



Apulaisprofessori Heikki Marjosola

Helsinki 30.4.2024

Asia: HE 31/2024 vp Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi kryptovarapalvelun tarjoajista ja kryptovaramarkkinoista sekä eräiksi muiksi laeiksi

Eduskunnan talousvaliokunnalle

Eduskunnan talousvaliokunta on pyytänyt minulta lausuntoa koskien Hallituksen esitystä 31/2024 vp eduskunnalle laiksi kryptovarapalvelun tarjoajista ja kryptovaramarkkinoista sekä eräiksi muiksi laeiksi (jäljempänä "hallituksen esitys").

Totean lausuntonani kunnioittavasti seuraavaa.

Keskeiset ehdotukset

Hallituksen esityksellä annetaan Euroopan unionin (EU) kryptovaramarkkina-asetusta (MiCAR) ja varainsiirtojen ja tiettyjen kryptovarojen siirtojen mukana toimitettavia tietoja koskevaa asetusta (maksun tiedot -asetus, TFR) täydentävät säännökset. Esityksessä muun muassa laki virtuaalivaluutan tarjoajista ehdotetaan kumottavaksi ja sen tilalle ehdotetaan uutta lakia kryptovarapalvelujen tarjoajista ja kryptovaramarkkinoista.

MiCAn hyödyt

MiCA on maailmanlaajuinen merkkipaalu kryptovarojen sääntelyssä. MiCA:n myötä kryptovarapalvelujen tarjoamisesta ja tiettyjen kryptovarojen liikkeeseenlaskemisesta tulee pääsääntöisesti toimiluvanvaraista (MiCA:n 59 ja 63 artiklat). Lisäksi MiCA:n sääntely tulee koskemaan esimerkiksi palveluntarjoajien ja liikkeeseenlaskijoiden vakavaraisuutta, johdon pätevyyttä, markkinoiden väärinkäyttöä, tiedonantovelvollisuuksia, markkinointia, vahingonkorvausvastuuta sekä asiakasvarojen erottelua. MiCA näin altistaa kryptovarojen markkinat ja markkinatoimijat rahoitusmarkkinoiden koko sääntelykeinoarsenaalille.

MiCAN vaikutukset etenkin sijoittajansuojan tasoon kryptovaramarkkinoilla ovat valtaosin myönteisiä. Yhtenäinen eurooppalainen sääntely selkeyttää kryptovarapalveluntarjoajien toimilupakysymyksiä ja kilpailuedellytyksiä. MiCA myös vähentää sääntelyarbitraasia eli sääntelyerojen strategista hyväksikäyttöä ainakin Euroopan unionin sisämarkkinoilla. Rahoitusvakausriskien kannalta etenkin omaisuusreferenssitokeneiden (*stablecoins*) sääntely ja valvonta on tärkeää.

MiCA vastaa myös markkinatoimijoiden kysyntään. Jo ennen MiCA:a eräät Finanssivalvonnan rekisteriin rekisteröityneet suomalaiset kryptopalveluntarjoajat markkinoivat itseään toimilupavalvotuina kryptoyhteisöinä pyrkiessään signaloimaan luotettavuutta epävarmoilla markkinoilla. Aina-kaan jo alalle etabloituneet toimijat eivät todennäköisesti vastusta alan muuttumista toimiluvanvaraiseksi ja säännellyksi, mikä myös korottaa alalla tulon esteitä. Tätä indikoivat myös hallituksen esityksessä kuvatut alan toimijoiden haastattelut.¹

Mahdollisia haittoja ja haasteita

MiCA:n on sääntelypakettina kunnianhimoinen mutta laajuudeltaan ja kattavuudeltaan epätäydellinen. Vaikka asetus rajoittaa merkittävästi pankkitoimintaan verrannollisen vakaavuluuttamarkkinan toimintaa, jättää se täysin sääntelemättä kryptovarojen vakuudellista lainausta koskevan liiketoiminnan. Sektorin toiminnassa on havaittu tiettyjä yhtäläisyyksiä vuonna 2008 romahtaneeseen varjopankkisektoriin ja siihen liittyy merkittäviä likviditeettiriskejä.² Muun muassa Christine Lagarde korosti jo vuonna 2022 tarvetta MiCA II:lle, jotta kryptolainaus saataisiin sääntelyn piiriin.³ Kryptolainaus harjoitetaan myös Suomessa ja toimialaan kohdistuu kasvavaa mielenkiintoa, kuten hallituksen esityksessä todetaan.⁴ Toisaalta globaalisti suurin osa lainaustoiminnasta on jo nyt siirtynyt täysin hajautettuihin järjestelmiin (*decentralised finance, DeFi*), joiden sääntely olisi joka tapauksessa haastavaa.⁵ Esimerkiksi suomalaisen taustan omaavalle Aave-likviditeettiprotokollalle, joka mahdollistaa kryptovarojen täysin automatisoidun vakuudellisen lainauksen, on tätä lausuntoa kirjoittaessa talletettu tai ”lukittu” (ml. *staking*) yli 16 miljardin Yhdysvaltain dollarin edestä kryptovaroja.⁶

