

## SUTELKTNIO FINANSAVIMO REGLAMENTAVIMAS JUNGTINĖSE AMERIKOS VALSTIJOSE IR EUROPOS SĄJUNGOJE: LYGINAMOJI ANALIZĖ

**Eugenijus Miliukas**

Mykolas Romeris universiteto Teisės mokyklos

Privatinės teisės institutas

Elektroninis paštas: eugenijus.miliukas@gmail.com

Pateikta 2021 m. rugsėjo 14 d., parengta spaudai 2020 m. gruodžio 28 d.

DOI: 10.13165/JUR-21-28-2-08

**Santrauka.** Straipsnyje siekiama apžvelgti esminius atlygintinio sutelktinio finansavimo (toliau – SF) reguliavimo Europos Sąjungoje (toliau – ES) ir Jungtinėse Amerikos Valstijose (toliau – JAV) skirtumus. Visų pirma, siekiama atskleisti pagrindinius investavimo būdus JAV prieš 2012 metus ir po jų, kai buvo priimti JAV federalinio Vertybinių popierių įstatymo (toliau – Įstatymas) pakeitimai, suteikiantys galimybę investuoti per SF portalus. Apžvelgiami esminiai naujojo SF reguliavimo elementai, antai, kokie yra papildomos informacijos apie projektą pateikimo potencialiems investuotojams būdai, kokias yra investuotojų klasifikacija ir kokias sumas jie gali investuoti, kokius investicinius sandorius gali sudaryti ir ar gali laisvai disponuoti savo investicijomis. Šie elementai lyginami tarp JAV ir ES reguliavimų: atsiskleidžiami jų skirtumai ir tokio reguliavimo pasirinkimo argumentai. Ši analizė reikšminga siekiant nustatyti, ar ES pasirinktas SF reguliavimas tobulintinas palyginus jį su JAV reguliavimu.

**Reikšminiai žodžiai:** sutelktinis finansavimas, perleidžiami vertybiniai popieriai, paskola.

## Įvadas

SF veikla yra ganėtinai naujas reiškinys, kuris labai greitai evoliucionavo visame pasaulyje. Nuo pirmo karto, kai SF (angl. crowdfunding) terminas buvo panaudotas Maiklo Sulivano (Michael Sullivan) 2006 metais<sup>1</sup>, jau 2012 m. JAV buvo priimti Įstatymo<sup>2</sup> pakeitimai, leidžiantys SF veiklą JAV. 2020 m. priimtas ir Europos sutelktinio finansavimo paslaugų verslui teikėjų reglamentas<sup>3</sup> (toliau – Reglamentas), kurio taikymas prasidėjo nuo 2021 m. lapkričio 10 d. Abu šie teisės aktai reglamentuoja analogišką atlygintą SF veiklą, todėl kyla klausimas, kokie yra esminiai jų skirtumai, kas yra šio straipsnio objektas. Tyrimu siekiama nustatyti, kokiais reguliavimo elementais, paimtais iš JAV SF reguliavimo, būtų galima papildyti (patobulinti) Reglamentą siekiant papildomos naudos SF investuotojui ES. Šiam tikslui pasiekti keliami tokie uždaviniai: nustatyti SF reguliavimo atsiradimo JAV teisinės prielaidas, atskleisti JAV SF modelius ir palyginti juos su ES SF modeliu, nustatyti esminius reguliavimų skirtumus ir jų pasirinkimų priežastis. Šiame straipsnyje taikomi įprasti tokiems tyrimams metodai: loginis, istorinis, sisteminis, apibendrinamasis, palyginimo ir kritikos.

Pastaruojų metu Lietuvos teisės doktrinoje SF reguliavimui kol kas dar neskiiriama dėmesio ir jai teskirta viena publikacija<sup>4</sup>. O ES jau yra nemažai publikacijų šia tema: būtent šią temą analizuoja Eugenia Macchiavello ir Guido Ferrarini. JAV SF nagrinėjamas jau nuo 2009 metų, kai buvo pradėtos svarstyti Įstatymo pataisos, ir daugiausiai publikacijų pateikė Andrew A. Schwartz ir Darian M. Ibrahim, tačiau verta paminėti ir pavienių publikacijų autorius Usha R. Rorigues ir Jack Wroldsen, kurios išsiskiria savo išvalgomis ir yra aptariamoms šiame straipsnyje. O mokslinių publikacijų, kuriose lyginamas SF veiklos reguliavimas ES ir JAV, šio darbo autoriui dar nepavyko aptikti.

## 1. SF reguliavimas JAV

Šiame skyriuje atskleidžiama, kokios teisinės prielaidos nulėmė SF reguliavimo atsiradimą JAV, kokie yra galimi SF veiklos modeliai JAV, ir palyginama, koks SF veiklos modelis yra ES.

- 1 Edan Burkett, „A Crowdfunding Exemption? Online Investment Crowdfunding and U.S. Securities Regulation“, *The Tennessee Journal of Business Law* 13, 1 (2011): 70, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 2 d., <https://ir.law.utk.edu/transactions/vol13/iss1/4/>.
- 2 „USA Securities Act of 1933“, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 1 d., <https://venturebeat.com/wp-content/uploads/2010/05/sa33.pdf>.
- 3 „Europos Parlamento ir Tarybos 2020 m. spalio 7 d. reglamentas (ES) 2020/1503 dėl Europos sutelktinio finansavimo paslaugų verslui teikėjų, kuriuo iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) 2017/1129 ir Direktyva (ES) 2019/1937“, OJ L 347/1, žiūrėta 2020 m. rugsėjo 1 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32020R1503>.
- 4 Eugenijus Miliukas, „Sutelktinio finansavimo reguliavimo Europos Sąjungoje atsiradimo teisinės prielaidos“, *Jurisprudencija* 27, 21 (2020), žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 15 d., <https://ojs.mruni.eu/ojs/jurisprudencija/article/view/6369/5329>.

