

**Breszkovics Botond**

*joghallgató (PTE ÁJK), az ÓNSZ Elméleti-történeti Tagozatának tagja*

## **Közösségi finanszírozási formák szabályozási tendenciái**

### **I. Bevezetés**

A XXI. század modern technológiája, különösen az internet alapú szolgáltatások elterjedése az új forrásgyűjtési módok kialakulását eredményezték. Ezek közül is kiemelkedik népszerűségével a széles tömegeket elérő közösségi finanszírozás (crowdfunding-CF).

A közösségi finanszírozás megjelenése – nemzetközi síkon – eltérő időpontokhoz datálható. Ennek megfelelően a kapcsolódó szabályozási megoldások is eltérhetnek egymástól adott esetben, de mint látni fogjuk a részletszabályok egy meghatározott köre relatíve azonosságot tükröz

### **II. A közösségi finanszírozás általában, fogalom meghatározások**

A CF tág értelemben egy Financial Technologies (Fintech) megoldást jelent. A Fintech alapvetően a tömeg (mainstream) szolgáltatókkal szemben értelmezhető lényegében olyan új technológiai megoldások, amelyek hatékonyabb pénzügyi szolgáltatásokat és termékeket kínálnak, enyhébb szabályozási környezetben, ebből következően versenyképesebbek.<sup>1</sup>

Az egyes gazdasági megközelítésű fogalommeghatározások a közösségi finanszírozási forma sajátos jegyeit emelik ki így az online alapú forrásgyűjtés<sup>2</sup>, a tevékenység szabályozott vagy szabályozatlan jellegét<sup>3</sup>, vagy éppen a felek közötti közvetlen műveleteket, az online ajánlatételre felhívást<sup>4</sup> hangsúlyozzák. Megjegyzésként álljon itt, hogy önmagában a nyilvánosan felhívás pénzeszközök gyűjtésére alaptőke felhalmozása céljából, nem fenomén, az internet elterjedésével e módszer napjainkban általánosan alkalmazást nyert. Fontos, hogy a crowdfunding-től elhatárolandó az ún. crowdfund investing (CFI). A kifejezés magára a finanszírozási megoldás folyamatára koncentrál. A CFI kitölti az űrt a mikro finanszírozás<sup>5</sup> és

<sup>1</sup> *Eugenia Machiavello*: Financial-Return Crowdfunding and Regulatory Approaches in the Shadow Banking, Fintech and Collaborative Finance Era. *European Company and Financial Law Review*. 2017/2. sz. 664. o.

<sup>2</sup> *World Bank*: Crowdfunding's Potential for the Developing World. <http://documents.worldbank.org/curated/en/409841468327411701/Crowdfundings-potential-for-the-developing-world> (2019. 05. 31.)

<sup>3</sup> *Financial Conduct Authority (FCA)*: A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media. <https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf> (2019. 05. 31.)

<sup>4</sup> *European Commission*: Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU action. [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf) (2019. 05. 31.)

<sup>5</sup> Jelen esetben adott befektetés megvalósításához szükséges pénzeszközök előteremtése.

az intézményi befektetők<sup>6</sup> között, mivel képes nagyobb tőkét biztosítani az induló és a kisvállalkozásoknak egyaránt.<sup>7</sup>

Ezek alapján a CF meghatározható, mint egy átfogó gyűjtőfogalom (umbrella term) amelynek lényeges fogalmi elemei:

- a) nagyszámú magánszemélytől vagy szervezetektől rendelkezésre bocsátott kisebb mennyiségű pénzeszközök.
- b) az online web-alapú platformon keresztül történő forrásgyűjtés, amely
- c) adott projekt megvalósításához, vállalkozás (re)finanszírozásához üzleti vagy személyi kölcsön és egyéb igények céljából kerül felhasználásra.<sup>8</sup>

Jogi aspektusból megközelítve egy javaslat az Európai Parlament és a Tanács rendelete az európai közösségi finanszírozási üzleti szolgáltatókról (ECSP) rendelkezései irányadók.<sup>9</sup>

Az ECSP fogalomhasználata differenciál a szolgáltatás és felületek vonatkozásában. Ennek értelmében közösségi finanszírozási szolgáltatás: a befektetők vállalkozásfinanszírozási szándékának és a projektgazdának egy közösségi finanszírozási platform használatával történő összepárosítása. Maga a szolgáltatás a következők bármelyikéből állhat: hitelnyújtás elősegítése és a projektgazdák által kibocsátott átruházható értékpapírok, vételre irányuló kötelezettségvállalás nélküli elhelyezése, és ügyfélmegbízások fogadása és továbbítása.<sup>10</sup> Közösségi finanszírozási platform pedig a közösségi finanszírozási szolgáltató által működtetett vagy kezelt elektronikus információs rendszer.<sup>11</sup>

Láthatjuk, hogy CF alatt lényegében olyan szolgáltatásokról beszélhetünk, amely lehetővé teszi egy adott projekt közvetlen forrásgyűjtését online környezetben több befektető részéről.

## II. 1. Közösségi finanszírozás kialakulásának előfeltételei

A CF platformok kialakulása döntő módon egy jelentős technikai fejlődési folyamatra és egy meghatározó gazdasági eseményre vezethető vissza. Technikai oldalról szükségszerű követelmény a web 2.0<sup>12</sup> megjelenése volt (2001 őszi „.com” elterjedése).<sup>13</sup> A web 2.0 az addigi

<sup>6</sup> 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról. (Tpt.). 5. § (1). 60. a)-b).

<sup>7</sup> World Bank i. m. 22. o.

<sup>8</sup> Eleanor Kirby – Shane Worner: Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast. <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf> (2019. 05. 31.)

<sup>9</sup> Javaslat az Európai Parlament és a Tanács rendelete az európai közösségi finanszírozási üzleti szolgáltatókról COM(2018) 113 final. (ECSP).

<sup>10</sup> ECSP. 3. cikk (1) a) i)-ii).

<sup>11</sup> ECSP. 3. cikk (1) b).

<sup>12</sup> Paul Anderson: What is Web 2.0? Ideas, technologies and implications for education. JISC Technology and Standards Watch. 2007/2. sz. 50. o.