Toinen mahdollinen haaste liittyy sääntelyn tehokkuuteen. Yleisesti oletetaan, että elastiset kryptomarkkinat reagoivat herkästi sääntelyyn ja optimoivat toimintaansa sen mukaisesti. Myös hallituksen esityksessä todetaan, että ETA-alueella toimivia yrityksiä voi siirtyä jatkossa EU:n ulkopuolelle. Tämä tosin edellyttää nk. non-solicitation ehdon täyttymistä eli palvelujen tarjonnan on tapahduttava asiakkaiden omasta aloitteesta.⁷ Riski on todellinen mutta en pidä sitä kovin vakavana. Empiiriset tutkimukset ovat löytäneet vähän näyttöä sääntelyarbitraasista kryptomarkkinoilla.⁸ Ottaen huomioon MiCA:n sääntelyn maantieteelliset rajoitukset, jotka kieltävät aktiivisen palveluntarjonnan EU:hun kolmansista maista paljon tiukemmin kuin tavanomainen rahoitusmarkkinasääntely, voi

¹ HE 31/2024vp, s. 32.

² Gorton, Gary B., and Jeffery Y. Zhang. “Taming wildcat stablecoins.” *U. Chi. L. Rev.* 90 (2023): 909.

³ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221208~f83c604a23.en.html>

⁴ HE 31/2024vp, s. 35.

⁵ D.A. Zetsche, R.P. Buckley, D.W. Arner, M.C. van Ek, Remaining regulatory challenges in digital finance and crypto-assets after MiCA. (2023). [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL_STU\(2023\)740083](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL_STU(2023)740083)

⁶ <https://aave.com/>

⁷ HE 31/2024vp, s. 64.

⁸ Feinstein, Brian D., and Kevin Werbach. “The impact of cryptocurrency regulation on trading markets.” *Journal of Financial Regulation* 7.1 (2021): 48-99.

vaikutus olla jopa päinvastainen. Kirjallisuudessa on arvioitu, että MiCA voi jopa eristää EU:n kryptomarkkinat muusta maailmasta.⁹ MiCA:an ei myöskään sisälly nk. ekvivalenssisääntelyä, mikä mahdollistaisi palveluntarjonnan sellaisista kolmansista maista, joiden sääntelyn Euroopan Komissio ja Euroopan valvontaviranomaiset katsoisivat Unionin sääntelyä vastaavaksi.¹⁰

Sääntelyn tason vähäisenä heikennyksenä voidaan nähdä myös se, että MiCA:n myötä muiden kryptovarojen kuin omaisuusreferenssitokeneiden ja sähköisen rahan tokeneiden liikkeeseenlasku ei ole enää rekisteröitymisvelvollisuuden piirissä. MiCA:n II osaston alle kuuluvien kryptovarojen (kaikki paitsi omaisuusreferenssitokenit ja sähköisen rahan tokenit) liikkeeseenlasku ei edellytä toimilupaa. Esimerkiksi hyödyketokenien liikkeeseenlasku tulee näin muistuttamaan arvopaperien liikkeeseenlaskua, kun liikkeeseenlaskijoiden tai liikkeeseenlaskijoiden puolesta toimivien tahojen tulee ainoastaan huolehtia MiCA:n II osaston tiedonanto- ja muiden menettelytapasäännösten noudattamisesta.

