

**Eugenijus MILIUKAS**

DAKTARO DISERTACIJA

**SUTELKKTINIO FINANSAVIMO  
REGLAMENTAVIMAS: INTERESŲ BALANSAS**

**SOCIALINIAI MOKSLAI,  
TEISĖ (S 001)**  
VILNIUS, 2023



Mykolas Romeris  
universitetas

MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS

**Eugenijus Miliukas**

**SUTELK TINIO FINANSAVIMO  
REGLAMENTAVIMAS: INTERESŲ BALANSAS**

Daktaro disertacija  
Socialiniai mokslai, teisė (S 001)

Vilnius, 2023

Daktaro disertacija rengta 2016–2023 m., ginama Mykolo Romerio universitete pagal Mykolo Romerio universitetui su Vytauto Didžiojo universitetu Lietuvos Respublikos švietimo, mokslo ir sporto ministro 2019 m. vasario 22 d. įsakymu Nr. V-160 „Dėl doktorantūros teisės suteikimo“ suteiktą doktorantūros teisę.

*Mokslinis vadovas:*

Doc. dr. Marius Laurinaitis (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė, S 001), 2021–2023 m.

Doc. dr. Tomas Talutis (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė, S 001), 2016–2021 m.

## TURINYS

IVADAS .....	5
1. SUTELKKTINIO FINANSAVIMO REGLAMENTAVIMO POREIKIS .....	18
1.1. Sutelkktinio finansavimo paslaugų esmė .....	18
1.2. Sutelkktinio finansavimo privalumai ir rizikos .....	22
1.3. Tarpvalstybinis sutelkktinio finansavimo paslaugų teikimas .....	31
1.4. Sutelkktinio finansavimo reglamentavimo poreikis ir inovacijų reglamentavimo trilema .....	37
1.4.1. Sutelkktinio finansavimo savireguliacijos negalimumas .....	37
1.4.2. Sutelkktinio finansavimo reglamentavimo atsiradimo priežastys .....	41
1.4.3. Finansinių inovacijų reglamentavimo trilema .....	43
2. SUTELKKTINIO FINANSAVIMO PASLAUGŲ RŪŠYS .....	50
2.1. Tarpininkavimas teikiant paskolas .....	50
2.2. Individualus paskolų portfelio valdymas .....	54
2.3. Tarpininkavimas investuojant .....	56
2.4. Perleidžiami vertybiniai popieriai ir sutelkktinio finansavimo tikslais naudojamos priemonės .....	62
2.5. Antrinė rinka .....	71
3. SUTELKKTINIO FINANSAVIMO SUBJEKTAI IR JŲ TARPUSAVIO TEISINIAI SANTYKIAI .....	76
3.1. Sutelkktinio finansavimo paslaugos teikėjas .....	76
3.2. Projekto savininkas .....	87
3.2.1. Finansavimo sumos ribojimai .....	92
3.2.2. Specialiosios paskirties įmonės .....	97
3.3. Investuotojas .....	101
3.3.1. Patirties turintis investuotojas .....	101
3.3.2. Patirties neturintis investuotojas ir jo vertinimas .....	107
3.3.3. Investuotojų apsauga per informacijos atskleidimą .....	112
3.3.3.1. Investuotojų elgsena .....	112
3.3.3.2. Informacijos atskleidimas .....	118
3.3.3.3. Investuojamos sumos ribojimai .....	127
3.3.3.4. Diskusijų lenta ir „vandenų išbandymas“ .....	129
3.3.3.5. Draudimo arba garantinis fondas .....	131
IŠVADOS .....	132
PASIŪLYMAI .....	135
LITERATŪROS SĄRAŠAS .....	136
SANTRAUKA .....	153
SUMMARY .....	171

# ĮVADAS

## Tyrimo aktualumas ir naujumas

Pastarasis dešimtmetis finansų rinkoms yra inovacijų laikotarpis, kurio metu diejami skaitmeniniai sprendimai keičia ne tik būdus, kaip mes naudojames finansinėmis paslaugomis, bet ir pačias finansines paslaugas, t. y. kuriami nauji produktai. Antai elektroniniai pinigai ir kriptovaliutos supaprastina atsiskaitymus tarp šalių, esančių skirtinguose kontinentuose, ir joms nebereikia bankų ir jų korespondentų tarpininkavimo paslaugų, kurios, be visa ko, dar ir nemenkai kainuoja.<sup>1</sup> Pavyzdžiui, blokų grandinės technologija (angl. blockchain), kuri turi milžinišką potencialą ne tik leidžiant pinigus, juos saugant ar atsiskaitant, bet ir vertybinių popierių apskaitoje ir atsiskaitant jais.<sup>2</sup> Paminėtinas ir automatizavimas arba robotika, suteikianti galimybę lengviau pasirinkti geresnių ir pigesnių finansinių produktų, ar lanksčios ir efektyvios debesijos paslaugos.<sup>3</sup> Visos šios inovacijos šiandien vadinamos finansinėmis technologijomis (angl. *FinTech*) – technologijomis paremta finansine inovacija, kuri gali lemti naujus verslo modelius, pritaikomumą, procesus ar produktus, darančius reikšmingą poveikį finansų rinkoms, institucijoms ir finansinių paslaugų teikimui.<sup>4</sup>

Viena šių finansinių technologijų inovacija laikomas ir sutelktinis finansavimas (angl. *crowdfunding*). Šio reiškinio šaknys kyla iš vadinamojo minios šaltinio (angl. *crowdsourcing*) – reiškinio, kai informacija ar indėlis į užduotį ar projektą gaunama pasinaudojant daugelio žmonių mokamomis arba nemokamomis paslaugomis, ir tai paprastai vyksta internetu (pavyzdžiui, kurti „Vikipedijos“ (angl. *Wikipedia*) tinklalapio turinį patikėta patiems jo naudotojams).<sup>5</sup> Nors ir šis terminas dar gana naujas, laikoma, kad pirmasis sutelktinio finansavimo projektas buvo vykdytas dar 1885 m. Niujorke, Jungtinėse Amerikos Valstijose. Čia Džozefas Puliceris (*Joseph Pulitzer*),

- 
- 1 Šio darbo autoriui teko girdėti pavyzdį, kai JAV informacinių technologijų bendrovė savo darbuotojams atlyginimus moka bitkoinais vien todėl, kad visi jos darbuotojai dirba skirtingose valstybėse išsibarstę po visą pasaulį. Jai nepavyko rasti banko, turinčio korespondentinių bankų tinklą, per kurį galėtų sumokėti bankiniu pavedimu atlyginimus savo darbuotojams. Be to, taip ši bendrovė išvengė nemažų bankų tarpininkavimo mokesčių.
  - 2 Sam Daley, „34 Blockchain Applications and Real-World Use Cases Disrupting the Status Quo“, *Built In*, žiūrėta 2021 m. gruodžio 27 d., <https://builtin.com/blockchain/blockchain-applications>.
  - 3 Ivana Bajakić, Marta Božina Beroš, Ana Grdović Gnip, „Regulating Crowdfunding in the EU – Same Rules, Same Results? Case Study of Croatia“, *Balkan Social Science Review* 17 (2021): 12, žiūrėta 2021 m. gruodžio 21 d., <https://js.ugd.edu.mk/index.php/BSSR/article/view/4307>.
  - 4 „Financial Stability Implications from FinTech – Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities’ Attention“, *Financial Stability Board*: 33, žiūrėta 2021 m. kovo 31 d., <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/R270617.pdf>.
  - 5 Andrew A. Schwartz, „Crowdfunding Securities“, *Notre Dame Law Review* 88 (2013): 1459, žiūrėta 2021 m. gruodžio 8 d., <https://ssrn.com/abstract=2279175>.

laikraštyje pateikęs skelbimą, rinko lėšas laisvės statulos pjedestalui įrengti<sup>6</sup> mainais į viešą padėką laikraštyje ir dvylikos colių Laisvės statulos kopiją tiems, kas parėmė projektą bent vienu doleriu ar daugiau<sup>7</sup>. Šiandien sutelktinio finansavimo veiklai pasitelkiamas internetas ir tokio pobūdžio pirmosios platformos atsirado šio amžiaus pirmajame dešimtmetyje.<sup>8</sup>

Per pastarąjį dešimtmetį sutelktinio finansavimo sektorius sparčiai plėtėsi ir šiaudien jau yra šimtai sutelktinio finansavimo platformų. Nurodoma, kad 2018 m. Europos Sąjungoje iš viso buvo apie 794 sutelktinio finansavimo platformų, o jų finansuojamos sumos siekė per 18 mlrd. JAV dolerių ir išaugo 51 proc. nuo 11,9 mlrd. 2017 m. (597 platformos). Vien Jungtinėje Karalystėje finansavimo portfelis sudarė 10,4 mlrd. JAV dolerių 2018 m. ir išaugo 30 proc., palyginti su 8 mlrd. 2017 m. Baltijos valstybėse (Estijoje, Latvijoje ir Lietuvoje) sutelktinio finansavimo portfelis siekė 265 mln. JAV dolerių 2017 m., 539 mln. – 2018 m. Jungtinių Amerikos Valstijų rinkoje 2016 m. per sutelktinio finansavimo platformas iš viso buvo finansuota 192 projektai, 2017 m. – 514, 2018 m. – 764.<sup>9</sup> Kaip pabrėžia mokslininkai, šie skaičiai rodo, kad fiksuojamas 50–150 proc. metinis augimo tempas, o tai tik patvirtina, kad sutelktinis finansavimas užimą reikšmingą finansų rinkos dalį ir yra neatsiejama jos dalis.<sup>10</sup>

Sutelktinis finansavimas ne tik išaugo savo mastu, bet ir rado sąlyčio taškų su kitais rinkos dalyviais. Šiandien Jungtinėse Amerikos Valstijose net 80 proc. visų paskolų, teikiamų per pirmaujančias sutelktinio finansavimo platformas, finansuotos institucinių investuotojų, t. y. rizikos fondų, draudimo bendrovių ar net bankų.<sup>11</sup> Net ir reglamentavimo institucijos sujungia sutelktinio finansavimo veiklą su kitais rinkos dalyviais – Jungtinėje Karalystėje 2015 m. priimtas Smulkiojo verslo, įmonių ir užimtumo įstatymas<sup>12</sup>, numatantis bankams pareigą, atmetus pareiškėjo finansavimo paraišką, nukreipti jį į internetines sutelktinio finansavimo platformas ir, esant pareiškėjo

---

6 Klaus Peter Follak, „Crowdfunding in International and National Regulatory Frameworks“, *Banking & Finance Law Review* 32, 1 (2016): 167, žiūrėta 2022 m. balandžio 20 d., <https://www.proquest.com/docview/1843837007?parentSessionId=SzA5gBclclCqglQRJMoRc47TD4d3y9%2F%2FwVk9FM14B0w%3D>.

7 Brage Humphries, „Funding the Future: Marketplace Lending Equity Crowdfunding, and Bank Lending“, *North Carolina Banking Institute* 217 (2020), 219–220, žiūrėta 2021 m. gruodžio 21 d., <https://scholarship.law.unc.edu/ncbi/vol24/iss1/11>.

8 „Kiva“ (2005 m. JAV), „The Point“ (2008 m., JAV), „IndieGoGo“ (2008 JAV), „Kickstarter“ (2009 JAV), „GoFundMe“ (2010, Anglija).

9 Andrew A. Schwartz, „Crowdfunding Issuers in the United States“, *Washington University Journal of Law and Policy* 61 (2020): 163, žiūrėta 2021 m. gruodžio 21 d., <https://ssrn.com/abstract=3594496>.

10 Martin Ebers ir Benedikt M. Quarch, „EU Consumer Law and the Boundaries of the Crowdfunding Regulation“, iš *Crowdfunding and the Law*, Pietro Ortolani, Marije Louise (Oxford: Oxford University Press, 2021), 3, žiūrėta 2021 m. gruodžio 23 d., <https://ssrn.com/abstract=3822692>.

11 *Ibid.*, 4.

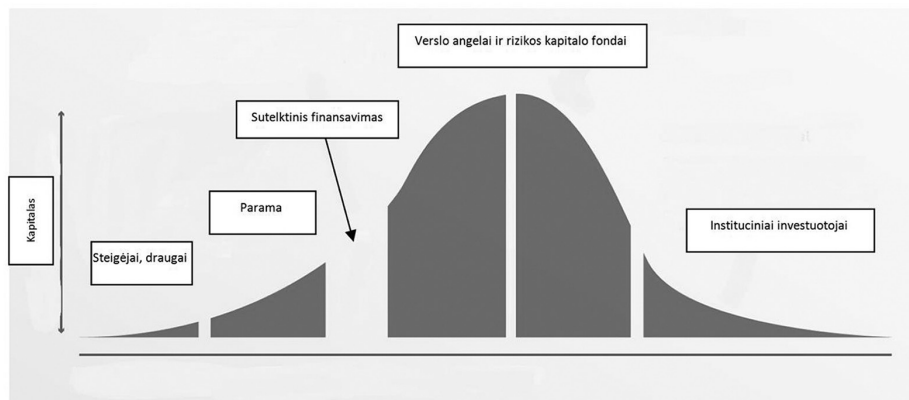
12 Small Business, Enterprise and Employment Bill 2015, UK Public General Acts, žiūrėta 2022 m. balandžio 20 d., <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2015/26/contents/enacted>.

sutikimui, perduoti joms banko turimą informaciją apie pareiškėją. Taip užtikrinama, kad pareiškėjas neliktų be finansavimo ir pasinaudotų alternatyviais finansavimo šaltiniais.<sup>13</sup>

Toks didelis sutelktinio finansavimo sektoriaus augimas buvo ne veltui. Visa tai lėmė dar 2007–2009 m. pasaulinė finansų krizė, kuri sąlygojo nepasitikėjimą kapitalo rinkomis ir atitinkamai reglamentavimo reformas, ES – Bazelis III<sup>14</sup> ir IV, dėl to buvo sugriežtinti bankų sektoriui keliami reikalavimai: kapitalo pakankamumo, rinkos likvidumo rizikos reglamentavimo ir testavimo nepalankiausiomis sąlygomis<sup>15</sup>. MI-FID II<sup>16</sup> reforma lėmė griežtesnius investuotojų interesų apsaugos, interesų konfliktų prevencijos ir finansinių rinkų funkcionalumo skaidrumo reikalavimus. Analogiškai JAV buvo priimtas Dodd-Franko Volstrito reformos ir vartotojų gynimo įstatymas.<sup>17</sup> Atitinkamai bankai buvo priversti mažinti savo finansinį svertą ir peržiūrėti netvaraus ekonomikos pakilimo metu taikytas skolinimo sąlygas, griežtinti paskolų suteikimo kriterijus. Dėl padidėjusių finansavimo kaštų, bankų keliamų papildomų reikalavimų įkaitui ir veiklos suvaržymų mažos ir vidutinės įmonės, savo veiklos vystymo etape, nebeįstengė gauti iš bankų finansavimo palankiomis sąlygomis.<sup>18</sup> Europos Komisijos 2015 m. atlikto tyrimo duomenimis, net 13 proc. smulkių ir vidutinių įmonių paraiškų gauti bankų paskolas Europos Sąjungoje buvo atmetamos. O rizikos kapitalo savininkai ir valdytojai atsisako net 99 proc. jiems siūlomų finansuoti projektų.<sup>19</sup> Atitinkamai mažos ir vidutinės įmonės pradėjo ieškoti alternatyvių finansavimo šaltinių, tad kilo

- 
- 13 Eugenia Macchiavello, „Financial-Return Crowdfunding and Regulatory Approaches in the Shadow Banking, Fintech and Collaborative Finance Era“, *European Company and Financial Law Review* 662 (2017): 23, žiūrėta 2020 m. spalio 27 d., [https://papers.ssrn.com/sol3/cf\\_dev/AbsByAuth.cfm?per\\_id=1399009.26](https://papers.ssrn.com/sol3/cf_dev/AbsByAuth.cfm?per_id=1399009.26).
  - 14 Basel III: international regulatory framework for banks, Bank for International Settlements, žiūrėta 2022 m. sausio 8 d., <https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>.
  - 15 Phillip Coggan, *The Money Machine: How the City Works*, 7th edition (London: Penguin Books, 2015), 31–40; taip pat išsamiai apie krizės priežastis ir padarinius žr. Simon Gleeson, *International Regulation of Banking: Capital and Risk Requirements*, 2<sup>nd</sup> ed. (Oxford: Oxford University Press, 2012), 27–32.
  - 16 „Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. gegužės 15 d. direktyva Nr. 2014/65/ES dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos direktyva 2002/92/EB ir direktyva 2011/61/ES“, OJ L 173, 349–496, žiūrėta 2020 m. rugsėjo 1 d., [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/pdf/?uri=ceL\\_eX:32014L0065&from=eN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/pdf/?uri=ceL_eX:32014L0065&from=eN).
  - 17 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, žiūrėta 2021 m. gruodžio 28 d., <https://www.congress.gov/111/plaws/publ203/PLAW-111publ203.pdf>.
  - 18 „Europos Komisijos 2018 m. kovo 8 d. pasiūlymas dėl Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos, kuria iš dalies keičiama direktyva 2014/65/ES dėl finansinių priemonių rinkų (COM(2018)0099 – C8-0102/2018 – 2018/0047(COD))“, 1, žiūrėta 2020 m. rugsėjo 1 d., [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/?uri=ceL\\_eX:52018pc0099](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/?uri=ceL_eX:52018pc0099).
  - 19 Dirk Zetsche Andreas ir Christina Preiner, „Cross-Border Crowdfunding – Towards a Single Crowdfunding Market for Europe“, *European Banking Institute Working Paper Series* 8 (2017): 223, žiūrėta 2021 m. gruodžio 21 d., <https://ssrn.com/abstract=2991610>.

mintis pasinaudoti interneto teikiamu privalumu ir pamėginti pritraukti lėšų iš daugybės interneto vartotojų kad ir mažomis sumomis, tokiomis kaip 10 Eur. Taip atsirado **naujas reiškinys, kai interneto platformoje viešai paskelbtą projektą finansuoja su tuo projektu nesusiję investuotojai paskolos forma arba įsigydami projekto savininko išleistas finansines priemones, t. y. sutelktinis finansavimas**. Pasaulio bankas vaizdingai atskleidė, kad sutelktinis finansavimas gali užpildyti mažų ir vidutinių įmonių finansavimo stygių pokriziniu laikotarpiu (žr. 1 pav.).



1 pav. Sutelktinio finansavimo vieta mažų ir vidutinių įmonių finansavimo struktūroje<sup>20</sup>

Sutelktinio finansavimo terminą pirmą kartą paminėjo Maiklas Sulivanas (*Michael Sullivan*) dar 2006 m.<sup>21</sup> ir jau 2012 m. Jungtinėse Amerikos Valstijose buvo priimti sutelktinio finansavimo veiklą leidžiantys atitinkamų teisės aktų pakeitimai, nors jie ir įsigaliojo tik 2015 m. Europos Sąjungoje Europos sutelktinio finansavimo paslaugų verslui teikėjų reglamentas (ES) 2020/1503<sup>22</sup> pradėtas taikyti nuo 2021 m. lapkričio 10 d. Palyginti su kitų verslo finansavimo veiklų reglamentavimu, tai yra labai trumpas laikas, kai tik atsiradus naujam verslo finansavimo būdui jis praktiškai tuojau pat imtas reglamentuoti tokiu mastu. Galime pasižiūrėti į labai panašią kreditavimo ar

20 „Crowdfunding’s Potential for the Developing World“, World Bank: 16, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 23 d., <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/17626>.

21 Edan Burkett, „A Crowdfunding Exemption? Online Investment Crowdfunding and U. S. Securities Regulation“, *Transactions: the Tennessee Journal of Business Law*, 63 (2011): 70, žiūrėta 2021 m. gruodžio 14 d., <https://ir.law.utk.edu/transactions/vol13/iss1/4/>.

22 „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>.

investicinių paslaugų teikimo veiklą – jos reglamentavimas užtruko kone šimtmetį. Sutelktinis finansavimas, vos tik atsiradęs, imtas reglamentuoti ne tik nacionaliniu mastu, bet ir Europos Sąjungos bendrijos ar Jungtinių Amerikos Valstijų federaliniu lygiu. Sutelktinis finansavimas skolinimo pagrindais labai panašus į kreditavimą, o investavimo pagrindais – į investicinių paslaugų teikimą, tačiau tai nėra tapačios veiklos. Tai – visiškai nauja verslo finansavimo forma, kelianti analogiškas rizikas (investuojamų pinigų praradimo, apgaulės, informacijos asimetrijos ir pan.) projekto savininkui, platformos operatoriui ar investuotojui. Netinkamai suvokiant šiuos sutelktinio finansavimo aspektus, sunku tinkamai įvertinti teisinius trilypius santykius, kurie susiklosto tarp projekto savininko ir investuotojo, platformos operatoriaus ir investuotojo, projekto savininko ir platformos operatoriaus. Atitinkamai šio tyrimo naujumas lemia ir šio darbo teorinį bei praktinį reikšmingumą. Šio naujo reiškinio veikla, sąlygos ir specifika iš esmės nėra nagrinėta Lietuvos teisės doktrinoje. Šiame darbe pirmą kartą Lietuvoje pateikiama išsami sutelktinio finansavimo instituto analizė ir jo teisinė prigimtis. Taigi šiuo mokslo darbu siekiama užpildyti Lietuvos teisės doktrinoje esantį vakuumą ir padėti pagrindus, kad būtų tinkamai suvokiami sutelktinio finansavimo veiklos ypatumai, jame dalyvaujančių subjektų teisės ir pareigos, jų tarpusavio interesų balansas.

## Tyrimo problema

Sutelktinis finansavimas, kuris atliekamas internetu, atsirado apytiksliai tik prieš 15 metų ir netrukus buvo priimtas jo teisinis reglamentavimas. Čia natūraliai gali kilti klausimas, ar toks reglamentavimas buvo būtinas. Juk šis reiškinys yra tik atsiradusi inovacija, gal reikėjo sulaukti gerosios rinkos praktikos ir jai nusistovėjus pasitelkti ją kaip analogiją naujam sutelktinio finansavimo reglamentavimui? Juk rinkos dalyviai galėjo pasinaudoti galimybe pritaikyti kreditavimo ir kapitalo rinkų reglamentavimo aktuose numatytus mechanizmus, juos atitinkamai pritaikius prie savitos sutelktinio finansavimo veiklos, taip išvedant šios veiklos reglamentavimo „aukso vidurį“. Be abejo, tai reikalautų nemažai laiko. Jei to negalima padaryti, gal būtina identifikuoti to priežastis ir kelti klausimą, kaip jos turi būti šalinamos. O gal čia būtų pakakę jau esamo kreditavimo ir kapitalo rinkų reglamentavimo, juk sutelktinio finansavimo veikla yra labai panaši į šias verslo finansavimo formas. Juk čia taip pat indėlininkų ar investuotojų pinigai su atitinkamais įsipareigojimais perduodami verslui finansuoti pasitelkiant atitinkamus tarpininkus (kredito įstaigas, finansų maklerio įmones ir kt.). Gal būtų pakakę taikyti funkcinio ekvivalentiškumo principą ir į esamą kreditavimo ir kapitalų rinkų reglamentavimą įtraukti papildomas nuostatas, kurios įpareigotų šį reglamentavimą taikyti ir sutelktinio finansavimo veiklai.

Jei to negalima padaryti ir būtinas specialus sutelktinio finansavimo reglamentavimas, atitinkamai kyla klausimas, koks turėtų būti sutelktinio finansavimo reglamentavimas, kad nepažeistų tarpininkų, kurie veikia kreditavimo ar kapitalo rinkų reglamentavimo atveju, interesų. Kitais žodžiais tariant, ar specialus sutelktinio finansavimo reglamentavimas, atsižvelgiant į šios veiklos gerokai mažesnę mastą, kalbant apie

mažas interneto vartotojų investuojamas ir projektų savininkų surenkamas sumas, nesuteiktų palankesnių sąlygų veikti sutelktinio finansavimo platformai, lyginant su kreditavimo ir kapitalų rinkų reglamentuojama veikla. Pavyzdžiui, būtų taikomi daug lengvesni prudenciniai kapitalo pakankamumo reikalavimai, nors iš esmės ši finansavimo veikla yra labai panaši į kreditavimo ir kapitalų rinkų finansavimo veiklą. Arba, priešingai, būtų taikomi daug didesni investuotojų apsaugos reikalavimai sutelktinio finansavimo atveju, o tai lemtų išaugusias sutelktinio finansavimo veiklos išlaidas ar investuotojų nepasitenkinimą. Vienu ar kitu atveju atitinkamas finansavimo tarpininkas gali įgyti pranašumą dėl palankesnių veiklos reikalavimų, taikomų jo vykdomam verslui.

Apibendrinant galima kelti klausimą, kad jei naujasis sutelktinio finansavimo reglamentavimas reikalingas, koks jis turi būti, kad užtikrintų verslo finansavimo veikloje dalyvaujančių tarpininkų interesų pusiausvyrą. Atitinkamai reikia įvertinti ir tai, kad galbūt buvo galima pritaikyti jau esamą kreditavimo ir kapitalų rinkų reglamentavimą su atitinkamais pakeitimais, o ne priimti visiškai naują reglamentavimą. Čia taip pat svarbu įvertinti, kodėl buvo apsispręsta reglamentuoti sutelktinio finansavimo veiklą Europos Sąjungos mastu priimant reglamentą, o ne paliekant šį klausimą spręsti valstybėms narėms nacionaliniu reguliavimu, kaip tai padaryta Olandijoje, Portugalijoje, Ispanijoje, Suomijoje Prancūzijoje, Jungtinėje Karalystėje ir Lietuvoje. Juk sutelktiniu finansavimu finansuojamos mažos ir vidutinės įmonės ir mažomis sumomis, palyginti su kapitalo rinkomis, o tai ir lemia šio reiškinio lokališkumą, t. y. finansavimas renkamas tik toje rinkoje, kur atitinkamas projektas žinomas čia pat gyvenantiems interneto vartotojams, o kitos valstybės narės potencialiems investuotojams, tikėtina, jis būtų neįdomus. Taip pat skirtingos kultūros lemia ir skirtingą požiūrį į investavimą, todėl kyla klausimas, ar nereikėjo to palikti valstybių narių kompetencijai spręsti. O gal priešingai – reikia skatinti bendrą ir integralią Europos Sąjungos kreditavimo ir kapitalo rinką, kurioje būtų taikomas visuotinai priimtas investavimo reglamentavimo standartas, taip siekiant suvienodinti skirtingus požiūrius bendrijos valstybėse narėse?

Pažvelgus į sutelktinio finansavimo subjektų interesus, galima klausti, kaip jie turėtų tarpusavyje būti suderinti, kad nebūtų pažeistas trijų sutelktinio finansavimo subjektų interesų balansas. Pavyzdžiui, ar nėra perteklinių reikalavimų sutelktinio finansavimo platformos operatoriaus veiklai, kurie trukdytų jam lengvai steigtis ir teikti sutelktinio finansavimo paslaugas. Ar, atsižvelgus į sutelktinio finansavimo santykinai mažą mastą, reikia prudencinio kapitalo pakankamumo reikalavimo ir, jei taip, tai kokio dydžio jis turėtų būti, kad nebūtų per didelis, bet drauge atliktų prevencijos funkciją. Kita vertus, ar projekto savininkui nėra perteklinių reikalavimų, kurie nepagrįstai ribotų jo galimybes gauti finansavimą per sutelktinio finansavimo platformas? Juk jų surenkamos sumos yra gerokai mažesnės nei kapitalų rinkų atveju. Pernelyg dideli reikalavimai siūlomo finansuoti projekto viešinimui, pavyzdžiui, prospekto parengimas, gali lemti didelius kaštus, o nustatyta maksimali galima finansuojamos sumos riba projektui gali būti per maža, atsižvelgiant į minėtus patirtus atitikties kaštus. Galiausiai ar investuotojo interesai čia turi būti saugomi? Jei taip, kokios to priežastys ir kaip tai turėtų būti sprendžiama. Galbūt, kalbant apie investuotojų apsaugą, pakaktų

taikyti kapitalo rinkų reglamentavimo analogiją. Ar reikalinga vertinti atitinkamos investicijos tinkamumą ar priimtinumą investuotojui, o gal investuojant į nesudėtingus projektus nereikėtų visai to vertinti, kaip yra kapitalo rinkų atveju, kai platinamos nesudėtingos finansinės priemonės (angl. *execution only*).

Kitas klausimas – ar sutelktinio finansavimo potencialiam investuotojui pateikti informaciją apie finansuojamą projektą prospekto pavidalu, kaip to reikalaujama kapitalo rinkų atveju. Ar reikalavimas atskleisti informaciją tokiu pavidalu nebus perteklinis paprastam interneto vartotojui, kuris vargu ar skaitys visus du šimtus prospekto puslapių, o jei ir skaitys, ar tinkamai supras jame nurodytą informaciją ir ar gebės adekvačiai įvertinti su investavimo veikla susijusias rizikas ir priimti tinkamą investicinį sprendimą? Juk priešingu atveju nukentėjus investuotojams sutelktinio finansavimo veikla gali tapti nepatraukli, nes būtų laikoma nesaugi. Taigi nustatyti tinkamą šių trijų teisinių santykių interesų pusiausvyrą yra labai svarbu, nes tai lemia, ar šis verslo finansavimo būdas bus patrauklus ir veiksmingas.

Apibendrinant galima sakyti, kad nuodugnios analizės reikalaujanti tyrimo **problema** – kokia yra sutelktinio finansavimo reglamentavimo esmė, jo vieta Europos Sąjungos kreditavimo, kapitalo rinkų reglamentavimo architektūroje ir kaip sutelktinio finansavimo reglamentavimas užtikrina sutelktinio finansavimo subjektų tarpusavio interesų balansą.

## Tyrimo objektas

Šio tyrimo **objektas** yra sutelktinio finansavimo reglamentavimas Europos Sąjungoje. Šis objektas atskleidžiamas pirmiausia analizuojant ir lyginant panašaus pobūdžio veiklas: kredito ir investicinių paslaugų teikimą, šių veiklų keliamas rizikas. Taip atskleidžiama sutelktinio finansavimo kaip alternatyvios finansavimo formos teisinė padėtis finansų rinkų sistemoje ir nelengvas reguliuotojui kilęs uždavinys – kaip naujam alternatyviam verslo finansavimo būdui rasti vietą šalia esamo nusistovėjusio kapitalo ir paskolų rinkos reglamentavimo. Apžvelgiami kiekvienam sutelktinio finansavimo subjektui nustatyti teisinio reglamentavimo niuansai, šių subjektų teisės ir pareigos palyginamos ne tik su kredito ir investicinių paslaugų teikimo subjektų teisėmis ir pareigomis, bet ir su tuo, kaip visa tai reglamentuojama užsienio valstybių.

## Tyrimo ribos

Šiuo tyrimu siekiama tirti išskirtinai tik atlygintinę sutelktinio finansavimo veiklą, skirtą verslui finansuoti.<sup>23</sup> Čia neanalizuojamas sutelktinis finansavimas labdaros, nepiniginio atlygio ar privilegijų forma, nors pirmosios sutelktinio finansavimo formos buvo kaip tik tokios. Vartojimo kreditavimas, reglamentuojamas Vartojimo kredito

---

23 Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 8 punktas: „Šalinant sutelktinio finansavimo paslaugų vidaus rinkos veikimo kliūtis, šiuo reglamentu siekiama skatinti tarpvalstybinį verslo finansavimą. <...>“

sutarčių direktyvos 2008/48/EB<sup>24</sup>, paskola nekilnojamajam turtui įsigyti, patenkanti į Vartojimo kredito sutarčių dėl gyvenamosios paskirties nekilnojamojo turto direktyvos<sup>25</sup> veikimo sritį<sup>26</sup>, čia taip pat nenagrinėjama.

## Tyrimo tikslas

Šio tyrimo **tikslas** – taikant mokslinius tyrimo metodus išanalizuoti sutelktinio finansavimo reglamentavimo koncepciją ir sutelktinio finansavimo subjektų teises ir pareigas bei įvertinti jų balansą. Taip pat apžvelgti principines nuostatas, išsamiai atskleisti sutelktinio finansavimo teisinius aspektus, identifikuoti jų teisinio vertinimo problemas, o nustačius teisinio reglamentavimo trūkumus pateikti galimas tobulinimo kryptis.

Šiam tikslui įgyvendinti keliami tokie tyrimo **uždaviniai**:

1. Ištirti sutelktinio finansavimo reglamentavimo koncepciją ir jos atsiradimo teisinės prielaidas;
2. Atskleisti sutelktinio finansavimo teisinio reglamentavimo santykį su kitų verslo finansavimo formų, tokių kaip kreditavimas ir investicinė veikla, reglamentavimu;
3. Ištirti sutelktinio finansavimo subjektų teises ir pareigas ir nustatyti, kaip jos dera tarpusavyje;
4. Ištirti veiksnius, lėmusius sutelktinio finansavimo investuotojų interesų apsaugos poreikį;
5. Palyginti užsienio šalių nustatytą sutelktinio finansavimo teisinį reglamentavimą, šiame kontekste identifikuoti Europos Sąjungoje galiojančio teisinio reglamentavimo ir teisės taikymo spragas bei pasiūlyti galimus problemų sprendimo variantus.

## Ginamieji disertacijos teiginiai

1. Sutelktinis finansavimas yra naujas reiškiny, kurio teisinių santykių reglamentavimui negalima taikyti funkcinio ekvivalentiškumo principo ir reglamentuoti jo kreditavimo ir investicines paslaugas teikiančių įmonių veiklai taikomais teisės aktais. Griežto kreditavimo ir investicinių paslaugų teikimo reglamentavimo taikymas

---

24 „Europos Parlamento ir Tarybos 2008 m. balandžio 23 d. direktyva 2008/48/EB dėl vartojimo kredito sutarčių ir panaikinanti Tarybos direktyvą 87/102/EEB“, OJ L 133/66, žiūrėta 2020 m. gruodžio 28 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/lt/TXT/?uri=CELEX%3A32008L0048>.