## 1.1. Vertybinių popierių platinimo reguliavimas JAV iki 2012 m.

Įstatymas buvo priimtas dar 1933 metais, po 1929–1933 metų didžiosios JAV ekonominės krizės (didžiosios depresijos), kuri įvyko dėl spartaus ir nesubalansuoto ekonomikos augimo bei finansų sistemos kontrolės stokos. Šios krizės pradžia laikoma Niujorko vertybinių popierių biržos griūtis 1929 m. spalio 29 d., vadinama juodoju antradieniu, ją nulėmė paplitę sukčiavimo atvejai ir prekyba vertybiniais popieriais turint viešai neatskleistos informacijos<sup>5</sup>. Siekiant atkurti investuotojų pasitikėjimą vertybinių popierių rinka, priimtas įstatymas buvo nukreiptas į investuotojo apsaugą, juo siekta dviejų tikslų: pirma, užtikrinti esminės informacijos (finansinės ir kt.) atskleidimą investuotojams; antra, užkirsti kelią sukčiavimui vertybiniais popieriais ar klaidingam emitento teikiamų duomenų investuotojui interpretavimui<sup>6</sup>. Kadangi šis įstatymas buvo nukreiptas į investuotojų apsaugą, o ne investicijų skatinimą, prezidentas Franklinas Delano Ruzveltas pavadino jį stipriu vartotojų gynimo įstatymu<sup>7</sup>.

Įstatymas numatė du vertybinių popierių platinimo būdus. Pirmas – tai viešas vertybinių popierių platinimas biržoje pagal išsamias ir griežtas taisykles, kai emitentas parengia prospektą, registruojasi JAV Vertybinių popierių ir biržos komisijoje<sup>8</sup> (toliau – Komisija) ir teikia nuolatinės ataskaitas. Antras – tai privatus (ne viešas) platinimas, kai vertybinius popierius leidžiama platinti be jokio prospekto, ataskaitų ir registracijos Komisijoje, tačiau tik akredituotiems (daugiausia pasiturintiems) investuotojams, iš kurių tik 35 gali būti neakredituoti. Abiem šiais atvejais buvo taikomas draudimas reklamuoti ar kitaip skleisti informaciją apie vertybinių popierių platinimą per visuomenės informavimo priemones – televiziją, radiją ir internetą (Įstatymo 502(c) ir 506(b) straipsniai)<sup>9</sup>, o tai lėmė SF veiklos negalimumą.

Dėl tokio reguliavimo vertybinių popierių rinka buvo segmentuota ir ribojo besivystančių įmonių galimybes laisvai prieiti prie viešo kapitalo dėl dviejų priežasčių<sup>10</sup>.

5 Marquise Rivon, „Don't Let Them Fool Ya: Examining the SEC Rules on Crowdfunding and Their Effect on Small Business Growth“, *Rutgers Law Record* 44 (2016): 23, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 1 d., <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/rutglr44&div=3&id=&page=>.

6 Annalise H. Farris, „Strict in the Wrong Places: State Crowdfunding Exemptions' Failure to Effectively Balance Investor Protection and Capital Raising“, *Campbell Law Review* 38, 3 (2016): 272, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 1 d., <https://scholarship.law.campbell.edu/clr/vol38/iss3/2/>.

7 Thomas Lee Hazen, „Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws – Why the Specially Tailored Exemption Must be Conditioned on Meaningful Disclosure“, *North Carolina Law Review* 90, 5, (2012): 1743, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 2 d., <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/nclr90&div=50&id=&page=>.

8 „U.S. Securities and Exchange Commission“, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 10 d., <https://www.sec.gov/>.

9 Frank Vargas, Michael Vargas ir Jennifer Dasari, „Understanding Crowdfunding: The SEC's New Crowdfunding Rules and the Universe of Public Fund-Raising“, *Business Law Today* December (2015): 2–4, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 2 d., <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/busiltom2015&div=137&id=&page=>.

10 Usha R. Rorigues, „Financial Contracting with the Crowd“, *Emory Legal Journal* 69 (2019): 405, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 2 d., <https://scholarlycommons.law.emory.edu/elj/vol69/iss3/1/>.

Pirma, viešas vertybinių popierių platinimas yra labai brangus dėl atitikties reikalavimų. Antai emitentas privalo parengti prospektą, registruotis Komisijoje, teikti kasmetines ataskaitas, o platinimas vykdomas tik per tarpininkus, t. y. licencijuotus investicinius bankus. Yra paskaičiuota, kad šiai procedūrai atlikti reikia virš 1200 žmogaus darbo valandų<sup>11</sup> ir emisijos platinimo kaina dažnai siekia net 2,5 mln. JAV dolerių<sup>12</sup>. Besivystančioms bendrovėms, siekiančioms pritraukti iki 5 mln. JAV dolerių, tokie kaštai yra nepakeliami ir neracionalūs. O privatus vertybinių popierių siūlymas ribojo potencialių investuotojų skaičių ir atitinkamai pritraukiamas sumas. Čia investuoti galėjo tik akredituoti investuotojai, kurių JAV yra apie 7,4 proc. populiacijos (apie 8,5 mln. žmonių)<sup>13</sup>. Ir juos buvo sunku rasti, nes buvo draudžiama viešai skelbti tokį siūlymą, kitaip nei biržos įmonių, kurių sąrašai viešai kotiruojami biržoje.

