Peter Nyberg, Professori, Aalto-yliopisto
3.2.2022

Lausunto hallituksen esityksestä eduskunnalle EU:n joukkorahoitusasetusta täydentäväksi lainsäädännöksi (HE 228/2021 vp)

Esityksen tarkoituksena on kumota voimassa oleva joukkorahoituslaki ja säätää uusi laki joukkorahoituspalvelun tarjoamisesta. Tarkoituksena on muuttaa kansallista lainsäädäntöä EU:n joukkorahoitusasetuksen sekä siihen liittyvien direktiivien mukaiseksi. Asetus helpottaisi joukkorahoituspalvelujen tarjontaa maasta toiseen ja parantaisi näin yrityksen mahdollisuuksia saada rahoitusta myös Suomen ulkopuolelta. Muutokset parantaisivat myös sijoittajansuojaa joukkorahoituskierroksille osallistuville sijoittajille.

Kokonaisnäkemys esityksestä

Kokonaisnäkemykseni esityksestä on pääosin myönteinen. Ehdotettujen muutosten voidaan katsoa olevan oikeansuuntaisia ja ne ovat hyvin perusteltuja. Tarkennan kantaani alla ja esitän myös kriittisiä näkemyksiä esityksen tietyistä kohdista.

Hyvin toimiva ja luotettava rahoitusjärjestelmä sekä helposti saavutettavissa olevat pääomamarkkinat ovat ratkaisevassa asemassa yritysten ja yksityishenkilöiden taloudellisen hyvinvoinnin luojana. On todennäköistä, että joukkorahoituksen suosio yritysten rahoituskanavana tulee selvästi lisääntymään tulevaisuudessa. Nykyisen teknologian mahdollistamat joukkorahoituspalvelut tarjoavat sellaisillekin yrityksille, joilla ei aiemmin ole ollut mahdollisuutta saada markkinaperäistä rahoitusta, pääsyn laajemmille kilpailullisille rahoitusmarkkinoille. **Toimivan ja optimaalisesti säännellyn joukkorahoitusmarkkinan olemassaolo voi siis potentiaalisesti tehdä näiden yritysten rahoituksen saamisesta sujuvampaa, parantaa näiden yritysten investointimahdollisuuksien ja niihin tarvittavien rahoituslähteiden nopeampaa kohtaamista, sekä varsinkin alentamaan yritysten pääoman kustannuksia.** Toteutuessaan laajassa mittakaavassa nämä hyödyt johtavat myös kansantalouden tasolla myönteiseen lopputulokseen.

Joukkorahoituspalvelujen tarjoaminen maasta toiseen

Esityksen tarkoituksena on myös sujuvoittaa joukkorahoituksen tarjontaa maasta toiseen. **Teoreettinen ja empiirinen rahoitustutkimus osoittaa selvästi, että**

rahoitusmarkkinoiden avaaminen kansainväliselle kilpailulle, joka mahdollistaa sekä rahoituksen saajille että tarjoajille laajemmat markkinat, alentaa selvästi yritysten pääomien kustannuksia. Tämän johtopäätöksen taustalla on kuitenkin oletus siitä, että mahdolliset **informaatioepäsymmetriat** eivät merkittävästi lisäänny kansainvälistymisen takia. Informaatioepäsymmetria voi näkyä esimerkiksi siinä, että ulkomainen sijoittaja ei pysty arvioimaan yrityksen taloudellista tilaa eikä sen toimintaympäristöä yhtä hyvin kuin kotimainen sijoittaja.