25 „Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. vasario 4 d. direktyva 2014/17/ES dėl vartojimo kredito sutarčių dėl gyvenamosios paskirties nekilnojamojo turto, kuria iš dalies keičiamos direktyvos 2008/48/EB ir 2013/36/ES bei Reglamentas (ES) Nr. 1093/2010“, OJ L 60/34, žiūrėta 2020 m. gruodžio 28 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0017&from=EN>.

26 Sebastiaan Niels Hooghiemstra, „The European Crowdfunding Regulation – Towards harmonization of (Equity- and lending-based) Crowdfunding in Europe?“, *SSRN Electronic Journal* (2020): 4, 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).

sutelktinio finansavimo veiklai būtų perteklinis ir ribotų šios verslo finansavimo formos vystymąsi.

2. Reglamento 2020/1503 nustatytas reglamentavimas taiko analogiškas kreditavimo ir investavimo veikloje kylančių rizikų valdymo priemonės, kurios taikomos ir kitų finansų įstaigų veikloje. Yra tik du esminiai skirtumai: pirma, taikomi švelnesni reikalavimai sutelktinio finansavimo platformų veiklai ir projektų savininkams taip siekiant skatinti sutelktinio finansavimo veiklą, ir, antra, taikomos griežtesnės investuotojų apsaugos priemonės siekiant užtikrinti sutelktinio finansavimo rinkos integralumą.
3. Europos Sąjungoje nustatytas sutelktinio finansavimo reglamentavimas ne tik subalansuoja paslaugų teikėjų, projektų savininkų ir investuotojų interesus ir jų tarpusavio santykius, bet ir padaro tai taip, kad tai derėtų su esamu kapitalo ir kreditavimo rinkų reglamentavimu. Atitinkamai šiandien sutelktinio finansavimo reglamentavimas nesukuria reglamentavimo arbitražo su vertybinių popierių leidimą ir prekybą, paskolų teikimą, mokėjimo įstaigų veiklą reglamentuojančiais teisės aktais ir jie dera tarpusavyje.

## Tyrimų apžvalga

Su sutelktinio finansavimo reglamentavimu susiję klausimai iki šiol Lietuvoje nebuvo nagrinėjami. Galima paminėti tik Gretos Navickaitės ir Grigorij Žilinskij pranešimą konferencijoje „Sutelktinis finansavimas – vieta fintech rinkoje ir fintech tyrimuose“<sup>27</sup> bei Agnės Šneiderienės ir Aurelijos Zonienės publikaciją „Sutelktinio finansavimo, kaip alternatyvaus būdo investuoti į tvarius projektus, galimybės ir iššūkiai“<sup>28</sup>.

Priešingai nei Lietuvoje, užsienio valstybių teisės doktrinoje yra nemažai veikalų, skirtų probleminių sutelktinio finansavimo reglamentavimo klausimų analizei Europos ar Amerikos kontinentuose ir kitose valstybėse. Europoje šią temą išskirtinai plėtoja Guido Ferrarini ir Eugenia Macchiavello, kurie jau dešimtmetį analizuoja sutelktinio finansavimo reglamentavimą. Jungtinėse Amerikos Valstijose sutelktinis finansavimas nagrinėjamas nuo 2009 m., kai buvo pradėtas svarstyti sutelktinio finansavimo reglamentavimo pasiūlymas. Daugiausia publikacijų šiuo klausimu pateikė Andrew A. Schwartz ir Darian M. Ibrahim. Verta paminėti ir tokių autorių kaip Usha R. Rorigues ir Jack Wroldsen publikacijas, kurios išsiskiria savo įžvalgomis. Jomis taip pat remiamasi šiame darbe.

Darbu, kuriuose būtų aptariamasi sutelktiniame finansavime dalyvaujančių

---

27 Greta Navickaitė, Grigorij Žilinskij, „Sutelktinis finansavimas – vieta Fintech rinkoje ir Fintech tyrimuose“ (pranešimas 22-osios Lietuvos jaunųjų mokslininkų konferencijoje „Mokslas – Lietuvos ateitis“, Vilnius, 2019 m. vasario 13 d.), žiūrėta 2022 m. lapkčio 7 d., <http://jmk.vvf.vgtu.lt/index.php/Verslas/2019/paper/viewFile/400/172>.

28 Agnė Šneiderienė, Aurelija Zonienė, „Sutelktinio finansavimo, kaip alternatyvaus būdo investuoti į tvarius projektus, galimybės ir iššūkiai“, *Regional Formation and Development Studies* 33 (1) (2021): 128–136, žiūrėta 2022 m. lapkričio 13 d., <https://e-journals.ku.lt/journal/RFDS/article/1733/info>.

subjektų tarpusavio teisių ir pareigų balansas, yra vos keletas. Galima minėti mokslininkės Eugeniašos Macchiavello publikaciją.<sup>29</sup> Apie tai epizodiškai savo straipsniuose kalbėjo Philippe Dorin ir Martin Vojtko<sup>30</sup>, Konstantinos Serdaris<sup>31</sup> ir Rafael A. Porrata-Doria<sup>32</sup>. Paminėtina ir tai, kad rašant disertaciją daugiausia remtasi dviem moksliniais straipsniais: Marinašos Nehme „Regulating Crowd Equity Funding – the Why and the How“<sup>33</sup>, kuriame aptariamos pamatinės sutelktinio finansavimo reglamentavimo balanso poreikio idėjos, ir Christopherio J. Brummerio ir Yeshāos Yadav didelės apimties moksliniu straipsniu „Fintech and the Innovation Trilemma“<sup>34</sup>, kuriame aptariama, su koku išbandymu susidūrė sutelktinio finansavimo reglamentavimo kūrėjas, kai teko ne tik balansuoti tarp sutelktinio finansavimo subjektų teisių ir pareigų nustatymo ir jų tarpusavio sąveikos, bet ir užtikrinti reglamentavimo paprastumą ir finansų rinkos vientisumą. O darbo, kuriame visapusiškai būtų aptartas tyrimo objektas, iškeltas tikslas ir uždaviniai, disertacijos autoriui nepavyko aptikti.

## Tyrimo metodologija

Tyrimo objektas natūraliai lemia ir tyrimui taikytinų metodų pasirinkimą. Siekiant iškelto tyrimo tikslo, formuluojant pasiūlymus ir išvadas, kompleksiskai taikyti įvairūs moksliniai metodai: sisteminės analizės, lyginimo metodas, analizės ir apibendrinimo metodai.

*Sisteminės analizės metodas* leido nuosekliai išanalizuoti sutelktinio finansavimo institutų reglamentuojančias įvairių šalių teisės normas, taip pat ir anksčiau Lietuvoje

---

29 Eugenia Macchiavello, „The European Crowdfunding Service Providers Regulation and the Future of Marketplace Lending and Investing in Europe: the ‘Crowdfunding Nature’ Dilemma“, *European Business Law Review* 32 (3) (2021): 564, žiūrėta 2021 m. gruodžio 20 d., <https://kluwerlawonline.com/journalarticle/European+Business+Law+Review/32.3/EULR2021020>.

30 Philippe Dorin ir Martin Vojtko, „The European Journey of Alternative Lenders: Towards a Capital Markets Union?“, *Journal of International Banking and Regulation* 33/385 (2018): 386.

31 Konstantinos Serdaris, „Behavioural Economic Influences on Primary Market Disclosure – The Case of the EU Regulation on European Crowdfunding Service Providers“, *European Company and Financial Law Review* 18 (3)(2021), 428–429, žiūrėta 2021 m. gruodžio 20 d., <https://doi.org/10.1515/ecfr-2021-0020>.

32 Rafael A. Porrata-Doria, „Resolving the Crowdfunding Conundrum: The Experience of the United States and Spain“, *Temple University Legal Studies Research Paper* 37 (2019), 235, žiūrėta 2021 m. gruodžio 21 d., <https://ssrn.com/abstract=3487122>.

33 Marina Nehme, „Regulating Crowd Equity Funding – the Why and the How“, *Journal of Law and Society* 45 (1) (2018), 124–127, žiūrėta 2021 m. gruodžio 20 d., <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/jols.12082>.

34 Christopher J. Brummer ir Yeshā Yadav, „Fintech and the Innovation Trilemma“, *Georgetown Law Journal* 235 (2019): 244, žiūrėta 2021 m. gruodžio 23 d., <https://scholarship.law.vanderbilt.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2112&context=faculty-publications>.

galiojusio Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymo<sup>35</sup> nuostatas, ir padėjo nustatyti šio verslo finansavimo metodo teisinės koncepcijos vietą jau egzistuojančioje kapitalo rinkų reglamentavimo teisės sistemoje. Jis padėjo atskleisti kiekvieno sutelktinio finansavimo subjekto teises ir pareigas bei santykį su kitų finansavimo būdų, pavyzdžiui, kreditavimo ar kapitalo rinkų, subjektų teisėmis ir pareigomis. Šis metodas atskleidė, kokią vietą sutelktinio finansavimo reglamentavimas užima šiandieninėje verslo finansavimo reglamentavimo architektūroje.

*Lyginamasis metodas* taikytas siekiant išskirti ir apibendrinti pagrindinėse pasaulio jurisdikcijose (Jungtinėse Amerikos Valstijose, Europos Sąjungoje, Australijoje, Kana-doje ir kt.) susiformavusius sutelktinio finansavimo instituto reglamentavimo kontūrus. Taikydamas lyginamąjį metodą autorius išryškina šiose valstybėse susiformavusių sutelktinio finansavimo instituto reglamentavimo modelių esminius panašumus ir skirtumus. Pasirinktos jurisdikcijos išsiskiria savo kreditavimo ir kapitalo rinkų teisi-nio reglamentavimo išsivystymu, todėl buvo svarbu apžvelgti jų pasirinktą sutelktinio finansavimo reglamentavimo sampratą ir nustatytą sutelktinio finansavimo subjek-tų interesų balansą. Skirtingos teisinės sistemos analizuojamos pagal tai, kiek panašius sprendimų būdus jos siūlo konkrečioms teisinėms problemoms. Identifikavus daugeliui jurisdikcijų bendras sutelktinio finansavimo reglamentavimo problemas, iš skirtingų sprendimų perspektyvos šiame darbe nagrinėjami skirtingi reglamenta-vimo pasirinkimo aspektai. Vėliau šie sprendiniai lyginami tarpusavyje įvertinant jų privalumus ir trūkumus. Pažymėtina, kad atskirose teisinėse sistemose sutelktinio fi-nansavimo problemos sprendžiamos panašiai. Pasitelkiami ir mažesnių jurisdikcijų (Naujosios Zelandijos, Jungtinės Karalystės), kuriose sutelktinio finansavimo regla-mentavimo problemos atitinkamais aspektais buvo sprendžiamos kitaip nei didžiųjų jurisdikcijų, sprendimai.

*Duomenų analizės metodas* buvo taikomas analizuojant dokumentus: 1) užsienio valstybių ir Lietuvos teisės aktus, taip pat Europos Sąjungos teisės šaltinius; 2) Lietuvos ir užsienio priežiūros institucijų individualius administracinius aktus ir pranešimus; 3) Europos vertybinių popierių ir rinkų institucijos ir kitų organizacijų ir institucijų (IOSCO, EBA, ESCP ir kt.) dokumentus; 4) straipsnius, monografijas, vadovėlius, ki-tus mokslo darbus ir pranešimus konferencijose. Renkant medžiagą tyrimui, naudota-si Lietuvos bibliotekų fondais, prenumeruojamomis duomenų bazėmis ir moksliniais ištekliais, kurie buvo prieinami stažuotės Genujos universitete (*Università degli Studi di Genova*) Italijoje metu.

*Apibendrinimo metodas* taikytas siekiant nustatyti dėsningumus, siejant sutelktinio finansavimo veiklos reglamentavimo požymius į vieną visumą, formuluojant išvadas ir pasiūlymus. Šis metodas pirmiausia buvo taikomas bandant nustatyti sutelktinio finansavimo reglamentavimo esmę, t. y. kodėl buvo būtina reglamentuoti šį naują reišk-inį, kas pasireiškė per šios veiklos keliamas rizikas, kurios analogiškos kreditavimo ir kapitalo rinkų vykdomai veiklai. Mėginama apibendrinti pristatant reglamentuotą

---

35 „Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymas“, TAR, žiūrėta 2022 m. sausio 8 d., <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/60391540ab3c11e6a6f98c1425a5ffa8>.

sutelktinio finansavimo veiklą pavienėse Europos Sąjungos valstybėse narėse. Kiekvieno skyriaus pabaigoje apibendrinami skirtingų valstybių mokslininkų tyrimų duomenys ir atitinkamai daromos galutinės išvados, formuluojami pagrindiniai viso darbo ir tyrimo teiginiai.

## Tyrimo rezultatų patikimumas ir aprobavimas

Atliekant tyrimą buvo naudojami pirminiai teisės šaltiniai – Europos Sąjungos, Lietuvos ir užsienio valstybių teisės aktai. Jų interpretavimo ir taikymo praktika bei teisės doktrina analizuota naudojantis daugybe užsienio literatūros šaltinių. Pasitelkti moksliniai metodai ir kritiškas disertanto požiūris leido išsamiai ir visapusiškai išnagrinti sutelktinio finansavimo reglamentavimo koncepciją ir jo vietą finansų rinkų teisės reglamentavimo architektūroje. Todėl galima teigti, kad gauti tyrimo rezultatai yra patikimi. Tyrimo rezultatų patikimumą gali patvirtinti tolesni sutelktinio finansavimo reglamentavimo srities tyrimai. Tam tikri tyrimo rezultatai paskelbti šio darbo autoriaus mokslinėse publikacijose mokslo darbų leidinyje „Jurisprudencija“: „Sutelktinio finansavimo reguliavimo Europos Sąjungoje atsiradimo teisinės prielaidos“<sup>36</sup> ir „Sutelktinio finansavimo reglamentavimas JAV ir ES: lyginamoji analizė“<sup>37</sup>. Be to, tyrimo tema 2021 m. balandžio 8 d. tarptautinėje mokslinėje konferencijoje „Besivystančios finansų ir kredito sistemos iššūkiai“ Bankininkystės universitete Lvove, Ukrainoje, skaitytas pranešimas „Sutelktinio finansavimo reguliavimo teisiniai pagrindai Europos Sąjungoje“. Tyrimo rezultatai apsvarstyti ir aprobuoti Mykolo Romerio universiteto Privatinės teisės instituto posėdyje.

## Tyrimo struktūra

Darbą sudaro įvadas, mokslinis tyrimas, susidedantis iš 3 dalių, išvadų ir rekomendacijų, naudotos literatūros ir šaltinių sąrašo.

Įvade aptariama tyrimo problema, jos aktualumas, ištirtumas, tyrimo objektas, ribos, tikslas, uždaviniai, metodai, literatūros ir tyrimų apžvalga, pristatoma tyrimo struktūra.

Pirmoje darbo dalyje analizuojamas poreikis turėti sutelktinio finansavimo reglamentavimą. Tai atliekama pirmiausia atskleidžiant sutelktinio finansavimo paslaugos esmę. Taip pat iš dalies nurodoma, kuo ji panaši ir kuo skiriasi nuo kreditavimo ir investicinių paslaugų teikimo veiklos. Antra, apžvelgiama, kokias pagrindines rizikas kelia sutelktinio finansavimo veikla jos dalyviams, nepaisant teikiamų privalumų

---

36 Eugenijus Miliukas, „Sutelktinio finansavimo reguliavimo Europos Sąjungoje atsiradimo teisinės prielaidos“, *Jurisprudencija* 27 (2) (2020): 476–491, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 15 d., <https://ojs.mruni.eu/ojs/jurisprudence/article/view/6369/5329>.

37 Eugenijus Miliukas, „Sutelktinio finansavimo reglamentavimas JAV ir ES: lyginamoji analizė“, *Jurisprudencija* 28 (2) (2021): 467–488, žiūrėta 2022 m. vasario 22 d., <https://ojs.mruni.eu/ojs/jurisprudence/article/view/6862>.

smulkiąjam ir vidutiniąjam verslui ir kapitalo rinkoms ar investuotojams. Trečia, atskleidžiama, kokių reglamentavimo ir konkurencinių problemų būta Europos Sąjungoje, kol nebuvo priimtas sutelktinio finansavimo Reglamentas 2020/1503<sup>38</sup>. Galiausiai aptariama, su kokia problemos trilema turėjo susidurti reglamentavimo institucijos, siekdamos nustatyti tinkamą trilypių sutelktinio finansavimo subjektų tarpusavio teisinių santykių balansą reglamentuodamos sutelktinį finansavimą. Šiame skyriuje aptariama teorinė sutelktinio finansavimo reglamentavimo koncepcija, o paskesniuose skyriuose išskiriamos praktinės sutelktinio finansavimo reglamentavimo problemos.

Antroje darbo dalyje aptiriamos sutelktinio finansavimo teikiamos paslaugų rūšys ir jų ypatumai. Kiekviena rūšis atskirai palyginama su analogiškų paslaugų reglamentavimu, nustatomi jų panašumai ir skirtumai, pvz., sutelktinis finansavimas kaip tarpininkavimas teikiant paskolas lyginamas su kreditavimo veikla arba sutelktinio finansavimo tarpininkavimas atliekant investicijas lyginamas su investicinės veiklos reglamentavimu ir prospekto reikalavimais. Analizuojama, kodėl reglamentavimo kūrėjas pasirinko kaip tik tokį reglamentavimą.

Trečioje dalyje atskirai aptariami sutelktinio finansavimo subjektai ir jiems taikomi reglamentavimo teisiniai reikalavimai bei ypatumai. Čia siekiama nustatyti ir aprašyti, dėl kokių priežasčių jiems nustatytas vienas ar kitas reikalavimas ar suteikiama atitinkama teisė. Be to, jie lyginami su panašios veiklos taikomu reglamentavimu ir užsienio šalyse nustatytu reglamentavimu.

---

38 „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“, *supra note*, 22.

# 1. SUTELKTNIO FINANSAVIMO REGLAMENTAVIMO POREIKIS

## 1.1. Sutelktinio finansavimo paslaugų esmė

Sutelktinis finansavimas apibrėžiamas kaip paslauga, kai investuotojų ir projektų savininkų verslo finansavimo interesai suderinami naudojant viešą sutelktinio finansavimo platformą (Reglamento 2020/1503 2 straipsnio 1 dalis a) punktas). Ši paslauga teikiama tarpininkavimo forma (Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 1 punktas), kai sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas administruoja viešai prieinamą internetinę informacinę sistemą. Novatoriškas sutelktinio finansavimo aspektas yra interneto panaudojimas, kai iš esmės socialinė žiniasklaida pasitelkiama kaip rinkodaros ir komunikacijos priemonė.<sup>39</sup> Informatikoje informacinė sistema apibrėžiama kaip informacijos apdorojimo sistema, kartu su atitinkamais žmonių, techninių priemonių, finansų ištekliais kurianti ir skirstanti informaciją.<sup>40</sup> Tai struktūrizuotas procesų ir procedūrų rinkinys, kuriame kaupiami, organizuojami ir perduodami duomenys. Atkreiptinas dėmesys, kad ši informacinė sistema yra vieša, kaip tai akcentuojama Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 12 punkte: „<...> visuotinai prieinamas internetines informacines sistemas, įskaitant ir tas sistemas, kuriose reikalaujama naudotojo registracijos“, todėl visiems interneto sistemų naudotojams (potencialiems investuotojams) turi būti suteikiama neribota prieiga prie sutelktinio finansavimo platformos, kaip tai įtvirtinta Reglamento konstatuojamosios dalies 10 punkte. Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 1 punkte nurodoma, kad naudojantis minėta informacine sistema, t. y. skaitmenine platforma, būsimiems investuotojams parenkami arba sudaromos palankesnės sąlygos jiems patiems pasirinkti įmones, kurios ieško finansavimo. Atkreiptinas dėmesys, kad čia akcentuojamas investuotojų laisvas pasirinkimas, o tai reiškia, kad sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas turėtų veikti kaip neutralus klientų tarpininkas.<sup>41</sup>

Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 4 punkte numatyta, kad sutelktinis finansavimas yra ne tik alternatyvus finansavimo, įskaitant rizikos kapitalą, šaltinis, jis gali teikti ir kitokios naudos įmonėms. Antai, jis gali patvirtinti verslo idėją, suteikti verslininkams galimybę susisiekti su daugybe žmonių, kurie teikia išvalgų ir informacijos, ir tapti rinkodaros priemone. Atkreiptinas dėmesys, kad Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymo 2 straipsnio 3 dalyje numatė, kad finansuoti per sutelktinio finansavimo platformą galima projektą, kuris skirtas verslo, profesinėms,

---

39 Andreas ir Preiner, *supra note*, 19: 220.

40 *Informacijos technologija. Terminai ir apibrėžimai*. 1-oji dalis. *Pagrindiniai terminai / Lietuvos standartas LST ISO/IEC 2382-1*, Antrasis leidimas (1996): 33.

41 Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 26 punktas: „sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjai turėtų veikti kaip neutralūs klientų tarpininkai savo sutelktinio finansavimo platformoje. <...>“

mokslo, tiriamosioms ir kitoms reikmėms. Čia, skirtingai nuo Reglamento 2020/1503, neapsiribota tik verslo finansavimu, suteiktos platesnės galimybės finansuoti ir kito kio pobūdžio veiklą. Šio darbo autoriaus vertinimu, Reglamento 2020/1503 siauresnis pritaikymas nustatytas tam, kad būtų susitelkta į ekonominę veiklą, kurios pagrindu ir sukurta Europos Sąjunga, t. y. kaip ekonominė sąjunga remiantis laisvos, be sienų, bendros rinkos prielaida. O sutartis dėl Europos Sąjungos veikimo<sup>42</sup> integraciją į bendrąją rinką apibrėžia kaip pagrindinį Europos Sąjungos politikos tikslą ir yra pagrindinis ramstis.<sup>43</sup> Labdaros, nepiniginio atlygio ar privilegijų forma sutelktinio finansavimo veikla nepatenka į ekonominės veiklos apibrėžtį, yra nepopuliari ir neišplitusi, be to, nekelia analogiškų atlygintinio sutelktinio finansavimo rizikų, kurios aptariamoms toliau.

Čia gali kilti klausimas, ar sutelktinio finansavimo platformas laikyti „informacinių paslaugų įmonėmis“ (sandorių prekyvietėmis), ar tradiciniais finansų tarpininkais, tokiais kaip finansų maklerio įmonė, portfelio valdytojas, ar naujo tipo finansų tarpininkas. Vertinant šias tris paslaugų rūšis sutelktinio finansavimo paslaugų teikimą tam tikrais aspektais galima priskirti prie kiekvienos iš jų, tačiau tai yra naujas finansinis tarpininkas, nors nustatyti skirtumus iš pirmo žvilgsnio nelengva.<sup>44</sup> Kai kurie mokslininkai teigia<sup>45</sup>, kad sutelktinio finansavimo paslaugų teikimas yra ne tik tarpininkavimas. Įprastai tarpininkas atstovauja vienai šaliai, pvz., finansų maklerio įmonė, teikianti atitinkamas investicines paslaugas, savo klientui investuotojui turi stengtis pasiekti geriausiai įmanomą rezultatą. O kai finansų maklerio įmonė platina emitento finansines priemones be išpareigojimo jas išplatinti, ji išskirtinai veikia emitento interesais siekdama visiškai išplatinti finansinių priemonių emisiją ir tai padaryti gera kaina. Kai surenka indėlius ir juos perskolina verslui finansuoti, bankai veikia išskirtinai savo interesais, nes surinkti indėliai perduodami jų nuosavybėn ir juos saisto tik kliento reikalavimo teisė grąžinti indėlį suėjus atitinkamam terminui.

Sutelktinio finansavimo paslaugų teikimo atveju susiklosto trilyčiai teisiniai santykiai, kai klientas, kurio interesams neva atstovauja tarpininkas, yra ir investuotojas, ir projekto savininkas. Be to, susiklosto tiesioginis teisinis investuotojo ir projekto savininko teisinis santykis.

---

42 „Europos Sąjungos sutarties ir Sutarties dėl Europos Sąjungos veikimo suvestinės redakcijos“, *Officialis leidinys* C 326, žiūrėta 2022 m. sausio 8 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:12012E/TXT&from=EN>.

43 „Opinion: Investment Based Crowdfunding“, ESMA, ESMA/2014/1378 (2014), žiūrėta 2022 m. sausio 8 d., [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378\\_opinion\\_on\\_investment-based\\_crowdfunding.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf).

44 Macchiavello, *supra note*, 29: 584.

45 Fernando Zunzunegui, „Systematic and Conceptual Framework for Crowdfunding Regulation“, *Revista De Derecho Del Mercado Financiero Working Paper* (2019): 6, žiūrėta 2022 m. gruodžio 22 d., <https://ssrn.com/abstract=3444868>.



2 pav. Trikampė sutelktinio finansavimo subjektų santykių struktūra<sup>46</sup>

Iš esmės sutelktinio finansavimo platforma neužima savo pozicijos projektuose, kurių finansavimą jos valdo, t. y. ji nėra investuotoja. Sutelktinio finansavimo platforma nėra ir sandorio šalis savo klientams projektų savininkams, kalbant apie investavimą ar piniginių lėšų skolinimą. Kita vertus, sutelktinio finansavimo platformos funkcija yra tokia pati kaip finansų maklerio įmonės, kuri viešai platina emitento finansines priemones. Čia ji privalo padėti emitentui suformuoti emisiją. Jos pasitelkti ekspertai privalo užtikrinti, kad siūloma emisija atitiks teisės aktų reikalavimus. Finansų maklerio įmonė turi užtikrinti, kad investuotojui būtų atskleista visa esminė informacija, kad jis galėtų priimti pagrįstą sprendimą. Žiūrint per šią prizmę, galima būtų sakyti, kad sutelktinio finansavimo platforma veikia ir investuotojo, ir sutelktinio finansavimo projekto savininko interesais.

Tačiau sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas turi veikti neutraliai (Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 26 punktas), t. y. ne atstovauti kuriai nors pusei, bet, kaip minėta, sudaryti palankias sąlygas projektų savininkams pateikti savo projektus investuotojams, o šiems pasirinkti finansuojamą projektą. Darian M. Ibrahim tai vadina *kokybės tarpininkavimu, kai sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas veikia kaip rinkos agentas, kurio tikslas yra suderinti dviejų šalių interesus*.<sup>47</sup> Kitais žodžiais tariant, tai dvipusės rinkos tarpininkas, suvedantis dvi skirtingas interesų grupes.<sup>48</sup>

46 Ivana Kunda, „Jurisdiction and applicable law in crowdfunding“, *Economic and Social Development – 16th International Scientific Conference on Economic and Social Development: The Legal Challenges of Modern World*, Croatia, 2016, 254, žiūrėta 2021 m. gruodžio 22 d., [https://www.academia.edu/31131507/Jurisdiction\\_and\\_Applicable\\_Law\\_in\\_Crowdfunding](https://www.academia.edu/31131507/Jurisdiction_and_Applicable_Law_in_Crowdfunding).

47 Darian M. Ibrahim, „Equity Crowdfunding: A Market for Lemons?“, *Minnesota Law Review* 100 (2015): 602, žiūrėta 2022 m. sausio 2 d., <https://ssrn.com/abstract=2539786>.

48 Catalina Goanta, „Emerging Business Models and the Crowdfunding Regulation: Income Crowdfunding on Social Media by Content Creators“, *Maastricht European Private Law Institute; Maastricht University – Faculty of Law* (2021): 2, žiūrėta 2021 m. gruodžio 16 d., <https://ssrn.com/abstract=3885581>.

Mokslininkai<sup>49</sup> atkreipia dėmesį į tai, kad vertybinių popierių emitentas arba paskolos gavėjas teoriškai galėtų ir patys atlikti visas projekto finansavimo platinimo funkcijas: parengti prospektą, patikrinti potencialių investuotojų žinias ir patirtį investavimo srityje ir pateikti jam esminę informaciją apie finansuojamą projektą. Tačiau tokiu atveju kultų neišvengiama klaidos rizika. Profesionalus tarpininkas atlieka pasikartojančius veiksmus. Jis taiko tas pačias reglamentavimo taisykles kiekvienam projekto savininkui ar investuotojui, kurias puikiausiai išmano. Taip jis gali šią veiklą vykdyti greitai, efektyviai ir be klaidų, o tai užtikrina šių paslaugų patikimumą ir nuoseklų veikimą.<sup>50</sup> Priešingu atveju už netinkamai atliktą pareigą tarpininkas atsakys ne tik savo reputacija, bet ir nuostolių atlyginimu investuotojams ar net veiklos licencijos netekimu.

Kitų mokslininkų darbuose nurodoma, kad paprastam mažmeniniam (neprofesionaliam) investuotojui reikalingas ekspertinis tarpininkavimas. Toks ekspertas ne tik užtikrintų potencialios investicijos patikimumą, bet ir padėtų investuotojui pasirinkti tinkamą investiciją, t. y. atrinktų tinkamas investicijas, iš kurių jis galėtų pasirinkti pats, kur investuoti.<sup>51</sup> Dažniausiai tokie investuotojai neturi jokios investavimo patirties arba ji yra labai menka. Tai lemia neapibrėžtumą ir rizikos baimę, kuri gali apskritai atbaidyti nuo investicinės veiklos. Kaip tik todėl labai svarbu užtikrinti šių investuotojų saugumą, nes, kad ir investuodami mažomis sumomis, jie sudaro labai didelį visų interneto vartotojų potencialą ir gali sutelkti didelę kapitalo injekciją.<sup>52</sup> Šiuo atveju tarpininkavimas yra būtinas siekiant suteikti sutelktiniam finansavimui sėkmės galimybę ir užtikrinti kapitalo cirkuliaciją.<sup>53</sup>

Licencijuojamo tarpininkavimo advokatai Mark R. Gillen ir Diana Pogorski<sup>54</sup> pareiškia, kad tokio pobūdžio licencijuojama veikla garantuoja ne tik tai, kad tarpininko

---

49 Andrew A. Schwartz, „Keep It Light, Chairman White: SEC Rulemaking Under the CROWDFUND Act (2013)“, *University of Colorado Law: Legal Studies Research Paper* 66 (2013): 56, žiūrėta 2021 m. gruodžio 16 d., [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2269072](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2269072).

50 Usha R. Rorigues, „Financial Contracting with the Crowd“, *Emory Legal Journal* 69 (2019): 407, žiūrėta 2021 m. rugsėjo 2 d., <https://scholarlycommons.law.emory.edu/elj/vol69/iss3/1/>; taip pat žr. Darian M. Ibrahim, „Public or Private Venture Capital?“, *Washington Law Review* 94 (3) (2019): 1140, žiūrėta 2022 m. sausio 2 d., <https://ssrn.com/abstract=3266756>.

51 Darian M. Ibrahim, „Crowdfunding Without the Crowd“, *College of William & Mary Law School Faculty Publications* (2017): 1481, žiūrėta 2022 m. sausio 2 d., <https://scholarship.law.wm.edu/facpubs/1861>.

52 Anne Matthew, „Crowd-Sourced Equity Funding: The Regulatory Challenges of Innovative Fintech and Fundraising“, *University of Queensland Law Journal* 36 (1) (2017): 45, žiūrėta 2021 m. gruodžio 21 d., <http://www5.austlii.edu.au/au/journals/UQLawJl/2017/3.html>.

53 Darian M. Ibrahim, „Underwriting Crowdfunding“, *Stanford Journal of Law: Business and Finance* 25, (2020): 18, žiūrėta 2022 m. gruodžio 23 d., <https://ssrn.com/abstract=3540296>.

54 Mark R Gillen ir Diana Pogorski, „Crowd-Funding Offers Under Canadian and us Securities Regulation: Will an Exemption Work?“, *Canadian Bar Review* 107 (2015): 153, žiūrėta 2021 m. gruodžio 22 d., <https://www.canlii.org/en/commentary/doc/2015CanLIIDocs193#!fragment//BQCWhgzIBcwMYgK4DsDWszIQewE4BUBTADwBdoByCgSgBplTCIBFRQ3AT0otokLC4EbDtpy8BQkAGU8pAELcASgFEAMioBqAQOByAYRW1SYAEbRS2ONWpA>.

funkcijos bus atliktos, bet ir tai, kad jas atliks asmenys, turintys ekspertinių žinių ir patirties. Netinkamas jų atlikimas užtikrinamas baudžiamosios, administracinės ir civilinės teisės sankcijomis, o pradinio kapitalo reikalavimai taip pat gali bent minimaliai užtikinti neįvykdytus įsipareigojimus.

Taigi sutelktinio finansavimo paslaugos veiklos esmė yra **tarpininkavimo veikla, kai investuotojų ir projektų savininkų verslo finansavimo interesų suderinimas vyksta naudojantis viešai prieinama internetine skaitmenine platforma, kurioje apdorojama ir sisteminama informacija pagal teisės aktų nustatytus parametrus.** Tai nauja finansinė paslauga, pagrįsta technologijomis, o interneto platforma yra jos pagrindinis įrankis – naujas būdas sutaupas nukreipti į produktyvias investicijas.<sup>55</sup>

## 1.2. Sutelktinio finansavimo privalumai ir rizikos

Toliau aptariami sutelktinio finansavimo paslaugos privalumai, kurie ir nulėmė tokį didelį šios paslaugos populiarumą ir greitą šios rinkos augimą. Tačiau, be aptartų privalumų, reikėtų sutelkti dėmesį į tai, kokias rizikas ši veikla kelia. Jas verta pristatyti, norint atskleisti, kokį potencialų pavojų investuotojams gali sukelti sutelktinio finansavimo veikla, taip siekiant vėliau pagrįsti šios veiklos reglamentavimo būtinumą.