Impulsas keisti tokį ydingą reguliavimą atsirado po 2008 metų pasaulinės finansų krizės, kai krito šalies ūkio rodikliai ir mažėjo darbo vietų skaičius. Siekiant skatinti ekonomiką, buvo atsigręžta į besivystančias įmones, kurios nuo 1970 m. sukuria vidutiniškai apie 3 mln. naujų darbo vietų JAV kasmet ir potencialių namų ūkio investuotojų masę, kuri, kad ir mažomis sumomis, bet galėjo finansuoti besivystančias bendroves<sup>14</sup>. Atitinkamai 2012 m. buvo priimtas Įstatymo pakeitimas, vadinamas „JOBS Act“ (angl. Jumpstart Our Business Startups), kurio III skyrius sutrumpintai vadinasi „Crowdfund Act“ (angl. Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act)<sup>15</sup> (toliau – JOBS), kuris leidžia besivystančioms įmonėms paprastai ir maža atitikties reguliavimui kaina platinti savo vertybinius popierius viešai<sup>16</sup>. 2020 m. lapkričio mėnesį „Crowdfunding Act.“ buvo įvesti keli reguliavimo patobulinimai, tokie kaip finansavimo sumos pakėlimas nuo 1 mln. iki 5 mln. JAV dolerių, atsisakyta investavimo limitų akredituotiems investuotojams, padidinti investavimo limitai ir kt.<sup>17</sup> Dėl straipsnio apimties stoka čia aptariamas tik aktualios redakcijos reguliavimas.

---

11 Andrew A. Schwartz, „Crowdfunding Securities“, *Notre Dame Law Review* 88 (2013): 1469, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 2 d., <https://ssrn.com/abstract=2279175>.

12 Annalise H. Farris, *supra note*, 6: 272.

13 Daniel Linn White, „Title III of the Jobs Act: Congress Invites Investor Abuse and Leaves the Sec Holding the Bag“, *Willamette Law Review* 52, 2 (2015): 249–250, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 2 d., <https://ssrn.com/abstract=2812708>.

14 Usha R. Rorigues, *supra note*, 10: 409.

15 „Crowdfund Act“, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 3 d., <https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=c7e74e1bad6fee36d9bda0745aec1d75&mc=true&node=pt17.3.227&rgn=div5>.

16 Andrew A. Schwartz, „The Gatekeepers of Crowdfunding“, *Washington and Lee Law Review* 75 (2018): 905, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 3 d., <https://ssrn.com/abstract=3242435>.

17 SEC, „SEC Harmonizes and Improves “Patchwork” Exempt Offering Framework“, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 3 d., <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-273>.

## 1.2. JOBS naujovės

JOBS numatė iš viso tris modelius, kaip gali būti vykdoma SF veikla.

### 1.1.1. SF valstijos lygmeniu

JAV pasirinko dviejų lygių reguliavimą. Pirmuoju atveju JOBS reglamentuoja SF siūlymą federaliniu lygiu – SF portalas vertybinius popierius gali platinti visose valstijose. Antras lygis leidžia atskiroms valstijoms nusistatyti savo vietinį reguliavimą, kuris turi atitikti šiuos kriterijus: (1) vertybiniai popieriai gali būti platinami tik tos valstijos rezidentams, (2) kur yra registruota emitento buveinė ir pagrindinė verslo dalis, (3) o emisijos kaina negali būti didesnė kaip 5 mln. JAV dolerių<sup>18</sup>. Svarstant ES SF reguliavimo modelius dar buvo siūlyta analogiška politikos kryptis, kai leidžiama pasirinkti ar teikti paslaugas lokaliai valstybėje narėje pagal taikytiną nacionalinę teisę ar pagal siūlyto reglamento<sup>19</sup> reguliavimą, kuris papildomai suteikia veiklos pasą ES mastu<sup>20</sup>. Toks reguliavimas buvo aršiai kritikuojamas nurodant, kad tai gali klaidinti potencialius investuotojus dėl taikomų priemonių investuotojų apsaugos srityje<sup>21</sup>, ir iškraipytų konkurenciją<sup>22</sup>. Galiausiai tokio modelio buvo atsisakyta ir apsisotą ties visą ES apimančiu reguliavimu .

- 
- 18 Annalise H. Farris, *supra note*, 6: 288; taip pat Edan Burkett, „A Crowdfunding Exemption? Online Investment Crowdfunding and U.S. Securities Regulation“, *The Tennessee Journal of Business Law* 13, 1 (2011): 86, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 2 d., <https://ir.law.utk.edu/transactions/vol13/iss1/4/>.
- 19 European Commission, „Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business, European Commission, COM/2018/0113 final - 2018/048 (COD)“, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 6 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52018PC0113>.
- 20 „Executive summary of the impact assessment, Accompanying the document Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business and Proposal for a directive of the European Parliament and of the council amending Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments, 8.3.2018, SWD(2018) 57 final“, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 5 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018SC0057&from=EN>.
- 21 „Opinion of the European Economic and Social Committee on the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments — [COM(2018) 99 final — 2018/0047 (COD)]“, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 2 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52018AE1108> ; „Regulatory Security Board Opinion on Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business, Brussels, 8.3.2018 SEC(2018) 131 final“, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 6 d., [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=PL\\_COM:SEC\(2018\)131&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=PL_COM:SEC(2018)131&from=EN).
- 22 Eugenia Macchiavello, „What to Expect When You Are Expecting’ a European Crowdfunding Regulation: The Current ‘Bermuda Triangle’ and Future Scenarios for Marketplace Lending and Investing in Europe“, *European Banking Institute Working Paper Series* No. 55 (2019): 4, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 3 d., [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3493688](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3493688).