<sup>13</sup> Tim O'Reilly: What Is Web 2.0. Oreilly. 2005/3. sz. 1–2. o.

statikus HTML oldalakat egy interaktívabb és dinamikusabb webes élményre váltotta fel. A web 2.0 lehetővé teszi az internetfelhasználók számára, hogy tartalmat hozzanak létre, szerkesszenek, illetve oszthassanak meg. A web 2.0. a web populáris verziója.<sup>14</sup> ezen túlmutatóan a web 3.0 verzió főleg a vizualításra fókuszálva, a valóságos környezet integrálását, realiztikus virtuális megjelenítését célozza.<sup>15</sup>

Gazdasági aspektusból a 2008-ban kirobbant gazdasági világválság determináló jelentőségű. A krízis következmény a közvetlen személyek közötti hitelezés (P2P lending) felerősödését eredményezte. A pénzügyi szektor, kiváltképpen a bankok likviditási problémákkal küszködtek így a kis- és közép vállalkozásoknak alternatív megoldásokat kellett keresniük, hogy hitelhez vagy támogatáshoz jussanak.<sup>16</sup>

## II. 2. CF modellek csoportosítása

A CF modellek fejlődését a dinamikusság és változatosság jellemzi. Az Európai Unióban (EU) döntő módon a következő modellek terjedtek el:

Tőke-alapú közösségi finanszírozás (equity crowdfunding) az, amikor a befektetésért cserébe tagsági jogokat megtestesítő okirat illetve értékpapír eladására kerül sor több befektetőnek. A modell hasonló a részvények tőzsdéi és tőzsdén kívüli adásvételéhez illetve a kockázati tőke befektetések korai vállalkozásokat finanszírozó módjaihoz.

Jutalomalapú közösségi finanszírozás (reward-based crowdfunding) alatt az egyének adományoznak egy projektnek vagy vállalkozásnak. A hozzájárulásuk ellenszolgáltatásáért később nem pénzbeli jutalmat kapnak pl. áruk, termékek vagy szolgáltatások.

Adományalapú közösségi finanszírozás (donation-based crowdfunding) során az egyének kisebb összegeket adományoznak egy meghatározott jótékonyági projekt nagyobb finanszírozási céljának teljesítésére, amiért nem kapnak pénzbeli vagy anyagi ellenszolgáltatást.

Eredményrészesedés vagy bevételmegosztás (profit-sharing/revenue-sharing) során a vállalkozások megoszthatják jövőbeli üzleti eredményeiket és bevételüket a közösséggel a jelenlegi finanszírozás fejében.

---

<sup>14</sup> WEB 2.0.: <https://www.techopedia.com/definition/4922/web-20> (2019. 05. 31.)

<sup>15</sup> Anderson i. m. 52. o.

<sup>16</sup> Bill Frezza: Caveat Emptor Banking: Peer-To-Peer Lending Challenges Too-Big-To-Fail Status Quo. Forbes. 2013/08/13. 1. o.

A hitelviszonyt megtestesítő értékpapír alapú közösségi finanszírozás (debt-securities crowdfunding) amikor az egyének befektetnek a vállalat által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírba pl. kötvény.

Hibrid modellek (hybrid models) nem alkotnak önálló típust, hanem lehetőséget kínálnak a vállalkozásoknak különböző közösségi finanszírozási modellek elemeinek kombinálására.<sup>17</sup>

Az említett CF típusokat lehetséges két gyűjtőkategóriába rendezni. Az első a közösségi CF (community CF) e körbe az adomány és jutalomalapú megoldások tartoznak. A második a pénzügyileg megtérülő CF (financial return CF) ide a személyközi hitelezés és a tőkealapú modellek vonhatók.<sup>18</sup> Az érdemi különbség a két gyűjtő kategória között az, hogy az előbbi csoportba tartozók vonatkozásában a hozam és a befektetés megtérülése elmarad.<sup>19</sup>

### III. Nemzetközi kitekintés (Amerikai Egyesült Államok, Finnország)

Nemzetközi téren léteznek speciális a közösségi finanszírozást érintő anyagi és eljárásjogi jogszabályok. Ennek megfelelően szükségesnek tartom a főbb szabályozási tendenciák irányadó rendelkezéseinek áttekintését.

#### III. 1. Amerikai Egyesült Államok: Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)

Az Amerikai Egyesült Államokban a közösségi finanszírozás gyors elterjedésére és térnyerésére a jogalkotó gyorsan reagált (2012) és megalkotta a Jumpstart Our Business Startups Act-t (JOBS Act). A szabályozás célja az induló vállalkozások (emerging growth companies)<sup>20</sup> növekedésének elősegítése végett a kedvezőbb jogi környezet megteremtése, ezt döntő módon kivétel szabályok alkalmazásával valósítja meg.

A fogalmi zavar megelőzése érdekében tisztázandó, hogy a JOBS Act nem a crowdfunding hanem a funding portal kifejezést használja. A funding portal alatt minden olyan személy értelmezhető, aki közvetítőként kizárólag a Securities Act-ben meghatározottak<sup>21</sup> szerint eljárhat olyan tranzakciós műveletekben amelyek mások értékpapírok vételére történő felhívást vagy értékpapírok eladását jelenti.<sup>22</sup> A tranzakciós folyamatok lebonyolítása kizárólag az JOBS Act feltételeinek<sup>23</sup> eleget tevő brókerek vagy funding portal közreműködésével

<sup>17</sup> European Commission: Crowdfunding explained. [https://ec.europa.eu/growth/tools-databases/crowdfunding-guide/what-is/explained\\_en](https://ec.europa.eu/growth/tools-databases/crowdfunding-guide/what-is/explained_en) (2019. 05. 31.)

<sup>18</sup> Kirby – Worner i. m. 8. o.

<sup>19</sup> Yannis Pierrakis, Liam Collins: Banking on Each Other. Peer-to-peer lending to business: evidence from Funding Circle. NESTA. 2013/04/25. 1. o.

<sup>20</sup> Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act). JOBS Act sec. 101.