Taigi vienas pirmųjų sutelktinio finansavimo privalumų – **galimybė mažmeniniams (neprofesionaliems) investuotojams investuoti į privatų kapitalą (angl. *private equity*) savarankiškai**, t. y. ne į viešas bendroves, kurių akcijos platinamos biržose, o į, pavyzdžiui, uždariusias akcines bendroves ar tas akcines bendroves, kurių akcijomis nėra prekiaujama viešai ir kurios yra santykinai mažos, palyginti su tomis, kurių akcijomis prekiaujama biržose. Mažmeniniai investuotojai vis labiau domisi investavimu į privatų kapitalą, tačiau jų galimybės lig šiol buvo labai menkos. Pirmiausia tokios investicijos jiems prieinamos buvo nebent netiesiogiai per alternatyvių investicijų fondus, kurių reglamentavimą nustato AIF direktyva 2011/61/EU<sup>56</sup>. Tačiau šie fondai negali laisvai platinti savo vienetų ar akcijų Europos Sąjungos mastu, nes šiai veiklai nėra taikomas veiklos pasas bendrijos mastu.<sup>57</sup> Pavyzdžiui, Lietuvos Respublikos alternatyviųjų kolektyvinio investavimo subjektų valdytojų įstatymo<sup>58</sup> 43 straipsnyje numatyta, kad valdymo įmonė, kitoje valstybėje narėje licenciją valdyti kolektyvinio investavimo

55 Zunzunegui, *supra note*, 45: 4.

56 „Europos Parlamento ir Tarybos 2011 m. birželio 8 d. direktyva 2011/61/ES dėl alternatyvaus investavimo fondų valdytojų, kuria iš dalies keičiami direktyvos 2003/41/EB ir 2009/65/EB bei reglamentai (EB) Nr. 1060/2009 ir (ES) Nr. 1095/2010“, OJ L 174, žiūrėta 2022 m. sausio 2 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:02011L0061-20210802&from=EN>.

57 Sebastiaan Niels Hooghiemstra, „The European Crowdfunding Regulation: Opportunities for Alternative Investment Fund(s) (Managers)?“, *SSRN Electronic Journal* (2021): 2, žiūrėta 2022 m. gruodžio 22 d., <https://ssrn.com/abstract=3922604>.

58 „Lietuvos Respublikos profesionaliesiems investuotojams skirtų kolektyvinio investavimo subjektų valdymo įmonių įstatymo Nr. XII-1467 pakeitimo įstatymas“, TAR, žiūrėta 2022 m. sausio 2 d., <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/0e823d30131811e9b2b6e7cdb14007b4>.

subjektus gavusi valdymo įmonė turi teisę platinti savo valdomų kitoje valstybėje narėje įsteigtų kolektyvinio investavimo subjektų investicinius vienetus ar akcijas neprofesionaliesiems investuotojams Lietuvos Respublikoje tik po to, kai priežiūros institucija suteikia šiai valdymo įmonei leidimą savo valdomo kolektyvinio investavimo subjekto investicinius vienetus ar akcijas platinti neprofesionaliesiems investuotojams Lietuvos Respublikoje.

Kitas trūkumas tas, kad investavimas čia yra ne pavienis į pasirinktą vertybinį popierių, o į jų telkinį, apimančią kelias vertybinių popierių rūšis ar net kelias turto klases. Taip pat potencialaus investuotojo gali netenkinti fondo nustatytos taisyklės, nes skiriasi jo požiūris į investicijų valdymą, pavyzdžiui, kad ir per ilgas investicinės pozicijos saugojimas ir nerealizavimas atitinkamu laiku. Kitais žodžiais tariant, čia investuotojas tik priima sprendimą savo investuojamą sumą patikėti valdyti pagal iš anksto nustatytas taisykles valdymo įmonei, taip perduodamas jai savo diskrecijos teisę pasirinkti, į kokias finansines priemones investuoti.

Antra, kalbant apie sutelktinį finansavimą, veikiančią skolinimo pagrindais, reikia pasakyti, kad anksčiau Europos Sąjungos mastu nebuvo jokio reglamentavimo, kuris nustatytų aiškias taisykles skolinimo veiklos tarpininkavimui. Lietuvoje buvo mėginama reglamentuoti tokį tarpininkavimą per investavimą į paskolas pagal Lietuvos Respublikos informuotiesiems investuotojams skirtų kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo<sup>59</sup> penktą skirsnį. Čia, kaip ir alternatyviųjų investicinių fondų atveju, be kita ko, investicijas atlikti gali tik informuotieji investuotojai, t. y. tokie subjektai, kurie yra arba profesionalūs investuotojai Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymo prasme, arba pasiturintys asmenys, investuojantys ne mažiau kaip 125 000 Eur. Taigi ši veikla yra ribota ne tik teritorijos atžvilgiu, bet ir subjektų, galinčių dalyvauti jų veikloje – draudžiama joje dalyvauti mažmeniniams (neprofesionaliems) investuotojams. **Reglamentas 2020/1503 yra pirmoji iniciatyva, leidžianti: (a) visoje Europos Sąjungoje taikyti alternatyvius skolinimo sprendimus, kurių neriboja jokie bankininkystės reglamentavimai, ir (b) tai suteikia galimybę dalyvauti tokioje investicinėje veikloje ir profesionalams, ir nepatyrusiems investuotojams.**<sup>60</sup>

Trečia, **panaikintas bankų paskolų monopolis.**<sup>61</sup> Sutelktinio finansavimo tarpininkas nepriima piniginių lėšų ir vėliau jų neišduoda kaip kredito asmenine sąskaita, tik tarpininkauja tarp projekto savininko ir tokias lėšas suteikiančio investuotojo. Taigi tokios veiklos negalime laikyti kreditavimo veikla, tačiau Reglamento 2020/1503 1 straipsnio 3 dalyje numatyta, kad pagal nacionalinę teisę nebūtų reikalaujama kredito įstaigų veiklos licencijos ar kito individualaus veiklos leidimo, susijusio su sutelktinio finansavimo veiklos teikimu, tuo atveju, kai: (1) projektų savininkai priima lėšas iš investuotojų paskoloms, dėl kurių tarpininkauja sutelktinio finansavimo paslaugų

59 „Lietuvos Respublikos informuotiesiems investuotojams skirtų kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas“, TAR, žiūrėta 2022 m. sausio 4 d., <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.1EABAD7265D5/asr>.

60 Hooghiemstra, *supra note*, 58: 4.

61 Hooghiemstra, *supra note*, 58: 3.

teikėjas, arba (2) kai investuotojai projektų savininkams teikia paskolas, dėl kurių tarpininkauja sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas. Čia reguliuotojas siekė dar didesnio aiškumo, kad nacionalinės priežiūros institucijos nepainiotų sutelktinio finansavimo veiklos su kredito institucijos veikla – indėlių ir kitų gražintinų lėšų paėmimu iš visuomenės ir paskolų teikimu savo sąskaita, kaip tai numatyta Kapitalo reikalavimų reglamento Nr. 575/2013<sup>62</sup> 4 straipsnio 1 dalies a punkte. Taip buvo užkirstas kelias bet kokioms nacionalinių priežiūros institucijų interpretacijoms investuotojus arba projekto savininkus laikyti kredito funkcijas atliekančiais subjektais ir taip riboti sutelktinio finansavimo veiklą. Taigi šiandien projekto savininkas turi dar vieną finansavimo alternatyvą – jis gali kreiptis pagalbos tiesiogiai į minią, o anksčiau toks kreipimasis buvo galimas tik per tarpininkus bankus. Sutelktinio finansavimo atveju ne bankai, o pati minia priims sprendimą, kur nukreipti savo lėšas.

Be čia išvardytų privalumų, kurie pakeitė finansų rinką ir leido atsirasti naujoms finansavimo alternatyvoms, Tarptautinė vertybinių popierių komisijų organizacija (IOSCO)<sup>63</sup> mini šiuos sutelktinio finansavimo veiklos privalumus:

1. Pagalba ekonomikos augimui per naujus kapitalo srautus mažoms ir vidutinėms įmonėms, nes jos sudaro esminę ekonomikos dalį, o alternatyvus finansavimas skatina jų vystymąsi, naujų darbo vietų kūrimą.
2. Užpildo bankų paliktą spragą – griežtesni kapitalo reikalavimai sumažino kredito įstaigų apetitą teikti neužtikrintas paskolas atverdami galimybę sutelktinio finansavimo veiklai užpildyti šią finansavimo spragą.
3. Mažesnė kapitalo kaina projekto savininkams – didesnė grąža investuotojams. Sutelktinio finansavimo paslaugų teikimo reikalavimai, palyginti su kredito įstaigų veiklai ar investicines paslaugas teikiančioms įmonėms keliamais reikalavimais, yra daug mažesni, o tai sąlygoja mažesnes atitikties sąnaudas ir atsiliepia galutiniams sutelktinio finansavimo paslaugų klientams – projektų savininkams ir investuotojams. Projektų savininkai patiria mažesnes sąnaudas siekdami gauti finansavimą, o investuotojai gauna didesnę grąžą.<sup>64</sup>
4. Naujas produktas investicijų portfelio diversifikavimui.
5. Investuotojai bet kuriuo paros metu ir iš bet kur gali pasiekti sutelktinio finansavimo platformą internetu, o tai lemia patogumą atlikti investicijas.

---

62 „Europos Parlamento ir Tarybos 2013 m. birželio 26 d. Reglamente (ES) Nr. 575/2013 dėl riziką ribojančių reikalavimų kredito įstaigoms, kuriuo iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) Nr. 648/2012“, OL L 176, žiūrėta 2022 m. sausio 4 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:02013R0575-20210930&from=EN>.

63 „Crowd-funding: an Infant Industry Growing Fast“, International Organization of Securities commissions (IOSCO), *Staff Working paper*, SWp3 (2014): 21–22, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 23 d., <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/crowd-funding-an-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>.

64 „Position Paper: Crowdfunding“, ESMA, Securities and Markets Stakeholder Group, ESMA/2014/SMSG/010 (2014): 4, žiūrėta 2021 m. balandžio 7 d., <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-smsg-010.pdf>.

6. Didina dominuojančių panašias paslaugų teikiančių subjektų konkurenciją.<sup>65</sup>

Nepaisant čia pristatytų privalumų, sutelktinio finansavimo veikla kelia **analogiškas rizikas kaip ir išvystytas finansų rinkų sektorius – kapitalo rinkos ir bankai.**<sup>66</sup> Šios rizikos ir aptariamoms toliau.

*Sandorio šalies kredito (nemokumo) rizika* – kaip rodo statistiniai duomenys, yra net 50 proc. tikimybė, kad maža įmonė žlugs per pirmuosius penkerius savo veiklos metus<sup>67</sup>, todėl laikoma, kad investuoti į mažas įmones jų veiklos pradžioje labai rizikinga. Apskaičiuota ir tai, kad projektų savininkų, pritraukiančių kapitalą per sutelktinio finansavimo platformą, žlunga apie 50 proc.<sup>68</sup> Be to, tokio finansavimo atveju dažniausiai nėra pateikiamas joks užstatas.<sup>69</sup> Iškiriama ir tai, kad sutelktinio finansavimo platformos paslaugomis paprastai naudojasi tokie projektai, kurie savo rizika yra nepatrauklūs tradicinėms kredito įstaigoms.<sup>70</sup> Ši rizika kompensuojama didesne grąža investuotojams, tačiau nepateikiamas joks įkaitas, todėl projekto nemokumo atveju tikimybė atgauti investuotas sumas menka.<sup>71</sup>

Šalies nemokumo rizika gali būti valdoma atliekant projekto savininko kreditingumo, projekto savininko verslo modelio ir paties projekto nuodugnų patikrinimą. Tokia rizika taip pat gali būti mažintina, jei sutelktinio finansavimo platformos operatorius, atlikęs projekto vertinimą, atskleis suprantamą ir patikimą informaciją apie projektą, finansavimo mechanizmus ir kitą edukacinę medžiagą investuotojui.<sup>72</sup> Sutelktinio fi-

---

65 „Financial Stability Implications from FinTech – Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities’ Attention“, *supra note*, 4: 7.

66 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 55* (2019): 4, žiūrėta 2020 m. spalio 27 d., [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3493688](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3493688).

67 „Crowd-funding: an Infant Industry Growing Fast“, *supra note*, 63: 10.

68 Elif Härkönen, „Crowdfunding and the Small Offering Exemption in European and US Prospectus Regulation: Striking a Balance Between Investor Protection and Access to Capital?“, *European Company and Financial Law Review* 14, 1 (2017): 141, žiūrėta 2021 m. gruodžio 21 d., <https://www.degruyter.com/document/doi/10.1515/ecfr-2017-0005/html>.

69 „Crowd-funding: an Infant Industry Growing Fast“, *supra note*, 63: 23.

70 Deirdre M. Ahern, „Regulatory Arbitrage in a FinTech World: Devising an Optimal EU Regulatory Response to Crowdlending“, *European Banking Institute Working Paper Series 2018*, 24, 18 Apr 2018, 3, žiūrėta 2021 m. kovo 31 d., [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3163728](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3163728).

71 Eugenia Macchiavello „Peer-to-peer Lending and the „Democratization“ of Credit Markets: Another Financial Innovation Puzzling Regulators“, *Columbia Journal of European Law* 21 (2015): 540, žiūrėta 2020 m. spalio 27 d., [https://www.researchgate.net/publication/283420447\\_Peer-to-peer\\_lending\\_and\\_the\\_democratization\\_of\\_credit\\_markets\\_another\\_financial\\_innovation\\_puzzling\\_regulators](https://www.researchgate.net/publication/283420447_Peer-to-peer_lending_and_the_democratization_of_credit_markets_another_financial_innovation_puzzling_regulators).

72 „Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding“, European Banking Authority, EBA/Op/2015/03 (2015): 12, žiūrėta 2021 m. kovo 29 d., <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/983359/f6106173-dc94-4d22-ade8-d40fce724580/EBA-Op-2015-03%20%28EBA%20Opinion%20on%20lending%20based%20Crowdfunding%29.pdf?retry=1>.

nansavimo platformos operatorius taip pat gali susidurti su finansiniais sunkumais, sąlygotais netinkamai pasirinkto veiklos verslo modelio. 2015 m. Švedijos platforma „TrustBuddy“ be investuotojų leidimo naudojosi investuotojų finansavimo lėšomis finansuodama projektus, kurie neatitiko keliamų patikimumo reikalavimų, ir tai nulėmė platformos žlugimą ir 3,5 mln. Eur vertės investuotojų nuostolius.<sup>73</sup> Gali įvykti ir taip, kad dėl sutelktinio finansavimo platformos žlugimo surinkti iš investuotojų pinigai nepasieks ir paties projekto. Arba tarpininkavimo veikla gali būti nutraukta, todėl kreditoriai gali nukreipti savo reikalavimus į sutelktinio finansavimo platformos turtą<sup>74</sup>, taip pat ir finansuotojų lėšas, jei jos nėra segreguotos taip, kaip yra finansų maklerių įmonių atveju, kai išieškojimas pagal maklerio įmonės įsipareigojimus negali būti nukreiptas į klientų turtą.<sup>75</sup> Tokio pobūdžio rizika valdoma nustatant sutelktinio finansavimo veiklos licencijavimo taisykles, kurios reikalauja platformų operatorių turėti atitinkamą minimalų kapitalą ir veikti pagal atitinkamą veiklos modelį, užtikrinantį investuotojų ir projektų savininkų saugumą.

Čia verta paminėti tyrimą, kuriuo buvo siekiama nustatyti, kodėl finansavimo ieškančios mažos įmonės pasirenka sutelktinį finansavimą. Ištirtos 277 įmonės, platinusios savo akcijas per sutelktinio finansavimo platformą „Crowdcube“. Tyrimo metu paaiškėjo, kad toks finansavimo modelis pasirinktas tik dėl to, kad šios įmonės buvo panaudojusios vidinius savo išteklius ir negalėjo gauti jokie finansavimo niekur kitur. Taigi sutelktinis finansavimas buvo pasitelktas kaip paskutinė galimybė (angl. *last resort*). Kadangi šios įmonės buvo finansiškai netvarios, klasikiniams finansavimo šaltiniais jos negalėjo pasinaudoti dėl patikimumo stokos. Matyt, tai ir paaiškina, kodėl šiandien tiek daug sutelktinio finansavimo projektų žlunga.<sup>76</sup>

*Sukčiavimo atvejai* – ši rizika pasireiškia dėl įgimto interneto anonimiškumo.<sup>77</sup> Antai sutelktinio finansavimo platforma arba projekto savininkas gali surinkti dideles pinigų

---

73 Ahern, *supra note*, 70: 4.

74 „Advice On Investment Based Crowdfunding“, European Markets and Securities Authority (ESMA), ESMA/2014/1560 (2014): 12, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d., <https://www.esma.europa.eu/document/advice-investment-based-crowdfunding>.

75 Turto segregacija numatyta 2 straipsnio 1 dalies d ir e papunkčiuose „Komisijos deleguotoje 2016 m. balandžio 7 d. direktyvoje Nr. 2017/593, kuria papildomos Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2014/65/ES nuostatos dėl klientams priklausančių finansinių priemonių ir lėšų apsaugos, produktų valdymo pareigų ir taisyklių, taikomų mokesčių, komisinio atlyginimo arba bet kokios piniginės ar nepiniginės naudos teikimui arba gavimui“, OJ L87, 31.3.2017, žiūrėta 2021 m. gruodžio 21 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0593&from=en>.

76 Xavier Walthoff-Borm, Tom Vanacker ir Armin Schwienbacher, „Equity Crowdfunding: First Resort or Last Resort?“, *Journal of Business Venturing* 33 (4) (2018): 527, žiūrėta 2021 m. gruodžio 21 d., <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0883902617304883>.

77 Edoardo D'ippolito, Matteo Musitelli & Antonella Sciarone Alibrandi, „Protecting Crowdfunders: Is a MIFID-Mimicking Approach Appropriate?“, *European Company Law* 13 (1) (2016): 30, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 26 d., <https://www.deepdyve.com/lp/kluwer-law-international/protecting-crowdfunders-is-a-MIFID-mimicking-approach-appropriate-eBYjp4G0Jy>.

sumas iš patiklių finansuotojų ir pradingti su visais pinigais. Taip pat investuotojui gali trūkti objektyvios ir patikimos informacijos apie sutelktinio finansavimo paslaugų teikėją ar projekto savininką, kad tinkamai įvertintų jo reputaciją. Arba projektai vertinami neaiškiais platformos nustatytais kriterijais, kurie gali būti neskaidrūs.<sup>78</sup> Šiuo atveju svarbu, kad priežiūros institucija įvertintų sutelktinio finansavimo platformos operatorių, o jau paskui sutelktinio finansavimo platformos operatorius identifikuotų ir surinktų dokumentais pagrįstą informaciją apie projekto savininko patikimumą. Tokia informacija turi būti atitinkamai patikrinta ir teikiama standartizuota bei aiškiai suprantama forma investuotojams.<sup>79</sup> Čia būtina patikrinti ankstesnes eitas pareigas, finansinę situaciją ir ar viešuose registruose nėra duomenų, kad platformų vadovai nėra asmenys, įvykdę nusiikalstamą veiką, susijusią su finansinių paslaugų teikimu, bankroto teise, finansų teise ir pan. Siekiant valdyti tokio pobūdžio rizikas, galima būtų analogiškai taikyti licencijavimo ir atitikties reikalavimus, kurie taikomi kredito ar investicines paslaugas teikiančioms įmonėms, o tai ir suteikia patikimumą esamai finansų sistemai.<sup>80</sup>

*Skaidrumo trūkumas ir informacijos asimetrija* – šio pobūdžio rizika susideda iš daugybės komponentų. Pirma, investuotojas gali būti klaidinamas netinkamai atskleisų, neaiškių ar dviprasmiškų finansavimo sąlygų. Antra, jis gali susidaryti klaidingą įspūdį, kad atliktas sutelktinio finansavimo platformoje siūlomų projektų tinkamumo vertinimas, o tai sąlygoja jų patikimumą.<sup>81</sup> Šiuo atveju turėtų būti atskleista investuotojui, kokio lygio finansuojamo projekto išsamus patikrinimas buvo atliktas. Trečia, paprastas investuotojas neturi pakankamų piniginių išteklių ar žinių, kad išsamiai patikrintų projekto savininką, o, pavyzdžiui, instituciniai ar strateginiai investuotojai, prieš priimdami investavimo sprendimą, visada atlieką minėtą veiksmą. Šiuo atveju platformos operatorius turėtų būti įpareigotas atlikti išsamų pasiūlymo patikrinimą investuotojo interesams užtikrinti. Ketvirta, analogiškai kaip ir pastaruoju atveju, investuotojas negali patikrinti platformos operatoriaus ir įvertinti jo reputacijos, todėl atitinkamai priežiūros institucija, išduodama licenciją, turėtų būti jau tai atlikusi. Penkta, projekto savininkas gali būti netinkamai įvertintas ir patirti dėl to nuostolių, nes dėl netinkamai atskleistos informacijos jis gali būti nepatrauklus potencialiems investuotojams ir negauti siekiamų investicijų.<sup>82</sup> Neatskleidžiant šių rizikų arba pateikiant per daug išsamius finansinius duomenis apie projekto savininko ar platformos operatoriaus kreditingumą, finansuotojas gali jų nesuprasti ir susidaryti klaidingą įspūdį apie investicijų patikimumą<sup>83</sup>, todėl minėta informacija turi būti atkleista

---

78 Ahern, *supra note*, 70: 4.

79 „Crowd-funding: an Infant Industry Growing Fast“, *supra note*, 63: 27.

80 „Position Paper: Crowdfunding“, *supra note*, 64: 4.

81 „Advice On Investment Based Crowdfunding“, *supra note*, 74: 11.

82 „Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding“, *supra note*, 72: 17.

83 Koren M. Jo, Shuo Yang, „Is there crowd wisdom in accounting? Evidence fom forecast in equity -based crowdfunding“, *Journal of Accounting, auditing and Finance* 35 (4) (2020): 7, žiūrėta 2020 m. spalio 27 d., [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3565949](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3565949).

išsamiai ir suprantamai, kad investuotojai galėtų ją įvertinti<sup>84</sup>.

*Investuotojo rizika* – dėl interneto teikiamo anonimiškumo imtis finansavimo veiklos gali nepakankamai patirties ir žinių investavimo srityje turintys investuotojai, atitinkamai jie gali pasirinkti neadekvačias investicijas ir taip netekti visų savo santau-pų.<sup>85</sup> Remiantis empiriniais tyrimais, internetiniams investuotojams būdingas minios sindromas ir perdėtas optimizmas šališkai vertinti teikiamą informaciją apie atlieka-mas investicijas.<sup>86</sup> O projekto savininkas ir platformos operatorius yra suinteresuoti turėti patikimą investuotoją, kuris ateityje nekels reikalavimų grąžinti investuotas lėšas patyręs nuostolius argumentuodamas savo žinių stoka.<sup>87</sup>

*Interesų konfliktas* – kai platformos operatoriaus akcininkai ar vadovai turi finansi-nių interesų, susijusių su projekto savininku. Čia atsiranda suinteresuotumas bet kuria kaina įtraukti projektą siūlyti viešai, taip siekiant padidinti savo pajamas, nors minėtas projektas gali būti labai rizikingas arba neatitikti finansuotojų investavimo profilio ar rizikos apetito. Antai sutelktinio finansavimo veikla gali būti struktūrizuojama taip, kad jos atlygis priklausys nuo pritraukto finansavimo sumos, o tai lems sutelktinio finansavimo platformos operatoriaus suinteresuotumą bet kuria kaina pritraukti kuo daugiau pinigų tinkamai nevertinant projekto rizikingumo ar gebėjimo apskritai grą-žinti investuotas lėšas.<sup>88</sup> Čia taip pat priklauso tie atvejai, kai sutelktinio finansavimo platformos operatorius gauna neatskleistą atlygį ar kitokio pobūdžio naudą iš projekto savininko.<sup>89</sup>

*Teisinė rizika* – sutelktinio finansavimo platforma turėtų išsamiai viešai atskleisti, ko-kio pobūdžio paslaugas ji teikia, o investuotojų ir projektų savininkų teisės ir pareigos turėtų būti aiškiai apibrėžtos ir atskleistos. To neatlikus kyla rizika, kad investuotojai, projektų savininkai gali turėti nepagrįstų lūkesčių dėl savo teisių ar pareigų. Taip pat in-vestuotojas gali kelti pagrįstų teisiųjų pretenzijų sutelktinio finansavimo platformos ope-ratoriui, o platformos operatorius gali neturėti efektyvios skundų nagrinėjimo tvarkos.<sup>90</sup> Projekto savininkas gali privalėti atskleisti komercinę paslaptį sudarančią informaciją sutelktinio finansavimo platformos operatoriui nustatant jo kreditingumą ar reputaciją, o paskui ši informacija gali būti paviešinta ir taip sukelti žalos projekto savininkui.

*Likvidumo rizika* – investuotojas yra suinteresuotas turėti galimybę greitai ir lengvai konvertuoti aktyvus į grynuosius pinigus neprarasdamas vertės arba jos prarasdamas

---

84 „Crowd-funding: an Infant Industry Growing Fast“, *supra note*, 63: 21–22.

85 Guido Ferrarini ir Eugenia Macchiavello, „Investment-Based Crowdfunding: is MIFID II Enough?“, iš *Regulation of the EU Financial Markets: MIFID II and MiFIR*, Danny Busch ir Guido Ferrarini (London: Oxford University Press, 2017), 664.

86 Brad M. Barber ir Terrance Odean, „The Internet and the Investor“, *The journal of economic perspectives* 15 (1) (2001): 41, žiūrėta 2020 m. spalio 27 d., <https://faculty.haas.berkeley.edu/odean/Papers%20current%20versions/InternetAndInvestor.pdf>.

87 Macchiavello, *supra note*, 71: 537.

88 Macchiavello, *supra note*, 71: 541.

89 „Advice On Investment Based Crowdfunding“, *supra note*, 74: 12.

90 „Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding“, *supra note*, 72: 16.

labai mažai. Kai investuojama į perleidžiamus vertybinius popierius, yra galimybė pasitraukti iš mažos ar vidutinės įmonės kapitalo ir valdymo, o paskolų atveju kalbama apie pasitraukimą iš investicijų dar nesuėjus jų grąžinimo laikotarpiui. Neturėdamas galimybės parduoti savo investicijos viešai prieinamomis kainomis, investuotojas gal ir galės rasti jų pirkėją, bet labai tikėtina, kad investicijos pardavimo kaina bus gerokai mažesnė nei tikroji jos vertė, o tai ir lems investuotojo nuostolius.<sup>91</sup> Šią riziką galima mažinti suteikiant galimybę investuotojams perleisti savo investicijas antrinėje rinkoje arba bent jau sudaryti galimybę jiems bendrauti su kitais potencialiais investuotojais, kad jie sudarytų tarpusavio sandorį dėl investicijų perleidimo. Šiuo atveju tai galėtų būti skelbimų lenta, kur investuotojai reiškia susidomėjimą pirkti arba parduoti savo investicijas. Taip pat minimas investuotojų papildomas informavimas apie šią likvidumo riziką kaip jos mažinimo priemonę.<sup>92</sup>

*Operacinė rizika* – projekto savininkas arba investuotojas gali patirti nuostolių dėl sutelktinio finansavimo platformos patiriamų techninių nesklandumų ar darbuotojų padarytų klaidų.<sup>93</sup> Be to, sutelktinio finansavimo platformos operatorius gali nukentėti nuo internetinio įsilaužimo ir duomenų vagystės, dėl to nukentėtų ir investuotojai bei projekto savininkas. Šiuo atveju svarbu užtikrinti deramą sutelktinio finansavimo paslaugas teikiančių įmonių valdymą, kad jų veiklos vidaus procedūros būtų pakankamos siekiant valdyti vidaus technologinius procesus ar žmonių išteklius.

*Pinigų plovimo ir terorizmo finansavimo rizika* – per sutelktinio finansavimo platformą, kaip ir pasinaudojant bankų sistema, gali būti mėginama legalizuoti nusikalstamu būdu gautus pinigus ar finansuoti terorizmą. Siekiant valdyti šią riziką, sutelktinio finansavimo platformos turi išsamiai patikrinti projektą, projekto savininką ir investuotoją, o kai lėšoms pervesti pasitelkiamos kredito arba mokėjimo įstaigos, tada jos atlieka minėtą pareigą.<sup>94</sup> Priešingu atveju dėl nepakankamų sutelktinio finansavimo platformos operatoriaus nustatytų išsamaus patikrinimo reikalavimų ar dėl to, kad tokių visai nėra, sutelktinio finansavimo platformos veikla privalo būti nutraukta.<sup>95</sup> Čia, kaip ir bankų ar investicines paslaugas teikiančių subjektų atveju, būtina nustatyti analogiškas priežiūros taisykles, siekiant to išvengti.<sup>96</sup>

*Sisteminė rizika* apima rizikas, kylančias dėl finansų sistemos struktūros savybių, sistemoje esančių rizikų pasiskirstymo – kiek finansų rinkos dalyviai susiję tarpusavyje

---

91 „Crowd-funding: an Infant Industry Growing Fast“, *supra note*, 63: 28.

92 „Crowd-funding: an Infant Industry Growing Fast“, *supra note*, 63: 5.

93 „Advice On Investment Based Crowdfunding“, *supra note*, 74: 12.

94 „Questions and Answers Investment-based Crowdfunding: Money Laundering/Terrorist Financing“, ESMA, ESMA/2015/1005 (2015): 5, žiūrėta 2021 m. balandžio 7 d., [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_2015\\_1005\\_qa\\_crowdfunding\\_money\\_laundering\\_and\\_terrorist\\_financing.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2015_1005_qa_crowdfunding_money_laundering_and_terrorist_financing.pdf).

95 „Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding“, *supra note*, 72: 18.

96 „Advice On Investment Based Crowdfunding“, *supra note*, 74: 12.

ir kiek finansų sistema atspari nepalankiam šokui.<sup>97</sup> Šiai rizikos rūšiai neskiriama daug dėmesio, nes sutelktinio finansavimo veikla nėra taip išplitusi, kad galima būtų teigti, jog ji lemia esmines rinkos dalyvių sąsajas. Šiandien sutelktinio finansavimo veiklos mastas sudaro vos 0,1 procentinį punktą nuo viso finansavimo, paskolų forma vykdomo per bankus Europos Sąjungoje.<sup>98</sup> Tačiau nurodoma, kad augant šiam sektoriui ateityje, galimas dalykas, tai sąlygos ir sisteminės rizikos atsiradimą.<sup>99</sup>

Kai kurie mokslininkai teigia, kad čia ir negali būti sisteminės rizikos<sup>100</sup>, nes, bankrutavus sutelktinio finansavimo platformos operatoriui, jo turtas atskiras nuo investuotojų ir projektų savininkų lėšų, todėl investuotojų ir projektų savininkų tarpusavio įsipareigojimai lieka nepakitę ir nepaveikti.

*Kibernetinių atakų rizika* – sutelktinio finansavimo platforma veikia interneto erdvėje, tad galima susidurti su rizika, kad dėl kibernetinių atakų sutelktinio finansavimo platforma gali patirti informacinių technologijų infrastruktūros perkrovą, klientų finansiniai duomenys gali būti iškraipyti ar net pavogti. Šiuo atveju platformos operatoriai turi turėti pakankamai ekspertinių žinių ir patirties, kad užtikrintų kibernetinę saugą.<sup>101</sup>

Apibendrinant čia suminėtas rizikas, galima teigti, kad **sutelktinio finansavimo paslaugų teikimas paskolų ar investavimo forma kelia analogiškas rizikas kaip kredito įstaigų ar investicines paslaugas teikiančių įmonių veikla**. Be abejo, tam tikrais atvejais rizikos mastas skiriasi, tačiau kad sutelktinio finansavimo paslaugų teikimas veiktų kaip alternatyva bankams ir reguliuojamai kapitalo rinkai, reikia užtikrinti tokių paslaugų saugumą ir patikimumą investuotojų, projektų savininkų ir pačių platformos operatorių atžvilgiu. Čia suminėti pavyzdžiai rodo, kad šios finansavimo alternatyvos patikimumas ir saugumas gali būti užtikrintas taikant reglamentuotus kreditavimo ar investicinių paslaugų teikimo įrankius, tokius kaip licencijavimo taisyklės, reikalavimai tarpininko veiklai, projektų savininkų patikrinimai ir projektų vertinimas, informacijos apie galimas rizikas atskleidimas potencialiems investuotojams ir pan. Nenustačius saugios veiklos standartų teisės aktų reikalavimais, anksčiau ar vėliau viena ar kelios rizikos materializuojasi, nes rinkos dalyviai galimai nesiekia jų eliminuoti arba tai daro pagal klaidingą savo supratimą. Toks neapibrėžtumas atitinkamai kelia investuotojų nepasitikėjimą ir jie nustoja naudotis tokia finansavimo alternatyva.

---

97 Ahern, *supra note*, 70: 9.

98 Eugenia Macchiavello, „Peer-to-Peer Lending and the ‘Democratization’ of Credit Markets: Another Financial Innovation Puzzling Regulators“, *Columbia Journal of European Law* 21 (2015): 542, žiūrėta 2021 m. balandžio 6 d., <https://ssrn.com/abstract=2668131>.

99 „Crowd-funding: an Infant Industry Growing Fast“, *supra note*, 63: 6.

100 Zunzunegui, *supra note*, 45: 7.

101 „Crowd-funding: an Infant Industry Growing Fast“, *supra note*, 63: 28.

### 1.3. Tarpvalstybinis sutelktinio finansavimo paslaugų teikimas

Be čia minėtų rizikų, kurios lemia sutelktinio finansavimo reglamentavimo būtinumą, šiame skyriuje aptariame priežastis, nulėmusias reglamentavimo būtinumą ne tik nacionaliniu, bet ir tarpvalstybiniu Europos Sąjungos mastu.