### 1.1.2. SF, skirtas tik akredituotiems investuotojams

Federaliniu lygiu nustatytas ir akredituotiems investuotojams skirtas (privataus siūlymo) reguliavimas numato, kad emitentas gali platinti vertybinius popierius ne-registruodamas jų Komisijoje, neruošdamas prospekto, ir gali reklamuoti juos visuomenės informavimo priemonėmis su sąlyga, jei: (1) jos platinamos tik akredituotiems investuotojams ir (2) emitentas deramai patikrino investuotojo atitiktį akredituoto investuotojo sąvokai (506(c) straipsnis)<sup>23</sup>. **Akredituotu investuotoju** laikomas: fizinis asmuo, kurio (1) paskutinių dvejų metų vidutinės metinės pajamos buvo ne mažesnės kaip 200 000 JAV dolerių arba bendros metinės pajamos su sutuoktiniu viršija 300 000 JAV dolerių; (2) turtas viršija 1 000 000 JAV dolerių; arba (3) jis yra licencijuotas finansų sektoriaus profesionalas; juridinis asmuo, kuris (1) yra licencijuotas finansų rinkos dalyvis, pvz., bankas, finansų brokeris, draudimo bendrovė, investicinė bendrovė; (2) bendrovė ar patikėjimo fondas, kurio turtas didesnis kaip 5 mln. JAV dolerių<sup>24</sup>. Privataus siūlymo vertybiniai popieriai yra rizikingos investicijos, nes dažniausiai jas sudėtinga suprasti ir jos gali būti nelikvidžios daug metų. Būtent todėl jas leidžiama siūlyti tik akredituotiems investuotojams, kurie dėl savo finansinės padėties gali absorbuoti potencialius nuostolius<sup>25</sup>. O Reglamentas neišskiria tokio pobūdžio SF ir, tikėtina, kad toks siūlymas patektų į Prospekto direktyvos<sup>26</sup> reguliavimo sritį.

### 1.1.3. SF, skirtas neakredituotiems investuotojams

Federaliniu lygiu nustatytas neakredituotiems investuotojams skirtas siūlymo reguliavimas numato, kad emitentas gali siūlyti vertybinius popierius neakredituotiems investuotojams viešai tik tada, jei tenkinamos, be kitų, šios esminės sąlygos:

1. Platinimas vyksta per SF portalą, kurį administruoja Komisijoje registruotas operatorius;
2. Emitentas privalo atskleisti esminę informaciją apie siūlymą: vertybinių popierių kainą ir jos nustatymo metodiką, siekiamą pritraukti sumą ir datą, ar emitentas priims perteklinį finansavimą, atskleisti emitento finansinę padėtį, atsižvelgiant į pasiūlymo dydį pateikti atitinkamus finansinius dokumentus,

23 Darian M. Ibrahim, „Equity Crowdfunding: A Market for Lemons?“, *Minnesota Law Review* 100 (2015): 563, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 2 d., <https://ssrn.com/abstract=2539786>.

24 Išsamus sąrašas pateikiamas čia – SEC, „Frequently Asked Questions About Exempt Offering“, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 2 d., [https://www.sec.gov/smallbusiness/exemptofferings/faq?auHash=rh5Wfj9h3wRzP6X2anOmgYLDhPHNuo-3Vw0YNZyR\\_M#faq2](https://www.sec.gov/smallbusiness/exemptofferings/faq?auHash=rh5Wfj9h3wRzP6X2anOmgYLDhPHNuo-3Vw0YNZyR_M#faq2).

25 Usha R. Rorigues, *supra note*, 10: 409.

26 „Europos Parlamento ir Tarybos 2003 m. lapkričio 4 d. direktyva Nr. 2003/71/EB dėl prospekto, kuris turi būti skelbiamas, kai vertybiniai popieriai siūdomi visuomenei ar įtraukiami į prekybos sąrašą, ir iš dalies keičianti Direktyvą 2001/34/EB“, OL L 345, 64, 31.12.2003, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 27 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:02003L0071-20180721&from=EN>.

- verslo aprašymą, nurodyti, kur bus naudojamos pritrauktos lėšos, informaciją apie vadovus, informaciją apie esminius susitarimus su trečiosiomis šalimis;
3. Siūlymo pritraukiama suma per SF portalą negali viršyti 5 mln. JAV dolerių;
  4. Laikomasi **investavimo limitų**:
    - a) Neakredituoto investuotojo, kurio metinės pajamos arba turtas neviršija 107 000 JAV dolerių, metinė investuojama suma negali viršyti 2 200 JAV dolerių arba 5 proc. (kuri suma didesnė) jo metinių pajamų ar turto vertės (kuri suma didesnė);
    - b) Neakredituoto investuotojo, kurio metinės pajamos arba turtas viršija 107 000 JAV dolerių, metinė investuojama suma negali viršyti 10 proc. jo metinių pajamų ar turto vertės (kuri suma didesnė), tačiau bet kokių atveju investuojama suma negali viršyti 107 000 JAV dolerių<sup>27</sup>;
    - c) Akredituotas investuotojas gali investuoti neribotai;

Iš esmės šis modelis labai panašus į numatytąjį Reglamente, kai platinimas vyksta tik per paslaugų teikėją, kuris registruotas registre (14 str.), reikalaujama atskleisti esminę siūlymo informaciją ir riziką (19, 20 ir 23 str.), siūlymo suma negali viršyti 5 mln. eurų. Tačiau yra ir esminių skirtumų, kurie bus aptariami toliau straipsnyje.

## 2. JAV ir ES SF reglamentavimo skirtumai

Šiame skyriuje lyginami esminiai SF veiklos, skirtos neakredituotiems ir patirties neturintiems investuotojams, reguliavimo skirtumai JAV ir ES. Kartu siekiama nustatyti, kokiais reguliavimo elementais, paimtais iš JAV SF reguliavimo, būtų galima papildyti (patobulinti) Reglamentą siekiant pridėtinės naudos SF investuotojui ES.

