joukkorahoitus verrattuna perinteisiin yritysrahoitusmuotoihin ja -kanaviin*.

Kyläkallio, J., Iiro, O. & Kyläkallio, A. (2012). *Osaakeyhtiö II*. Porvoo 2012.

Lahtinen, R. (2017). *Joukkorahoitus - enemmän kuin rahoitusta*. Teoksessa *Talous ja rahoitus*.

KOM (2014). 172. Euroopan Komission 27. päivänä maaliskuuta 2014 julkistama tiedonanto.

KOM (2018). Euroopan Komission 8. päivänä maaliskuuta 2018 julkistama tiedonanto.

Market Data Forecast. (2022). *Global Crowdfunding Market Research Report*. Noudettu 2022-03-21 osoitteesta Global Crowdfunding Market | Size, Share, Growth | 2022 to 2027 (marketdataforecast.com)

Mesenaatti (2014). Noudettu 2021-02-11 osoitteesta <https://mesenaatti.me>

Moilanen, Raija. (2013). *Kasvuyritys ja startup-yritys*. Noudettu 2022-03-27 osoitteesta [Kasvuyritys ja startup-yritys - Kielikello](#)

Mähönen, J. & Villa, S. (2012). *Osakeyhtiö II*. Helsinki 2012.

Nousiainen, S. & Sundberg, S. (2013). *Sijoituspalveluopas*. 2. uudistettu painos. Vantaa: Hansaprint.

Nylander, A. (2018). *Sijoittajansuojan toteutuminen osakepohjaisessa joukkorahoituksessa toimintakohtaiset edellytykset huomioon ottaen*. Helsingin Yliopisto. Helda. <https://helda.helsinki.fi/handle/10138/236475>

Nyström, A. (2015). *Sijoittajansuojasta vastikkeellisessa joukkorahoituksessa*. Noudettu 2022-02-11 osoitteesta <https://trepo.tuni.fi/bitstream/handle/10024/97849/GRADU-1438162895.pdf?sequence=1%20Sijoittajansuoja>

Schweinbacher, Armin & Benjamin Larralde (2010). *Handbook of entrepreneurial finance: Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*. Oxford: Oxford University

Press. Noudettu 2020-12-17 osoitteesta: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1699183

Siltala, Raimo. (2001). *Johdatus oikeusteoriaan*. 1. painos. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta.

Sisäministeriö. (2019). *Uusi rahankeräyslaki voimaan keväällä 2020*. Noudettu 2021-14-11 osoitteesta <https://valtioneuvosto.fi/-/1410869/uusi-rahankerayslaki-voimaan-kevaalla-2020>

Suomen Pankki. (2011). *Finanssikriisin vaikutuksista Suomen talouteen*. Noudettu 2021.12-10 osoitteesta <https://helda.helsinki.fi/bof/handle/123456789/8434>

Suomen Pankki. (2018). *Joukkorahoitus ja vertaislainaus*. Noudettu 2020-12-20 osoitteesta https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/joukkorahoitus_linkki/

Suomen Pankki. (2021). *Välitetyt vertaislainat ja lainamuotoinen joukkorahoitus vähenivät vuonna 2020*. Noudettu 2021-07-29 osoitteesta https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/Joukkorahoitus-ja-vertaislainaus/tiedotehistoria_/2021/valitetyt-vertaislainat-ja-lainamuotoinen-joukkorahoitus-vahenivat-vuonna-2020/

Tikkanen, Josi (2014). *Joukkorahoitus lisää vaihtoehtoja*. Innovaatorahoituskeskus Tekes: Punamusta Oy.

Turtiainen, M. (2016). *Näkökulmia joukkorahoituksen sääntelyyn*. Helsinki, Edita.

Valtiovarainministeriö (2016). *Miksi tarvitaan joukkorahoituslaki?* Noudettu 2022-01-15 osoitteesta: <https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/JulkaisuMetatieto/Documents/EDK-2016-AK-56820.pdf>

Valtiovarainministeriö & työ- ja elinkeinoministeriö (2014). *Raportti joukkorahoituskyselystä*. Noudettu 2021-01-21 osoitteesta: ETSI UUSI OSOITE EI ENÄÄ OLE

https://vm.fi/vm/fi/04_julkaisut_ja_asiakirjat/01_julkaisut/07_rahointusmarkkinat/20140313Raport/Raportti_joukkorahoituskyselystae.pdf

Vento, Valtteri (2014). *Yrityskatsaus 2014. Murroksia ja uudistumisia: Joukkorahoitus uutena yritysrahoituksen väylänä*.