Kaip minėta, paskolų tarpininkavimas Europos Sąjungos mastu iki šiol nebuvo reglamentuotas, todėl vykdyti sutelktinio finansavimo veiklą skolinimo pagrindais niekas netrukdė. Kalbant apie sutelktinio finansavimo veiklą investavimo pagrindais, galiojo Prospekto direktyvos 2004/71/EB<sup>102</sup> ir MIFID II reglamentavimas, kuris bet kokias paslaugas, susijusias su pavedimų perdavimu ar vykdymų atlikti sandorius su vertybiniais popieriais, griežtai reglamentavo. **Kad būtų išvengta didelių atitikties kaštus lemiančio reglamentavimo sutelktinio finansavimo investavimo pagrindais veiklai ir nustatytos aiškios taisyklės skolinimo pagrindais veikiančiam sutelktinio finansavimo tarpininkavimui, valstybės narės ėmėsi iniciatyvos savitai reglamentuoti šią veiklą ir čia akivaizdžiai išsiskyrė jų požiūriai.** Dar iki priimant Reglamentą 2020/1503, sutelktinio finansavimo veiklą nacionaliniu mastu reglamentuoti pradėjo Olandija, Portugalija, Ispanija, Suomija Prancūzija, Jungtinė Karalystė, ir Lietuva.<sup>103</sup> Jungtinėje Karalystėje galima pasirinkti vieną iš keturių veikimo modelių, taikomų sutelktinio finansavimo veiklai investavimo pagrindais. Vienas jų yra toks, kai sutelktinio finansavimo platforma suburia projekto savininkus su potencialiais investuotojais ir priežiūros institucijos tai nėra laikoma pavedimų vykdymu.<sup>104</sup>

Galima paminėti, kaip sutelktinio finansavimo veikla buvo apibrėžiama Ispanijoje – kontakto užmezgimas per internetą, kai sutelktinio finansavimo platforma palengvina projektų savininkų ir potencialių investuotojų (angl. *facilitation of financial dealings*) finansinių santykių užmezgimą. Toks apibrėžimas neva leido išskirti sutelktinio finansavimo veiklą į naują paslaugų kategoriją, taip išvengiant MIFID II reikalavimų, nors toks išskyrimas buvo kritikuotinas mokslininkų.<sup>105</sup> Prancūzija, Italija<sup>106</sup> ir Lietuva pasirinko kitą kelią, kai vietos reglamentavimas nustatytas pasinaudojant MIFID II numatyta 3 straipsnio išimtimi. Pagal šią išimtį, MIFID II reikalavimai netaikomi, jei

---

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

103 *Macchiavello, supra note, 66: 7.*

104 „UK Financial Conduct Authority Handbook Nr. 81“, Perimeter Guidance Manual, Q13.3. Investment Services and Activities, UK Financial Conduct Authority, žiūrėta 2020 m. spalio 27 d., <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG/13/>.

105 Ferrarini ir Macchiavello, *supra note, 85: 675.*

106 Guido Ferrarini, „Regulating Fintech: Crowdfunding and Beyond“, iš *European Economy Banks, Regulation, and the Real Sector: FinTech and Banks: Friends or Foes?*, Giorgio Barba Navaretti, Giacomo Calzolari and Alberto Franco Pozzolo, Europeve srl (2017): 62, žiūrėta 2020 m. spalio 27 d., <https://european-economy.eu/2017-2/regulating-fintech-crowdfunding-and-beyond/>.

pavedimų priėmimo ir perdavimo dėl perleidžiamų vertybinių popierių veikla licencijuojama pagal specialų nacionalinį reglamentavimą, toks subjektas nevykdo jokios kitos investicinės veiklos ir nesaugo klientų turto (lėšų ir vertybinių popierių), pavedimai perduodami vykdyti investicines paslaugas teikiančioms įmonėms, kurios turi tam specialią licenciją pagal MiFID II reikalavimus. Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymo 6 straipsnyje buvo numatyta, kad jei sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas nori vykdyti veiklą Lietuvoje, jis turi būti Lietuvos priežiūros institucijos sprendimu įrašytas į viešąjį sutelktinio finansavimo platformų operatorių sąrašą ir turėti buveinę Lietuvos Respublikoje, išskyrus atvejus, kai pagal Lietuvos Respublikos įstatymus, reglamentuojančius finansinių paslaugų teikimą, kitose valstybėse narėse įsisteigę asmenys turi teisę tarpininkauti sudarant finansavimo sandorius neįregistravę buveinės Lietuvos Respublikoje arba įsteigę filialus Lietuvos Respublikoje.<sup>107</sup>

Europos vertybinių popierių ir rinkos institucija (ESMA), 2017 m. atlikusi Europos Sąjungos valstybių narių apklausą, konstatavo<sup>108</sup>, kad valstybėse narėse vykdomos sutelktinio finansavimo veiklos reglamentavimo skirtumai yra milžiniški ir juos galima grupuoti į šias kategorijas. Pirma, **valstybės narės skirtingai suprato sutelktinio finansavimo veikimo modeliu pritaikomas MIFID II nuostatas**. Čekijoje, Italijoje, Švedijoje ir Prancūzijoje buvo laikoma, kad sutelktinio finansavimo veikloje priimami ir perduodami investuotojų pavedimai sudaryti sandorius dėl vertybinių popierių. Taip pat nurodoma, kad, taikant Prancūzijoje nustatytą reglamentavimą, buvo laikoma, kad viena platforma teikė investavimo rekomendacijas investuotojams, o projektų savininkams teikė finansinių priemonių platinimą neįsipareigodama vertybinių popierių išplatinti.<sup>109</sup> Dvi platformos Jungtinėje Karalystėje ir viena Olandijoje, be pavedimų priėmimo ir perdavimo, taip pat teikė neva ir portfelio valdymo paslaugą. Viena platforma Čekijoje, o kita Norvegijoje teikė finansinių priemonių platinimą įsipareigodamos jų išplatinti. Pateiktoje studijoje taip pat nurodoma, kad iš viso septyniolika platformų Europos Sąjungoje turėjo atitinkamą investicines paslaugas teikiančios įmonės licenciją pagal MIFID II reikalavimus, bet to, jos atliko ir klientų turto saugojimo funkcijas (Jungtinė Karalystė, Čekijos Respublika, Suomija). Pasitaikė vienas atvejis, kai tokią saugojimo funkciją atliko AIFMD licenciją turintis subjektas.<sup>110</sup>

---

107 Atkreiptinas dėmesys, kad šiuo atveju nėra aišku, ką norėjo pasakyti įstatymų leidėjas kalbėdamas apie „tarpininkavimo paslaugas sudarant finansavimo sandorius“. Kaip minėta, tarpininkavimo paslaugos teikiant paskolas nebuvo reglamentuotos Europos Sąjungoje, atitinkamai ir Lietuvoje. Todėl čia galima suprasti, kad kalbama apie investicinių paslaugų teikimą vykdant klientų pavedimus pagal MIFID II reguliavimą. O kredito įstaigos taip pat nepatenka į tarpininkavimo apibrėžimą, nes priimdamos indėlius ir išduodamos paskolas jos veikia savo vardu.

108 „ESMA Response to the Commission Consultation Paper on Fintech: A More Competitive and Innovative Financial Sector“, ESMA, ESMA50-158-457 (2017): 13, žiūrėta 2021 m. balandžio 7 d., [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-158-457\\_response\\_to\\_the\\_ec\\_consultation\\_on\\_fintech.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-158-457_response_to_the_ec_consultation_on_fintech.pdf).

109 ESMA, *supra note*, 108: 14.

110 ESMA, *supra note*, 108: 17.

Antra, turint skirtingą požiūrį į sutelktinio finansavimo investavimo pagrindais veiklos reglamentavimo pagrindimą, t. y. ar ši veikla patenka į MIFID II veikimo sritį ir, jei taip, kokios konkrečiai investicinės paslaugos, atitinkamai **skyrėsi ir prudenaciniai reikalavimai – kapitalo dydžio sumos reikalavimai**, kurie priklausė nuo to, pagal kokį reglamentavimą minėta sutelktinio finansavimo platforma veikė. Antai tos, kurios veikė pagal MIFID II reglamentavimo sritį, turėjo didžiausius kapitalo rodiklius, nurodytus Kapitalo reikalavimų direktyvos 2013/36/ES<sup>111</sup> 28 ir 29 straipsniuose. Septyniolika sutelktinio finansavimo platformų operatorių turėjo 50 000 Eur pradinį kapitalą, nes teikė tik pavedimų dėl vertybinių popierių sandorių priėmimo ir perdavimo paslaugą. Trylika sutelktinio finansavimo platformų operatorių turėjo 125 000 Eur kapitalą, atsižvelgiant į tai, jog jos taip pat saugojo klientų turtą, o trys operatoriai turėjo 730 000 Eur kapitalą, nes teikė ir kitas investicines paslaugas.<sup>112</sup> O net keturiasdešimt viena sutelktinio finansavimo platforma operatorių veikė pagal minėtą MIFID II 3 straipsnio išimtį ir neturėjo jokio pradinio kapitalo arba nustatytas kapitalo reikalavimas skyrėsi valstybėse narėse, pavyzdžiui, Portugalijoje – 60 tūkst. Eur, Ispanijoje – 50 tūkst. Eur, Italijoje ir Prancūzijoje buvo reikalaujama tik veiklos draudimo<sup>113</sup>, Vokietijoje buvo taikomi tik minimalūs įmonių teisėje numatyti kapitalo reikalavimai: uždarosioms akcinėms bendrovėms 25 tūkst. Eur, akcinėms bendrovėms 50 tūkst. Eur.

Trečia, **valstybėse narėse buvo platinamos skirtingos finansinės priemonės, kurių ne visas galima buvo priskirti perleidžiamiems vertybiniais popieriams**: penkiasdešimt trys sutelktinio finansavimo platformos platinos akcijas, vienuolika – obligacijas, Vokietijoje platinamos dalyvavimo pelne teisės (angl. *profit participation rights*), kurios suteikia tik pelno grąžą, bet ne nuosavybės teisę į įmonę. Ispanijoje buvo prekiauta uždaryjū akcinių bendrovių akcijomis, kurių perleidimas ribojamas ir atitinkamai pagal nacionalinę teisę jos nėra laikomos finansinėmis priemonėmis ar perleidžiamais vertybiniais popieriais. Kitur, pavyzdžiui, Lietuvoje, uždaryjū akcinių bendrovių akcijų platinimas viešai nėra galimas.<sup>114</sup> Dvidešimt sutelktinio finansavimo platformų platinos su nekilnojamuoju turtu susietus vertybinius popierius.

---

111 „Europos Parlamento ir Tarybos 2013 m. birželio 26 d. direktyva (ES) Nr. 2013/36/ES dėl galimybės verstitis kredito įstaigų veikla ir dėl riziką ribojančios kredito įstaigų ir investicinių įmonių priežiūros, kuria iš dalies keičiama Direktyva 2002/87/EB ir panaikinamos direktyvos 2006/48/EB bei 2006/49/EB“, OJ L 176, 1.8.2013, 338-436, žiūrėta 2020 m. rugsėjo 1 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0036&from=EN>.

112 „Investment-based Crowdfunding Insights from Regulators in the EU“, ESMA, ESMA/2015/856 (2015): 4, žiūrėta 2021 m. balandžio 7 d., [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2015-856\\_ann\\_1\\_esma\\_response\\_to\\_ec\\_green\\_paper\\_on\\_cmu\\_-\\_crowdfunding\\_survey.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2015-856_ann_1_esma_response_to_ec_green_paper_on_cmu_-_crowdfunding_survey.pdf).

113 Macchiavello, *supra note*, 13: 27.

114 2 straipsnio 4 dalis numato „Uždarosios akcinės bendrovės akcijos negali būti platinamos ir jomis prekiaujama viešai, jeigu įstatymai nenumato kitaip“; „Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas“, TAR, žiūrėta 2022 m. sausio 9 d., <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.E22116F1B0E0/asr>.

Atitinkamai skyrėsi ir dydžio ribojimai, taikomi finansuojamo projekto savininko pasiūlymui: Vokietijoje – 2,5 mln., Italijoje – iki 5 mln., Ispanijoje – 2 mln. (audituotos finansinės ataskaitos atveju – 5 mln.), Prancūzijoje – 1 mln. Eur<sup>115</sup>, o tai neviršijo Prospekto direktyvos 2004/71/EB nuostatose numatytų sumų dydžių. Be to, skyrėsi ir investuojamų sumų dydžių ribojimai<sup>116</sup>, bet apie tai šiame darbe kalbama vėliau.

Apibendrinant galima pasakyti, kad **valstybės narės sutelktiniam finansavimui reglamentuoti nacionaliniu mastu daugiausia taikė MIFID II ir Prospekto direktyvos 2004/71/EB nuostatas kaip analogiją, tačiau kiekviena valstybė narė tai darė savitai, tad platformų valdymas tarpvalstybiniu mastu tapo dar sudėtingesnis, brangesnis ir ne toks efektyvus ir tai buvo praktiškai neįmanomas procesas.**<sup>117</sup>

Toks skirtingas valstybių narių reglamentavimas Europos Sąjungos mastu sukūrė sutelktinio finansavimo reglamentavimo fragmentaciją Europos Sąjungoje. Skirtingų valstybių narių teritorijose esantiems investuotojams būtų taikomos skirtingos apsaugos priemonės ir būtų atskleista skirtinga esminė informacija.<sup>118</sup> Tai lėmė nepakeliamą administracinę naštą sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjams, kurie norėjo teikti savo paslaugas tarpvalstybiniu ar net visos bendrijos mastu. Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 6 punkte numatyta, kad „galiojančių nacionalinių taisyklių skirtumai yra tokio masto, kad jie trukdo teikti tarpvalstybines sutelktinio finansavimo paslaugas ir todėl turi tiesioginį poveikį tokių paslaugų vidaus rinkos veikimui“. Be to, autorizuotos kredito įstaigos arba investicines paslaugas teikiančios įmonės, kurioms suteikiamas veiklos pasas, galiojantis visoje Europos Sąjungoje, savo paslaugas galėjo teikti nepatirdamos tokios naštos.<sup>119</sup> Šią ydingą praktiką akcentavo ir sutelktinio finansavimo veiklos atliekamos poveikio analizės, kurias atliko ES šalys narės (Jungtinė Karalystė<sup>120</sup>,

---

115 Macchiavello, *supra note*, 13: 27.

116 Sharath Chandupatla, „Peer-To-Peer Lending and Equity-Based Crowd Funding – Status Quo and the Leap Forward“, *Nirma University Law Journal* 9 (1) (2019): 113–114, žiūrėta 2020 m. spalio 27 d., <https://ssrn.com/abstract=3545921>; taip pat Joseph J. Dehner, „Equity-Based Crowdfunding Outside the USA“, *University of Cincinnati Law Review* 81 (2014): 420–434, žiūrėta 2020 m. spalio 27 d., <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/ucinlr83&div=18&id=&page=>.

117 Karsten Wenzlaff, Rotem Shneur, Liang Zhao & Björn-Tore Flåten et al., „Crowdfunding in Europe: Between Fragmentation and Harmonization“, iš *Advances in Crowdfunding*, Rotem Shneur; Liang Zhao; Björn-Tore Flåten, (California: Palgrave Macmillan), 382, 2020, žiūrėta 2021 m. gruodžio 20 d., [https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-030-46309-0\\_16](https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-030-46309-0_16).

118 Macchiavello, *supra note*, 98: 579.

119 Rolf H. Weber, Rainer Baisch, „Fin-Tech – Eligible Safeguards to Foster the Regulatory Framework“, *Journal of International Banking Law and Regulation* 33 (10) (2018): 343, žiūrėta 2020 m. spalio 27 d., [https://www.researchgate.net/publication/329586457\\_FinTech-eligible\\_Safeguards\\_to\\_Foster\\_the\\_regulatory\\_Framework](https://www.researchgate.net/publication/329586457_FinTech-eligible_Safeguards_to_Foster_the_regulatory_Framework).

120 „Consultation Document: The FCA’s Regulatory Approach to Crowdfunding (and Similar Activities)“, UK Financial Conduct Authority (2013), žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d., <https://www.fca.org.uk/publications/consultation-papers/cp13-13-fca’s-regulatory-approach-crowdfunding-and-similar>.

Prancūzija<sup>121</sup>), Europos bankų institucija (EBA)<sup>122</sup>, ESMA<sup>123</sup> ir Tarptautinės vertybinių popierių komisijų organizacijos (IOSCO)<sup>124</sup>. Mokslininkai taip pat nurodė, kad šio sektoriaus reglamentavimas būtinas tarpvalstybiniu mastu atsižvelgiant į tai, kad tokio pobūdžio paslaugos teikiamas internetu, kuriame nėra jokių sienų.<sup>125</sup>

Europos Komisija, atsižvelgdama į minėtas pastabas, inicijavo sutelktinio finansavimo reglamentavimo svarstymą ir pasiūlė priimti tokį sutelktinio finansavimo reglamentavimo modelį<sup>126</sup>, kur sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas galėtų pasirinkti, pagal kokį reglamentavimą – nacionalinį ar Europos Sąjungos – veikti. Nacionalinio reglamentavimo atveju taikomas vietinis valstybės narės sutelktinio finansavimo veiklos reglamentavimas. O jei sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas ketina teikti savo paslaugas tarpvalstybiniu mastu, jis gali pasirinkti Europos Sąjungos reglamentavimo modelį, tada jam suteikiamas veiklos pasas visos bendrijos mastu ir netaikomas nacionalinis reglamentavimas.<sup>127</sup> Tačiau ši mintis buvo aršiai kritikuojama ir greitai atmesta. Pirmiausia tai būtų leidę sutelktinio finansavimo platformoms rinktis palankesnę savo veiklai reglamentavimą, taip siekiant išvengti atitinkamo režimo keliamų reikalavimų. Be to, buvo pabrėžiama, kad toks reglamentavimas galimai iškraipytų konkurenciją.<sup>128</sup>

Antra, tokios struktūros reglamentavimas galimai klaidintų investuotojus dėl jų teisių ar apsaugos lygio, o tai galėtų neigiamai atsiliiepti sutelktinio finansavimo

---

121 „Un Nouveau Adre Pour Faciliter le Developpement du Financement Participatif“, Banque de France, 2013, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d., <https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/media/2017/07/25/20130930-cadre-financement-participatif.pdf>.

122 „Opinion of the European Banking Authority on Communications to Supervised Entities Regarding Money Laundering and Terrorist Financing Risks in Prudential Supervision“, European Banking Authority (EBA), EBA-OP-2019-08 (2019): 26 ir 31, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d., <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2622242/a8270e12-b0c2-4194-a70f-1f1ece5c71a3/Opinion%20on%20communication%20of%20ML%20TF%20risks%20to%20supervised%20entities.pdf?retry=1>.

123 „Advice On Investment Based Crowdfunding“, *supra note*, 74: 16–17.

124 „Crowd-funding: an Infant Industry Growing Fast“, *supra note*, 63: 14.

125 Dorin and Vojtko, *supra note*, 30: 386.

126 Politikos pasiūlymų galimybės buvo: 1. Pagrindinis scenarijus (ES veiksmų nesiimama); 2. Remiamasi su reputacija susijusiu kapitalu: minimalus derinimas arba derinamas su saviregulavimu; 3. Sutelktinio finansavimo įtraukimas į esamą mokėjimo įstaigų arba prekybos vietų reguliavimą. 4. Atskirai pasirenkama „Europos sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjų“ (ESFT) sistema, kuria remiantis būtų nustatyti tam tikri bendri ES sutelktinio finansavimo sistemų standartai.

127 „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“, European Commission, SWD(2018): 57, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 26 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52018SC0056>.

128 Macchiavello, *supra note*, 66: 4; taip pat žr. Ahern, *supra note*, 70: 7.

paslaugų patrauklumui.<sup>129</sup> Šio darbo autoriaus nuomone, siūlytas dviejų lygmenų reglamentavimo modelis buvo paimtas iš šiandien Jungtinėse Amerikos Valstijose galiojančio sutelktinio finansavimo reglamentavimo modelio. Čia sutelktinis finansavimo gali būti vykdomas, pirma, federaliniu lygiu, kai sutelktinio finansavimo portalas vertybinius popierius gali platinti visose valstijose. Antru atveju leidžiama atskiroms valstijoms nusistatyti savo vietinį reglamentavimą, kuris turi atitikti šiuos kriterijus: (1) vertybiniai popieriai siūlomi tik tos valstijos rezidentams, (2) kur yra registruota emitento buveinė ir pagrindinė verslo dalis, (3) o emisijos kaina ne didesnė kaip 5 mln. JAV dolerių.<sup>130</sup> Matyt, toks pasirinkimas buvo nulemtas to, kad daug valstijų – net 28<sup>131</sup> – jau buvo reglamentavusios sutelktinį finansavimą dar prieš Jungtinių Amerikos Valstijų vertybinių popierių komisijai priimant federalinio Vertybinių popierių įstatymo pataisas, įteisinančias sutelktinio finansavimo veiklą federaliniu mastu.

Siekiant eliminuoti šį teisinį neaiškumą, buvo priimtas sprendimas priimti tiesioginio taikymo teisės aktą Europos Sąjungoje, kuris neleistų valstybių narių kompetentingoms institucijoms varijuoti jų nuostatų, kaip yra direktyvų reglamentavimo atveju, o tai lėmė dvi priežastys. Pirma, Europos Sąjungos kapitalo rinkų sąjunga siekia įveikti sunkumus, susijusius su tuo, kad bendrijos mastu kapitalo rinkų reglamentavimas nacionalinių lygiu skiriasi. Antra, buvo siekiama įrašyti sutelktinio finansavimo platformų operatorius į sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjų sąrašą per ESMA visos Europos Sąjungos mastu, taip stengiantis išvengti vietinės priežiūros institucijų, kurios gali iškraipyti taikomus standartus visos bendrijos mastu.<sup>132</sup>

Kaip nurodoma Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 5–8 dalyse, tokia sutelktinio finansavimo veiklos fragmentacija, kai galiojančios nacionalinės taisyklės dėl sutelktinio finansavimo platformų veiklos sąlygų, leidžiamos veiklos masto ir veiklos leidimo reikalavimų skirtumų trukdo teikti sutelktinio finansavimo paslaugas, daro tiesioginį poveikį tokių paslaugų vidaus rinkos veikimui. Tai daro tokį poveikį: pirma, patirties neturintys investuotojai patiria dideles teises išlaidas, nes jie susiduria su sunkumais nustatydami tarpvalstybinio sutelktinio finansavimo paslaugoms taikytinas taisykles. Todėl jie yra atgrasomi nuo investavimo tarpvalstybiniu mastu naudojantis sutelktinio finansavimo platformomis. Antra, dėl tos pačios priežasties sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjai neskatinami siūlyti savo paslaugų valstybėse narėse, kuriose jie nėra įsisteigę. Susiformuoja reglamentavimo

---

129 *Macchiavello, supra note, 66: 10.*

130 Annalise H. Farris, „Strict in the Wrong Places: State Crowdfunding Exemptions’ Failure to Effectively Balance Investor Protection and Capital Raising“, *Campbell Law Review* 38 (2016): 272, žiūrėta 2021 m. rugsėjo 1 d., <https://scholarship.law.campbell.edu/clr/vol38/iss3/2/>; taip pat Burkett, *supra note, 21: 86.*

131 Farris, *Ibid.*, 268.

132 Lukáš Hrdlička ir Petra Šmirausová, „On the Proposal of the Investment Crowdfunding Platform Providers’ Regulation“, *Charles University in Prague Faculty of Law Research Paper I/1* (2019): 3, žiūrėta 2021 m. kovo 31 d., <https://ssrn.com/abstract=3360522>.

vakuumas.<sup>133</sup> Kaip tik todėl **Reglamentu 2020/1503** siekiama skatinti tarpvalstybinės sutelktinio finansavimo paslaugas ir sudaryti palankesnes sąlygas naudotis laisve teikti tokias paslaugas ir jas gauti vidaus rinkoje. Taip šalinamos esamos sutelktinio finansavimo paslaugų vidaus rinkoje tinkamo veikimo kliūtys ir užtikrinama investuotojo aukšto lygio apsauga nustatant reglamentavimo sistemą Europos Sąjungos lygmeniu.

Čia įdomu paminėti mokslininkus, kurie laikosi kitokios nuomonės. Antai Evan Glustrom savo darbe<sup>134</sup> teigia, kad tai, jog nėra tarpvalstybinio sutelktinio finansavimo veiklos reglamentavimo, gali pasirodyti negalia, verta atkreipti dėmesį į sutelktinio finansavimo veiklos teritorijos prigimtinį pobūdį. Čia jis nurodo, kad sutelktinis finansavimas skirtas mažoms ir vidutinėms įmonėms, kurios dažniausiai neturi tarptautinio tinklo ir veikia tik lokaliai vienoje valstybėje, pavyzdžiui, alaus daryklos, beisbolo lazdų gamintojai, restoranai ir pan. O į tokio tipo verslus paprastai investuoja jais besinaudojantys investuotojai, kurie gerai žino atitinkamą prekės ženklą. Iš to jis daro išvadą, kad nėra poreikio tarptautinio masto reglamentavimui, kuris per daug išsamus, perteklinis ir sudėtingas, palyginti su tuo, kokį paprastą ir aiškų reglamentavimą galima būtų sukurti nacionaliniu mastu atsižvelgiant į vietinio regiono specifiką. Tačiau su tuo nesutinka kiti mokslininkai, jie teigia, kad **nuoseklus reglamentavimo Europos Sąjungos lygmeniu trūkumas atveria reglamentavimą valstybių narių lygmeniu, sukuria kliūtis tarpvalstybiniam projektų finansavimui, o tai kelia pavojų bendros kapitalo rinkos vizijai.**<sup>135</sup>

Apibendrinant tai, kas sakyta, galima teigti, kad sutelktinio finansavimo reglamentavimas būtinas ne tik nacionaliniu, bet ir tarpvalstybiniu lygmeniu. Siekiant išvengti reglamentavimo ginčų, užtikrinti investuotojų apsaugą ir skatinti sutelktinio finansavimo platformų tarpvalstybinę veiklą siekiant bendros kapitalo rinkos vizijos, jis turi būti priimtas bendrijos mastu kaip tiesioginio taikymo dokumentas.

## 1.4. Sutelktinio finansavimo reglamentavimo poreikis ir inovacijų reglamentavimo trilema

### 1.4.1. Sutelktinio finansavimo savireguliacijos negalimumas

Čia keltinas klausimas, ar pakaktų, jei sutelktinio finansavimo veikla būtų neregamentuojama ir jos veikla palikta savireguliuojamumui. Gal pati rinka sugebėtų suvaldyti čia aptartas rizikas pasirinkdama geriausią taikytiną veiklos vykdymo praktiką, kuri taip išplistų, kad net būtų galimas tarpvalstybinis sutelktinio finansavimo veikimas?

---

<sup>133</sup> Ahern, *supra note*, 70: 4.

<sup>134</sup> Evan Glustrom, „Intrastate Crowdfunding in Alaska: Is There Security in Following the Crowd?“, *Alaska Law Review* 34 (2017): 295, žiūrėta 2021 m. gruodžio 21 d., <https://scholarship.law.duke.edu/alr/vol34/iss2/6>.

<sup>135</sup> Härkönen, *supra note*, 68: 147.

Nors nėra sutarimo dėl tikslaus verslo veiklos savireguliacijos apibrėžimo, tokia veikla apibūdina bet kokią sistemą, kurioje verslo subjektai patys nustato savo veiklai taikytinas taisykles ir vykdymo priemones.<sup>136</sup> Savireguliacijos atveju dažniausiai tikima, kad ji bus veiksminga, ir tam yra svarus argumentas, jog visi savireguliuojamos veiklos dalyviai suinteresuoti užtikrinti savo interesus ir apskritai išlikti, ypač jei kalbėtume apie sutelktinio finansavimo paslaugų teikėją. Tarpininkai pripažįsta, kad jų egzistavimas priklauso nuo santykių ne tik su esamais investuotojais ar projektų savininkais, bet ir su platesne bendruomene, kuri apima ir kitus rinkos dalyvius. Tarpininkas yra suinteresuotas apriboti sukčiavimo atvejus ir taip užtikrinti, kad jo siūlomi finansuoti projektai būtų tik sėkmingų įmonių, nes prastos kokybės projektai neigiamai paveiktų jo reputaciją ir atitinkamai pelningumą, taip pat keltų ir išlikimo klausimą.<sup>137</sup>

Moderniosios ekonomikos tėvu vadinamas Adamas Smithas teigė, kad reputacija skatina pasitikėjimą rinkomis. Juk gamintojas greitai supras, kad prastos kokybės prekių pardavimas silpnins jo reputaciją, taigi ir būsimą pelną, todėl nesąžiningumas taps nepelninga verslo strategija. Remdamiesi šia išvalga, įtakingi mokslininkai, tokie kaip Miltonas Friedmanas, Richardas Posneris ir Richardas Epsteinas, ragino panaikinti rinkų reglamentavimą ir pasikliauti vidaus rinkos drausme.<sup>138</sup> Laisvosios rinkos šalininkai ginčija įstatymų, kurie riboja sutarčių laisvę, poreikį ir teigia, kad teisė yra tik viena iš daugelio socialinių institutų ir praktikų, kurioms esant rinkos veikia. Apibendrinant šiuos argumentus galima būtų sakyti, kad ši verslo veiklos forma galėtų pati suformuoti geriausią veiklos vykdymo praktiką.

Analogiškos pozicijos, dar prieš priimant Reglamentą 2020/1503, laikėsi ir Europos Komisija. Atsiradus pirmosioms sutelktinio finansavimo platformoms ji nesinėmė reglamentuoti tokio finansavimo modelio, stebėjo rinkos dinamiką bandydama identifikuoti gerąją praktiką. Pagrindinis to argumentas buvo tai, kad sutelktinio finansavimo veikla yra santykinai maža ir lokali.<sup>139</sup> Be to, buvo nurodoma, kad per anksti nustačius reglamentavimo priemones galėtų būti ne skatinama, o trukdoma augti šiam sparčiai besiplečiančiam novatoriškam finansavimo kanalui.<sup>140</sup> Tačiau netrukus Europos Komisija buvo priversta keisti savo požiūrį ir tai lėmė šalių narių (Prancūzija<sup>141</sup>,

---

136 Cary Coglianese and Evan Mendelson, „Meta-Regulation and Self-Regulation“, *SSRN Electronic Journal* (2010): 146, žiūrėta 2022 m. balandžio 20 d., [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2002755](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2002755).

137 Nehme, *supra note*, 33: 123.

138 Nehme, *supra note*, 33: 126.

139 „Report on Crowdfunding in the EU Capital Markets Union“, European Commission (2016): 31, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d., [https://ec.europa.eu/info/publications/crowdfunding-eu-capital-markets-union\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/crowdfunding-eu-capital-markets-union_en).

140 „Review of Crowdfunding Regulation 2014“, European Crowdfunding Network, žiūrėta 2020 rugpjūčio 24 d., <http://eurocrowd.org/2014/12/12/ecn-review-crowdfunding-regulation-2014/>.

141 „Un Nouveau Adre Pour Faciliter le Developpement du Financement Participatif“, *supra note*, 121.

Jungtinė Karalystė<sup>142</sup>), užsienio valstybių (Kanada<sup>143</sup>, JAV<sup>144</sup> ir Australija<sup>145</sup>), ESMA<sup>146</sup>, Europos bankų institucijos<sup>147</sup> (EBA) ir Tarptautinės vertybinių popierių komisijų organizacijos (IOSCO)<sup>148</sup> atliktos poveikio analizės, kuriose buvo keliamas susirūpinimas dėl čia aptartų rizikų. Sutelktinio finansavimo tinklas taip pat darė įtaką ir savo iniciatyva atliko Europos Sąjungos valstybių narių reglamentavimo apžvalgą ir geriausios praktikos modeliu parengė sutelktinio finansavimo reglamentavimo gaires.<sup>149</sup> **Kertinis Europos Komisijos požiūrio pakeitimo elementas buvo tai, kai čia aptartos rizikos materializavosi ir žlugo pirmosios sutelktinio finansavimo ir tarpusavio skolinimo platformos Europos Sąjungoje.** Švedijos platforma „TrustBuddy“ žlugo 2015 m.<sup>150</sup>, Jungtinėje Karalystėje „Lendy’s“ – 2019 m.<sup>151</sup>, 2016 m. Jungtinėse Amerikos Valstijose platforma „Lending Club“ įsivėlė į interesų konflikto skandalą<sup>152</sup>, o Kinijos „Ezubao“ žlugo 2015 m. dėl apgaulės, laisvės atėmimo baudmės dėl sukčiavimo sulaukė 26 asmenys<sup>153</sup>.

Apie savireguliacijos ydingumą kalbėjo ir mokslininkai. Pirmiausia buvo akcentuojami galimi sukčiavimo atvejai, kai sutelktinio finansavimo platformos operatorius

---

142 „Consultation Document: The FCA’s Regulatory Approach to Crowdfunding (and Similar Activities)“, *supra note*, 120.

143 „Exempt Market Review, Staff Consultation Paper, Considerations for New Capital Raising Prospectus Exemptions“, Ontario Securities Commission (2013), žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d., <https://faircanada.ca/submissions/osc-exempt-market-review-osc-staff-consultation-paper-45-710-considerations-for-new-capital-raising-prospectus-exemptions/>.

144 „Proposed Rules on Crowdfunding“, Securities Exchange Commission (2013), žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d., <https://www.sec.gov/rules/proposed/2013/33-9470.pdf>.

145 „Crowd-Sourced Equity Funding: Discussion Paper“, Australian Government – Corporations and Markets Advisory Committee (2014), žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d., <http://www.camac.gov.au/camac/camac.nsf/byheadline/reportsfinal+reports+home.html>.

146 „Advice On Investment Based Crowdfunding“, *supra note*, 74: 16–17.

147 „Opinion of the European Banking Authority on Communications to Supervised Entities Regarding Money Laundering and Terrorist Financing Risks in Prudential Supervision“, *supra note*, 122: 26, 31.

148 „Crowd-funding: an Infant Industry Growing Fast“, *supra note*, 63: 14.

149 „A Framework for European Crowdfunding Network“, European Crowdfunding Network (2012), žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d., [http://eurocrowd.winball2.de/wp-content/blogs.dir/sites/85/2013/06/FraMeWORk\\_eu\\_crOWdFuNdING.pdf](http://eurocrowd.winball2.de/wp-content/blogs.dir/sites/85/2013/06/FraMeWORk_eu_crOWdFuNdING.pdf).

150 „A wake Up call from TrustBuddy“, žiūrėta 2022 m. sausio 9 d., <https://www.lexisnexis.co.uk/blog/financial-services/a-wake-up-call-from-trustbuddy>.

151 Jean Galea, „Lending Platform Lendy Goes Bust – Lessons Learnt“, žiūrėta 2022 m. sausio 9 d., <https://jeangalea.com/lending-platform-lendy-goes-bust-lessons-learnt/>.