### 2.1. Vertybiniai popieriai ir paskola

Reglamentas numato du investavimo būdus per SF platformą. Tai vertybinių popierių, taip pat ir SF tikslais naudojamų priemonių (uždaryjū akcinių bendrovių akcijų), siūlymas arba paskolos suteikimas. Paskolos suteikimas gali būti pavienis arba SF platformos operatorius gali teikti investuotojui individualų paskolų portfelio valdymą (Reglamento 6 str.). Ši paslauga yra naujovė ES, nes anksčiau skolinimo tarpininkavimo veikla nebuvo reglamentuota<sup>28</sup>. O JAV tokio skirstymo nėra. Vertybinių popierių įstatymas nenumato vertybinių popierių sąvokos, tik pateikia pavyzdinį sąrašą: akcijos, obligacijos ir kt., o vertybinių popieriumi laikomas bet koks investavimo susitarimas<sup>29</sup>. Šios sąvokos turinys nustatytas JAV Aukščiausiojo Teismo byloje

27 Namų ūkių, kurių pajamos siekia daugiau kaip 107 000 JAV dolerių yra apie 23 proc., t. y. apie 18 mln. JAV gyventojų. Daniel Linn White, *supra note*, 13: 249–250.

28 Eugenijus Miliukas, *supra note*, 4: 243.

29 Edan Burkett, *supra note*, 1: 80.

„SEC v. Howey“<sup>30</sup> dar 1946 metais, kurioje pasakyta, kad investavimo susitarimas apima bet kokio pobūdžio investicijas, kurios atitinka keturis kriterijus: tai (1) pinigų investavimas (2) į bendrą įmonę, (3) tikintis pelno, (4) atsirandančio tik iš projekto vykdytojo ar trečiosios šalies pastangų<sup>31</sup>. JOBS nenumato galimybės SF portalui teikti individualų investicijų portfelio valdymą<sup>32</sup>.

## 2.2. Investuotojų kategorizavimas

Kaip minėta, JAV akredituotu investuotoju yra laikomas asmuo, atitinkantis kiekybinį finansinės padėties kriterijų, kai jis turi turėti atitinkamą kapitalą ar finansines metines pajamas. Atitinkamai toks investuotojas laikomas turinčiu pakankamai turto, kuriuo galėtų absorbuoti potencialius nuostolius. O ES taikomas ne tik kiekybinis, bet ir kokybinis kriterijus, kai siekiama įvertinti, ar investuotojas turi supratimą, t. y. patirties apie investavimą. Antai jeigu investuotojas siekia būti pripažintas kaip turintis patirties, jis turi atitikti mažiausiai du iš šių kriterijų: a) uždirbti ne mažiau kaip 60 000 eurų per metus arba turėti 100 000 eurų finansinių priemonių portfelį; b) privaloma bent vienerių metų darbo patirtis finansų sektoriuje ketinant sudaryti sandorius arba darbo juridinio asmens, atitinkančio tam tikrus turtinius kriterijus, vadovu patirtis; c) per paskutinius keturis metų ketvirčius kapitalo rinkose įvykdėta vidutiniškai 10 stambių sandorių per ketvirtį (Reglamento II Priedo 1(1) str.). Kalbant apie juridinius asmenis, tai, kaip minėta, JAV akredituotu investuotoju gali būti tik licencijuotas subjektas arba bendrovė, turinti 5 mln. JAV dolerių turtą. O ES reikalavimai daug švelnesni, nes pagal juos juridinis asmuo turi turėti ne mažiau kaip 100 000 eurų lėšų, 2 mln. eurų grynos apyvartos arba 1 mln. eurų balansą.

## 2.3. Investavimo sumos riba

JOBS įtvirtino novatorišką struktūrinę investuotojo apsaugą – metinę viršutinę investavimo ribą, kai investuojama suma negali viršyti atitinkamų dydžių atsižvelgiant į investuotojo kategoriją, pajamas ar turtą, kaip buvo nurodyta. Toks reguliavimo pasirinkimas nulemtas dviejų dedamųjų. Pirma, tai JAV vidutinės namų ūkio (4 asmenų šeimos) metinės pajamos siekia iki 62 843 JAV dolerių per metus<sup>33</sup>, o maksimali metinė 2 200 JAV dolerių (arba 5 ar 10 proc. turto vertės) riba apsaugo

30 „SEC v. W. J. Howey Co.“, 328 U.S. 293 (1946), žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 5 d., [https://scholar.google.lt/scholar\\_case?case=12975052269830471754&q=SEC+v.+W.+J.+Howey+Co.,+328+U.S.+293+\(1946\)&hl=en&as\\_sdt=2006&as\\_vis=1](https://scholar.google.lt/scholar_case?case=12975052269830471754&q=SEC+v.+W.+J.+Howey+Co.,+328+U.S.+293+(1946)&hl=en&as_sdt=2006&as_vis=1).

31 Marquise Rivon, *supra note*, 5: 33; taip pat C. Steven Bradford, „Crowdfunding and the federal securities laws“, *Columbia Business Law Review* No. 1 (2012): 35, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 10 d., [https://www.researchgate.net/publication/228199387\\_Crowdfunding\\_and\\_the\\_Federal\\_Securities\\_Laws](https://www.researchgate.net/publication/228199387_Crowdfunding_and_the_Federal_Securities_Laws).