<sup>21</sup> Securities Act of 1933. sec 4 (a) (6).

<sup>22</sup> JOBS Act. sec. 304. (b) (80).

<sup>23</sup> JOBS Act. sec. 4A. (a).

lehetséges.<sup>24</sup> A szabályozás alapján a tranzakciók alatt az értékpapírok, kibocsátó általi felajánlása vagy értékesítése értendő.<sup>25</sup>

A garanciális rendelkezések a kibocsátói- és befektetői oldalt egyaránt érintik. Ezek a szabályok meghatározott idő- és érték függvényben korlátozásokat (limit) tartalmaznak. Ennek alapján, adott kibocsátó által (12 hónapos időszakban) a befektetők számára eladható aggregát mennyiség összege nem haladhatja meg az 1.000.000 USD-t.<sup>26</sup> Valamint a kibocsátókat a befektetőkkel és a SEC-el szemben további tájékoztatási<sup>27</sup> és egyéb a transzparenciát biztosító kötelezettségek terhelik. Exemplifikatív módon székhely információ, tulajdonosi és tőkeszerkezeti struktúra bemutatása, üzleti terv a forrásgyűjtés ideje és felhasználás célja. Továbbá lényeges, hogy a kibocsátónak biztosítania kell a befektetők, értékpapírok megvásárlására irányuló nyilatkozatának visszavonását és egyéb SEC által megállapított közérdekű információk közzétételének kötelezettsége is terheli.<sup>28</sup>

A befektető védelmi szempontok dominanciája tükröződik, a befektetési limit határok megállapításakor amelyek mindenkor adott befektető vagyoni viszonyaihoz igazodnak. Ugyanakkor az ilyen befektetés megtételét korlátozó rendelkezések vonatkozásában a befektetőket megilleti a választás joga, a szabályozási keretek között. Ezek alapján 12 hónapos periódusban, egyrészt ha a befektető éves nettó jövedelme (net worth) kevesebb mint 100.000 USD akkor lehetősége van 2.000 USD vagy a befektető éves nettó jövedelmének 5%-a közül a magasabb összeget kitevőt befektetni. Másrészt, ha a befektető éves nettó jövedelme meghaladja a 100.000 USD-t akkor, ennek 10%-t de legfeljebb 100.000 USD<sup>29</sup> fektethet be.

A JOBS Act alapján disztinkciót kell tennünk a közvetítő szerepet betöltő platformokat és a kibocsátók terhelő kötelezettségek között. A tranzakciókban közreműködő feleknek brókerként vagy funding portálként regisztrációs kötelezettsége egyrészt a SEC, másrészt ha adott tevékenységhez kapcsolódik ún. SRO (self-regulatory organization) irányába áll fenn.<sup>30</sup> E főszabály alól kivételt jelent ha a SEC által meghatározott valamelyik feltétel fennállása.<sup>31</sup> A regisztrált platformokra egyebekben a Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)<sup>32</sup> által meghatározott eljárásjogi szabályok alkalmazandók.

---

<sup>24</sup> JOBS Act. sec. 302. (6) (C).

<sup>25</sup> JOBS Act. sec. 302. (6)

<sup>26</sup> JOBS Act. sec. 302. (6) (A).

<sup>27</sup> JOBS Act. sec. 4A. (b).

<sup>28</sup> JOBS Act. sec. 4A. (b) (1) (A)-(I).

<sup>29</sup> JOBS Act. sec. 302. (6) (B) i-ii).

<sup>30</sup> JOBS Act. sec. 4A. (a) (1)-(2).

<sup>31</sup> JOBS Act. sec. 304. (a) (h) (1) (A)-(C).

<sup>32</sup> Fianacial Industry Regulatory Authority (FINRA): FINRA Rule(s): [http://finra.complinet.com/en/display/display\\_content.html?rbid=2403&element\\_id=12226&record\\_id=16802](http://finra.complinet.com/en/display/display_content.html?rbid=2403&element_id=12226&record_id=16802) (2019. 05. 31.)

Az ilyen közvetítőket terhelő a SEC által meghatározott információkat közzéteszik és többek között biztosítják, hogy az oktató jellegű befektetéssel kapcsolatos szabályozást minden befektető megismerte. A befektető pedig nyilatkozik arról, hogy tisztában van az ilyen vállalatokba történő befektetés kiemelt kockázatával, a teljes befektetésének esetlegesen bekövetkező teljes elvesztésével és ehhez kapcsolódóan anyagi helyzete lehetővé teszi egy ilyen veszteség elviselését.<sup>33</sup> Továbbá közvetítők biztosítják, hogy megfelelő intézkedéseket tettek a tranzakciók körében felmerülő csalások kockázatának csökkentése érdekében és a befektetőkkel kapcsolatos adatokat bizalmasan kezelik.<sup>34</sup>

A kibocsátókat a SEC-el a befektetőkkel, a brókerekkel és a funding portálokkal szemben terheli tájékoztatási kötelezettség, ezek közös jellemzője a transzparencia biztosítása<sup>35</sup>. A hosszas felsorolásból példálózó jelleggel, elérhetővé kell tenniük a kibocsátó nevét, formáját, székhelyét, weboldalának címét, vezető tisztségviselői nevét, az üzleti modellt. Továbbá inter alia megjelöli a tőkegyűjtés összegét a gyűjtési időtartamot, bemutatja tőkeszerkezetét és tulajdonosi struktúráját emellett lehetővé teszi, hogy a befektetők visszavonják az értékpapír megvásárlására irányuló szándéknyilatkozatukat.<sup>36 37</sup>

A szabályozás mind az elektronikus és az írott formátumú marketingközleményekkel szemben szigorú követelményeket állít fel.<sup>38</sup> A közleményeken egységesen fel kell tüntetni a CF platform pontos nevét. Tartalmának összhangban kell lennie a jóhiszeműség, a méltányos és tisztességes piaci kereskedelem elveivel. Nem tartalmazhat hamis, félrevezető információt, olyan tényre amely megtévesztésre alkalmas továbbá nem tartalmazhat arra történő felhívást, hogy meghatározott szervezetek kártalanítást biztosítanak végül fiktív értékelésén alapuló jövőbeli eredménykimutatásokat ide nem ideértve matematikai számítások meghatározott körét.<sup>39</sup>

Láthatjuk, hogy a feleket szigorú tájékoztatási kötelezettség terheli a feleket. Ennek oka egyrészt a kereskedelmi élet és tisztességes piaci kereskedelem fenntartása, másrészt a gazdasági bűncselekmények kialakulásának minimalizálása.