152 „LendingClub Board Lost Trust in CEO Amid Probe: Sources“, žiūrėta 2022 m. sausio 9 d., <https://www.cnn.com/2016/05/09/lendingclub-board-lost-trust-in-ceo-amid-probe-sources.html>.

153 „Leader of China’s \$9 Billion Ezubao Online Scam Gets Life; 26 Jailed“, žiūrėta 2022 m. sausio 9 d., <https://www.reuters.com/article/us-china-fraud-idUSKCN1BN0J6>.

ir / arba projekto savininkas gali siekti apgaule išvilioti investuotojų pinigus ir dingti prisidengdamas interneto anonimiškumu, todėl buvo svarbu nustatyti griežtas licencijavimo taisykles, kurios apimtų ir sutelktinio finansavimo platformos operatoriaus vadovų atsakomybę.<sup>154</sup> Buvo pabrėžiama ir tai, kad atitinkami veiklos reikalavimai turi būti taikomi informacijos ir turto apsaugai siekiant užtikrinti sutelktinio finansavimo platformos veiklos tęstinumą, t. y. kaupiamos informacijos, pinigų ir finansinių priemonių išsaugojimą bankroto atveju. Antraip žlugus platformai kiltų grėsmė prarasti investuotojų ir projektų savininkų lėšas, duomenis ir kitą svarbią informaciją. Taip pat nurodoma, kad, atidžiai pažvelgus į tarpininkų pateikiamą informaciją, buvo matyti skaidrumo trūkumas, kai tarpininkai viešino ir reklamuodavo tik sėkmingus projektus ir neteikdavo informacijos apie nesėkmingus projektus. Net ir tada, kai projektas pasisekdavo, investuotojams buvo pateikiama per mažai arba visai nepateikiama informacijos apie rinkų, į kurias investuojama, nelikvidumą.<sup>155</sup>

Susirūpinimą taip pat kėlė ir tai, kad tokio pobūdžio investavimas dažniausiai nesiekia didelių sumų ir atitinkami investuotojo nuostoliai yra santykinai nedideli, palyginti su galimomis teismo bylinėjimosi išlaidomis. Smulkiajam – namų ūkiui – investuotojui ginti savo teises teisme, kilus ginčui su emitentu, būtų tiesiog nepakeliama našta. Jam būtų reikalinga teisininko, kurio įkainiai būna įvairūs, pagalba, o investiciniame ginče, tikėtina, teisininko pagalbos išlaidos būtų didesnės už pačią investuotą sumą.<sup>156</sup> Ieškinio pateikimas būtų per daug brangus ir tikriausiai investuotojai nesikreiptų teisminės gynybos, o tai galėtų nulemti investuotojų nepasitikėjimą šia rinka.<sup>157</sup> Empiriniai tyrimai rodo, kad, nesant investuotojų apsaugos reglamentavimo arba kai jis silpnas, investuotojai nepasitiki rinka ir atlieka daug mažiau investicijų, be to, tai lemia ir didelę kapitalo kainą, o tai nėra paranku projekto savininkui.<sup>158</sup> Antai vertybinių popierių kapitalo rinkos plėtra ir efektyvumas tiesiogiai siejamas su išsamiais esminės informacijos atskleidimo reikalavimais ir santykinai maža investuotojams taikoma įrodinėjimo našta siekiant prisiteisti nuostolių atlyginimą iš tarpininkų.<sup>159</sup>

Kalbant apie investuotojams atskleidžiamos informacijos teisingumą, verta paminėti Yonathano A. Arbelo mintis. Jis nurodo, kad absoliuti dauguma komercinių sandorių apima informacijos asimetrijos problemą, kylančią tarp pardavėjų ir pirkėjų. Šaldytuvo ar automobilio pirkimas, rangovo samdymas ir finansinio patarėjo ieškojimas yra

---

154 Nehme, *supra note*, 33: 124–127.

155 Karina Bouaissetal, Isabelle Maque ir Jérôme Meric, „Morethan Three’s a Crowd... in the Best Interest of Companies! Crowdfunding as Zeitgeist or Ideology?“, *Society and Business Review* 10 (1) (2015): 23–24, žiūrėta 2021 m. rugsėjo 1 d., <https://www.proquest.com/docview/1648619450?parentSessionId=y4juoaZUGVKA AWrHeWANqLSnN6ZGJmECDbJdsTwy9ro%3D>.

156 Farris, *supra note*, 130: 282.

157 Gillen ir Pogorski, *supra note*, 54: 150.

158 Härkönen, *supra note*, 68: 144.

159 Charles P. Himmelberg, Glenn R. Hubbard, Inessa Love, „Investor Protection, Ownership, and the Cost of Capital. Policy“, *World Bank* 2834 (2002): 3, žiūrėta 2021 m. gruodžio 21 d., [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=303969](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=303969).

kasdieniai sandoriai, susiję su vadinamosiomis „patirties“ prekėmis<sup>160</sup>, t. y. prekėmis, kurių kokybę vartotojas gali įvertinti tik jas sunaudojęs ar naudodamas atitinkamą laikotarpį. Antai pirkdamas tokias prekes kaip puodelis ar stalas, vartotojas gali matyti šios prekės pagaminimo kokybę, ir tai nereikalauja pardavėjo papildomų komentarų. O „patirties“ sandoriuose užkoduotas oportunistinis pardavėjo ar tarpininko elgesys, kai naudodamasis informacijos asimetriją pardavėjas gali pagražinti esamą situaciją ir perduoti patikliam pirkėjui menkos kokybės produktą už didelę kainą. Toks elgesys lemia netinkamą išteklių paskirstymą, kai finansavimo neverti projektai jį gauna, o potencialūs projektai – ne. Be to, piktnaudžiavimas pirkėjų patiklumu didina nerimą ir atitinkamai priverčia juos elgtis pernelyg nepatikliai, o tai stabdo bendrą ekonominę veiklą.

Dirk Zetzsche Andreas ir Christina Preiner bendrame darbe taikliai apibendrina tai, kas čia pasakyta<sup>161</sup>, kad dar XVIII a. fiziokratų sukurtas šūkis *Laissez Faire* (pranc.; liet. „palikite ramybėje (leiskite veikti)“) šiuo atveju neminėtinas. **Jei libertarizmo idėją, kad rinkos veiksmingiausias nesikišant jokiai reglamentavimui, laikytume tiesa, galima būtų atsisakyti bet kokio finansų sektoriaus reglamentavimo. Reguluotojas laikosi kitokio požiūrio ir tai patvirtinama jau beveik 100 metų siekiančiu reglamentavimu (bent jau Jungtinėse Amerikos Valstijose).**

Finansų sektoriaus veikla reikalauja valdžios įsikišimo, kad būtų užtikrinta pirmiausia investuotojų apsauga ir pateiktos gairės įmonėms, teisininkams, priežiūros institucijoms ir teismams, kaip turėtų veikti sutelktinio finansavimo paslaugos teikimas.<sup>162</sup> Jei visa tai paliktume savireguliacijai, tai neišvengiamai ši rinka būtų chaotiška ir nestabili, atitinkamai ir nepaklausy. Reikėtų ne vienu metų, kol būtų prieita prie visuotinai priimtinos nuomonės, kaip turi būti teikiamos tokios paslaugos, ypač tarpautiniu mastu. Be abejo, toks procesas lemtų ir nemažus investuotojų nuostolius.

#### 1.4.2. Sutelktinio finansavimo reglamentavimo atsiradimo priežastys

Mokslininkai išskiria šias pagrindines sutelktinio finansavimo reglamentavimo atsiradimo priežastis. Pirmą priežastis – **sudaryti tinkamas ir patikimas sąlygas sparčiai augančioms pradedančiosioms įmonėms gauti geresnę prieigą prie savo verslo projektų finansavimo, ypač ankstyvoje vystymosi stadijoje, kai jų verslo modelis dar yra gana rizikingas ir kredito įstaigos nėra linkusios jų finansuoti.** Kadangi sutelktinis finansavimas yra novatoriškų technologijų platforma, leidžianti investuotojams ir įmonėms lengvai ir efektyviai suderinti tarpusavio interesus, sutelktinio finansavimo veikla buvo įvardyta kaip naudinga priemonė, stiprinanti Europos Sąjungos kapitalo rinkų sąjungą.<sup>163</sup>

160 Yonathan A. Arbel, „Reputation Failure: The Limits of Market Discipline in Consumer Markets“, *Wake Forest Law Review* 54 (2019): 1246–1247, žiūrėta 2021 m. gruodžio 21 d., <https://ssrn.com/abstract=3239995>.

161 Andreas ir Preiner, *supra note*, 19: 227.

162 Nehme, *supra note*, 33: 126.

163 Bajakić, Beroš ir Gnip, *supra note*, 3: 12.

Antra priežastis – **sutelktinio finansavimo reglamentavimas užtikrina investuotojų apsaugą**. Andrew A. Schwartz 2015 m. darbe<sup>164</sup> išskyrė tris su tuo susijusias problemas. Pirmoji problema – neapibrėžtumas, kuris yra neatsiejama investavimo dalis. Nėra žinoma, kurioms kompanijoms seksis, o kurios žlugs, ir investuojama pasitelkiant spėjimą, kaip susiklostys ateitis. O sutelktinis finansavimas – procesas, skirtas startuoliams jų „kūdikystės“ stadijoje finansuoti, ir tai suteikia daug didesnę neapibrėžtumo laipsnį nei investuojant į jau išvystytą verslą. Antroji problema – informacijos asimetrija, kai esminę informaciją apie projektą žino tik savininkai, vadovai, o investuotojams ji pateikiama neišsami arba netiksliai. Neeliminuojant šios galimos problemos, rinkoje galimai gali susidaryti situacija, kad didžioji dauguma projekto savininkų pradėtų piktnaudžiauti savo padėtimi ir rinka būtų pilna blogų pasiūlymų, tad potencialiam investuotojui būtų sunku suprasti, ar pasirinktina investicija yra saugi. Netrukus ši rinka nustotų funkcionuoti, nes investuotojai paprasčiausiai prarastų pasitikėjimą ja. Trečia problema – tarpininkavimo problema (angl. *agency cost*), tai vadinamasis atstovo ir atstovaujamojo interesų konfliktas. Šiuo atveju projekto savininko ir investuotojo atstovas yra sutelktinės platformos operatorius ir jis gali pažeisti savo pareigą veikti nešališkai. Pavyzdžiui, jis gali teikti į savo administruojamą platformą projektą, kuris yra nepatikimas, ir taip būtų pažeisti investuotojų interesai, nes toks atstovas veiktų išskirtiniais projekto savininko ir savo interesais. Arba priešingai, gali per pigiai įvertinti siūlomą investicinį projektą ir nustatyti per mažą jo finansavimo kainą, taip veikdamas investuotojų interesais ir savo naudai, nes gero kredito reitingo projekto finansavimą bus lengviau pritraukti ir jam atitinkamai bus daug paprasčiau gauti honorarą, nors ir šiek tiek mažesnę, nei būtų galėjęs būti didesnės projekto finansavimo kainos atveju. Arba veikti išskirtinai tik savo interesais, kai siūlomas nepatikimas projektas ir jis platinamas investuotojams, kuriems yra netinkamas (pvz., per sudėtingas suprasti ir rizikingas). Kitais žodžiais tariant, kai bandoma bet kuria kaina gauti atlyginimą už savo paslaugas neužtikrinant jų kokybės. Be abejo, taip kyla labai didelė rizika, kad bus galimai padaryta žala ir investuotojui, ir tam pačiam projekto savininkui.

Andrew A. Schwartz atkreipia dėmesį<sup>165</sup>, kad šioms problemoms spręsti naujasis reglamentavimas siūlo pasitelkti jau rinkoje sukauptą patirtį. Pavyzdžiui, „angelų“ investuotojai ar rizikos kapitalo fondai turi techninę patirtį, t. y. analitikus ir kitus specialią žinių turinčius darbuotojus, kurie gali išsamiai įvertinti projektus ir tiksliai apibendrinti jų potencialą. Pagal šią analogiją sutelktinio finansavimo platforma taip pat gali įvertinti sutelktinio finansavimo projektą ir tiksliai jį įkainoti. Atitinkamai galima pasitelkti ir viešojo siūlymo elementus, tokius kaip privalomas atskleidimas, kai investuotojui pateikiama visa esminė informacija apie emitentą, susijusias rizikas ir galimą investicijų grąžą. Platindama vertybinius popierius antrinėje rinkoje bendrovė privalo reguliariai atskleisti bet kokius pokyčius pateiktoje esminėje informacijoje. Šie du elementai jau jei ne eliminuoja, tai tikrai apriboja informacijos asimetrijos riziką.

---

164 Andrew A. Schwartz, „*The Digital Shareholder*“, *Minesota Law Review* 100 (2) (2015): 660, žiūrėta 2022 m. sausio 9 d., <https://scholar.law.colorado.edu/articles/409>.

165 Schwartz, supra note, 164: 663.

Trečia priežastis – **sutelktinio finansavimo reglamentavimas bendrijos mastu leidžia tarpvalstybinį sutelktinio finansavimo paslaugos teikimą.**<sup>166</sup> Tam tikri mokslininkai nurodo, kad nesant tarpvalstybinio sutelktinio finansavimo reglamentavimo teoriškai galėtų susidaryti situacija, kai netolygiai pasiskirsto finansinių paslaugų teikimo nauda. Pavyzdžiui, sutelktinio finansavimo platformos gali siūlyti savo paslaugas vienoje valstybėje narėje, tačiau tai nedraudžia joms priimti ir kitų valstybių investuotojų pinigų. Tokiu atveju valstybė narė, kurioje teikiamos sutelktinio finansavimo paslaugos, prisiima sutelktinio finansavimo platformos sukuriamą naudą, t. y. per vietos mokesčių surinkimą ir ekonomikos skatinimą finansuodama vietinius verslus. O užsienio valstybės narės, kurių investuotojai čia investuoja, prisiima sutelktinio finansavimo platformos ar finansuojamo projekto žlugimo riziką. Taip susidaro rizikos asimetrija tarp bendrijos valstybių narių.<sup>167</sup>

### 1.4.3. Finansinių inovacijų reglamentavimo trilema

Christopher J. Brummer ir Yesha Yadav darbe<sup>168</sup> nurodo, kad, kurdamas bet kurio finansų technologijų sektoriaus, taip pat ir sutelktinio finansavimo, įmonių reglamentavimą, reguliuotojas sutelkia dėmesį į tris pagrindinius tikslus: rinkos vientisumą, taisyklių paprastumą ir finansinių naujovių skatinimą. Čia reguliuotojui tenka nelengva užduotis visa tai tarpusavyje suderinti.

**Rinkos vientisumas** – tai situacija, kai reglamentavimo institucijos siekia užtikrinti ne tik atskirų sandorių šalių sąžiningumą, bet ir finansų rinkos stabilumą bei integralumą. Siekdamos ekonomiką išlaikyti gyvybingą, reglamentavimo institucijos stengiasi remti finansų įmonių stabilumą, racionalų rinkų funkcionavimą ir skatinti investuotojų pasitikėjimą rinka. Be to, jos padeda išvengti finansų institucijų trūkumų.<sup>169</sup> Rinkos vientisumo tikslas pasiekiamas per atitinkamas reglamentavimo priemones, tokias kaip išsamios taisyklės rizikai valdyti. Taip pat turi būti taikomi aiškiai apibrėžti esminės informacijos apie investicijas atskleidimo parametrai. Nustatyti kapitalo pakankamumo reikalavimai taip bandant eliminuoti silpnus rinkos žaidėjus, kurie gali sukelti pavojų rinkos stabilumui. Galiausiai visų šių taisyklių vykdymui užtikrinti turi būti nustatytos griežtos sankcijos už nustatyto reglamentavimo nesilaikymą.

Antra, **finansinių naujovių**<sup>170</sup> požiūriu, politikos formuotojai siekia sukurti reglamentavimo aplinką, kuri ugdo naujų, įdomių ir socialiai naudingų finansinių praktikų kūrimą. Kartu su priežiūros vykdymu, kuri yra jautri rizikai, reglamentavimo institucijos privalo suvokti galimą finansinių naujovių naudą rinkos funkcionavimui ir vartotojams. Galima teigti, kad reglamentavimo institucijos turi siekti naudotis savo

---

166 Bajakić, Beroš, Gnip, *supra note*, 3: 12.

167 Andreas ir Preiner, *supra note*, 19: 228–229.

168 Brummer and Yadav, *supra note*, 34: 244.

169 Brummer and Yadav, *supra note*, 34: 246.

170 Brummer and Yadav, *supra note*, 34: 247.

diskreciniais administraciniais ir vykdymo įgaliojimais taip, kad skatintų naujų technologijų ir pramonės šakų, kurios gerintų finansinių paslaugų kokybę, konkurenciją ir rinkos įvairovę, plėtrą. Be to, inovacijos taip pat gali padėti pasiekti kitų tikslų, įskaitant tą patį rinkos vientisumą.

Galutinis, bet dažnai nepastebimas tikslas yra **taisyklių paprastumas**. Reguluotojai siekia sukurti taisykles, kurias būtų lengva suprasti, numatyti ir taikyti. Sudėtingos ir gluminančios taisyklės trikdo bet kokio finansinių paslaugų teikėjo veiklą, o ypač finansinių technologijų įmonių, kurių didžiąją dalį sudaro informacinių technologijų sprendimai ir kurių galimybės gali būti neribotos. Taisyklių paprastumas pabrėžia aiškumo, kalbinio tikslumo ir mažesnio biurokratinio krūvio, kuris atitinkamai nulemia ir mažesnes veiklos vykdymo išlaidas, svarbą. Kitais žodžiais tariant, reguliuotojas turi pasiekti tokį reglamentavimo paprastumo lygį, kad jis leistų nevaržomai cirkuliuoti kapitalui nesudarant dirbtinių ir perteklinių trikdžių, t. y. būtų užtikrintas funkcinio ekvivalentiškumo taikymas.<sup>171</sup> Pavyzdžiui, mažos įmonės negali lygiavertiškai konkuruoti su didelėmis įmonėmis. **Atitinkamai ir sutelktinio finansavimo platformų operatoriai negali tapačiai konkuruoti su bankais ar investicines paslaugas teikiančiomis įmonėmis. Atitinkamai čia keltinas klausimas, ar neturėtų būti keliami mažesni reikalavimai sutelktinio finansavimo platformoms, nors jos ir teikia labai panašias paslaugas.**

Christopher J. Brummer ir Yesha Yadav kelia reglamentavimo trilemos problemą, kad tarp šių trijų tikslų kaip vertybių reguliuotojas, reglamentuodamas atitinkamas finansines paslaugas, realiai gali pasiekti ne daugiau kaip du.



3 pav. Reglamentavimo trilemos problemos prizmė<sup>172</sup>

Jei reglamentavimo institucijos teikia pirmenybę rinkos saugumui ir paprastų taisyklių nustatymui, tai bus daroma taikant plačius draudimus, kurie slopins finansines naujoves. Pavyzdžiui, kaip atskleidžiama vėliau šioje disertacijoje, dėl Europos Sąjungoje nustatyto investicinių paslaugų reglamentavimo sutelktinio finansavimo veikla buvo neįmanoma iki priimant naująjį Reglamentą 2020/1503. Čia galima paminėti

171 Brummer and Yadav, *supra* note, 34: 248.

172 Brummer and Yadav, *supra* note, 34: 248

labai gerą pavyzdį, kai, priėmus Sarbaneso-Oxley<sup>173</sup> ir Doddo-Frank<sup>174</sup> aktus, Jungtinėse Amerikos Valstijose smarkiai sumažėjo viešų akcijų emisijų: vidutiniškai daugiau nei 300 emisijų buvo išleidžiam per metus nuo 1996 ir 2006-ųjų. Nuo tada šalyje per metus vidutiniškai įvykdoma tik apie 125 viešų akcijų siūlymų.<sup>175</sup> Tuo atveju, kai reglamentavimo institucijos siekia skatinti naujoves ir pateikti tai kaip paprastas taisykles, jos tai padarys rinkos vientisumo užtikrinimo kaina. Tada reglamentavimas nustatytų minimalias taisykles be plataus pobūdžio draudimų, kurios paliktų pakankamai laisvės bandyti naujus finansinius instrumentus ar verslo modelius, tačiau neužtikrintų pakankamos investuotojų apsaugos ir finansų rinkos vientisumo. Galiausiai jei reglamentavimo institucijos siekia skatinti naujoves ir rinkos vientisumą, jos turi tai daryti naudodamos sudėtingą taisyklių ir išimčių matricą. O tos taisyklės didina atitikties sąnaudas ir galiausiai reglamentavimas tampa neproporcingas mažoms įmonėms, taip pat nėra tinkamai užtikrinamas ir investuotojų apsaugos interesus.

Šių trijų tikslų pusiausvyra yra didelis iššūkis, nes, žiūrint iš kitos pusės, sutelktinio finansavimo veikla tik atsirado ir tokio finansavimo vystymo skatinimas per konkurenciją aukojant investuotojų apsaugą gali inicijuoti verslumą, tačiau taip pat gali neigiamai paveikti finansų sistemos stabilumą – gali prasidėti sukčiavimų atvejai ar tiesiog žlugti finansuoti projektai. Pavyzdžiui, kuo lengviau leidžiama įmonei pritraukti finansavimą nenustatant sudėtingo pritraukimo proceso, tuo mažesnė apsauga taikoma investuotojui.<sup>176</sup> Kita vertus, reglamentavimas, kuris siekia užtikrinti investuotojų apsaugą, sukuria perteklinius reikalavimus projekto savininkams, o tai lemia mažesnę šio finansavimo būdo patrauklumą.<sup>177</sup> Šie du interesai turi būti subalansuoti taip, kad prieigą prie kapitalo galėtų gauti tik patikimos įmonės, o investuotojai turėtų atitinkamą apsaugą nuo sukčiavimo ir manipuliavimo. Taiigi nėra sunku pakreipti reglamentavimo pusiausvyrą viena ar kita linkme.

Atkreiptinas dėmesys į tai, kad sutelktinio finansavimo reglamentavimo modelis remiasi tais pačiais principais kaip ir kitos finansinės paslaugos. Jis turi užtikrinti sklandų, efektyvų ir stabilų rinkos veikimą, taip pat tinkamą investuotojų apsaugą. **Visų šiandienos finansinių paslaugų rizikos valdymo taisyklės grindžiamos rizikos valdymo metodologijos raida, pristatyta per bankininkystės sektorių.<sup>178</sup> Taiigi sutelktinio finansavimo veikla šių pamatinių taisyklių nekeičia. Technologijos**

---

173 „Sarbanes-Oxley (SOX) Act of 2002“, Investopedia, žiūrėta 2022 m. sausio 5 d., <https://www.investopedia.com/terms/s/sarbanesoxleyact.asp>.

174 „Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act“, Investopedia, žiūrėta 2022 m. sausio 5 d., <https://www.investopedia.com/terms/d/dodd-frank-financial-regulatory-reform-bill.asp>.

175 Andrew A. Schwartz, „Mandatory Disclosure in Primary Markets“, *Utah Law Review* 5 (2019): 1078–1079, žiūrėta 2021 m. gruodžio 22 d., <https://dc.law.utah.edu/ulr/vol2019/iss5/4>.

176 Porrata-Doria, *supra note*, 32: 235.

177 Marina Nehme, „The Rise of Crowd Equity Funding: Where to Now?“, *International Journal of Law in Context* 13 (3) (2017): 268, žiūrėta 2021 m. gruodžio 21 d., <https://ssrn.com/abstract=3079020>.

178 Andreas ir Preiner, *supra note*, 19: 235.

**sukūrė naują paslaugą, bet funkcija (projektų finansavimas iš visuomenės santau-  
pų) ir reglamentavimo tikslai liko tie patys.**<sup>179</sup>

Vis dėlto paslaugos pobūdis lemia jos reglamentavimą. Sutelktinis finansavimas skolinimo pagrindais, nors ir panašus į kreditavimo veiklą, arba sutelktinis finansavimas investavimo pagrindais panašus į investicinių paslaugų teikimą, tačiau nėra tapatus ir iš esmės skiriasi, kas bus aptariame kituose šios disertacijos skyriuose. Susiduriame su paslauga, kuri integruoja rinkos paslaugas su kitų finansinių paslaugų teikimu. Svarbus ir sąnaudų veiksnys, nes sutelktinio finansavimo pagrindinė stiprioji pusė yra ta, kad čia nėra bankų biurokratijos, išlaidų ir nelanksčių procesų.<sup>180</sup> **Taigi neintegruotas ikiskaitmeninis reglamentavimas nebėra tinkamas ir kyla naujo reglamentavimo, kuris užtikrintų technologijų pritaikomumo ir aptartų senųjų reglamentavimo tikslų pusiausvyrą, poreikis.**<sup>181</sup>

Kaip pastebi mokslininkai Jungtinėse Amerikos Valstijose ir Europos Sąjungoje, reglamentuojant sutelktinį finansavimą, buvo siekiama tapačių tikslų. **Europos Sąjungoje reglamentavimas grindžiamas trimis priemonių rinkiniais: aiškiais taisyklėmis dėl informacijos atskleidimo taikomų projektų savininkams ir sutelktinio finansavimo platformoms; platformos valdymo ir rizikos valdymo taisyklėmis; ir nuosekliu požiūriu į priežiūrą ir vykdymą.**<sup>182</sup> O Jungtinėse Amerikos Valstijose vertybinių popierių komisijai buvo pavesta atlikti trilypę misiją: apsaugoti investuotojus; išlaikyti sąžiningas, tvarkingas ir veiksmingas rinkas; ir palengvinti kapitalo formavimą.<sup>183</sup> Čia atitinkamai galima kelti klausimą, ar šių sąjungų reglamentavimo institucijoms pavyko užtikrinti, kad visi trys tikslai yra subalansuotai pasiekti priėmus naują sutelktinio finansavimo reglamentavimą, nes, kaip teigta anksčiau, vienas iš šių trijų (taisyklių paprastumas, rinkos integracija ir novatoriškumas) tikslų dažniausiai paaukojamas dėl kitų dviejų efektyvumo.

Kaip taikliai pastebi Alexa Lam savo darbe<sup>184</sup>, nors Jungtinės Amerikos Valstijos, Europos Sąjunga, Jungtinė Karalystė ir Singapūras numatė skirtingą požiūrį į sutelktinio finansavimo veiklos reglamentavimą, vis dėlto jų pasirinktos ir pritaikytos priemonės yra iš tradicinio reglamentavimo priemonių rinkinio, dažniausiai naudojamo vertybiniams popieriams reglamentuoti:

---

179 Zunzunegui, *supra note*, 45: 7.

180 Macchiavello, *supra note*, 98: 575.

181 Zunzunegui, *supra note*, 45: 10

182 Serdaris, *supra note*, 31: 428–429.

183 Usha R. Rodrigues, „Embrace the SEC“, *Washington University Journal of Law & Policy* 61 (2020): 136, žiūrėta 2021 m. gruodžio 21 d., [https://openscholarship.wustl.edu/law\\_journal\\_law\\_policy/vol61/iss1/12/](https://openscholarship.wustl.edu/law_journal_law_policy/vol61/iss1/12/).

184 Alexa Lam, „Less Is More – Different Regulatory Responses to Crowdfunding and Why the Hong Kong Model Stacks up Well“, *Hong Kong Law Journal* 48 (1) (2018): 196–197, žiūrėta 2021 m. gruodžio 22 d., <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/honkon48&div=13&id=&page=>.

1. Kapitalo pritraukimo dydžio arba investuotojų skaičiaus ribojimas. Dauguma reglamentavimo režimų nedidelio dydžio vertybinių popierių emisijoms arba platinant emisiją viešai nedideliam investuotojų skaičiui (pvz., iki 150) nereikalaujama šių emisijų registracijos ir atitinkamai prospekto rengimo ir patvirtinimo. Taip yra todėl, kad tokios emisijos labiau primena privatų platinimą, kur nereikia tokios didelės investuotojų apsaugos. Viešos emisijos atveju dėl didelės emisijos sumos ir daug investuotojų, t. y. galimos didelių visuomenės nuostolių rizikos, siekiama peržiūrėti siūlomos emisijos informaciją (prospektą).
2. Investicijų viršutinės ribos nustatymas mažmeniniams investuotojams. Investuotojo investuojamos sumos ribojimas (dažnai per metus) paprastai nustatomas atsižvelgiant į asmens grynąją turto vertę arba metines pajamas; šis apribojimas padeda apsaugoti investuotoją nuo reikšmingo santaupų netekimo tuo atveju, jei jo investicija nepasiteisintų ir jis prarastų ją. Projekto savininko pritraukiamos sumos ribojimas taip pat susiaurina ratą potencialių investuotojų, kurie gali patirti nuostolių.
3. Reikalavimas tinkamai atskleisti informaciją. Privaloma atskleisti išsamią ir tikslią informaciją apie siūlomą finansuoti projektą, ir tai yra kertinis šiuolaikinio vertybinių popierių reglamentavimo elementas. Informacija yra tarsi „deguonis“ viešo kapitalo rinkose. Informacijos atskleidimas sumažina informacijos asimetriją tarp projektų savininkų ir investuotojų ir atkuria netolygią derybinę jų padėtį.
4. Reglamentavimo išipareigojimų įvykdymo užtikrinimas perduodamas licencijuotiems tarpininkams. Licencijuoti tarpininkai, kurių veikla išsamią reglamentuojama, ir tai, kad jiems ir jų vadovams gali būti taikomos poveikio priemonės, užtikrina, kad sutelktinio finansavimo veikla, vykdoma per jų administruojamą platformą, būtų vykdoma atsakingai. Atlikdami šią funkciją jie privalo veikti profesionaliai, teisingai ir sąžiningai.
5. Sumažinti kliūtis viešai siūlant privataus kapitalo (angl. *private equity*) investicijas mažmeniniams investuotojams. Iki šiol tai buvo negirdėta ir galima teigti, kad tai yra savotiška siūlymų reglamentavimo revoliucija. Iki šiol privatus platinimas viešai galėjo būti atliekamas nebent tik profesionaliems ar pasiturtintiems investuotojams.

Jei kalbėtume tik apie Europos Sąjungos reglamentavimą, reikia pasakyti, kad ESMA nuo pat pradžių skatino sutelktinio finansavimo reglamentavimą ir rekomendavo<sup>185</sup> šešis pagrindinius tinkamo reglamentavimo komponentus:

- Prudenciniai reikalavimai, turintys užtikrinti veiklos tęstinumą, taikomi sutelktinio finansavimo platformos operatoriaus veiklai. Pavyzdžiui, minimalus kapitalo lygis, veiklos tęstinumo planas ir pan.;
- Mechanizmas, užtikrinantis, kad investuotojams būtų siūlomos tik tinkamos sutelktinio finansavimo priemonės;
- Mechanizmas, užtikrinantis, kad investuotojai žinotų apie susijusią riziką;

---

185 „Opinion: Investment Based Crowdfunding“, *supra note*, 43: 11–12.

- Kliento turto atskyrimas platformos nemokumo atveju;
- Platformos valdymo taisyklės, tokios kaip veiklos tęstinumo planas ir interesų konfliktų prevencijos nuostatai;
- Aiškios taisyklės dėl klientų ir sutelktinio finansavimo platformos operatoriaus bendravimo, kaip antai skundų nagrinėjimo tvarka.

Absoliučioje daugumoje valstybių, kuriose yra nustatytas sutelktinio finansavimo reglamentavimas, esminis dėmesys skiriamas investuotojų apsaugai. Pasaulinė finansų krizė priverė atkreipti dėmesį į investuotojų kognityvinį šališkumą (angl. *cognitive bias*), kai investuotojai sistemingai nukrypsta nuo normalaus arba racionalių sprendimų priėmimo elgesio modelio (pvz., neanalizuoja savo investavimo pasirinkimų, investuoja į įmonės akcijas, nes patinka jos logotipas), ir tai pakoregavo informacijos atskleidimo svarbą reglamentuojant. Tokioje situacijoje investuotoją galima apsaugoti per vadinamosios pardavimo vietas, kur vyksta kontaktas su klientu, reglamentavimą, ir tai padaroma viena iš dviejų formų.<sup>186</sup> Pirma, taikomas atskleidimo metodas – standartizuotas esminės informacijos atskleidimas investuotojui per prospektą arba pagrindinį informacijos dokumentą. Antra, „pažink savo klientą“ metodas, kai siekiama užtikrinti, kad investuotojas turėtų prieigą tik prie jam tinkamų produktų, pvz., kad jam nebūtų platinamos sudėtingos finansinės priemonės, kurių riziką gali suprasti ne kiekvienas. Abiem atvejais **finansų tarpininkas veikia kaip vartų sargas**. Šias dvi taisykles galima papildyti trečiu reikalavimu, kai ribojamos investavimo sumos (tiek viso projekto ir kiekvieno investuotojo atskirai). Papildomai naudojamos ir kitos investuotojų apsaugos priemonės, tokios kaip investuotojų švietimas, apsisprendimo (atvėsimo) laikotarpis.<sup>187</sup>

Šiomis priemonėmis siekiama eliminuoti arba sumažinti visas rizikas taip, kad jų liktų tiek, kiek investuotojas galės prisiimti. Čia siekiama pašalinti visas galimas rizikas, kurias įmanoma valdyti, be abejo, neapimant investicinės rizikos<sup>188</sup>, susijusios su projekto sėkme apskritai, už kurią ir gaunamos investicijų palūkanos.<sup>189</sup> Taigi investuotojų apsaugos reglamentavimu siekiama sukurti tokią investavimo aplinką, kad investuotojui būtų teikiamos tik jo profilį atitinkančios ir saugios investicijos, kad būtų eliminuotos arba sumažintos galimos šalutinės rizikos, paliekant grynai tik pačią investicinę riziką, ir jam tik reikėtų priimti investicinį sprendimą.<sup>190</sup>

Čia vėlgi verta paminėti, kad nustatant šias taisykles būtina atsižvelgti į sutelktiniam finansavimui dalyvaujančių šalių teisių ir pareigų pusiausvyrą. Antai perteklinės informacijos atskleidimas gali lemti papildomus kaštus. Prospekto rengimas yra labai brangus, o pagrindinės informacijos dokumentą daug pigiau parengti. Perteklinės informacijos pateikimas atbaido neprofesionalų investuotoją, nes jis gali jos nesuprasti

186 Andreas ir Preiner, *supra note*, 19: 232.

187 Macchiavello, *supra note*, 98: 576.

188 Andreas ir Preiner, *supra note*, 19: 239.

189 Andreas ir Preiner, *supra note*, 19: 228–229.

190 Schwartz, *supra note*, 175: 1078.

ar tingėti skaityti. Todėl keltinas klausimas – gal užtenka investuotojui pateikti tik glaustą pagrindinės informacijos apie investiciją dokumentą? Atitinkamai šis ir kiti reglamentavimo klausimai reikalauja reglamentavimo balanso paieškos, o tai nėra lengva užduotis.<sup>191</sup> Tie klausimai nagrinėjami paskesniuose disertacijos skyriuose.