Asetus pyrkiikin vähentämään potentiaalista informaatioepäsymmetriaa yhtenäistämällä EU:n joukkorahoitustoimintaa koskevaa sääntelyä. **Pidän kuitenkin epävarmana, riittääkö pelkästään lainsäädännön yhtenäistäminen kustannuksia tuottavan informaatioepäsymmetrian merkittävään vähenemiseen, varsikin kun asiaa tarkastellaan sijoittajien kannalta, jotka sijoituspäätöksillään määrittävät pääoman kustannuksen.** Suurin epävarmuus sijoittajille, varsinkin kun puhutaan EU-maiden sisäisistä markkinoista, ei olettavasti synny lainsäädännön eroavaisuuksista vaan pikemminkin paikallisten toimintaympäristöjen eroavaisuuksista, jotka hankaloittavat sijoituskohteiden riskitasojen sekä niiden tarjoamien tuotto-odotuksien arvioimista. Näin ollen on mahdollista, että joukkorahoitusmarkkinoiden avaaminen kansainväliselle kilpailulle ei johdakaan merkittävään alentumiseen yritysten pääomien kustannuksissa. Tästäkin huolimatta, pidän ehdottomasti tarkoituksenmukaisena yritysten rahoituksen saamisen kannalta, että joukkorahoitusta voi hankkia myös ulkomailta.

Sijoittajansuoja

Esitys pyrkii vahvistamaan joukkorahoituskierroksille osallistuvien sijoittajien sijoittajansuojaa. **Tämä on äärimmäisen tärkeä tavoite koska mahdollisimman hyvä sijoittajansuoja on perusedellytys markkinan toiminnalle ja varsikin markkinapaikan kehittymiselle ja kasvamiselle.** Esityksessä ehdotetut toimenpiteet tämän suhteen ovat oikeansuuntaisia ja kannatettavia.

Esityksessä puhutaan sijoituksen avaintietoasiakirjasta ja siihen liittyvien puutteiden vahingonkorvausvastuista. Tämä vähentää ansiokkaasti todennäköisyyttä sille, että sijoittaja tekee päätöksensä väärän tiedon valossa. **Perimmäinen ongelma kuitenkin on, että rahoitustutkimuksen perusteella voimme olettaa, että suurin osa yksityissijoittajista eivät osaa, avaintietoasiakirjasta huolimatta, arvioida sijoituksiin liittyvien riskien suuruutta ja sokaistuvat usein sijoitusten lupaamista tuotoista, jotka varsinkin riskipitoisimmissa sijoituskohteissa eivät**

usein toteudu. Tämä ongelma koskee tietenkin kaikkea sijoittamista, mutta on selvää, että riskitason määrittämisen ongelma on pienempi, kun sijoitetaan esimerkiksi pörssilistatun yrityksen osakkeisiin tai sen joukkovelkakirjalainoihin. **Joukkorahoitussijoitukset puolestaan ovat usein sijoituksia start-up yrityksiin tai muihin pienempiin yrityksiin, joissa riskit ovat erittäin suuria verrattuna pörssiyrityksiin.** Joukkorahoituspalveluiden täytyy ehdotuksen mukaan selvittää palvelun sopivuus ei-valveutuneelle sijoittajalle, mutta jos sijoitus ei vaikuta olevan tämän perusteella olevan sopiva jollekin sijoittajalle, siitä seuraa vain riskivaroitus.

Huoleni siis on, että jos joukkorahoitus yleistyy sijoitusmuotona, yhä useampi piensijoittaja ryhtyy sijoitustoimintaan, jonka riskeistä hän ei ole täysin tietoinen. Olisi perusteltua, että joukkorahoitussijoituksiin liitettäisiin jonkinlainen **standardisoitu riskilukumittari**, jonka arvo perustuu kohteena olevan yrityksen taloudelliseen tilaan. Tämä voisi olla aivan mekaaninen laskutoimitus, jonka tulos perustuu yrityksen tunnuslukuihin. Hyödyllisempi sijoittajalle olisi tietenkin syvempää analyysia vaativan arvioinnin lopputulema, kunhan siitä syntyvät kustannukset eivät ole liian suuria. **Tärkeää kuitenkin olisi, että yksityissijoittajilla olisi jonkinlainen keino arvioida ja vertailla markkinoilla olevien sijoituskohteiden riskejä toisiinsa nähden.**