32 Andrew A. Schwartz, *supra note*, 11: 1462.

33 Informacija apie JAV vidutinės namų ūkio pajamas per metus, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 3 d., <https://www.google.com/search?q=usa+median+income+per+family&aff=test123>.



investuotoją nuo pražūtingo dydžio nuostolių. Esant tokiam reguliavimui praktiškai neįmanoma prarasti savo gyvenimo santaupų nepaisant to, kokį blogą ar nesėkmingą sprendimą priima investuotojas<sup>34</sup>. Be to, nustatant tokias mažas investavimo sumas siekiama decentralizuoti galimus investuotojų nuostolius dideliame investuotojų skaičiui mažomis sumomis<sup>35</sup>. Antra, SF rinkos investuotojams nebūdingas racionalumas. Komisijos paskelbtoje ataskaitoje<sup>36</sup> nurodyta, kad SF investuotojas neturi fundamentalių finansinio raštingumo žinių ir neišmano vertybinių popierių kainodaros principų. Šių žinių stoka menkina šio investuotojo galimybę apsaugoti nuo sukčiavimo atveju ar įvertinti su vertybiniais popieriais susijusią riziką ir jų kainą. Dar 2010 metais atliktas tyrimas parodė, kad net 30 procentų JAV populiacijos visiškai neturi jokių santaupų, o 49 proc. sunkiai padengia mėnesines sąskaitas, todėl net 500 JAV dolerių netektis jiems atrodytų katastrofiška<sup>37</sup>. Kai kurie mokslininkai tokį ribojimą kritikuoja nurodydami, kad investuotojas visų savo pajamų gali netekti labai greitai, lengvai ir teisėtai – investuodamas į akcijų rinkas biržose, kuriose investavimo sumos yra neribojamos, kazino ar tiesiog lošdamas loterijose<sup>38</sup>.

O ES Reglamentas nenumato investavimo ribų ir leidžia investuoti neribotai. Šiuo atveju kaip investuotojo apsaugos priemonė numatytas patirties neturinčių investuotojų investicijų tinkamumo vertinimas, kai investicijos viršija 1 000 eurų arba 5 proc. investuotojo vertės. Nepraėjus šio testo, investuotojui nėra užkertamas kelias investuoti – jam pateikiamas išpėjimas, kad investicija jam netinkama, ir išpėjimas apie riziką, kur jis turi įrodyti, kad ją supranta. 1 000 eurų suma taip pat nustatyta atsižvelgiant į vidutines ES namų ūkio metines pajamas, kurios siekia tik apie 17 800 eurų<sup>39</sup>.

#### 2.4. Vertybinių popierių perleidimo ribojimas

JAV draudžiama perleisti SF vertybinius popierius kitam investuotojui vienerius metus nuo jų įsigijimo dienos, išskyrus atvejus, kai toks perleidimas vyksta šeimos nariui, akredituotam investuotojui arba pačiam emitentui. Mokslininkai<sup>40</sup> nurodo, kad toks ribojimas nustatytas dėl trijų priežasčių. Pirma, siekiant atvėsinti potencialų inves-

34 Andrew A. Schwartz, „Keep It Light, Chairman White: SEC Rulemaking Under the CROWDFUND Act. (2013)“, *Vanderbilt Law Review En Banc* 66 (2013): 45, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 3 d., [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2269072](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2269072).

35 Daniel Linn White, *supra note*, 13: 250.

36 The Securities Exchange Commission, „Study Regarding Financial Literacy Among Investors“, (2012), žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 3 d., <https://www.sec.gov/news/studies/2012/917-financial-literacy-study-part1.pdf>.

37 C. Steven Bradford, *sura note*, 31: 127.

38 Andrew A. Schwartz, *op. cit.*, 45.

39 Eurostat, „Mean and median income by household type – EU-SILC and ECHP surveys“, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 3 d., [https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ilc\\_di04](https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ilc_di04).

40 Joan MacLeod Heminway, „Selling Crowdfunded Equity: A New Frontier“, *Oklahoma Law Review* 70, 1 (2017): 199–200, 206, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 3 d., <https://ssrn.com/abstract=3061530>.

tuotoją, kuris gali būti per daug optimistiškai nusiteikęs dėl savo sprendimo pirkti atitinkamus vertybinius popierius. Antra, skatinti žmones investuoti bent vienerių metų laikotarpiui, nes pagal JAV Aukščiausiojo teismo bylos „United States v. Shewood“ išaiškinimą vertybinių popierių įsigijimas dvejų metų laikotarpiui yra laikomas investavimo intencija, nors trumpesnis laikotarpis yra laikomas perpardavinėjimu<sup>41</sup>. Trečia, riboti spekuliacinę veiklą, kai investuotojas perpardavinėja ką tik įsigytus vertybinius popierius, nes tai kelia pavojų SF patikimumui. Be abejo, toks ribojimas yra kartu ir kritikuojamas – jis užšaldo investuotojo investiciją, o tuo gali pasinaudoti tie patys akredituoti investuotojai arba pats emitentas, kai pasiūlo išpirkti tokius vertybinius popierius už nesąžiningą, daug mažesnę, kainą nei būtų rinkoje<sup>42</sup>, kitaip sakant – kainą su didele nuolaida<sup>43</sup>. O ES reguliavimas nenumato tokio pobūdžio ribojimo ir leidžia tuojau pat po įsigijimo perleisti investiciją kitam investuotojui.

## 2.5. Antrinė rinka

JAV reguliavimas nenumato SF vertybinių popierių antrinės rinkos galimybių. Toks draudimas aiškinamas tuo, kad tokio pobūdžio prekybos vietos dėl mažo investuotojų kiekio stigtų daugiamatiškumo, be to, čia esama sukčiavimo ir manipuliavimo atvejų rizikos, kai paskelbus tikrovės neatitinkančią informaciją dirbtinai išpučiama emitento vertybinių popierių kaina<sup>44</sup>. Tačiau investuotojas net ir praėjus vieneriems draudimo perleisti investiciją metams vis vien vargu ar galės tai padaryti, nes turės pats kažkaip susirasti kitą investuotoją. Toks investuotojas galimai patirs ekonominės naudos nuostolį, nes negalės operatyviai reinvestuoti savo pinigų į pelningesnį projektą ir gal net išlaikys šią investiciją iki savo gyvenimo pabaigos<sup>45</sup>.