---

191 Gillen ir Pogorski, *supra note*, 54: 150.

## 2. SUTELKTNIO FINANSAVIMO PASLAUGŲ RŪŠYS

### 2.1. Tarpininkavimas teikiant paskolas

Sutelktnio finansavimo teikiant paskolas verslo modelis panašus į kreditavimo veiklą, kurią vykdo kredito įstaigos. Abiem atvejais kredito įstaiga ir sutelktnio finansavimo platforma veikia kaip indėlininkų arba finansuotojų ir projektų savininkų tarpininkės. Esminis šių veiklų skirtumas tas, kad kredito įstaiga verčiasi indėlių ar kitų gražintinų lėšų priėmimu iš visuomenės ir paskolų teikimu *savo sąskaita*, kaip tai apibrėžiama Kapitalo reikalavimų direktyvoje<sup>192</sup> ir Reglamento Nr. 575/2013<sup>193</sup> 4(1) straipsnyje. Bankas gali disponuoti lėšomis, esančiomis kliento sąskaitoje, su sąlyga, kad yra užtikrinta kliento teisė netrukdomai disponuoti tomis lėšomis. Tai reiškia, kad klientas perduoda pinigus bankui disponuoti ir įgyja reikalavimo teisę atgauti ekvivalentišką sumą, kai tik pareikalaus.<sup>194</sup> Panašiai yra ir sudarius indėlio sutartį, tik indėlininkas gali atgauti perduotas pinigų sumas tik tada, kai sueina indėlio terminas, o jam už tai atitinkamai mokamos sutartos palūkanos. Dėl sudėtingo rizikos valdymo kredito įstaigoms taikomi kapitalo, kapitalo buferių, fraktalinio rezervo ir indėlių draudimo reikalavimai, o tai nulemia tvarų kredito įstaigos kapitalą, kuris užtikrina investuotojų nuostolių padengimą<sup>195</sup> ir atitinkamai kredito įstaigų patikimumą<sup>196</sup>. Kapitalo reikalavimų direktyvos<sup>197</sup> 12 straipsnio 1 dalyje anuomet buvo numatyta, kad kredito įstaigos pradinis kapitalas turi būti ne mažesnis kaip 5 mln. Eur. Kitas esminis skirtumas, kad

---

192 „Europos Parlamento ir Tarybos 2013 m. birželio 26 d. direktyva (ES) Nr. 2013/36/ES dėl galimybės verstis kredito įstaigų veikla ir dėl riziką ribojančios kredito įstaigų ir investicinių įmonių priežiūros, kuria iš dalies keičiama Direktyva 2002/87/EB ir panaikinamos direktyvos 2006/48/EB bei 2006/49/EB“, *supra note*, 111.

193 „Europos Parlamento ir Tarybos 2013 m. birželio 26 d. reglamentas (ES) Nr. 575/2013 dėl pradžios reikalavimų kredito įstaigoms ir investicinėms įmonėms ir kuriuo iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) Nr. 648/2012“, OJ L 176, 1.8.2013, 1-337, žiūrėta 2022 m. sausio 10 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02013R0575-20210930>.

194 „Lietuvos Respublikos civilinio kodekso patvirtinimo, įsigaliojimo ir įgyvendinimo įstatymo“ 6.913 straipsnio 2 dalis, TAR, žiūrėta 2022 m. sausio 10 d., <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.8A39C83848CB/asr>.

195 Weber ir Baisch, *supra note*, 119: 343.

196 Giorgio Barba Navaretti, Giacomo Calzolari, Alberto Franco Pozzolo, „Fintech And Banks: Friens or Foes?“, iš *European Economy, And The Real Sector*, Giorgio Barba Navaretti (Roma, Europeye sr, 2017), 16, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d., [https://european-economy.eu/wp-content/uploads/2018/01/EE\\_2.2017-2.pdf](https://european-economy.eu/wp-content/uploads/2018/01/EE_2.2017-2.pdf).

197 „Europos Parlamento ir Tarybos 2013 m. birželio 26 d. direktyva (ES) Nr. 2013/36/ES dėl galimybės verstis kredito įstaigų veikla ir dėl riziką ribojančios kredito įstaigų ir investicinių įmonių priežiūros, kuria iš dalies keičiama Direktyva 2002/87/EB ir panaikinamos direktyvos 2006/48/EB bei 2006/49/EB“, *supra note*, 111.

banko priimami indėliai turi mažesnę riziką investuotojams, nes indėlininkai yra apsaugoti indėlių draudimo įsipareigojimų sistema.

**Sutelktinio finansavimo platformos tik suteikia finansuotojų ir projektų savininkų kontaktavimo tašką** (angl. *meeting point*).<sup>198</sup> Finansavimo lėšos tiesiogiai pervedamos finansuotojų projektų savininkams ir sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas nepriima pinigų iš finansuotojų ir jų neskolina projekto savininkams. Kaip tik tai ir yra akcentuojama Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 1 punkte: „Sutelktinis finansavimas yra vis svarbesnė tarpininkavimo forma, kai sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas, **neprisiimdamas rizikos**, administruoja viešą skaitmeninę platformą, kad būsimiems investuotojams ar skolintojams parinktų arba sudarytų palankesnes sąlygas jiems parinkti įmones, kurios ieško finansavimo.“ Ši sutelktinio finansavimo tarpininkavimo veiklos teikiant paskolas specifika atspindi ir Reglamento 2020/1503 2 straipsnio 1 dalies b punkte pateiktame paskolos apibrėžime, kur sakoma, kad „paskola tai **susitarimas tarp investuotojo ir sutelktinio finansavimo projekto savininko, kuriuo investuotojas suteikia projekto savininkui sutartą pinigų sumą sutartam laikotarpiui** ir kuriuo projekto savininkas prisiima besąlygišką įsipareigojimą grąžinti tą sumą investuotojui kartu su susikaupusiomis palūkanomis pagal mokėjimo dalimis grafiką“. Atkreiptinas dėmesys, kad čia akcentuojamas paskolos atlygintinumas palūkanų forma, kad šis reglamentavimas neapimtų neatlygintinio finansavimo. Regis, Reglamentas 2020/1503 nenumato galimybės nustatyti kaupiamųjų palūkanų.<sup>199</sup> Reglamento 2020/1503 2(1)(a)(i) akcentuoja **tarpininkavimą** teikiant paskolas kaip vieną iš sutelktinio finansavimo paslaugų. Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 11 punktą detalizuoja, kad šis tarpininkavimas skirtas tik tam, kad investuotojai ir projektų savininkai lengviau sudarytų paskolos sutartį, ir šis palengvinimas apima pasiūlymų teikimą klientams ir sutelktinio finansavimo projektų kainodaros ar projektų savininkų kredito rizikos įvertinimą.<sup>200</sup> O siekiant išvengti reglamentavimo arbitražo ir užtikrinti veiksmingą sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjų priežiūrą, sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjams draudžiama priimti indėlius ar kitas grąžintinas lėšas iš visuomenės, nebent jiems išduotas kredito įstaigos veiklos leidimas (Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 9 punktas).

Įdomu, kad Jungtinėse Amerikos Valstijose, reglamentuojant sutelktinio finansavimo veiklą, nėra išskiriamas sutelktinis finansavimas kaip tarpininkavimas teikiant paskolas ar investavimas į vertybinius popierius. Čia federalinis Vertybinių popierių įstatymas<sup>201</sup> nenumato vertybinių popierių sąvokos, tik pateikia pavyzdinį sąrašą:

---

198 „Opinion of the European Banking Authority on Communications to Supervised Entities Regarding Money Laundering and Terrorist Financing Risks in Prudential Supervision“, supra note, 123: 26, 31.

199 Macchiavello, *supra note*, 29: 564.

200 Hooghiemstra, *supra note*, 57: 4.

201 „USA Securities Act of 1933“, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 1 d., <https://venturebeat.com/wp-content/uploads/2010/05/sa33.pdf>.

obligacijos, akcijos ir kt., o vertybiniu popieriumi laikomas bet koks investavimo susitarimas<sup>202</sup>. Šios sąvokos turinys pateiktas 1946 m. Aukščiausiojo Teismo *SEC v. Howey* byloje<sup>203</sup>, kurioje pasakyta, kad investavimo susitarimas – bet kokio pobūdžio investicija, kuri atitinka šiuos kriterijus: tai (1) pinigų investavimas (2) į bendrą įmonę, (3) tikintis pelno, (4) atsirandančio tik iš projekto vykdytojo ar trečiosios šalies pastangų<sup>204</sup>.

Kalbant apie vartojimo paskolas, jos nepatenka į Reglamento 2020/1503 taikymo sritį, darant prielaidą, kad tokios paskolos yra subtilesnės ir joms jau taikoma Vartojimo kredito sutarčių direktyva 2008/48/EB.<sup>205</sup> Čia atkreiptinas dėmesys į tai, kad Vartojimo kredito sutarčių direktyvos 2008/48/EB taikymas ribojamas vartojimo paskoloms, sudaromoms tarp vartotojo ir skolinio, kurio verslas arba profesija yra suteikti arba išpareigoti suteikti kreditus, kaip tai apibrėžta 3 straipsnio (b) punkte. Kitais žodžiais tariant, jei kreditorius suteikia paskolą retkarčiais ir tai nėra jo profesionali veikla, Vartojimo kredito sutarčių direktyva 2008/48/EB negali būti taikoma. Dėl šių priežasčių Vartojimo kredito sutarčių direktyva 2008/48/EB tokioms paskoloms netaikoma, pvz., Belgijoje, Italijoje ir Lenkijoje. Kitos šalys, pavyzdžiui, Jungtinė Karalystė, Nyderlandai, Suomija ir Lietuva, savo nacionaliniuose teisės aktuose aiškiai numatė, kad tokios paskolos patenka į vartojimo kredito sampratą pagal Vartojimo kredito sutarčių direktyvą 2008/48/EB.<sup>206</sup> Lietuvos Respublikos vartojimo kredito įstatymo<sup>207</sup> 2 straipsnio 11 dalyje tarpusavio skolinimas apibrėžtas kaip veikla, kai per tarpusavio skolinimo platformą asmenys teikia arba išpareigoja suteikti vartojimo kreditus vartojimo kredito gavėjams. Atkreiptinas dėmesys, kad kai kurie mokslininkai mano, kad Reglamentas 2020/1503 turėjo apimti ir tarpusavio skolinimo reglamentavimą Europos Sąjungos mastu.<sup>208</sup> Jie nurodo, kad vartotojų nepriskyrimas prie projekto savininkų apibrėžimo yra šio reglamentavimo spraga. Apeliuojama į tai, kad Vartojimo kredito sutarčių direktyvos 2008/48/EB taikymas ribojamas vartojimo

---

202 Burkett, *supra note*, 21: 80.

203 *SEC v. W. J. Howey Co.*, 328 U. S. 293 (1946), žiūrėta 2021 m. rugsėjo 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).

204 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): 33, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 1 d., <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/rutglr44&div=3&id=&page=:> taip pat Steven C. Bradford, „Crowdfunding and the federal securities laws“, *Columbia Business Law Review* 1 (2012): 35, žiūrėta 2021 m. rugsėjo 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).

205 „Europos Parlamento ir Tarybos 2008 m. balandžio 23 d. direktyva 2008/48/EB dėl vartojimo kredito sutarčių ir panaikinanti Tarybos direktyvą 87/102/EEB“, *supra note*, 24.

206 Macchiavello, *supra note*, 29: 565.

207 „Lietuvos Respublikos vartojimo kredito įstatymas“, TAR, žiūrėta 2020 m. sausio 10 d., <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.3E5A0E0D14C8/asr>.

208 Zunzunegui, *supra note*, 45: 14.

paskoloms, sudaromoms tarp vartotojo ir skolinio, kurio *nuolatinis* užsiėmimas, verslas arba profesija yra suteikti arba įsipareigoti suteikti kreditus, kaip tai apibrėžta 3 straipsnio (b) punkte. Kitais žodžiais tariant, jei kreditorius suteikia paskolą ir tai nėra jo profesionali veikla, Vartojimo kredito sutarčių direktyva 2008/48/EB negali būti taikoma.<sup>209</sup> Tačiau negalima sutikti su šiuo argumentu, nes, pirma, Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 8 punkte numatyta, kad šalinant sutelktinio finansavimo paslaugų vidaus rinkos veikimo kliūtis, šiuo reglamentu siekiama skatinti tarpvalstybinį verslo finansavimą. Todėl į šio reglamento taikymo sritį turėtų būti neįtrauktos sutelktinio finansavimo paslaugos, susijusios su skolinimu vartotojams, kaip apibrėžta Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2008/48/EB (3) 3 straipsnio a punkte“. Antra, Europos Komisija yra nurodžiusi, kad vadinamasis vartotojų sutelktinio skolinimo suderinimas yra nereikalingas, nes dauguma sandorių vyksta tik lokaliai vienoje valstybėje narėje, o ne tarptautiniu mastu.<sup>210</sup> Trečia, vartotojų sutelktinis skolinimas būtų ekonomiškai nereikšmingas, nes čia paprastai suteikiamos tik nedidelės paskolos.<sup>211</sup> Ketvirta, papildomos vartotojų apsaugos taisyklės nereikalingos, nes tarpusavio skolinimo veiklą nacionaliniu lygiu galima įtraukti į Vartojimo kredito direktyvos 2008/48/EB veikimo sritį<sup>212</sup>, kaip tai ir numato Reglamentas 2020/1503 konstatuojamosios dalies 8 punktas.

Apibendrinant galima teigti, kad nors **sutelktinio finansavimo paskolos forma savo veikla yra labai panaši į bankinį sektorių, jai netinkamas bankinio sektoriaus reglamentavimas, ypač kalbant apie prudencinius, kapitalo ar rezervų reikalavimus, nes sutelktinio finansavimo platforma nelaiko didelių sumų klientų piniginių lėšų forma ir nekelia sisteminės rizikos.** Dėl rizikos specifikos ir jos skirtumo sutelktinio finansavimo veiklai turi būti atitinkamai taikomos specialios informacijos ir rizikų atskleidimo taisyklės, o ne bankų sektoriui taikomi veiklos reikalavimai.<sup>213</sup> Pastaraisiais netinka reglamentuoti šios veiklos, nes jie užkrauna perteklinius reikalavimus sutelktinio finansavimo platformos operatoriui atitikties klausimais.

---

209 Ebers ir Quarch, *supra note*, 10: 8.

210 „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“, *supra note*, 128: 32.

211 „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“, *supra note*, 128: 56.

212 „Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business“, European Commission, COM 113 (2018): 2, žiūrėta 2022 m. sausio 12 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52018PC0113>.

213 Macchiavello, *supra note*, 13: 15.

## 2.2. Individualus paskolų portfelio valdymas

Individualaus paskolų portfelio valdymo paslauga yra analogiška lyginant su finansinių priemonių portfelio valdymo paslauga, kuri negali būti teikiama per sutelktinio finansavimo platformą, nes tai jau investicines paslaugas atitinkanti paslauga. Su finansinėmis priemonėmis susijusiam portfelio valdymui ir toliau taikoma tik MIFID II licencijavimo tvarka, todėl jis negali būti teikiamas remiantis sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjo licencija pagal Reglamentą 2020/1503<sup>214</sup>, pagal MIFID II, kuris apibrėžiamas kaip portfelio valdymas pagal klientų suteiktus įgaliojimus, gautus iš kiekvieno kliento atskirai, kai į tokius portfelius įeina viena ar daugiau finansinių priemonių<sup>215</sup>. Esminis skirtumas čia yra valdomo portfelio objektas, kuris sutelktinio finansavimo paslaugų teikimo atveju yra paskolos. Atkreiptinas dėmesys, kad prieš įsigaliojant Reglamentui 2020/1503 paskolų portfelio valdymo paslaugai teikti ne per sutelktinio finansavimo platformą, jei į paskolų portfelį neįeina jokios finansinės priemonės, nereikėjo jokių veiklos leidimų ar licencijų.<sup>216</sup> Iš esmės kaip ir paskolų tarpininkavimo veikla, tai buvo neregamentuojama veikla.<sup>217</sup> Struktūrinis šios paslaugos elementas yra diskrecinis įgaliojimas, kurį investuotojas suteikia sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjui dėl individualaus investuotojo paskolų portfelio sudėties sudarymo, atsižvelgiant į projektų skaičių, rizikos ir naudos profilį bei į asmenį investuotų lėšų sumą, neviršijant su investuotoju sutartų ribų. ESMA savo konsultacijoje yra nurodžiusi, kad individualus paskolų portfelio valdymas – tai sudėtingesnis lėšų paskirstymas paskoloms, tačiau jis išlieka paskolų suteikimo paslaugos porūšiu. Todėl ši paslauga turėtų būti laikoma pagalbine paskolų suteikimo paslauga.<sup>218</sup>

Teikiant paskolų portfelio valdymo paslaugą leidžiama naudoti automatizuotus procesus<sup>219</sup>, kurių metu sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjo skirtos lėšos investuojamos sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjo į vieną ar kelis skolinimu pagrįstus sutelktinio finansavimo projektus, pristatytus platformoje. Tai atliekama pagal parametrus, kuriuos investuotojas pateikia iš anksto, nereikalaujant investuotojo peržiūrėti

---

214 Martin Hobza ir Aneta Vondráčková, „The New Financial Crowdfunding Regulation and Its Implications for Investment Services under MIFID II“, *Charles University in Prague Faculty of Law Research Paper* III/2 (2020): 18, žiūrėta 2021 m. gruodžio 15 d., <https://ssrn.com/abstract=3725997>.

215 MIFID II 4(1)(8) straipsnis.

216 Simon Crow, „Scope, Authorisation and Passporting“, iš *A Practitioner's Guide To MIFID II, Third Edition*, Jonathan Herbs, Simon Lovegrove (London: Sweet & Maxwell, 2018), 50.

217 „Crowdfunding regulation published“, *FG Lawyers* 2020: 2, žiūrėta 2021 m. gruodžio 15 d., <https://www.fglawyersamsterdam.com/en/crowdfunding-regulation-published/>.

218 „Questions and Answers: On the European crowdfunding service providers for business Regulation“, ESMA, ESMA35-42-1088 (2022): 12, žiūrėta 2022 m. vasario 2 d., [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1088\\_qas\\_crowdfunding\\_ecspr.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1088_qas_crowdfunding_ecspr.pdf).

219 Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 20 punktas.

ir priimti investicinio sprendimo dėl kiekvieno atskiro pasiūlymo.<sup>220</sup> Parametrai turi apimti bent du iš šių kriterijų: palūkanų norma, išpirkimo data, rizikos diapazonas ir pasiskirstymas bei, jei siūloma metinė tikslinė investicijų grąžos norma, tikimybė, kad pasirinktos paskolos leis investuotojui pakankamai užtikrintai pasiekti tikslinę palūkanų normą.<sup>221</sup> Paskolų portfelio valdymui Reglamentas 2020/1503 reikalauja taikyti papildomas investuotojų apsaugos taisykles, palyginti su kitomis sutelktinio finansavimo paslaugomis. Tai yra ypatingos profesinės etikos reikalaujančios situacijos pasekmė, kai galima reikšmingos informacijos asimetrija tarp sutelktinio finansavimo paslaugos teikėjo ir neprofesionalių investuotojų. Šiuo atveju investuotojo lėšos ir diskrecija priimti investicinį sprendimą patikėta sutelktinio finansavimo platformos operatoriui, ir tai lemia didelio laipsnio priklausomybę nuo jo veiksmų ir atitinkamai kelia daug rizikų investuotojams.<sup>222</sup> Antai MIFID II atveju portfelio valdytojo sprendimas yra pateikiamas investuotojui patvirtinti, o sutelktinio finansavimo platforma tokį sprendimą priima savo iniciatyva, be jokio kliento patvirtinimo.<sup>223</sup>

Atsižvelgiant į tai, šioms paslaugoms teikti nustatyta nemažai papildomų reikalavimų, pavyzdžiui, geriausio rezultato klientui siekio užtikrinimas, sprendimų priėmimo proceso atskleidimas, kurio pagrindu paskirstomas investuotojo paskolų portfelis<sup>224</sup>, rizikos valdymo ir rizikos modeliavimo reikalavimai<sup>225</sup>, kreditingumo vertinimo reikalavimai, įrašų tvarkymas, detalus informacijos apie portfelį atskleidimas, nenumatytų atvejų fondų klausimai<sup>226</sup> ir pagrindinės informacijos investuotojams dokumentas platformos lygmeniu<sup>227</sup>. Reikalavimų, susijusių su paskolų portfelio valdymo teikimu, sąrašas yra didesnis ir išsamesnis, palyginti jį su reikalavimais, kurie konkrečiai taikomi finansinių priemonių portfelio valdymui pagal MIFID II reglamentavimą. Reikėtų pažymėti, kad šie reikalavimai iš esmės apima tik specifinį paskatų režimą<sup>228</sup> ir periodinį tinkamumo vertinimą<sup>229</sup>.

Čia kyla klausimas, ar toks išsamus reikalavimų sąrašas yra pagrįstas, kai teikiama paslauga, kuri paprastai susijusi su mažesnėmis investuotomis pinigų sumomis ir su paskolomis kaip priemonėmis, kurios ne tokios sudėtingos kaip finansinės priemonės, kurioms taikomos MIFID II portfelio valdymo taisyklės. Juk žvelgiant iš kelių sektorių

---

220 Reglamentas 2020/1503 2(1)(c) ir 3(5) straipsniai.

221 Reglamentas 2020/1503 6(1) straipsnis.

222 Niamh Moloney, *How to protect investors: lessons from the EC and the UK* (Cambridge: Cambridge University Press, 2010), 194–196, žiūrėta 2021 m. gruodžio 20 d., <https://www.researchgate.net/publication/41527334> How to protect investors Lessons from the EC and the UK.

223 Macchiavello, *supra note*, 29: 567.

224 Reglamentas 2020/1503 3(4) straipsnis.

225 Reglamentas 2020/1503 4(2) straipsnis.

226 Reglamentas 2020/1503 6 straipsnis.

227 Reglamentas 2020/1503 24 straipsnis.

228 MIFID II 24(8) straipsnis.

229 MIFID II 25(6) straipsnis.

perspektyvos, atrodo nelogiška abi iš esmės panašias veiklas reglamentuoti skirtingai.<sup>230</sup> Tačiau, **šio darbo autoriaus nuomone, akivaizdu, kad yra poreikis siekti dar aukštesnio investuotojų apsaugos ir informacijos atskleidimo lygio naujos sutelktinio finansavimo paslaugos atveju.** Tokia išvada peršasi dėl to, kad, kaip minėta anksčiau, dauguma sutelktinio finansavimo platformoje platinamų produktų yra kur kas aukštesnės rizikos nei nusistovėjusioje kapitalo rinkoje ir didesnio poreikio saugoti neprofesionalių investuotojų, kurie nėra tokie išprusę, kad savarankiškai galėtų priimti sprendimą, interesus; tai grindžiama tolesniuose šio darbo skyriuose.

Atkreiptinas dėmesys, kad Jungtinėse Amerikos Valstijose sutelktinio finansavimo reglamentavimas nenumato galimybės sutelktinio finansavimo portalui teikti individualių investicijų portfelio valdymą.<sup>231</sup> Tokios galimybės nenumatė ir Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymas.

### 2.3. Tarpininkavimas investuojant

Prieš priimant Reglamentą 2020/1503, vertybinių popierių platinimas per sutelktinio finansavimo platformą pagal Europos Sąjungoje nustatytą reglamentavimą buvo neįmanomas, nebent tokia veikla buvo atskirai reglamentuojama nacionaliniu lygiu, pagal aukščiau minėtą MIFID II 3 straipsnyje numatytą išimtį. Taip buvo todėl, kad vertybinių popierių platinimo veikla pateko išskirtinai į MIFID II reglamentavimo sritį, o tai sąlygojo dvi priežastys.

Pirma, sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjo įsipareigojimas išplatinti projekto savininko vertybinius popierius platformoje atitiktų MIFID II I priedo A skirsnio 7 punkte nurodytą investicinę paslaugą – finansinių priemonių platinimą neįsipareigojant supirkti likučio. Šiai paslaugai teikti reikalinga licencija. Tokiu atveju vienintelė teisinė galimybė, kai sutelktinio finansavimo platforma galėjo veikti be MIFID II licencijos, buvo priklausomo agento veikla, kuris paskiriamas veikti investicines paslaugas teikiančiai įmonei, remiantis MIFID II 29 straipsniu. Tačiau tokiu atveju autorizuoti investicines paslaugas teikiantys subjektai turėtų prisiimti atsakomybę už sutelktinio finansavimo platformos veiklą, o jie nėra tuo suinteresuoti<sup>232</sup>, todėl faktiškai tai buvo neįmanoma.

Antra, vertybinių popierių perleidimo sandorio sudarymas su investuotoju sutelktinio finansavimo platformoje atitiko investicines paslaugas, numatytas MIFID I priedo A skirsnio 1 arba 2 punkte, t. y. pavedimų priėmimas ir perdavimas arba pavedimų vykdymas klientų sąskaita. MIFID II konstatuojamosios dalies 44 punkte numatyta, kad „šios direktyvos tikslais pavedimų priėmimo ir perdavimo veikla taip pat turėtų apimti dviejų arba daugiau investuotojų suvedimą, siekiant, kad tie investuotojai sudarytų sandorį“, tačiau buvo mėginta aiškinti, kad neva sutelktinio finansavimo platformos tik priima finansuotojų suinteresuotumo išraišką, o ne pavedimą, ir finansavimo

230 Moloney, *supra note*, 222: 194–196.

231 Schwartz, *supra note*, 5: 1462.

232 Ferraini, *supra note*, 106: 62.

sandoris atliekamas tiesiogiai su projekto savininku, tačiau ESMA atkirto, kad nors ir MIFID II nepateikia išsamaus pavidimo termino apibrėžimo<sup>233</sup>, ši sąvoka interpretuojama plačiąja prasme ir tokie veiksmai patenka į jos apibrėžtį<sup>234</sup>.

Panašių reglamentavimo problemų, kai praktiškai buvo neįmanoma teikti sutelktinio finansavimo paslaugų, buvo ir Jungtinėse Amerikos Valstijose iki pat 2015 m. Iki to laikotarpio Jungtinėse Amerikos Valstijose galiojo federalinis Vertybinių popierių įstatymas, priimtas dar 1933 m. Šis įstatymas buvo priimtas dėl 1929–1933 m. didžiosios JAV ekonominės krizės (didžiosios depresijos) sukeltų padarinių. Ši krizė įvyko dėl finansų sistemos kontrolės stokos ir spartaus bei nesubalansuoto ekonomikos augimo. Ją taip pat lėmė paplitę sukčiavimo atvejai ir prekyba vertybiniais popieriais turint viešai neatskleistos informacijos.<sup>235</sup> Priimtas įstatymas turėjo apsaugoti investuotoją siekiant atkurti investuotojų pasitikėjimą vertybinių popierių rinka. Juo buvo siekiama dviejų tikslų. Pirma, užkirsti kelią klaidingam emitento teikiamų duomenų investuotojui interpretavimui ar sukčiavimui vertybiniais popieriais.<sup>236</sup> Antra, užtikrinti esminės informacijos (finansinės ir kt.) atskleidimą investuotojams. Atsižvelgiant į tai, kad šis įstatymas buvo nukreiptas ne į investicijų skatinimą, o į investuotojų apsaugą, prezidentas Franklinas Delano Rooseveltas pavadino jį vartotojų gynimo įstatymu.<sup>237</sup>

Įstatymas numatė du vertybinių popierių platinimo būdus. Pirma, vertybinių popierių platinimą biržoje viešai pagal griežtas ir išsamias taisykles, kai emitentas privalo registruotis JAV vertybinių popierių ir biržos komisijoje, parengti siūlymo prospektą<sup>238</sup> ir teikti nuolatines ataskaitas. Antra, neviešą privatų platinimą, kai vertybiniai popieriai platinami be registracijos komisijoje, prospekto ar ataskaitų, tačiau tik akredituotiems (o tai reiškia, kad pasiturintiems) investuotojams, iš jų tik trisdešimt penki gali būti neakredituoti. Abiem šiais atvejais buvo taikomas bendras draudimas reklamuoti ar kitaip skleisti informaciją apie vertybinių popierių platinimą per visuomenės informavimo priemones, tokias kaip radijas, televizija ir internetas (Įstatymo 502(c) ir 506(b) straipsniai)<sup>239</sup>, o tai ir lėmė sutelktinio finansavimo veiklos negalimumą.

---

233 MIFID konstatuojamosios dalies 44 punkte tik nurodoma, kad pavidimų priėmimo ir perdavimo veikla taip pat turėtų apimti dviejų arba daugiau investuotojų suvedimą, siekiant, kad tie investuotojai sudarytų sandorį.

234 „Advice On Investment Based Crowdfunding“, *supra note*, 74: 16–17.

235 Rivon, *supra note*, 204: 23.

236 Farris, *supra note*, 130: 272.

237 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. rugsėjo 2 d., <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/nclr90&div=50&id=&page=>

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

239 Frank Vargas, Michael Vargas, Jennifer Dasari, „Understanding Crowdfunding: The SEC’s New Crowdfunding Rules and the Universe of Public Fund-Raising“, *Business Law Today* 1 (2015): 2–4,

Toks reglamentavimas Jungtinėse Amerikos Valstijose lėmė vertybinių popierių rinkos segmentaciją ir finansavimo stokojančių įmonių ribotas galimybes laisvai prieiti prie viešo kapitalo dėl dviejų priežasčių.<sup>240</sup> Pirma, dėl atitikties reikalavimų viešas vertybinių popierių platinimas yra labai brangus. Antai emitentas privalo parengti prospektą, registruotis Vertybinių popierių komisijoje, teikti kasmetines ataskaitas, o platinimas vykdomas tik per tarpininkus, t. y. licencijuotus investicinius bankus. Askaičiuota, kad šiai procedūrai, t. y. prospekto parengimui ir registravimui komisijoje, atlikti reikia per 1200 žmogaus darbo valandų<sup>241</sup>, kurios įvertinamos net iki 2,5 mln. JAV dolerių<sup>242</sup>. Mažoms įmonėms, siekiančioms pritraukti iki 5 mln. JAV dolerių, tokie kaštai nepakeliami ir neracionalūs. Antra, privatus vertybinių popierių siūlymas riboja potencialių investuotojų skaičių. Čia investuoti galėjo tik akredituoti investuotojai, kurių Jungtinėse Amerikos Valstijose yra apie 7,4 proc. populiacijos (apie 8,5 mln. žmonių).<sup>243</sup> Ir tų buvo sunku rasti, nes, kaip minėta anksčiau, buvo draudžiama viešai skelbti tokį siūlymą, skirtingai nei biržos įmonėms, kurių sąrašai viešai kotiruojami biržoje.

Grįžtant prie Europos Sąjungoje nustatyto reglamentavimo analizės, čia minėtų investicinių paslaugų teikimo licencijavimas, be kitų išsamių veiklos vykdymo reikalavimų, numato didelius pradinio kapitalo reikalavimus. Kapitalo reikalavimų direktyvos<sup>244</sup> 28 ir 29 straipsniai anuomet numatė, kad visoms galimoms investicinėms paslaugoms, išvardytoms MIFID II I priedo A skirsnio sąraše, teikti reikalaujama turėti net 730 000 Eur pradinio kapitalo. Tuo atveju, jei įmonė teikia pavedimų dėl vertybinių popierių sandorių priėmimą ir perdavimą arba pavedimus vykdo klientų sąskaita ir dar saugo klientų pinigus ir vertybinius popierius, minimalus kapitalas turi būti 125 000 Eur. Atkreiptinas dėmesys, kad įsigaliojus naujajai Investicines paslaugas teikiančių įmonių direktyvai<sup>245</sup> minėta suma padidinta iki 150 000 Eur. Toks MIFID II nustatyti kapitalo ir atitikties reikalavimai kėlė didelius veiklos kaštus savo veiklą

---

žiūrėta 2021 m. rugsėjo 2 d., <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/busiltom2015&div=137&id=&page=>.

240 Rorigues, *supra note*, 50: 405.

241 Schwartz, *supra note*, 5: 1469.

242 Farris, *supra note*, 130: 272.

243 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. rugsėjo 2 d., <https://ssrn.com/abstract=2812708>.

244 „Europos Parlamento ir Tarybos 2013 m. birželio 26 d. direktyva (ES) Nr. 2013/36/ES dėl galimybės verstis kredito įstaigų veikla ir dėl riziką ribojančios kredito įstaigų ir investicinių įmonių priežiūros, kuria iš dalies keičiama Direktyva 2002/87/EB ir panaikinamos direktyvos 2006/48/EB bei 2006/49/EB“, *supra note*, 111.

245 „Europos Parlamento ir Tarybos 2019 m. lapkričio 27 d. direktyvai (ES) 2019/2034 dėl investicinių įmonių riziką ribojančios priežiūros, kuria iš dalies keičiamos direktyvos 2002/87/EB, 2009/65/EB, 2011/61/ES, 2013/36/ES, 2014/59/ES ir 2014/65/ES“, OJ L 314/64, žiūrėta 2022 m. vasario 1 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32019L2034>.

pradedančioms sutelktinio finansavimo platformoms, o tai neproporcingai riboja santykinai nedidelio masto<sup>246</sup> sutelktinio finansavimo veiklą<sup>247</sup>.