Keskeisempänä haasteena pidän kuitenkin sitä, että EU:n rahoitusvälineiden markkinat direktiivi 2014/65 (MiFID) ei ole harmonisoinut siirtokelpoisen arvopaperin määritelmää EU:ssa. Tämä aiheuttaa sen, että eri jäsenvaltiot voivat tulkita arvopaperimarkkinasääntelyn ja kryptovarasääntelyn rajaa hyvin eri tavoin. Hallituksen esityksessäkin todetaan, että rajanvetoa sen välillä, milloin kryptovara katsotaan rahoitusvälineeksi, ei voida pitää selvänä.¹¹ Rajanveto-ongelmaan ja pelikentän epätasaisuuteen on kiinnitetty huomiota myös MiCA:n korkean tason arviointiraportissa.¹²

On mahdollista, että markkinatoimijat pyrkivät hyödyntämään MiCAR II osaston sääntelyn suhteellista joustavuutta ja eri jäsenvaltioiden valvontakäytäntöjen eroja liikkeeseenlaskussaan. Toisaalta oikeuskirjallisuudessa on esitetty, että jos tavoitteena on markkinainnovaatioiden tukeminen, on MiCAR:n II osaston sääntelyä pidettävä jopa liian rajoittavana.¹³ Jonkinlaisen ylilyöntinä voidaankin pitää artiklan 13 vähittäissijoittajille mahdollistamaa jopa kahden viikon vetäytymisaikaa sijoituksesta. Käytäntö on vieras arvopaperimarkkinasääntelylle¹⁴ ja se rajoittanee tehokkaasti MiCA:n hyväksikäyttöä sijoitustuotteiden liikkeeseenlaskussa ja markkinoinnissa.

Suomessa MiFIDin ja arvopaperimarkkinalain soveltamisalaa on joka tapauksessa tulkittu laajemmin kuin esimerkiksi Ruotsissa, Saksassa ja Ranskassa. Siksi on mahdollista, että suomalaisille sijoittajille tullaan markkinoimaan rajan yli kryptovaroja, joiden Suomessa katsottaisiin täyttävän arvopaperin tunnusmerkit. Tämä korostaa yhteistyön tarvetta jäsenvaltioiden toimivaltaisten viranomaisten välillä sekä Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen ESMAn roolia yhteistyön koordinoijana – etenkin, kun MiCA:n EU-passijärjestelmä mahdollistaa palvelujen vaivattoman tarjoamisen ETA-jäsenvaltiosta toiseen.

Viimeisenä haasteena mainitsen MiCA-sääntelyn uskottavan valvonnan ja täytäntöönpanon. MiCA tullee lisäämään merkittävästi Finanssivalvonnan valvontatehtäviä. Hallituksen esityksessä esitetty

⁹ Lehmann, Matthias, MiCAR – Gold Standard or Regulatory Poison for the Crypto Industry? (January 12, 2024). European Banking Institute Working Paper Series 160, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4692743>.

¹⁰ Emt.

¹¹ HE 31/2024vp, s. 48.

¹² D.A. Zetsche, R.P. Buckley, D.W. Arner, M.C. van Ek, Remaining regulatory challenges in digital finance and crypto-assets after MiCA. (2023). [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL_STU\(2023\)740083](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL_STU(2023)740083) Kirjoittajat jopa ehdottivat sellaisen EU:n laajuisen olettamasäännön käyttöönottoa, jonka mukaan kaikki kryptovarot katsottaisiin arvopapereiksi, ellei liikkeeseenlaskija muuta osoittaisi.

¹³ Lehmann, Matthias, MiCAR – Gold Standard or Regulatory Poison for the Crypto Industry? (January 12, 2024). European Banking Institute Working Paper Series 160, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4692743> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4692743>

¹⁴ Joukkorahoitusasetus sen sijaan tuntee kolmen päivän vetäytymisajan.

arviointi, jonka mukaan MiCA tulee lisäämään Finanssivalvonnan tehtäviä noin kolmen henkilötyövuoden verran, kuulostaa oikeansuuntaiselta. Arvio voi kuitenkin muuttua nopeastikin konservatiiviseksi. On mahdollista ja jopa todennäköistä, että alan sääntely osaltaan legitimoii kryptovarallisuuden uudenlaisena spekulatiivisena sijoitusomaisuutena ja entisestään kasvattaa markkinoiden vetovoimaa. Tätä edesauttaa myös institutionaalisten sijoittajien vähittäinen kytkeytyminen kryptovaraimarkkinoihin.

Kansalliset valinnat

MiCA on suoraan sovellettavaa EU-oikeutta, joten kansalliselle lainsäätäjälle jää melko vähän kansallista liikkumavaraa. Keskeisin poikkeuksen muodostavat etenkin toimilupamenettelyyn ja siirtymäaikoihin liittyvät kysymykset. Näiden osalta hallituksen esityksessä tehdyt valinnat ovat mielestäni perusteltuja. Seuraamusjärjestelmän osalta hallituksen esityksessä on painotettu koherenssia arvopaperimarkkinoiden sääntelyn kanssa. Tämä on erittäin kannatettavaa.

Kunnioittavasti,



Heikki Marjosola