---

<sup>33</sup> Vö.: ECSP 15. cikk Belépéskori ismeretfelmérés és a veszteségviselési képesség tesztelése.

<sup>34</sup> JOBS Act. sec. 4A. (a) (1)-(12).

<sup>35</sup> JOBS Act. sec. 4A. (b).

<sup>36</sup> JOBS Act. sec. 4A. (b) (1) (A)-(I).

<sup>37</sup> Vö. a kilépési lehetőséggel. ECSP Melléklet. F. rész. d).

<sup>38</sup> FINRA Rule. 200. (c) (1).

<sup>39</sup> FINRA Rule. 200. (c) (1)-(3).

### III. 2. Felügyeleti szerv: Értékpapír és Tőzsde Felügyelet (Securities and Exchange Commission – SEC) szabályozói szerepe

Az amerikai pénzügyi szabályozó rendszer összetett szisztémán alapul. Sommásan megfogalmazva az Egyesült Államok Értékpapír és Tőzsde Felügyelet (Securities and Exchange Commission – SEC) mint felügyeleti szerv és mint kormányzati ügynökség, biztosítja a piacok hatékony működését<sup>40</sup>, a FINRA szabályozza az összes részvény- és egyéb meghatározott társaságokat és képviseli alkalmazottait. Továbbá ellenőrzéseket és vizsgálatokat végez, szabályozza az értékpapír kereskedelmet, ellenőrzi a vállalatok megfelelőségét, információt nyújt a befektetőknek.<sup>41</sup> A Dodd Frank Act<sup>42</sup> értelmében mind a belföldi<sup>43</sup>, mind a külföldi<sup>44</sup> nem banki pénzügyi vállalkozások felügyeletét a Kormányzótanács (Board of Governors) látja el.

### III. 3. FINRA mint önszabályozó testület szabályrendszere

A FINRA szabályozás alanyi hatálya alá a funding portálok és a velük kapcsolatba hozható felek tartoznak.<sup>45</sup> Garanciális szabály, hogy a tag nyilvántartásba vétele kötelező. Az engedélyezési eljárás. A kérelmező az erre rendszeresített formanyomtatványon erre irányuló kérelmét, meghatározott jelentkezési díj (application fee) lerovása ellenében nyújthatja be.<sup>46</sup> További többlet feltételként jelentkeznek a funding portálnak azon kötelezettsége mely alapján a nyilvántartásba vevő hatóság előzetes hozzájárulását kell beszereznie, ha a tulajdonosi struktúrában vagy a működését egyéb okból lényeges mértékben befolyásoló (25% vagy több) változás következik be – ide nem értve a kinevezéseket, választásokat.<sup>47</sup> Az engedélyező hatóság meghatározott időn belül (14 nap) további dokumentumok és információk rendelkezésre bocsátását kérheti.<sup>48</sup> A kérelmező a kérelem benyújtásától számított 24 napon belül visszavonhatja kérelmét. Ebben az esetben a FINRA a kérelmezőnek a jelentkezési díj feldolgozási díjjal csökkentett összegét visszatéríti.<sup>49</sup>

<sup>40</sup> U.S. Securities and Exchange Commission (SEC): <https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html> (2019. 05. 31.)

<sup>41</sup> FINRA: <https://www.finra.org/about> (2019. 05. 31.)

<sup>42</sup> The Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. (Dodd Frank Act): <https://legcounsel.house.gov/Comps/Dodd-Frank%20Wall%20Street%20Reform%20and%20Consumer%20Protection%20Act.pdf> (2019. 05. 31.)

<sup>43</sup> Dodd Frank Act. Section 113. (a).

<sup>44</sup> Dodd Frank Act. Section 113. (b).

<sup>45</sup> FINRA. Rule 100. (a)-(b).

<sup>46</sup> FINRA Rule. 110. (a)(3)(A).

<sup>47</sup> FINRA Rule. 110 (a) (4) (A) (i)-(ii).

<sup>48</sup> FINRA Rule. 110 (a) (6).

<sup>49</sup> FINRA Rule. 110. (a)(7).

Az új engedélyezési kérelemre vonatkozó döntés meghozatala előtt egy vagy több tagfelvételi interjú is lefolytatható. E körben szabályozási nívum, hogy ha szükséges és a technikai feltételek adottak, kérelmező meghallgatása videokonferencia útján vagy más a FINRA által meghatározott módon lehetséges.<sup>50</sup> Azonban az engedély megadása iránti kérelmet hatóság érdemi vizsgálat nélkül elutasítja<sup>51</sup>, ha kérelmező meghatározott követelményeknek nem tesz eleget. Ilyen kötelező elutasítási ok *inter alia* a szövetségi értékpapírrjoggal való kollízió, hatékony (ön)ellenőrzési rendszer és a megfelelő piaci szereplőkkel pl. bankokkal fennálló üzleti együttműködés teljes hiánya.<sup>52</sup>

A mérlegelést nem tűrő elutasítási okok tükrözik, hogy funding portálnak a biztonság biztosítása érdekében a többek között meghatározott ellenőrző és nyilvántartási<sup>53</sup> továbbá olyan rendszerrel kell rendelkeznie, amely a felületén folytatott tevékenységet felügyeli.<sup>54</sup> A CF szolgáltatók vonatkozásában felmerülő jogsértések jogkövetkezményeit utaló diszpozícióval<sup>55</sup>, a FINRA vizsgálatokra és szankciók alkalmazására vonatkozó rendelkezéseit rendeli megfelelően alkalmazni.<sup>56</sup> Ide kapcsolódóan kiemelném a választott bírósági klauzulát (*pre-dispute arbitration clause*) melynek értelmében, ha a szerződő felek a szerződés megkötése előtt kikötik a választott bíraskodási utat, a jövőben funding portállal, annak tevékenységével kapcsolatos felmerülő jogvitákat kötelező ilyen fórum előtt rendezni<sup>57</sup> – a konjunktív feltételek megléte minden esetben vizsgálendő.