Siekdamos eliminuoti šiuos perteklinius ribojimus Europos Sąjungos reglamentavimo institucijos Reglamente 2020/1503 numatė, kad sutelktinio finansavimo veikla platinant vertybinius popierius susideda iš dviejų dedamųjų, t. y.: (1) vertybinių popierių platinimo<sup>248</sup> neįsipareigojant jų išplatinti ir (2) pavedimų vykdymo<sup>249</sup>. Atkreiptinas dėmesys, kad čia į vieną paslaugą sujungiamos dvi MIFID II reguliavime apibrėžtos investicinės paslaugos, kurių kiekviena atskirai reikalauja specialios veiklos licencijos. Sutelktinio finansavimo reglamento konstatuojamosios dalies 10 punkte teigiama: „**Bendras tokių paslaugų teikimas yra pagrindinė sutelktinio finansavimo paslaugų savybė** palyginus su tam tikromis investicinėmis paslaugomis, teikiamomis pagal MIFID, nors teikiamos individualiai, tos paslaugos atitinka paslaugas, kurioms taikoma ta direktyva“. Kitais žodžiais tariant, **sutelktinio finansavimo paslaugos teikėjas tuo pat metu tiek investuotojui, tiek projekto savininkui teikia tą pačią paslaugą, kuri susideda iš dviejų čia nurodytų dedamųjų, o tai ir yra sutelktinio finansavimo paslaugos teikimo išskirtinumas, lyginant ją su investicinių paslaugų teikimu pagal MIFID reglamentavimą.**<sup>250</sup> Aiškumo dėlei buvo priimtas ir MIFID direktyvos pakeitimas<sup>251</sup>, kuriuo sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjams, kaip tai apibrėžta Reglamente 2020/1503, MIFID reglamentavimas netaikomas.<sup>252</sup>

Labai įdomią išvargą pateikia ir Jungtinių Amerikos Valstijų mokslininkas Darian M. Ibrahim. Jis siūlo išplėsti sutelktinio finansavimo platformos galimybes ir leisti joms ne tik finansinių priemonių platinimą neįsipareigojant išplatinti, bet ir tai, kad galima būtų jas platinti su įsipareigojimu išplatinti. Tokiu atveju viešai neišpirtos emisijos dalis būtų išperkama pačios sutelktinio finansavimo platformos. Kaip analogija čia pateikiamas

---

246 Reglamente 2020/1503 konstatuojamosios dalies 3 punktas: „<...> pritraukia palyginti nedideles pinigų sumas;“.

247 Manuel Mansilla-Fernández, „Institutions“, iš *European Economy Banks, Regulation, and the Real Sector: FinTech and Banks: Friends or Foes?*, Giorgio Barba Navaretti, Giacomo Calzolari and Alberto Franco Pozzolo, Europeve srl (2017): 42, žiūrėta 2020 m. spalio 27 d., <https://european-economy.eu/2017-2/regulating-fintech-crowdfunding-and-beyond/>.

248 Platinimo sąvoka MIFID II nepateikta, tačiau, ESMA nuomone, platinimas – tai emitentui investicinės paslaugas teikiančios įmonės teikiama paslauga, karia įmonės įsipareigoja platinti finansines priemones investuotojams emitento vardu, žiūrėta 2020 m. spalio 27 d., [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/isd/questions/questions\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf).

249 Reglamente 2020/1503 2 straipsnio 1 dalies a) punkto ii) papunktis.

250 Hobza ir Vondráčková, *supra note*, 214: 12–14.

251 „Europos Parlamento ir Tarybos 2020 m. spalio 7 d. direktyva (ES) 2020/1504, kuria iš dalies keičiama Direktyva 2014/65/ES dėl finansinių priemonių rinkų“, OJ L 347, žiūrėta 2021 m. sausio 4 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32020L1504&from=EN>.

252 MIFID 2 straipsnio 1 dalies p) punktas.

garsus ir net 134 mlrd. kapitalizacijos bankas „Goldman Sachs“<sup>253</sup>, kuris teikia emisijų platinimo paslaugas įsipareigodamas jas išplatinti. Šiuo atveju šis bankas ne tik atlieka kruopštų patikrinimą, nes antraip pats rizikuotų savo investicijomis, bet pataria dėl kapitalo struktūros ir, svarbiausia, „išnuomoja“ savo reputaciją projektų savininkams, nes čia bankas garantuoja projekto sėkme visiems potencialiems investuotojams ir atitinkamai signalizuoja apie projekto aukštą kokybę. Toks platinimas dažniausiai atliekamas taip – bankas iškart išperka visas emitento akcijas ir tuojau pat išsina į rinką, čia išparduoda emitento emisiją jau už didesnę kainą. Dažniausiai tai padaroma jau iš anksto tokių platinimą suderinus su instituciniais investuotojais, kurie vėliau jas perparduoda, o likusi dalis akcijų realizuojama akcijų biržose. Šiuo atveju laimi visi – projekto savininkai yra užtikrinti, kad jų emisija bus sėkmingai išplatinta, investuotojai gauna aiškų signalą, kad projektas patikimas, o bankas uždirba iš akcijų kainos skirtumo. Vienintelis minusas tas, kad projekto savininkai gauna šiek tiek mažiau finansavimo nei projektas realiai vertas, bet kartu jis gauna garantiją dėl emisijos realizavimo.

Banko vaidmuo čia yra daugiau nei tarpininko, jis yra asmeniškai suinteresuotas atlikti išsamų vertinimą ir rizikos mažinimo funkciją.<sup>254</sup> Toks emitento akcijų platinimas Jungtinėse Amerikos Valstijose laikomas aukso standartu, nes bankai yra emitento reputacijos agentai, patvirtinantys investicinės pasiūlos visuomenei vertingumą. Dėl šio privalumo net 90 proc. visų tokio pobūdžio emisijų yra ne tik sėkmingai išplatunami, bet ir yra laikomos patikimomis investicijomis.<sup>255</sup> Toks Darian M. Ibrahim pasiūlymas gana įdomus, tačiau, šio darbo autoriaus nuomone, esamas Reglamento 2020/1503 reglamentavimas yra tinkamai subalansuotas. Pirmiausia minėtas modelis tinka dideliems rinkos žaidėjams, kur dalyvauja instituciniai investuotojai, o sutelktinis finansavimas skirtas mažmeniniams investuotojams. Antra, jei sutelktinio finansavimo platformai būtų leista teikti emisijos platinimo funkcijas įsipareigojant jos išplatinti, tokiu atveju atsirastų reglamentavimo ginčas su tokią veiklą reglamentuojančiu MIFID II reglamentavimu. Kaip minėta, čia taikomi daug didesni tokios veiklos reikalavimai, taip pat ir kapitalo reikalavimai, o tai atitinkamai galėtų iškraipyti konkurenciją. Trečia, esamas Reglamentas 2020/1503 neužkerta kelio bankui vienu pavedimu išpirkti tokią emisiją per sutelktinio finansavimo platformą ir vėliau ją siūlyti skelbimų lentoje mažmeniniams investuotojams. Ketvirta, toks reglamentavimo modelis gal būtų svarstytinas tada, kai sutelktinio finansavimo platformos pasiektų analogiško dydžio kapitalizaciją, kad turėtų pakankamai kapitalo absorbuoti galimus nuostolius ir užtikrintų tokių paslaugų patikimumą.

Dar viena reikšminga Reglamento 2020/1503 naujovė yra susijusi su **projektų filtravimo funkcijomis**. Reglamento preambulė (konstatuojamosios dalies 21 punktą) aiškiai parodo, kad sutelktinio finansavimo platformoje naudojami pasiūlymų filtravimo įrankiai nėra laikomi konsultacijomis dėl investicijų (rekomendacijomis) pagal

---

253 Market Capitalization of Goldman Sachs, 2021 m. rugpjūčio 10 d., <https://companiesmarketcap.com/goldman-sachs/marketcap/>.

254 Ibrahim, *supra note*, 53: 293.

255 Ibrahim, *supra note*, 53: 296.

MIFID reglamentavimą, kurioms teikti privaloma turėti specialią licenciją ir čia minėtą minimalų kapitalą. Ši takoskyra labai svarbi atsižvelgiant į sutelktinio finansavimo verslo modelį, kai potencialus investuotojas, naudodamasis filtravimo įrankiais, sutelktinio finansavimo platformoje atsirenka potencialias investavimo galimybes. Priklausomai nuo to, kokia informacija gaunama iš investuotojo ir kokia jam paskui teikiama, nulemia, ar tai yra konsultacija dėl investicijų (pvz., rekomendacija), ar ne. Nors MIFID II nustato, kas laikoma investavimo konsultacija, o jos nuostatas detalizuoja ESMA pateikti išaiškinimai, kurie yra vertinamojo pobūdžio<sup>256</sup>, Reglamentas 2020/1503 nustato dar aiškesnę takoskyrą tarp paties investuotojo pasirinkimo ir konkretaus rekomenduojamo siūlymo investuotojui. Reglamente nurodoma, kad investuotojui teikiama informacija turi būti **neutrali**, kaip to reikalauja Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 21 punktą, t. y. rezultatai grindžiami tik su visiškai objektyviomis produkto savybėmis susijusiais kriterijais, tokiais kaip ekonomikos sektorius, naudojama priemonė, palūkanų norma, rizikos kategorija arba pagrindiniai finansiniai duomenys.<sup>257</sup> Ši taisyklė puikiai dera su MIFID II nustatytu reglamentavimu, kur, pagal čia minėtą ESMA išaiškinimą, akcentuojamas teikiamos informacijos investuotojui asmeniškumas rekomendacijų atveju.

Kitas svarbus elementas pagal MIFID II reglamentavimą – ar teikėjas renka asmeninio pobūdžio informaciją apie investuotoją, pavyzdžiui, koks jo rizikos apetitas, noras apsaugoti nuo atitinkamos rizikos ir pan. Šiuo atveju pagal Reglamento 2020/1503 21 straipsnio (2) dalį renkama informacija apie investuotoją, jo patirtį, investavimo tikslus, finansinę padėtį ir rizikos supratimą, yra objektyvaus pobūdžio informacija, kuri numatyta reguliavimą, ir negali būti laikoma asmeninio pobūdžio informacijos gavimu investavimo konsultacijų teikimo klausimais.<sup>258</sup> Svarbu, kad šio pobūdžio paslauga būtų struktūrizuojama taip, kad investavimo pasiūlymas nevirstų investavimo rekomendacija<sup>259</sup>, nes šiai paslaugai teikti reikalinga MIFID II licencija.

Apibendrinant galima sakyti, kad priimant Reglamentą 2020/1503 buvo siekiama nustatyti tokį sutelktinio finansavimo investavimo pagrindais reglamentavimą, kuris derėtų su jau esamu investicinių paslaugų teikimo reglamentavimu. Buvo atsižvelgta, kad sutelktinio finansavimo veikla yra daug mažesnio masto nei investicines paslaugas teikiančių įmonių ir atitinkamai tai lemia mažesnę riziką. Be to, galima teigti, kad nors **sutelktinio finansavimo investavimo pagrindais veikla yra labai panaši į investicines paslaugas teikiančių įmonių veiklą, jai netinka pastarajai taikomas sudėtingas**

---

256 „Question & Answers: Understanding the definition of advice under MIFID“, Committee of European Securities Regulators, Ref. CESR/10-293, 2010, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10\\_293.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_293.pdf); taip pat žr. „Guidelines on certain aspects of the MIFID II suitability requirements“, ESMA, ESMA35- 43-1163 (2018), [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1163\\_guidelines\\_on\\_certain\\_aspects\\_of\\_MIFID\\_ii\\_suitability\\_requirements\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_MIFID_ii_suitability_requirements_0.pdf).

257 Hooghiemstra, *supra note*, 26: 6.

258 Hobza ir Vondráčková, *supra note*, 214: 8.

259 Hooghiemstra, *supra note*, 26: 6.

**reglamentavimas, ypač kalbant apie prudenčinius kapitalo reikalavimus, nes sutelktinio finansavimo platforma nelaiko didelių sumų klientų piniginių lėšų forma.** Kad ši veikla nebūtų tapatinama su investicines paslaugas teikiančiomis įmonėmis, ji buvo apibrėžta kaip dviejų MIFID II paslaugų teikimas viena paslauga.

## 2.4. Perleidžiami vertybiniai popieriai ir sutelktinio finansavimo tikslais naudojamos priemonės

Perleidžiamų vertybinių popierių sąvoka Reglamento 2020/1503 2 straipsnio m) punkte referuoja į MIFID II direktyvos 4 straipsnio 1 dalies 44 punkte numatytą apibrėžimą, kuris pirmiausia numato, kad tai gali būti tik kapitalo rinkoje apyvartūs (tikslėnis vertimas būtų – galintys cirkuluoti<sup>260</sup>) vertybiniai popieriai. MIFID II nepateikia apibrėžimo, ką reiškia kapitalo rinkoje apyvartūs vertybiniai popieriai, tačiau doktrinoje nurodoma, kad čia turima omenyje galimybė prekiauti vertybiniais popieriais be apribojimų ar suvaržymų.<sup>261</sup> Analogiškai aiškina ir Europos Komisija, kuri nurodo, kad „šios sąvokos taikymas yra platus ir apima visus galimus atvejus, kuriuose susiduria pirkimo ir pardavimo interesai“<sup>262</sup>. Be to, Komisijos deleguotasis reglamentas (ES) 2017/568<sup>263</sup> numato, kad perleidžiami vertybiniai popieriai „laikomi laisvai cirkuliuojančiais, jeigu sandorio šalys gali jais prekiauti, o vėliau juos perleisti be jokių apribojimų, ir jeigu visi vertybiniai popieriai, priskiriami prie tos pačios klasės kaip konkretus vertybinis popierius, yra pakeičiami“. Tai akcentuojama ir Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 13 punkte, kur teigiama, kad „perleidžiamumas yra svarbi apsaugos priemonė siekiant sudaryti galimybę investuotojams perleisti savo investiciją, nes tai suteikia jiems galimybę atsisakyti savo dalies kapitalo rinkose“. Priešingu atveju kyla vertybinių popierių likvidumo rizika, *dėl kurios gali nukentėti investuotojas*. Su vertybiniais popieriais, kurių likvidumas yra suvaržytas (pvz., terminu ribojamas akcijų perleidimas), susijusios sutelktinio finansavimo paslaugos nėra galimos. Atkreiptinas dėmesys, kad čia nurodytos kapitalo rinkoje apyvartaus popieriaus apibrėžimai neakcentuoja, kad jie privalo būti apyvartūs reguliuojamoje rinkoje (biržoje), čia kalbama platesne prasme, ir tai apima popierius, kurie nebūtinai cirkuliuoja reguliuojamoje rinkoje.

---

260 Taip yra išversta „Finansinių priemonių rinkų įstatymo“ 3 straipsnio 52 dalyje, TAR, žiūrėta 2020 m. gruodžio 31 d., <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.AB7AFE2F35B2/asr>.

261 Crow, *supra note*, 216: 57.

262 „Questions on Single Market Legislation: Definitions: “Transferable Securities““, European Commission, žiūrėta 2021 m. rugsėjo 2 d., [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/MIFID-2004-0039-commission-questions-answers\\_en\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/MIFID-2004-0039-commission-questions-answers_en_0.pdf).

263 „Komisijos 2016 m. gegužės 24 d. deleguotasis reglamentas (ES) 2017/568 kuriuo Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2014/65/ES papildoma leidimo prekiauti finansinėmis priemonėmis reguliuojamoje rinkoje techniniais reguliavimo standartais“, OJ L 87/118, žiūrėta 2021 m. sausio 4 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R0568&from=EN>.

MIFID II išskiria tris perleidžiamų vertybinių popierių rūšis:

1. Bendrovių akcijos ir kiti vertybiniai popieriai, lygiaverčiai bendrovių, ūkinių bendrijų ar kitų subjektų akcijoms, bei depozitoriumo pakvitavimai, susiję su akcijomis;
2. Obligacijos ir kitos formos ne nuosavybės vertybiniai popieriai, įskaitant depozitoriumo pakvitavimus dėl ne nuosavybės vertybinių popierių;
3. Kiti vertybiniai popieriai, suteikiantys teisę įsigyti ar perleisti perleidžiamuosius vertybinius popierius, valiutas, palūkanų normas, pajamingumą, biržos prekes arba kitus indeksus ar priemones.

Pirmame punkte minimos bendrovių akcijos neišskiriant uždaryjū akcinių bendrovių akcijų, t. y. bendrai referuojama į akcines bendroves, siekiant leisti valstybėms narėms apibrėžti bendrovių akcijų sąvokos turinį. Antai Vokietijoje privačios akcinės bendrovės akcijos (akcijų sertifikatai) nėra laikomos vertybiniais popieriais.<sup>264</sup> Tokia pati samprata yra ir Vengrijoje, o Italijoje tai yra vertybinis popierius.<sup>265</sup> Lietuvoje įgyvendinant MIFID II nuostatas Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymo<sup>266</sup> 2 straipsnio 52 punkte prie perleidžiamų vertybinių popierių sąvokos priskirtos ir uždarnosios akcinės bendrovės akcijos, galinčios laisvai cirkuluoti kapitalo rinkoje. Sąvoka „galinčios laivai cirkuluoti kapitalo rinkose“ buvo aiškinama siaurai, t. y. apėmė tik reguliuojamose rinkose prekiaujamus perleidžiamus vertybinius popierius, o uždarnosios akcinės bendrovės teisinės formos įmonėms nėra teisinių galimybių siūlyti savo akcijas reguliuojamoje rinkoje. Lietuvos banko patvirtintų Kolektyvinio investavimo subjektų valdymo gairių<sup>267</sup> 8 skyriaus („Turto saugojimas“) 1.2. punkte numatyta: „Finansinėms priemonėms priskiriami tie vertybiniai popieriai, kurie gali cirkuluoti kapitalo rinkoje, tad Lietuvos Respublikoje registruotų uždaryjū akcinių bendrovių akcijos nėra finansinės priemonės.“ Toks aiškinimas yra keistas atsižvelgiant į tai, kad Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas buvo priimtas įgyvendinant MIFID II, kur minėta sąvoka aiškinama plačiąja prasme, kaip sakytą anksčiau. Tačiau toks traktavimo išskirtinumas kyla iš to, kad Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo 2 straipsnio 4 dalyje numatyta, kad uždarnosios akcinės bendrovės akcijos negali būti platinamos ir jomis prekiaujama viešai, jeigu įstatymai nenustato kitaip.

Čia galima paminėti ir tai, kad pavyzdžiui, Švedijoje „kapitalo rinkos“ sąvoka

---

264 Crow, *supra note*, 216: 57; taip pat žr. Andreas Fillman, „Securities Finance in Germany“, *Law Business Research*, žiūrėta 2021 m. kovo 16 d., <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=9e93a107-8e88-46bb-80bd-8ee09b4e59c2>.

265 Macchiavello, *supra note*, 13: 23.

266 „Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas“, TAR, žiūrėta 2020 m. sausio 10 d., <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.AB7AFE2F35B2/asr>.

267 Lietuvos banko Finansų rinkos priežiūros tarnybos direktorius 2021 m. sausio 7 d. sprendimas Nr. v 2021/(34.3.e-3400)-419-4 „Dėl Kolektyvinio investavimo subjektų valdymo gairių patvirtinimo“, žiūrėta 2021 m. kovo 9 d., [https://www.lb.lt/uploads/documents/docs/27973\\_d6f1f303e3b060edc3b9685e7768d26d.docx](https://www.lb.lt/uploads/documents/docs/27973_d6f1f303e3b060edc3b9685e7768d26d.docx).

taikoma tik reguliuojamoms prekybos vietoms, todėl akcijos, perleidžiamos tik už reguliuojamų rinkų ribų, nėra perleidžiami vertybiniai popieriai. Uždarųjų akcinių bendrovių akcijos nelaikomos perleidžiamais vertybiniais popieriais Lenkijoje, Italijoje, Švedijoje, Kroatijoje ir Rumunijoje, o Vengrijoje ar Nyderlanduose laikomos perleidžiamais vertybiniais popieriais.<sup>268</sup> Vokietijoje ir Italijoje vadinamosios dalyvavimo pelne paskolos (angl. *profit-participation loan*) laikomos vertybiniais popieriais, o Austrijoje<sup>269</sup> ir Lietuvoje – nelaikomos. Mokslininkai nurodo, kad toks skirtingas reglamentavimas tarpvalstybinėje aplinkoje kelia įtampą kapitalo rinkose.<sup>270</sup>

Siekiant eliminuoti skirtingą reglamentavimą bendrijos mastu ir sukurti daugiau aiškumo, Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 13 punkte numatyta, kad tam tikrų pagal valstybių narių nacionalinę teisę įsteigtų uždarųjų akcinių bendrovių akcijos taip pat yra laisvai perleidžiamos kapitalo rinkose, todėl turėtų būti leidžiama jas įtraukti į šio reglamento taikymo sritį.<sup>271</sup> Atsiranda nauja sąvoka – sutelktinio finansavimo tikslais naudojamos priemonės, apimanti kiekvienos valstybės narės atžvilgiu uždarnosios akcinės bendrovės akcijas, kurioms netaikomi apribojimai, dėl kurių būtų veiksmingai užkertamas kelias jas perduoti, įskaitant apribojimus, susijusius su tuo, kaip tos akcijos yra siūlomos ar skelbiamos viešai.<sup>272</sup> Reglamento 2020/1503 2 straipsnio 2 punkte nurodoma, kad nors uždarųjų akcinių bendrovių akcijos pagal nacionalinę teisę gali patekti į perleidžiamų vertybinių popierių sąvoką pagal MIFID II reikalavimus, tik priežiūros institucijai leidus tokios akcijos gali būti platinamos per sutelktinio finansavimo platformą. Todėl Reglamento 2020/1503 taikymo sritis akcijomis pagrįsto sutelktinio finansavimo atžvilgiu priklauso nuo „leistinų priemonių sutelktinio finansavimo tikslais“ kvalifikacijos pagal atskirų valstybių narių įstatymus.<sup>273</sup> Anai Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo 2 straipsnio 4 dalyje numatyta, kad uždarnosios akcinės bendrovės akcijos negali būti platinamos ir jomis prekiaujama viešai, jeigu įstatymai nenustato kitaip. Čia pat ta pati norma numato išimtį, kad tuo atveju, jei akcijų siūlymas atitinka bent vieną iš Vertybinių popierių įstatyme nustatytų sąlygų, kai vertybinius popierius viešai siūlant nereikalaujama paskelbti prospekto, akcijų siūlymas tos uždarnosios akcinės bendrovės akcininkams, darbuotojams, kreditoriams, profesionaliesiems investuotojams, kurie atitinka Finansinių priemonių rinkų įstatyme nustatytus kriterijus, ir informuotiesiems investuotojams, kurie atitinka Informuotiesiems investuotojams skirtų kolektyvinio investavimo subjektų įstatyme nustatytus kriterijus, nėra laikomas vertybinių popierių viešu siūlymu. Apskritai tai reiškia, kad uždarnosios akcinės bendrovės akcijos gali būti siūlomos viešai be prospekto tik tuo atveju, jei siūlymas neviršija 8 mln. Eur ir jei jos siūlomos tik profesionaliems

---

268 Macchiavello, *supra note*, 29: 566.

269 Macchiavello, *supra note*, 14: 23.

270 Andreas ir Preiner, *supra note*, 20: 231.

271 Macchiavello, *supra note*, 29: 567.

272 Reglamento 2020/1503 2 straipsnio n) punktas.

273 Hooghiemstra, *supra note*, 26: 6.

arba informuotiesiems investuotojams, kaip tai atitinkamai apibrėžia minėti įstatymai. **Kitais žodžiais tariant, Lietuvos įstatymų leidėjas iš esmės apribojo galimybę per sutelktinio finansavimo platformą viešai platinti uždaryjū akcinių bendrovių akcijas neprofesionaliems (mažmeniniams) klientams.** Sunku pasakyti, kodėl įstatymų leidėjas pasirinko tokį ribojimą. Šio darbo autoriaus nuomone, Lietuvos įstatymų leidėjas, matyt, laikėsi fundamentalios pozicijos, kad uždarosios akcinės bendrovės verslo forma yra skirta uždaram ratui asmenų ir tai nėra tapatu viešai akcinei bendrovei.

Įdomiausia, kad uždaryjū akcinių bendrovių išleidžiamas obligacijas Reglamentas 2020/1503 priskyre ne prie sutelktinio finansavimo tikslais naudojamų priemonių, o prie perleidžiamų vertybinių popierių sąvokos pagal minėtą MIFID II reglamentavimo modelį. Taigi tokiu atveju, pagal Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo 55 straipsnį, uždaryjū akcinių bendrovių obligacijas galima platinti viešai per sutelktinio finansavimo platformą. Tokią poziciją patvirtina ir Lietuvos bankas. Jis paaiškino, kas patenka į finansinės priemonės sąvoką pagal Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymą: „Pagal ABĮ 55 straipsnio 11 dalį (redakcija, galiojanti nuo 2016 m. lapkričio 11 d.), bendrovėms suteikiama viešos obligacijų emisijos galimybė, kai laikomasi šiame straipsnyje nustatytų reikalavimų. Kartu tai reiškia, kad bendrovių išleidžiamos obligacijos priskiriamos prie perleidžiamųjų vertybinių popierių dėl objektyviai egzistuojančios galimybės laisvai cirkuluoti kapitalo rinkoje. Šis perleidžiamųjų vertybinių popierių kriterijus suteikia galimybę obligacijas, kaip ir kitus perleidžiamuosius vertybinius popierius, laikantis ABĮ 55 straipsnio 11 dalyje nustatytų reikalavimų, įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje arba daugiašalėje prekybos sistemoje, t. y. vietose, kur egzistuoja interesų dėl finansinių priemonių pardavimo ir įsigijimo koncentracija. Atsižvelgiant į tai, kas išdėstyta, **darytina išvada, kad bendrovių obligacijos, nepaisant to, ar faktiškai šiais vertybiniais popieriais yra prekiaujama reguliuojamoje rinkoje arba daugiašalėje prekybos sistemoje, ar ne, laikytinos perleidžiamaisiais vertybiniais popieriais,** o kartu ir finansinėmis priemonėmis.“<sup>274</sup>

Disertacijos darbo autoriui nepavyko rasti tokio reglamentavimo pasirinkimo argumentų, kodėl uždarosioms akcinėms bendrovėms galima viešai, taip pat ir per sutelktinio finansavimo platformą, platinti obligacijas, o akcijų negalima. Šiuo atveju akcijoms platinti galėtų būti taikomi analogiški reikalavimai kaip ir obligacijoms. Šio darbo autorius mano, kad ribojimas per sutelktinio finansavimo platformą platinti uždaryjū akcinių bendrovių akcijas yra nepagrįstas dėl šių toliau nurodomų priežasčių.

Pirma, sutelktinio finansavimo reglamentavimas yra skirtas mažų ir vidutinių įmonių finansavimui, o mažosios įmonės dažniausiai veikia kaip uždarosios akcinės bendrovės. Akcinės bendrovės forma šiuo atveju nieko iš esmės nekeičia ir nesuteikia didesnės apsaugos investuotojui. Uždarajai akcinei bendrovei pakanka 2 5000

---

274 Lietuvos banko Priežiūros tarnybos direktoriaus 2017 m. rugsėjo 25 d. sprendimas Nr. 241-169 „Dėl Lietuvos banko pozicijos dėl tam tikrų Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymo nuostatų taikymo ir jų santykio su kitais teisės aktais patvirtinimo“, Lietuvos bankas, žiūrėta 2021 m. kovo 28 d., 2, [https://www.lb.lt/uploads/documents/docs/17790\\_0953e09d0b2194672bbc850ddb8da55a.doc](https://www.lb.lt/uploads/documents/docs/17790_0953e09d0b2194672bbc850ddb8da55a.doc).

Eur įstatinio kapitalo Lietuvoje (o nuo 2023 m. gegužės 1 d. tik 1 000 Eur), o akcinių bendrovių įstatinis kapitalas turi būti dešimt kartų didesnis (atitinkamai nuo 2023 m. gegužės 1 d. dvidešimt penkis kartus), t. y. 25 000 Eur. Paprastai projekto savininkai finansavimu per sutelktinio finansavimo platformą siekia pritraukti lėšų savo vystymo etapui ir jau yra perėję steigimosi stadiją. Dažniausiai jų turimas turtas ar verslo vertė siekia daugiau nei 25 000 Eur. Kitas skirtumas tai, kad uždarajai akcinei bendrovei galima taikyti vidinę bendrovės akcijų apskaitą ir nereikia turėti papildomų išlaidų dėl reikalavimo akcinėms bendrovėms apskaičiuoti akcijas dviejų lygių sąskaitose – aukštesnio (centriniame depozitoriume) ir žemesnio (sąskaitų tvarkytojų) – tai numatyta Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo 37 straipsnio 13 dalyje ir Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymo 88 straipsnio 10 dalyje. Tačiau tie patys straipsniai suteikia teisę uždarajai akcinei bendrovei taip pat apskaičiuoti savo akcijas dviejų lygių apskaitoje. Galiausiai, kaip numatyta Reglamento 2020/1503 10 straipsnio 3 dalyje, sutelktinio finansavimo atveju finansinių priemonių apskaitą turi vykdyti sąskaitų tvarkytojas, turintis investavimo veiklos licenciją, į kurios apimtį patenka ir papildomos investicinės paslaugos teikimas – vertybinių popierių saugojimas.

Antra, Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo 55 straipsnis leidžia uždarajai akcinei bendrovei platinti obligacijas viešai su sąlyga, kad jos finansinių sąskaitų rinkinys yra audituotas, sudaryta sutartis su finansinių priemonių asmeninių sąskaitų tvarkytoju dėl viešai siūlomų obligacijų sąskaitų tvarkymo ir paskelbtas informacinis prospektas arba informacinis dokumentas apie bendrovę. Reglamento 2022/1503 4 straipsnio 4 dalies b punkto i papunktis reikalauja sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjo atliekant pagrįstą projekto savininko kredito rizikos vertinimą šį sprendimą pagrįsti projekto savininko paskutinių dvejų finansinių metų audituotomis ataskaitomis, o Reglamento 2020/1503 23 straipsnis reikalauja, kad būsimiems investuotojams būtų pateiktas pagrindinės informacijos apie investiciją dokumentas. Taigi uždarųjų bendrovių akcijų ar obligacijų platinimo atveju būtų taikomas analogiškas reikalavimas dėl rizikos vertinimo ir jos atskleidimo potencialiems investuotojams.

Trečia, Reglamentas 2020/1503 išskiria sutelktinio finansavimo tikslais naudojamą priemones, kad bendrijos mastu būtų suvienodintas jų taikymo reglamentavimas. Šio darbo autoriaus nuomone, Lietuvos įstatymų leidėjas kaip tik turėjo atsižvelgti į šią aplinkybę ir sutelktinio finansavimo atveju leisti platinti uždarųjų akcinių bendrovių akcijas. Pavyzdžiui, Estija, Suomija ar kitos Europos Sąjungos narės kompetentingai institucijai leidus (pagal Reglamento 2020/1503 2 straipsnio 2 dalį) tokias akcijas platinti per sutelktinio finansavimo platformą, atitinkamai jos būtų prieinamos ir Lietuvoje reziduojantiems asmenims, nors pagal mūsų nacionalinę teisę tokių uždarųjų akcinių bendrovių akcijų Lietuvos projekto savininkas negalėtų platinti Europos Sąjungoje. Atitinkamai pasisako ir Lietuvos bankas. Kapitalo rinkos plėtros priemonių plano projekte jis nurodo: „Užsienio šalyse leidžiama UAB akcijų atitikmenis platinti viešai. Kadangi Lietuvoje tą daryti draudžiama, Lietuvoje įsteigtos UAB negali pritraukti lėšų platindamos savo nuosavybės vertybinius popierius per sutelktinio finansavimo platformas. Taigi net ir įsigaliojus ES reguliavimui, Lietuvos UAB savo akcijų sutelktinio finansavimo platformose platinti negalės, nors tose pačiose platformose,

net ir įsteigtose Lietuvoje, užsienio įmonės tokius pačius vertybinius popierius platinti ir rinkti lėšas iš Lietuvos investuotojų galės.<sup>275</sup>

Ketvirta, 2019 m. duomenimis<sup>276</sup>, iš viso Lietuvoje buvo tik 220 akcinių bendrovių, o uždaryjū akcinių bendrovių – net 67 717, o tai reiškia, kad šiandien savo akcijas per sutelktinio finansavimo platformą galėtų platinti vos 0,32 proc. visų akcinių bendrovių.

**Taigi, šio darbo autoriaus nuomone, draudimas Lietuvoje platinti uždaryjū akcinių bendrovių akcijas viešai, taip pat ir per sutelktinio finansavimo platformas, yra perteklinis.** Projektų savininkai galėtų lengvai pakeisti savo veiklos formą į akcines bendroves prieš pradėdami platinant savo akcijas per sutelktinio finansavimo platformą, tačiau tai būtų dar vienas administracinis veiksmas, nesukuriantis jokios pridėtinės vertės investuotojams, tik lemiantis papildomus projekto siūlymo rengimo kaštus projekto savininkui.