Priešingai ES, priimant Reglamentą buvo atsižvelgta į Tarptautinės vertybinių popierių organizacijų komisijos pastabas dėl likvidumo rizikos<sup>46</sup> ir čia leidžiama (25 str.) SF platformoms administruoti skelbimų lentą, kurioje investuotojai gali skelbti susidomėjimą pirkti ar parduoti investicijas. Šioje skelbimų lentoje pateikiami tik investuotojų kontaktiniai duomenys ir investuotojai negali tiesiogiai komunikuoti

41 Usha R. Rorigues, *supra note*, 10: 410.

42 Andrew A. Schwartz, *supra note*, 34: 54.

43 Joan MacLeod Heminway, *supra note*, 40: 202.

44 Bechara Kara, „What’s Next for Equity Crowdfunding?“, Toptal, LLC (2017), žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 2 d., <https://www.toptal.com/finance/startup-funding-consultants/whats-next-for-equity-crowdfunding>.

45 David Groshoff, „Equity Crowdfunding as Economic Development?“, *Campbell Law Review* 38, 3 (2016): 336, 362, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 2 d., <https://scholarship.law.campbell.edu/clr/vol38/iss3/3/>.

46 Nesant galimybės parduoti savo investicijos viešai prieinamomis kainomis, investuotojas gal ir galės surasti jų pirkėją, tačiau labai tikėtina, kad investicijos pardavimo kaina bus žymiai mažesnė, nei tikroji jos vertė, kas sąlygoja investuotojo nuostolius. International Organization of Securities Commissions (IOSCO), „Crowd-funding: an Infant Industry Growing Fast“, Staff Working paper: SWp3/2014, 28, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 23 d., <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/crowd-funding-an-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>.

per šią sistemą, o turi atskirai susisiekti sutarti dėl sandorio detalių<sup>47</sup> (Reglamento konstatuojamosios dalies 55 d.). Tokį alternatyvos daugiašalei prekybos sistemai sukūrimą nulėmė vienas iš ES kapitalo rinkos sąjungos tikslų, pagal kurį reikalaujama užtikrinti investuotojų galimybę nuolat investuoti į mažas ir vidutines įmones ir prekiauti savo investicijomis<sup>48</sup>.

## 2.6. Diskusijų lenta

JAV privalomas atributas SF projektui yra diskusijų lenta (angl. *discussion bord*), kuri turi būti prieinama portalo puslapyje. Čia potencialūs investuotojai tarpusavyje diskutuoja apie projektą, gali užduoti klausimų projekto vadovybei<sup>49</sup>. Viešojoje akcijų prekyboje, kai daug investuotojų teikia pavedimus pirkti ir parduoti atitinkamus vertybinius popierius, susiformuoja bendras kainos vidurkis – rinkos kaina, kuria specialių žinių neturintys investuotojai gali pasitikėti kaip realia kaina. SF atveju tokios galimybės nėra, todėl, investuotojams siekiant įsitikinti kainos pagrįstumu, reikia bent diskutuoti tarpusavyje siekiant įvertinti siūlomą projektą, t. y. pasidalyti savo įžvalgomis<sup>50</sup>. Kiekvienas investuotojas gali žinoti, ar supras tik nedidelį fragmentą informacijos apie projektą. O kai jie dalijasi tarpusavyje šia informacija ir jos asmeniniu vertinimu, tai kiti investuotojai gali ją lengviau suprasti ir įsisavinti<sup>51</sup>. ES Reglamentas tokio privalomo reikalavimo nenumato, tačiau ir nedraudžia SF platformoje sukurti tokį analogą, kuriame potencialūs investuotojai galėtų išsakyti savo nuomonę.

## 2.7. „Vandenų išbandymas“

Atitiktis teisiniam reguliavimui kaina, priklausomai nuo projekto savininko siekiamos pritraukti sumos, JAV svyruoja nuo 44 000 iki 94 000 JAV dolerių. Į šias išlaidas patenka esminės informacijos atskleidimo reikalavimų tenkinimas pildant atitinkamas formas, finansinių ataskaitų arba audituotų ataskaitų teikimas ir atlyginimas portalui, kuris siekia 4–5 proc. nuo siekiamos pritraukti sumos<sup>52</sup>. Tokia suma

47 Eugenia Macchiavello, *supra note*, 22: 5.

48 Hooghiemstra, Sebastiaan Niels, „The European Crowdfunding Regulation – Towards harmonization of (Equity- and lending-based) Crowdfunding in Europe?“, 03.2020, 15, žiūrėta 2020 m. gruodžio 28 d., [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3679142](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3679142).

49 Jack Wroldsen, „Crowdfunding Investment Contracts“, *Virginia Law & Business Review* 11 (2017): 579, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 23 d., <https://ssrn.com/abstract=2844771>.

50 Darian M. Ibrahim, „Crowdfunding Without the Crowd“, *North Carolina Law Review* 95 (2017), žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 23 d., <https://scholarship.law.wm.edu/facpubs/1861>.

51 Andrew A. Schwartz, „The Digital Shareholder“, *Minesota Law, Colorado Law Review* 100, 2 (2015): 665, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 23 d., <https://scholar.law.colorado.edu/articles/409>.