Megállapíthatjuk, hogy a kötelező jellegű regisztrációs kötelezettség, a tulajdonosi struktúrában bekövetkező változás előzetes engedélyezési kérelemhez kötöttsége mind olyan rendelkezések, amelyek hozzájárulnak a piac biztonságos és átlátható működésének elősegítéséhez. A gazdaság e szegmensében alkalmazott technológia megoldások, kereskedelmi szokások, üzleti tevékenységek és pénzmozgások megítélése különös szakértelmet és odafigyelést igényel. Ebből eredő követelmény a felmerülő jogviták választott bírósági úton történő rendezése, alkalmas a vita tárgyává tett jogkérdés szakszerű megítéléséhez és döntés meghozatalához.

---

<sup>50</sup> FINRA Rule. 110. (a)(9)(A).

<sup>51</sup> FINRA Rule. 110 (a) (11) A)-B).

<sup>52</sup> FINRA Rule. 110 (a) (11) A)-E).

<sup>53</sup> FINRA Rule. 110. (a)(10)(A)-(E).

<sup>54</sup> FINRA Rule. 300.(a)(1).

<sup>55</sup> FINRA Rule. 800. (a).

<sup>56</sup> FINRA Rule. 8000.

<sup>57</sup> FINRA Rule 1200. (a)-(b).

#### IV. Finnország: Money Collecting Act szabályozási rendszere

A finn szabályozás rövid (33 §) szabatos megfogalmazású. A törvény megalkotásával a jogalkotó célja a karitatív tevékenységek, non-profit szervezetek finanszírozása érdekében folytatott forrásgyűjtés elősegítése és prevenciós intézkedések amelyek a forrásgyűjtési tevékenységek jogszerűségének megőrzését biztosítják.<sup>58</sup> A törvény tárgyi hatálya kiterjed az összegyűjtött pénz kezelésére (arrangement) de a törvény nem alkalmazható meghatározott egyéb tevékenységek pl. jótékonyági aukciók, koncertek szervezése stb. vonatkozásában.<sup>59</sup>

Attól eltekintve, hogy a szabályozás a filantróp CF modellre állapít meg rendelkezéseket, az ingyenes jótékony célú közösségi pénzgyűjtés is engedélyköteles tevékenység. A törvény ex lege meghatározza a pénzgyűjtést, ami olyan tevékenység, amely pénz közcélból történő ellenszolgáltatás nélküli gyűjtése. Ellenszolgáltatásként csak olyan dolog nyújtható, ami nem rendelkezik önálló gazdasági csereértékkel<sup>60</sup> – nem fiat pénz. Az ilyen tevékenység folytatására relatíve szűk alanyi kör jogosult, ugyanis a törvény az engedély benyújtására jogosultak köréből ex lege meghatározott feleket kizár. Az írásbeliség követelménye érvényesül, így az engedély iránti kérelmet írásban kell benyújtani, meghatározott adatokkal.<sup>61</sup>

Főszabály szerint korlátozás nélkül olyan belföldi székhellyel rendelkező (Finn) meghatározott gazdasági formában működő jogi személy nyújthat be kérelmet (corporation, foundation) aki kizárólag non-profit tevékenységet végez. Más gazdasági társaságoknak csak meghatározott többletfeltételek teljesítése esetén lehetséges. Tilalom érvényesül pl. egyházak, önkormányzati szervek (joint municipal authorities) vonatkozásában akik egyáltalán nem nyújthatnak be engedélyezésre irányuló kérelmet.<sup>62</sup> A kérelemben részletesen fel kell tüntetni az akkumulációs és allokációs tervet. Továbbá a kérelmező adatait, a gyűjtési módokat, potenciális forrásgyűjtési cél összegszerű megjelölését, forrásgyűjtés során összegyűjtött vagyont kezelő megnevezését.<sup>63</sup>

Az engedély visszavonásának esetei ketté válnak kötelező törlési okokra és hatóság diszkrecionális belátásán alapuló esetekre. Kötelező megszüntetni az engedély érvényességét akkor ha, azt az engedély birtokosa kéri vagy ha törvényben meghatározottaknak nem felel meg és kérelmező e kötelezettségének a rendelkezésére álló határidőn belül sem tesz eleget. Szabad belátáson alapul a törlési jog gyakorlása egyrészt akkor, ha az engedély birtokosát vagy a

<sup>58</sup> Money Collecting Act. section 1.

<sup>59</sup> Money Collecting Act. section 2. (1)-(2) 1).4).

<sup>60</sup> Money Collecting Act. section 3. (1)-(2).

<sup>61</sup> Money Collecting Act. section 10. (1)-(3).

<sup>62</sup> Money Collecting Act. section 7. (1)-(3).

<sup>63</sup> Money Collecting Act. Sec. 10. 1)-3).

pénzgyűjtési tevékenységgel kapcsolatba hozható más személy büntetőjogi felelősségét a bíróság jogerős ítéletében megállapította vagy foglalkozástól eltiltották vagy szándékosan visszaélt az összegyűjtött vagyon felhasználásával. Másrészt akkor, ha engedély birtokosát vagy a pénzgyűjtési tevékenységgel kapcsolatba hozható más személy megsértette a törvény és kiadott engedély rendelkezéseit.<sup>64</sup>

A finn szabályozás értelmében általános felügyeleti hatáskörrel (útmutatások, statisztika) a belügyminisztérium rendelkezik.<sup>65</sup> Ugyanakkor a felügyeleti hatóság mellett más rendvédelmi szerveket is megilleti a tájékoztatáshoz való jog.<sup>66</sup> Az engedélyt kiadó hatóság a nyilvánosságot tájékoztatja az engedély megadásáról, elutasításáról és a figyelmeztetésekről<sup>67</sup> – közhitelesség. Végül az ellenszolgáltatás nélküli forrásgyűjtési tevékenység vonatkozásában felmerülő jogsértésekre a nemzeti Büntető Törvénykönyvben meghatározott vagyonelleni bűncselekményekre kiszabható büntetések és alkalmazható intézkedések (elkobzás) irányadók.<sup>68</sup>

## V. A közösségi finanszírozás szabályozása az ECSP<sup>69</sup> tükrében

A technológiai fejlődés gyakori következménye, hogy a különböző jogterületek felértékelődnek.<sup>70</sup> Különösen, a befektetési alapú közösségi finanszírozás elterjedésének hajnalán a nemzeti regulációs folyamatok heterogenitást mutattak.<sup>71</sup>

Alapvetően a jogi szabályozás diverzív jellege nem okozna jogalkalmazási nehézséget, ha adott CF platform csak belföldi szolgáltatást nyújt. E körben a befektetési alapú CF szabályozásának problematikája a határon átnyúló megoldásokban tükröződik. Az igazi határokon átnyúló CF megoldásoknak két lényegi ismérve van. Egyrészt, hogy az egyik tagállamban megvalósítandó projektek különböző tagállamokban működő platformokon keresztül is finanszírozhatók, másrészt az előzőek alapján az, hogy a befektetők a különböző tagállamok platformjait és projektjeit egyaránt megvizsgálhatják.<sup>72</sup>

<sup>64</sup> Money Collecting Act. section 23. (1)-(2).

<sup>65</sup> Money Collecting Act. section 26. (1).

<sup>66</sup> Money Collecting Act. section 28. (1)-(3).

<sup>67</sup> Money Collecting Act. section 29. (1).

<sup>68</sup> Money Collecting Act. Section 25. (1)-(2).

<sup>69</sup> Javaslat az Európai parlament és a Tanács rendelete az európai közösségi finanszírozási üzleti szolgáltatókról COM(2018) 113 final. (ECSP).

<sup>70</sup> *Sajó András – Petrik B. Ferenc: High-Technology and Law: A Critical Approach.* In: *Computer Technology and Law in Scandinavia.* Institute of Political and Legal Sciences (szerk. Peter Blume). Hungarian Academy of Sciences, Budapest 1989. 158. o.

<sup>71</sup> International Organization of Securities Commissions (IOSCO): *Crowdfunding Survey Responses Report.* <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD520.pdf> (2019. 05. 31.)

<sup>72</sup> *Dirk Andreas Zetsche, Christina Preiner: Cross-Border Crowdfunding – Towards a Single Crowdfunding Market for Europe.* *European Business Organization Law Review.* 2017/06/26. 45. o.

Az ECSP feloldja a jogértelmezési nehézségeket. A határokon átnyúló CF megoldások legalitása a négy alapszabadságból deriválható. A szolgáltatások tagállamok közti szabad áramlásával összhangban<sup>73</sup> áll a fantomszékhely elve. Ennek értelmében a határokon átnyúló megoldásokat alkalmazó CF felületek olyan tagállamban is nyújthatnak szolgáltatást ahol fizikai jelenléttel (székhellyel) nem rendelkeznek.<sup>74</sup>

### **V.1. ECSP: befektetési alapú közösségi finanszírozás**

Az ECSP különösen a befektetési alapú közösségi finanszírozás vonatkozásában releváns. Az ilyen CF szolgáltatás nyújtását három konjunktív (gazdasági forma, engedély, székhely) feltétel együttes fennállásához köti. Ennek értelmében olyan jogi személyek, akiket közösségi finanszírozási szolgáltatóként engedélyeztek és az Unió valamely tagállamában tényleges és állandó székhellyel rendelkeznek.<sup>75</sup> Az összes CF szolgáltatóról az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (ESMA<sup>76</sup>) naprakész nyilvántartást készít, amely a weboldalán nyilvánosan elérhetővé tesz.<sup>77</sup>

Lényeges, hogy a CF platformokon lebonyolított ügyletek végrehajtása egy számítógépes rendszer (kereskedési rendszer<sup>78</sup>) segítségével történik. Azonban az ECSP értelmében az ilyen rendszer működtetésére a CF szolgáltatóknak önállóan nincs lehetősége. A kereskedési rendszer működtetését kiszervezheti, amely során a működési kockázat elkerülése érdekében, az operatív funkciók ellátásához harmadik felet kell igénybe vennie.<sup>79</sup> Ez lényegében kockázattelepítés.

A szolgáltatás nyújtással szemben támasztott általános elvárás a potenciális ügyfelek érdekeinek megfelelő, becsületes, tisztességes és szakszerű eljárás.<sup>80</sup> Az objektív működés biztosítása és a jogi szabályozásból eredő arbitrázs megelőzése.<sup>81</sup> A hatékony és prudens vezetés biztosítása érdekében, megfelelő politikák és eljárások kialakítása és végrehajtásuk felügyelete.<sup>82</sup> Továbbá ki kell zárnia azon ügyfeleinek részvételét, akik a jegyzett tőke vagy a szavazati jogok legalább 20 %-ával rendelkeznek.<sup>83</sup>

<sup>73</sup> Az Európai Unió működéséről szóló szerződés (EUSz). EUSz. I. cím. 26. cikk (2); IV. cím. 56. cikk.

<sup>74</sup> ECSP. 10. cikk (9).

<sup>75</sup> ECSP. 4. cikk (1).

<sup>76</sup> European Securities and Markets Authority.

<sup>77</sup> ECSP. 11. cikk (1).

<sup>78</sup> Szabályozott piac (RM), multilaterális kereskedési rendszer (MTF), szervezett kereskedési rendszer (OTF).

<sup>79</sup> ECSP. 8. cikk (1).

<sup>80</sup> ECSP. 4. cikk (2).

<sup>81</sup> ECSP. 4. cikk (3).

<sup>82</sup> ECSP. 5. cikk.

<sup>83</sup> ECSP. 7. cikk (2).