52 Laila Sabagh, „The Sec Regulation Crowdfunding: the Issues Dilemma“, *Administrative Law Review Accord* 2, 2 (2017): 128–129, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 23 d., [http://www.administrativelawreview.org/wp-content/uploads/2017/05/Sabagh\\_Final.pdf](http://www.administrativelawreview.org/wp-content/uploads/2017/05/Sabagh_Final.pdf).

besivystančiai bendrovei yra ganėtinai didelė, tad tuo atveju, jei neatsirastų paklausa jai finansuoti, atitikties reikalavimams išleisti pinigai nebegrįžtų. Atitinkamai mokslininkai ir verslo atstovai aktyviai reiškė poziciją, kad būtų suteikta galimybė projekto savininkui „išbandyti vandenį prieš paneriant“ (angl. *test the waters before diving*)<sup>53</sup>. Tai procedūra, kai projekto savininkas teikia savo pasiūlymą investuotojams be įsipareigojimo jį išplatinti, siekdamas tik įvertinti pačių investuotojų atsiliepimus ir suinteresuotumą potencialia investicija. Gavęs grįžtamąjį ryšį projekto savininkas įsivertina savo galimybes ir eliminuoja nepagrįstų kaštų riziką. Į šiuos siūlymus Komisija atsižvelgė ir 2020 m. įvedė šį institutą<sup>54</sup>. O Reglamentas nenumato tokios galimybės ir šiuo atveju projekto savininkui išlieka rizika, kad, nepavykus pritraukti kapitalo, jis liktų tik su atitikties kaštais. Nesant galimybės „išbandyti vandenį“ tikėtina, kad dalis potencialių projektų galėtų būti neįgyvendinti siekiant išvengti nesėkmės rizikos, nors realybėje toks projektas atitiktų potencialių investuotojų interesus.

## Išvados

1. JAV trys SF veiklos reguliavimo modeliai, skirtingai nei vienas ES, nesuteikia kokio nors esminio pranašumo, nes, pirma, reguliavimas federaliniu lygiu nepasiteisino. Šiuo atveju projekto savininkas ribojamas tik viena valstija, atitinkamai ir daug mažesniu potencialiu investuotojų skaičiumi. Antai per penkerius metus tik 20 SF siūlymų buvo paskelbti valstijos lygmeniu ir tik Kanzaso ir Džordžijos valstijose<sup>55</sup>. Antra, kaip minėta, toks reguliavimas klaidina investuotojus ir galimai iškraipo konkurenciją. Kalbant apie SF, skirtą tik akredituotiems investuotojams, tikėtina, kad jis taip pat nepasiteisins vien dėl to, kad tokių investuotojų JAV yra labai mažai (apie 8,5 mln.), be to, šis segmentas jau yra nusistovėjęs su savo verslo angelais ir privačiais investiciniais fondais.
2. JAV ir ES SF akredituotiems ir patirties neturintiems investuotojams reguliavimas iš esmės yra panašus, nes čia galima matyti analogišką jo architektūrą. Abu reguliavimai numato tapačius struktūrinius reikalavimus SF subjektams, pvz., portalo administratoriaus registracija, investuotojo kategorizavimas ir jo apsaugos priemonės, projekto savininko finansavimo maksimalus dydis ir atskleidžiama informacija. Tačiau skiriasi reguliavimo atskirų dedamųjų elementų reikalavimai, kaip antai aptarti investuotojų kategorizavimo, siūlymo dydžio ar investavimo sumos reikalavimai ir kt. Palyginus šiuos elementus, galima išskirti šiuos ES SF reguliavimo privalumus: investuotojas gali pasirinkti investavimą per individualų paskolų portfelio valdymą, to nėra JAV;

53 Sabagh, *supra note*, 52: 131–132.

54 SEC, „SEC Harmonizes and Improves “Patchwork” Exempt Offering Framework“, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 3 d., <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-273>.

55 Andrew A. Schwartz, „Inclusive Crowdfunding“, *Utah Law Review* No. 4 (2016): 670, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 5 d., <https://dc.law.utah.edu/ulr/vol2016/iss4/5>

gali investuoti neribotai (nors nuo atitinkamos sumos privalomas įspėjimas dėl vertybinių popierių netinkamumo ir rizikos), šiuo atveju nėra ribojimo vienerius metus neperleisti investicijos; investicijų likvidumas užtikrinamas per skelbimų lentą.

3. Palyginus JAV ir ES SF reguliavimą nustatyta, kad ES SF reguliavime neegzistuoja diskusijų lentos ir „vandenų išbandymo“ reguliavimo elementai. Šie du elementai sukuria pridėtinę vertę potencialiam SF investuotojui, nes abiem atvejais potencialus investuotojas gauna papildomos informacijos apie remtiną projektą: vienu atveju – išankstinės dar prieš paleisdamas tokį finansavimą, kitu atveju – investuotojų nuomonės forma, kuri plečia suvokimą apie potencialią investiciją. Atitinkamai siūlytina papildyti Reglamentą šiais dviem institutais.

## REGULATION OF CROWDFUNDING IN THE USA AND EU: COMPARATIVE ANALYSIS

**Eugenijus Miliukas**

Mykolas Romeris University, Lithuania

**Summary.** *This article aims to review the main differences between the regulation of remunerated crowdfunding in the European Union and the United States of America. In particular, the aim is to reveal the main ways of investing in the US before 2012 and after the amendments to the US Federal Securities Act were adopted, which provide for the possibility to invest through crowdfunding portals. The key elements of the new crowdfunding regulation are reviewed, such as the ways in which additional information about the project is provided to potential investors, the classification of investors and the amounts they can invest, what investment transactions they can enter into, and whether they are free to dispose of their investments. These elements are compared between US and EU regulations, where their differences and the arguments for choosing such a regulation are revealed. This analysis is important to determine whether the SF regulation chosen by the EU should be improved in comparison with the US regulation.*

**Keywords:** *crowdfunding, transferable securities, loan.*

---

**Eugenijus Miliukas**, Mykolas Romeris universiteto Teisės mokyklos Privatinės teisės instituto doktorantas. Mokslinių tyrimų kryptis – sutelktinio finansavimo reguliavimas.

**Eugenijus Miliukas**, doctoral student at the Institute of Private Law, Mykolas Romeris University Law School. Research interests: crowdfunding regulation.