## V. 2. Tájékoztatási kötelezettség

A CF szolgáltatókat terhelő tájékoztatási kötelezettség ismertetése során szigorúan az ECSP releváns rendelkezéseinek ismertetésére szorítkozom. Az ECSP számos helyen tájékoztatási kötelezettséget ír elő, valamint megjegyezném, hogy külön nyelvhasználati szabályok vonatkoznak a kiemelt befektetési információkat tartalmazó adatlapra<sup>84</sup> és a marketingközleményekre.<sup>85</sup>

Az ügyfeleknek nyújtott tájékoztatókkal szemben támasztott általános követelmények, világos, érthető megfogalmazás, valamint a teljesség és pontosság. Garanciális rendelkezés, hogy a weboldal egyértelműen meghatározott részén és megkülönböztetéstől mentes módon mindenkinek hozzáférhetővé kell tenni különös figyelemmel arra, hogy a potenciális ügyfelek még az ügylet kötés előtt ezeket megismerjék.<sup>86</sup> További tájékoztatási kötelezettség keletkezik, amikor a CF szolgáltatók az ügyfelei nevében mérlegelési jogkört gyakorol (mérlegelési jogkör pontos módszere, paramétere).<sup>87</sup> Ha szükséges tartós adathordozón és kellően részletesen tájékoztatják ügyfeleiket az összeférhetlenségek jellegéről és forrásairól az ellene tett lépésekről.<sup>88</sup> A „kellően részletes” fordulat az egyediesítésre utal, minden egyes ügyfél sajátos jellemzőit figyelembe véve végzendő.

A CF szolgáltatók tájékoztatják ügyfeleiket arról, hogy nyújtanak-e eszközök letéti őrzésére irányuló szolgáltatásokat, igenlő válasz esetén arról is, hogy ezt milyen feltételek mellett végzik. Továbbá azt is, hogy ezt a CF szolgáltató önállóan vagy harmadik félhez kiszervezetten nyújtja, végül arról, hogy a pénzeszközök tartását, védelmét a CF szolgáltató vagy a nevében eljáró harmadik fél szolgáltató biztosítja.<sup>89</sup> Az eddig ismertetett tájékoztatási kötelezettségtől, némileg eltérő szabályok vonatkoznak a marketingközleményekre és a hirdetőablákra.

Az ECSP a marketingközleményeket elhatárolja a tájékoztatóktól és a befektetési tájékoztatóktól. Ez egy speciális közlemény, amely a CF szolgáltatótól annak szolgáltatásaira vonatkozik.<sup>90</sup> Kritérium az egyértelmű megfogalmazás, nyelvhasználati előírásoknak való megfelelés, tilalmazott az egy adott projekt kiemelésére alkalmas marketing elemek megjelenítése valamint az előzetes bejelentéshez és jóváhagyáshoz kötöttség alkalmazása.<sup>91</sup>

---

<sup>84</sup> ECSP. 16. cikk (7).

<sup>85</sup> ECSP. 19. cikk (3).

<sup>86</sup> ECSP. 14. cikk (1)-(3).

<sup>87</sup> ECSP. 4. cikk (3).

<sup>88</sup> ECSP. 7. cikk (5) (6a)-b).

<sup>89</sup> ECSP. 9. cikk (1) a)-c).

<sup>90</sup> ECSP. 3. cikk 1. j).

<sup>91</sup> ECSP. 19. cikk (1)-(4).

A hirdetőtábla és az azon feltüntetett információk, csak olyan CF szolgáltatók vonatkozásában relevánsak, amelyek lehetővé teszik befektetőik számára meghatározott ügyletek lebonyolítása céljából a felek közötti közvetlen (P2P) kapcsolatba lépését pl. hitelmegállapodások, átruházható értékpapírok vétele és eladása.

### V. 3. Belépéskori ismeretfelmérés és a veszteségviselési képesség tesztelése

Az uniós szabályozás a CF szolgáltatók kötelezettségeként állapítja meg a belépéskori ismeretfelmérés és a veszteségviselési képesség tesztelését.

A platformok előzetesen megvizsgálják, hogy a leendő befektetők számára megfelelőek-e a kínált CF ajánlatok és ha igen, melyek ezek, csak ezután biztosítanak hozzáférést a befektetőknek a CF kampányokhoz.<sup>92</sup> A megfelelő ajánlatok megállapítása érdekében a potenciális befektetőket információnyújtásra hívják fel. Ilyen információ többek között adott befektető előzetes értékpapír-és hitelpiaci, CF befektetési tapasztalata.<sup>93</sup> Az információnyújtás két éves periódusokban ismétlődik.<sup>94</sup> Ha a CF szolgáltató a kapott információk alapján úgy véli, hogy a leendő befektetők nem rendelkeznek elegendő ismerettel, erről a befektetőket tájékoztatja és figyelmeztetik őket a kockázatokra, akkor ez nem akadályozza a befektető CF projektbe történő befektetésének megtételében.<sup>95</sup> A CF szolgáltatók további kötelezettsége felajánlani a befektetők veszteségviselő képességet vizsgáló szimuláció elvégzését. A veszteségviselő képesség alapja a befektető saját tőkéjének 10%-a. A szimuláció eredménye tájékoztató jellegű, a befektető szintén nem akadályozható a CF befektetésben.<sup>96</sup> Majd az ECSP a kiemelt befektetési információkat tartalmazó adatlap kötelező tartalmi elemei között elhelyezi a kötelező kockázati figyelmeztetést. Ez például felhívást jelent a befektetett pénzüsszeg részleges vagy teljes elvesztésének kockázatára, a betétbiztosítási és befektetőkártalanítási rendszerek és a szekunder piac hiányára. Továbbá tanácsot a befektetési értékhatár maximumára (nettó jövedelem maximum 10%-a).<sup>97</sup>

Láthatjuk, a szabályozási megoldásban, hogy a jogalkotó előtérbe helyezi a befektető védelmi szempontokat. Az európai szabályozás végső soron csak egy többlépcsős tájékoztatást nyújt a befektetőknek, ami a befektetői motivációt befolyásolhatja, de a végső döntés meghozatala a befektető diszkrecionális belátásán alapul.

---

<sup>92</sup> ECSP. 15. cikk (1).

<sup>93</sup> ECSP. 15. cikk (2) a)-b).

<sup>94</sup> ECSP. 15. cikk (3).

<sup>95</sup> ECSP. 15. cikk (4).

<sup>96</sup> ECSP. 15. cikk (5).

<sup>97</sup> ECSP. 16. cikk (2) c).

#### V. 4. Felügyelet és Engedélyezés

A rendelet alapján a CF szolgáltatók a szolgáltatásaikat az ESMA felügyelete alatt nyújtják. A kontinuitás elvével összhangban a CF szolgáltatók működésük alatt folyamatosan megfelelnek az engedélyezés feltételeinek. Az ESMA ellenőrzi a szolgáltatóknak előírt kötelezettségeknek való megfelelést.<sup>98</sup> Amennyiben valamely felügyeleti feladat megfelelő elvégzéséhez szükséges, az ESMA jogosult arra, hogy az általa kibocsátott iránymutatásokkal összhangban konkrét felügyeleti feladatokat ruházzon át egy tagállam illetékes hatóságára.<sup>99</sup>

A CF szolgáltatás nyújtása engedélyköteles tevékenység, az erre irányuló kérelmet a jogi személynek az ESMA-hoz kell benyújtania.<sup>100</sup> A kérelemnek kötelező tartalmaznia a potenciális közösségi finanszírozási szolgáltató adatait (cím, jogállás, alapszabály, üzleti terv stb.), továbbá meghatározott alkalmazandó eljárásainak leírását (adatfeldolgozó rendszerek ellenőrzése, ügyfélpanaszok kezelésére szolgáló eljárás, stb.). Esetleges tartalmi elem, azon pénzforgalmi szolgáltatások leírása, amelyeket a leendő közösségi finanszírozási szolgáltató a PSD2<sup>101</sup> irányelv alapján nyújtani kíván.<sup>102</sup> A CF szolgáltatónak indokolatlan késedelem nélkül értesítenie kell az ESMA-t, ha az engedélyezési feltételekben bármely lényeges változás bekövetkezik.<sup>103</sup>

#### V. 5. Kiemelt kockázati jelleg

Az alternatív finanszírozási módok kiemelt kockázattal rendelkező folyamatok. Befektető védelmi érdekeket szolgál az e tényre vonatkozó tájékoztatás. Az ECSP alapján e tájékoztatási kötelezettség megoszlik a projektgazdák és szolgáltatók között.

Az egyediesítés elvén alapul, hogy a kiemelt befektetési információkat tartalmazó adatlap elkészítésének kötelezettsége az adott projektgazda tulajdonost terheli.<sup>104</sup> Az adatlap meghatározott tartalmi elemekkel és arra vonatkozó felhívással (clausula) rendelkezik, hogy a CF ajánlatot sem az ESMA, sem más illetékes nemzeti hatóságok nem ellenőrizték és nem hagyták jóvá.<sup>105</sup> A projektgazda kérheti, hogy a CF szolgáltató az ilyen adatlapot fordítsa le a

---

<sup>98</sup> ECSP. 13. cikk (2)-(3).

<sup>99</sup> ECSP. 36. cikk (1).

<sup>100</sup> ECSP. 10. cikk (1).

<sup>101</sup> Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2015/2366 irányelve (2015. november 25.) a belső piaci pénzforgalmi szolgáltatásokról és a 2002/65/EK, a 2009/110/EK és a 2013/36/EU irányelv és a 1093/2010/EU rendelet módosításáról, valamint a 2007/64/EK irányelv hatályon kívül helyezéséről (PSD2). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015L2366&from=hu>

<sup>102</sup> ECSP. 10. cikk (2) a)-g) k)-m).

<sup>103</sup> ECSP. 12. cikk (4).

<sup>104</sup> ECSP. 16. cikk (1).

<sup>105</sup> ECSP. 16. cikk (2) a)-c).

befektetők által érthető nyelvre. A fordítás pontos, a lényeges befektetési információkat tükrözi.<sup>106</sup> Ha szolgáltató a fordítási kötelezettségének nem tesz eleget, akkor ráutaló magatartással azt tanácsolja a befektetőknek, hogy tartózkodjanak a befektetéstől.<sup>107</sup> A szolgáltató kötelezettsége az adatlap ellenőrzése, lényeges hiba esetén hiánypótlásra hívja fel a befektetőt, ennek sikertelensége esetén az ajánlatot nem teszi meg vagy a meglévő ajánlatot törli.<sup>108</sup> Egyebekben, ha az adatlap megfelelése felől kétség nem merül fel azt a befektetők rendelkezésre bocsátja.<sup>109</sup>

## VI. Konklúzió

Láthatjuk, hogy az alternatív finanszírozási formákat érintő jogi szabályozási tendenciák, eltérő módon alakulnak nemzetközi téren. Ugyanakkor minden esetben közös, hogy a befektetői érdekek védelmét szolgáló garanciális rendelkezések kiemelt szerepet kapnak. Ennek oka kettős, egyrészt a befektetési alapú CF esetében az információs aszimmetria projektgazdák és befektetők között. Másrészt a finanszírozás, lakossági kockázatitőkebefektetés jellege, amely egyaránt eredményezhet nyereséget de veszteséggel is zárulhat (all or nothing).

Végül, említést érdemel, hogy hazánkban jelenleg nem áll rendelkezésre speciális jogi szabályozás a befektetési alapú közösségi finanszírozás vonatkozásában. Azonban tokeportal.hu<sup>110</sup> elnevezéssel megjelent az első ilyen felület, amely vonatkozásában a fentebb ismertetett ECSP rendelkezései mérvadók, valamint releváns még a pénzügyi közvetítőrendszer felügyeletét ellátó Magyar Nemzeti Bank (MNB).<sup>111</sup>

---

<sup>106</sup> ECSP. 16. cikk (7).

<sup>107</sup> ECSP. 16. cikk (7).

<sup>108</sup> ECSP. 16. cikk (6).

<sup>109</sup> ECSP. 16. cikk (1).

<sup>110</sup> Tőkeportál: <https://tokeportal.hu/> (2019. 05. 31.)

<sup>111</sup> 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról (Mnbtv.). Mnbtv. 4. § (9).