Atkreiptinas dėmesys, kad Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatyme, apibūdinant finansavimo sandorį, išskiriamos paskolos ir *finansinės priemonės*, skirtingai nuo Reglamento 2020/1503, kuriame minimos paskolos, perleidžiam vertybiniai popieriai ir sutelktinio finansavimo tikslais naudojamos priemonės. Perleidžiam vertybiniai popieriai apima siauresnę investavimo priemonių sritį nei finansinės priemonės. Lietuvoje kilo klausimas, ar per sutelktinio finansavimo platformą galima buvo platinti, pavyzdžiui, išvestines finansines priemones, patenkančias į finansinių priemonių sąvoką. Lietuvos bankas išaiškino: „Sutelktinio finansavimo platformos paskirtis yra platinti tas finansines priemones, kurios suteikia galimybę projekto savininkui pritraukti lėšų iš visuomenės, skolinantis iš investuotojų arba suteikiant jiems teisę dalyvauti įmonės kapitale ir valdyme. Pažymėtina, kad tam tikrų finansinių priemonių paskirtis nėra suderinama su sutelktinio finansavimo santykiais ir atitinkamai su LR Sutelktinio finansavimo reguliavimo sritimi, pavyzdžiui, išvestinės finansinės priemonės paprastai yra naudojamos rizikos apsidraudimo arba spekuliaciniais tikslais. Apibendrinant tai, kas išdėstyta, darytina išvada, kad LR Sutelktinio finansavimo įstatyme vartojama finansinės priemonės sąvoka teoriškai apima visas LR Finansinių priemonių rinkų įstatymo 3 straipsnio 4 dalyje nurodytas priemones, tačiau praktiškai sutelktinio finansavimo platformoje platinamos gali būti tik tos finansinės priemonės, kurių pobūdis ir paskirtis yra suderinami su sutelktinio finansavimo instituto tikslais.“<sup>277</sup>

**Taigi Reglamente 2020/1503 numatytas siauresnis ratas leidžiamų platinti finansinių priemonių, apsiribojama tik perleidžiamais vertybiniais popieriais. Taip buvo**

---

275 „Kapitalo rinkos plėtros priemonių plano projektas“, Lietuvos bankas (2022): 22, žiūrėta 2022 m. balandžio 19 d., [https://www.lb.lt/uploads/consultations/docs/34585\\_88f41c8aaaf78ae1b43be9d30dc7c6a2.pdf](https://www.lb.lt/uploads/consultations/docs/34585_88f41c8aaaf78ae1b43be9d30dc7c6a2.pdf).

276 Oficialios statistikos portalas, žiūrėta 2022 m. gegužės 24 d., <https://osp.stat.gov.lt/verslas-lietuvoje-2020/veikiancios-imonos#%C4%AFmon%C4%97s>.

277 Lietuvos banko Priežiūros tarnybos direktoriaus 2017 m. rugsėjo 25 d. sprendimas Nr. 241-169 „Dėl Lietuvos banko pozicijos dėl tam tikrų Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymo nuostatų taikymo ir jų santykio su kitais teisės aktais patvirtinimo“, *supra note*, 274: 3.

**siekiami aprėpti tik tuos produktus, kurie užtikrina likvidumą, taigi ir galimą lengvą pasitraukimą investuotojams.**<sup>278</sup>

Atkreiptinas dėmesys, kad perleidžiamų vertybinių popierių sąvoka apima ir tokius vertybinius popierius, kurie gali būti susieti su išvestine finansine priemone, kita finansine priemone arba yra tokios struktūros, dėl kurios investuotojui gali būti sunku suprasti tokiems vertybiniais popieriams būdingą riziką. MIFID II prasme tokie vertybiniai popieriai laikomi sudėtinga finansine priemone pagal Reglamento (ES) 2017/565<sup>279</sup> 57 straipsnį. Kai tokias finansines priemones platina finansų maklerio įmonė, jai taikomas reikalavimas atlikti šių priemonių priimtimumo testą kliento atžvilgiu.<sup>280</sup> Čia įvertinama, kokia yra kliento patirtis ir ką jis žino apie atitinkamą produktą, ir nustatoma, ar jis yra priimtinas investuotojui. Tačiau nustačius, kad produktas nepriimtinas, investuotojui neužkertamas kelias sudaryti sandorį, tačiau jis turi būti atitinkamai raštu įspėtas, kad toks produktas jam nepriimtinas ir yra rizikingas. Reglamente 2020/1503 tokio vertybinių popierių skirstymo nėra. Čia kyla klausimas, ar galima perleidžiamus vertybinius popierius, kurie yra sudėtingi, platinti per sutelktinio finansavimo platformą? Disertacijos autorius rado tik vieną straipsnį, kuriame užsimenama apie šią problemą, tačiau nuomonė buvo neargumentuota, tik nurodyta, kad sutelktinio finansavimo platforma skirta plačiai naudojamiems vertybiniais popieriams platinti, kad bendrąsias sąlygas investuotojai gerai supranta. Straipnyje teigiama, kad neva neleidžiama platinti sudėtingų vertybinių popierių, kuriuos sunku suprasti paprastiems investuotojams ir kurie būtų minios paieškos taikiny.<sup>281</sup> Tačiau šios disertacijos autorius nesutinka su tokia nuomone, nes Reglamentas 2020/1503 reglamentuoja privatinis teisinius santykius ir pagal privatinės teisės teoriją yra leidžiama viskas, kas nedraudžiama.

Kitas argumentas yra tai, kad nors ir per sutelktinio finansavimo platformą būtų platinami perleidžiami vertybiniai popieriai, kuriuos sudėtinga suprasti, pagal Reglamento 2020/1503 21 straipsnio 1 dalį atliekamas tinkamumo testas, kuris savo esme yra išsamesnis nei minėtas priimtimumo testas pagal MiFID II reikalavimus. Taikant tinkamumo testą, įvertinamos investuotojo ne tik žinios ir patirtis, bet investavimo tikslai, finansinė padėtis, rizikos supratimas apskritai ir rizikos supratimas sutelktinio finansavimo veiklos kontekste.<sup>282</sup> Taigi čia dar plačiau įvertinamas perleidžiamo vertybinio popieriaus tinkamumas investuotojui ir, kaip ir MIFID II priimtimumo vertinimo atveju, nustačius, kad perleidžiami vertybiniai popieriai netinkami investuotojui, investuotojas turi būti įspėjamas ir jam atskleidžiamos pagrindinės rizikos.

278 „Questions on Single Market Legislation: Definitions: “Transferable Securities““, *supra note*, 262.

279 „Komisijos 2016 m. balandžio 25 d. deleguotasis reglamentas (ES) 2017/565, kuriuo Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2014/65/ES papildoma nuostatomis dėl investicinių įmonių organizacinių reikalavimų bei veiklos sąlygų ir toje direktyvoje apibrėžtų terminų“, OJ L 087, žiūrėta 2022 m. sausio 11 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:02017R0565-20210822&from=EN>.

280 MIFID 25 straipsnio 3 dalis.

281 Gillen ir Pogorski, *supra note*, 54: 154.

282 Reglamento 2020/1503 21 straipsnis.

Galima būtų pasinaudoti Fernando Zunzunegui argumentacija. Tyrėjas nurodo, kad **sutelktiniame finansavime nereikia apsiriboti vien tik perleidžiamais vertybiniais popieriais, o reglamentavimas turėtų būti išplėstas apimant visas galimas finansines priemones, kaip jos apibrėžtos MIFID II kontekste.** Jis pabrėžia, kad sutelktinio finansavimo reglamentavimas turi būti funkcionalus ir palengvinti finansavimą internetu. Tai taip pat veikia, pasireiškianti įvairių paslaugų, kurias sujungus sukuriama absoliučiai nauja paslauga, teikimu. Dėl šios priežasties sutelktinio finansavimo reglamentavimas turi būti reguliuojamas autonomine sistema, t. y. suteikiama kuo daugiau kūrybinės laisvės. Taigi neturėtų būti baigtinio produkto, kuriuos platformos gali platinti teikdamos savo paslaugas, sąrašo. Turi būti vadinamoji dizaino laisvė. Turi būti suteiktas lankstumas, kuris padėtų finansų inžinerijai kurti naujas, dar nematytas sutelktinio finansavimo platinamas priemones. Kitais žodžiais tariant, teisinės naujovės turėtų būti leidžiamos nepažeidžiant sistemos stabilumo ir investuotojų apsaugos.<sup>283</sup>

Tokio reglamentavimo pavyzdį aptinkame Jungtinėse Amerikos Valstijose, kur investavimo sutartys nėra klasifikuojamos į sudėtingas ar nesudėtingas. Jack Wroldsen<sup>284</sup> analizavo rūšis investavimo sutarčių, kurių pagrindu Jungtinių Amerikos Valstijų investuotojai finansavo sutelktinio finansavimo projektus pirmisiais metais po to, kai buvo priimtas federalinio Vertybinių popierių įstatymo pataisos, vadinamos *JOBS Act* (angl. *Jumpup Our Business Startups*). Šių pataisų III skyrius, sutrumpintai vadinamas *Crowdfund Act* (angl. *Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethica Non-Disclosure Act*)<sup>285</sup>, leido vykdyti sutelktinio finansavimo veiklą. Tyrėjas nustatė, kad 38 proc. visų perleidžiamų vertybinių popierių siūlymų buvo paprastos akcijų pasirašymo sutartys; 10 proc. sudarė privilegijuotų akcijų sutartys, kurios nesuteikė balsavimo teisės investuotojams; 8 proc. buvo paskolos su palūkanomis; 5 proc. sudarė KISS obligacijos (tai obligacijos, kurios, priklausomai nuo nustatytų sąlygų, po tam tikro laiko (dažniausiai po metų) virsdavo privilegijuotomis akcijomis (jei buvo vykdomi paskesni kapitalo pritraukimo etapai) arba paprastomis akcijomis); 8 proc. sudarė pajamų dalijimosi sutartys, kurių pagrindu projekto savininkas išpareigodavo investuotojui mokėti tam tikrą dalį savo pajamų nuo atitinkamo laikotarpio; 31 proc. sudarė SAFE (angl. *Simple Agreement for Future Equity*) susitarimai, kuriais projekto savininkas, gavęs pinigų iš investuotojo, išpareigoja jam ateityje suteikti akcijas, jei, pvz., pasiekiami atitinkama įmonės kapitalizacija, vertinimas arba įmonė parduodama. Čia taip pat nėra mokamos palūkanos ar dividendai, taigi šis instrumentas nėra nei akcija, nei obligacija.<sup>286</sup>

---

283 Zunzunegui, *supra note*, 45: 13.

284 Jack Wroldsen, „Crowdfunding Investment Contracts“, *Virginia Law & Business Review* 11 (2017): 579, žiūrėta 2021 m. gruodžio 14 d., <https://ssrn.com/abstract=2844771>.

285 Crowdfund Act, National Archives: Code of Federal Regulation, žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 3 d., <https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=c7e74e1bad6fee36d9bda0745aec1d75&mc=true&node=pt17.3.227&rgn=div5>.

286 Darian M. Ibrahim, „Crowdfunding Signals“, *Georgia Law Review* 53 (2018): 217, 222, žiūrėta 2021 m. gruodžio 14 d., <https://scholarship.law.wm.edu/facpubs/1901>.

J. Wroldsen prieina prie išvados, kad net 62 proc. visų siūlymų buvo nepaprastųjų akcijų pavidalų, o tai suponuoja, kad projekto savininkai nėra linkę savo augimo stadijoje investuotojams iškart suteikti paprastųjų akcijų mainais į jų investicijas. Priešingai, tai buvo investavimo sutartys, kurios arba visai nesuteikė jokių balsavimo teisių įmonėje (pavyzdžiui, paskola arba privilegijuotosios akcijos), arba jas suteikia vėliau įmonės vystymo stadijoje (KISS obligacijos arba SEFE akcijos).

Kiti autoriai<sup>287</sup> taip pat pažymi, kad SAFE akcijos gali būti patrauklus būdas pritraukti finansavimą, nes jos leidžia startuojančioms įmonėms pritraukti pinigų, investuotojams nieko neduodant mainais ir taip neišskaidant kapitalo struktūros.

Kitas pavyzdys yra Jungtinėje Karalystėje įsikūrusios sutelktinio finansavimo platformos „CrowdCube“ veikimo modelis. Čia populiariausias projekto savininkų pasirenkamas finansavimo modelis toks, kai išleidžiamos kelių klasių akcijos ir investuotojams siūlomos abi, tik už skirtingą kainą. Tos, kurios nesuteikia balsavimo teisių (Lietuvoje – tai privilegijuotosios akcijos), yra grynai investicinio lygio akcijos, nesuteikiančios teisės akcininkui net gauti pranešimų apie rengiamus visuotinius akcininkų susirinkimus ir dalyvauti bet kuria forma įmonės valdymo procese. Aukštesnės kategorijos akcijos suteikia ne tik balsavimo teisę, bet ir teisę susipažinti su konfidencialia įmonės informacija, jei viršijamas atitinkamas akcijų suteikiamų balsų skaičius, tačiau tokios akcijos yra kur kas brangesnės. Be to, tokio tipo akcijoms nustatoma minimali investuojama suma, pvz., 50 000 svarų sterlingų ar net daugiau.<sup>288</sup>

Apibendrinant galima teigti, kad Reglamento 2020/1503 kūrėjai priėmė Europos Sąjungos rinkas vienijantį sprendimą leisti per sutelktinio finansavimo platformas platinti uždarytųjų akcinių bendrovių akcijas. Labai gaila, kad šis leidimas galioja tiek, kiek jį sutinka priimti atskiros valstybės narės. Atitinkamai tenka apgailestauti, kad Lietuvos įstatymų leidėjas riboja galimybes platinti uždarytųjų akcinių bendrovių akcijas viešai, nors realaus pagrindo tam nėra. Šio darbo autorius rekomenduoja leisti jas platinti viešai ir atitinkamai LR Akcinių bendrovių įstatymo 2 straipsnio 4 dalis turėtų būti papildyta sekančiu sakiniu: «Uždarytųjų akcinių bendrovių platinimas per sutelktinio finansavimo platformą, vadovaujantis Europos Parlamento ir Tarybos 2020 m. spalio 7 d. reglamentu (ES) 2020/1503 dėl Europos sutelktinio finansavimo paslaugų verslui teikėjų, kuriuo iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) 2017/1129 ir Direktyva (ES) 2019/1937, nėra laikomas vertybinių popierių viešu siūlymu“. Kitas dalykas tai, kad Reglamento 2020/1503 kūrėjai priėmė novatorišką sprendimą neužkirsti kelio per sutelktinio finansavimo platformą platinti perleidžiamų vertybinių popierių, kurie savo struktūroje gali turėti išvestinę finansinę priemonę. Tai atitinkamai leis projektų savininkams konstruoti inovatyvius finansinius instrumentus, kaip yra Jungtinių Amerikos Valstijų teisės aktuose ir praktikoje.

---

287 Rorigues, *supra note*, 50: 405.

288 Adrian Camara, „Anonymous Capital: Managing Shareholder Volume for Equity Crowdfunded Companies in Canada“, *Banking & Finance Law Review* 31 (2) (2016): 275, žiūrėta 2021 m. gruodžio 22 d., [https://www.academia.edu/34799711/Anonymous\\_Capital\\_Managing\\_Shareholder\\_Volume\\_for\\_Equity\\_Crowdfunded\\_Companies\\_in\\_Canada](https://www.academia.edu/34799711/Anonymous_Capital_Managing_Shareholder_Volume_for_Equity_Crowdfunded_Companies_in_Canada).

## 2.5. Antrinė rinka

Vertybiniai popieriai gali būti platinami viešai per biržą, kurioje yra nusistovėjusios taisyklės, o biržos dalyviai gali būti tik atitinkami licencijuoti subjektai, į kurių sąrašą sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas nepatenka. Kita vertus, vertybinių popierių platinimas per reguliuojamą rinką (biržą), yra santykinai brangus, atsižvelgiant į menką mažų ar vidutinių įmonių finansavimo poreikį, todėl joms nepatrauklus. O sutelktinio finansavimo platforma tam yra palanki, tačiau čia investuotojai susiduria su investicijų likvidumo rizika, t. y. galimybe pasitraukti iš investicijų jas perleidžiant kitiems potencialiems investuotojams viešai prieinomis kainomis. Sutelktinio finansavimo paskolos forma atveju investuotojai dažniausiai pasiryžę laukti visą investavimo laikotarpį, t. y. kol bus grąžinta visa paskola su susikaupusiomis palūkanomis. O investuodamas į perleidžiamus vertybinius popierius per sutelktinio finansavimo platformą investuotojas įsigyja perleidžiamus vertybinius popierius neribotam laikui, ir tai reiškia, kad investuotojas taip prisiima neapibrėžtą riziką neatgauti savo investuotų lėšų greitu metu arba išvis jų neatgauti.<sup>289</sup>

Dar prieš priimant Reglamentą 2020/1503, be čia aptartų MIFID II ribojimų vykdyti sutelktinio finansavimo veiklą investavimo pagrindais, sutelktinio finansavimo platformos taip pat negalėjo užtikrinti perleidžiamų vertybinių popierių investicijų likvidumo, nes finansinės nelikvidžios priemonės laikomos sudėtinga finansine priemone pagal Investicinių įmonių organizacinių reikalavimų reglamento<sup>290</sup> 57 straipsnio (b) punktą, todėl turėjo būti taikomas finansinių priemonių priimtimumo finansuotojams vertinimas, numatytas MIFID II 25 straipsnio 2 dalyje; o tai jau licencijuojama veikla – investicinių paslaugų teikimas. Be to, antrinė rinka pagal apibrėžimą, numatytą MIFID 4(1)(19)<sup>291</sup>, laikoma daugiašalės prekybos sistemos administravimu, ir tai taip pat patenka į investicinių paslaugų teikimo apibrėžimą ir yra licencijuojama veikla. Be to, **ESMA yra nurodžiusi, kad sutelktinio finansavimo platformos antrinė rinka neatitinka daugiašališkumo kriterijaus dėl pirkėjų ir pardavėjų trūkumo perleidžiant tą pačią finansinę priemonę.** Taigi net ir norint teikti antrinės rinkos paslaugas kad ir su papildoma atitinkama tokiai veiklai MiIFD II licencija, to nebūtų galima padaryti dėl per mažos rinkos. Belgijoje ir Liuksemburge sutelktinio finansavimo platformų perleidžiamus vertybinius popierius leidžiama platinti tokioje sistemoje.<sup>292</sup>

---

289 Macchiavello, *supra note*, 13: 8.

290 „Europos Parlamento ir Tarybos 2016 m. balandžio 25 d. reglamentas Nr. (ES) 2017/565 kuriuo Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2014/65/ES papildoma nuostatomis dėl investicinių įmonių organizacinių reikalavimų bei veiklos sąlygų ir toje direktyvoje apibrėžtų terminų“, OJ L87, 31.3.2017, žiūrėta 2020 m. rugsėjo 1 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R0565&from=LT>.

291 Crow, *supra note*, 216: 51–55; taip pat žr. Dmitry Chervyakov, Jorg Rocholl, „How to make crowdfunding work in Europe“, *Policy Contribution* 6 (2019): 7, žiūrėta 2020 m. spalio 27 d., <https://www.bruegel.org/2019/03/how-to-make-crowdfunding-work-in-europe/>.

292 Macchiavello, *supra note*, 13: 26.

Priėmus Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymą, jame buvo numatyta, kad daugiašalė prekybos sistema yra vykdoma, kaip tai numatyta Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatyme (pagal aptartą MIFID II modelį), o paskolos forma sutelktinio finansavimo sandorių antrinė apyvarta galėjo būti vykdoma sutelktinio finansavimo platformos operatoriaus nustatyta tvarka (Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymo 5 str.). Papildomai Lietuvos bankas išaiškino: „Jei sutelktinio finansavimo platformos operatorius organizuotų antrinę finansinių priemonių apyvartą per platformą, per kurią nebūtų vykdoma organizuota prekyba su ją charakterizuojančiais požymiais, platformai ir jos operatoriui nebūtų taikomi LR Finansinių priemonių rinkų įstatyme nustatyti daugiašalės prekybos sistemai keliami reikalavimai, t. y. jei sutelktinio finansavimo platformos operatoriaus organizuojama antrinė finansinių priemonių apyvarta būtų vykdoma šiomis sąlygomis: (1) platformoje būtų pateikiami tiktai parduodamų arba perkamų finansinių priemonių sąrašai; (2) platformos operatorius neatliktų jokių veiksmų, kurie galėtų būti prilyginami pavedimų vykdymui ar kitoms investicinėms paslaugoms, išskyrus investicines paslaugas (pavedimų priėmimas ir perdavimas, investavimo rekomendacijų teikimas), kurias sutelktinio finansavimo platformos operatorius gali teikti vadovaudamasis LR Sutelktinio finansavimo 6 straipsnio 3 dalimi“.<sup>293</sup> Tokia išvada, be abejo, buvo padaryta atsižvelgiant į ESMA išaiškinimą, kad susitarimai, sudaryti skelbimų lentoje, kurioje yra tik skelbiami potencialių pardavėjų ir pirkėjų sąrašai be jokių kitų palengvinimų jiems sudaryti susitarimą, neatitinka daugiašalės prekybos sistemos požymių.<sup>294</sup>

Priėmus Reglamentą 2020/1503, buvo atsižvelgta į čia minėtą ESMA pastebėjimą dėl daugiašališkumo elemento trūkumo sutelktinio finansavimo antrinėje rinkoje, **todėl nustatytas toks teisinis reglamentavimas, leidžiantis sutelktinio finansavimo platformoms administruoti skelbimų lentą, kurioje leidžiama savo klientams skelbti jų susidomėjimą pirkti ar parduoti savo paskolas, perleidžiamus vertybinius popierius arba sutelktinio finansavimo tikslais naudojamas priemones.** Mokslininkai pabrėžia, kad tokios alternatyvos daugiašalei prekybos sistemai sukūrimas atitinka Kapitalo rinkos sąjungos tikslą leisti investuotojams, reziduojantiems Europos ekonominėje erdvėje, nuolat investuoti ir prekiauti savo investicijomis.<sup>295</sup>

Iš esmės tai tik skelbimų lenta, per kurią sutelktinio finansavimo platformos klientai gali susisiekti vienas su kitu ir sudaryti investicijų perleidimo sutartį. Atkreiptinas dėmesys, kad šioje skelbimų lentoje pateikiamas tik investuotojo kontaktas ir investuotojai negali tiesiogiai per šią sistemą bendrauti.<sup>296</sup> Reglamento 2020/1503

---

293 Lietuvos banko Priežiūros tarnybos direktoriaus 2017 m. rugsėjo 25 d. sprendimas Nr. 241-169 „Dėl Lietuvos banko pozicijos dėl tam tikrų Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymo nuostatų taikymo ir jų santykio su kitais teisės aktais patvirtinimo“, *supra note*, 274: 5.

294 „Opinion on Investment Based Crowdfunding“, ESMA, ESMA/2014/1378 (2014): 18, žiūrėta 2021 m. kovo 28 d., [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378\\_opinion\\_on\\_investment-based\\_crowdfunding.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf).

295 Hooghiemstra, *supra note*, 26: 15.

296 Macchiavello, *supra note*, 66: 24.

konstatuojamosios dalies 55 punkte pabrėžiama, kad tokia veikla galima tik su sąlyga, jei „skelbimų lentoje nesuveda daugiašalių trečiųjų šalių interesų pirkti ir parduoti tokiu būdu, kad reikėtų sudaryti su tokiais pranešimais sutartį“. Toliau detalizuojama, kad jei sutelktinio finansavimo platformos administruojama skelbimų lenta naudojama kaip vidinė parinkimo sistema, kurioje vykdomi klientų pavedimai daugiašaliu pagrindu, tokiu atveju sutelktinio finansavimo platforma privalo turėti atitinkamą investavimo paslaugų licenciją pagal MIFID II 5 arba 44 straipsnį ir vykdyti reguliuojamos rinkos funkciją. Keliamas reikalavimas, kad sutelktinio finansavimo platforma tinkamai atskleistų tokius perleidimo sandorius sudarantiems investuotojams, kad tokia veikla vykdoma jų pačių diskrecija ir atsakomybe ir kad sutelktinio finansavimo platforma nevykdo prekybos vietos funkcijų pagal MIFID II reglamentavimą.<sup>297</sup> Be to, investuotojai turi būti informuojami, kad skelbimų lentoje nurodomos kainos yra ne viešos, o tik referencinės, ir pateikti jų skaičiavimo metodiką.<sup>298</sup>

**Taigi sutelktinio finansavimo platformos administruojama skelbimų lenta yra tik investuotojų intencijos pirkti ar parduoti atitinkamas investicijas išreiškimo vieta, o ne tokių sandorių sudarymo vieta.** Susisiekę per skelbimų lentą, jie patys turi tarpusavyje sudaryti investicijų perleidimo sandorį ir apie nuosavybės teisės pasikeitimą pranešti sutelktinio finansavimo platformos operatoriui, kaip tai numatyta Reglamento 2020/1503 25 straipsnio 4 dalyje. Nors investuotojai tiesiogiai ir nesudaro sandorių skelbimų lentoje, toks reglamentavimo modelis atitinka Europos Sąjungos kapitalo rinkų sąjungos tikslus, kad investuotojai, kad ir kur jie būtų Europos Sąjungoje, galėtų nuolat investuoti ir prekiauti savo investicijomis į pradedančiąsias mažas ar vidutines įmones per sutelktinio finansavimo platformas.<sup>299</sup>

**Jungtinėse Amerikos Valstijose sutelktinio finansavimo veiklą reglamentuojantys teisės aktai riboja investicinių sutarčių perleidimą ir nenumato antrinės sutelktinio finansavimo priemonių rinkos galimybių per skelbimų lentą.** Toks ribojimas reglamentavimo institucijų buvo grindžiamas tuo, kad tokio pobūdžio prekybos vietoms dėl mažai investuotojų stigtų daugiašališkumo, be to, čia atsiranda sukčiavimo ir manipuliavimo atvejų rizika, kai paskelbus tikrovės neatitinkančią informaciją dirbtinai išpučiama emitento vertybinių popierių kaina.<sup>300</sup> Bet su tokiu reglamentavimo pasirinkimu negalima sutikti. Nurodoma, kad emitentai, prekiaudami viešai prekiaujamomis akcijomis, išleidžia milijonus ar net milijardus akcijų vienetų didelėms masėms investuotojų, todėl yra daug lengviau rasti asmenį, norintį jas parduoti ar pirkti. O per sutelktinio finansavimo platformą platinama daug mažiau vertybinių popierių vienetų labai mažai investuotojų grupei, tad sunku rasti tinkamą šalį sandoriui, bei praktiškai neįmanoma manipuliavimo tokia rinka rizika, be to, tai kelia sandorio

297 Reglamento 2020/1503 25 straipsnio 2 dalies a punktas.

298 Reglamento 2020/1503 25 straipsnio 5 dalis.

299 Hooghiemstra, *supra note*, 26: 28.

300 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>.

forminimo kaštus (teisinės paslaugos, vertybinių popierių apskaita) ir lėtina tokio sandorio sudarymo greitį ir suteikia pakankamai laiko investuotojui gerai apmąstyti investicinį sprendimą.<sup>301</sup>

Toks reglamentavimo modelio pasirinkimas daro investicijas į sutelktinio finansavimo vertybinius popierius ne tokias patrauklias, nes neleidžia investuotojui gauti pelno, kai, tarkime, vertybinių popierių kaina pakyla ir jis jas parduoda, ar sumažinti nuostolių, kai investicijų vertė krinta.<sup>302</sup> Atkreiptinas dėmesys, kad toks reglamentavimas didina investicijų kainą, lyginant jas su viešai prekiaujamais vertybiniais popieriais. Jei investuotojui tektų rinktis iš dviejų emitentų, kurie pagal savo veiklos pobūdį ir finansinius rezultatus yra panašūs, tačiau vienas jų prekiautų viešai, o kitas – tik per sutelktinio finansavimo platformą, investuotojas susidurtų su dilema, ar rinktis likvidžią, bet mažiau gražos duodančią investiciją, ar tokią, kuri nėra likvidi, bet už tai jam kompensojama didesnėmis palūkanomis. Jei kalbėtume apie akcijas, čia investuotojas vienareikšmiškai rinksis viešas rinkas, kad išsaugotų likvidumą, nes papildomo atlygio sutelktinio finansavimo atveju palūkanų forma jis negauna, o rizika išlikti su šios investicijomis iki gyvenimo galo be jokių dividendų yra labai didelė. Taigi toks reglamentavimas iškart kelia projekto savininko finansavimo kaštus – kad išliktų konkurencingas, jis turi siūlyti didesnę investicijų gražos kainą, nei ji būtų viešo siūlymo atveju reguliuojamoje rinkoje. Šiuo atveju kaina turėtų būti pakelta reikšmingai, nes investuotojai yra linkę primokėti, t. y. gauti mažiau pelno, kad tik turėtų galimybę ateityje perleisti savo investicijas.<sup>303</sup> Taigi paskolos ar obligacijų formos investicijų atveju turėtų būti numatytos didelės palūkanos, o kalbant apie akcijas jų kaina turėtų būti su reikšminga nuolaida.<sup>304</sup> Tai, kad Jungtinėse Amerikos Valstijose nėra sutelktinio finansavimo antrinės rinkos, kritikuojama ir mokslininkų, ir praktikų. Čia bendrai sutariama, kad tai turi neigiamos įtakos investuotojams, kurie paliekami su savo investicijomis ir negali jų realizuoti, užuot investavę į galbūt palankesnius projektus.<sup>305</sup>

Jungtinėse Amerikos Valstijose egzistuoja ir dar viena sutelktinio finansavimo reglamentavimo problema. Šioje šalyje nustatytas ribojimas, draudžiantis iš projekto savininko įsigytus vertybinius popierius perleisti kitam investuotojui vienus metus nuo jų įsigijimo dienos, išskyrus atvejus, kai toks perleidimas vyksta šeimos nariui, akredituotam (profesionalaus investuotojo analogija pagal MIFID II reglamentavimą) investuotojui arba pačiam emitentui. Analogiškas ribojimas Kanadoje nustatytas 4 mėnesiams.<sup>306</sup> Čia siekiama apsaugoti paprastus mažmeninius investuotojus, kuriems

301 Schwartz, *supra note*, 5: 1457.

302 Porrata-Doria, *supra note*, 32: 257.

303 Rorigues, *supra note*, 50: 408.

304 Joan MacLeod Heminway, „Selling Crowdfunded Equity: A New Frontier“, *Oklahoma Law Review* 70 (1) (2017): 202, žiūrėta 2022 m. sausio 10 d., <https://ssrn.com/abstract=3061530>.

305 David Groshoff, „Equity Crowdfunding as Economic Development?“, *Campbell Law Review* 38 (2016): 336, 362, žiūrėta 2022 m. sausio 10 d., <https://scholarship.law.campbell.edu/clr/vol38/iss3/3/>.

306 Gillen ir Pogorski, *supra note*, 54: 172.

reikalinga investicinė apsauga, juk pagal šią taisyklę investicijas bet kada galima perleisti akredituotiems investuotojams.<sup>307</sup> Norint pateisinti tokį reglamentavimą nurodoma, kad toks terminas nustatomas siekiant, kad per daug optimistiškai nusiteikęs potencialus investuotojas racionaliau apgalvotų savo sprendimą pirkti atitinkamus vertybinius popierius. Esą šiuo atveju, suprasdamas, į kokią padėtį gali patekti, jis gerai apmąstys, ar ši investicija to verta.<sup>308</sup>

Kita priežastis ta, kad taip neva skatinama investuotojus išlaikyti savo investicijas bent vienus metus ir nespekuluoti investicijomis, nes tai daro žalą visai kapitalo rinkai. Antai Jungtinių Amerikos Valstijų Aukščiausiojo teismo *United States v. Shewood* nagrinėtoje byloje išaiškinta, kad vertybinių popierių įsigijimas bent dvejiems metams laikomas investavimo intencija, o trumpesnis laikotarpis laikomas spekuliacija.<sup>309</sup> Esą tam tikri investuotojai gali prisipirkti tokių vertybinių popierių ir iškart imti juos perpardavinėti antrinėje sutelktinio finansavimo rinkoje didesne kaina.<sup>310</sup>

Apibendrinant tai, kas pasakyta, galima daryti išvadą, kad, **palyginus šiuos reglamentavimo modelius, taikomus skirtinguose žemynuose, akivaizdu, kad Europos Sąjungoje pasirinktas reglamentavimo modelis yra kur kas palankesnis ne tik pačiai rinkai, projektų savininkams, bet ir investuotojams.** Minėtas ribojimas tik užšaldo investuotojo investiciją ir sukelia jam nepatogumų, 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>311</sup> Ši papildoma paslauga nekelia problemų rinkos stabilumui. Paslaugų teikimas antrinėje rinkoje nereiškia, kad platforma tampa šešėlinė – ką būtų galima pasakyti apie daugiašales prekybos sistemas, reglamentuojamas pagal MIFID II reikalavimus.<sup>312</sup>

---

307 Gillen ir Pogorski, *supra note*, 54: 128–129.

308 Heminway, *supra note*, 304: 199–200, 206.

309 Rorigues, *supra note*, 50: 410.

310 Heminway, *supra note*, 304: 199–200 ir 206.

311 Schwartz, *supra note*, 49: 54.

312 Zunzunegui, *supra note*, 45: 14.

### 3. SUTELKTNIO FINANSAVIMO SUBJEKTAI IR JŲ TARPUSAVIO TEISINIAI SANTYKIAI

Sutelktnio finansavimo veiklos teisiniuose santykiuose dalyvauja trys subjektai: projekto savininkas – fizinis arba juridinis asmuo, kuris siekia gauti finansavimą sutelktnio finansavimo projektui (verslo veiklai) per sutelktnio finansavimo platformą; investuotojas – fizinis arba juridinis asmuo, kuris per sutelktnio finansavimo platformą teikia finansavimą projekto savininkui, ir jų tarpininkas sutelktnio finansavimo paslaugų teikėjas – juridinis asmuo, kuris suveda investuotojus (Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 2 punktą) ir projektų savininkus per savo administruojamą interneto platformą.<sup>313</sup> Toliau aptariamas kiekvienas jų atskirai ir jiems taikomi reikalavimai.

#### 3.1. Sutelktnio finansavimo paslaugos teikėjas

Sutelktnio finansavimo paslaugų teikėjas, tiksliau – platformos operatorius, atliekantis tarpininkavimo veiklą, užima labai svarbią vietą investuotojo ir projekto savininko tarpusavio santykiuose. Mokslinėje literatūroje<sup>314</sup> išskiriama labai didelė jo vaidmens svarba. Tai yra tarpininkas, kuris užtikrina, kad sutelktnio finansavimo platformoje būtų siūlomi tik atitinkamus kreditingumo ir reputacijos reikalavimus atitinkantys projektai, t. y. jis užtikrina, kad sutelktnio finansavimo platformoje būtų siūlomi tik patikimi projektai. Taip pat šis asmuo patikrina ir perduodą visą pagrindinę informaciją apie projektą ir investavimo į jį sąlygas potencialiems investuotojams, t. y. eliminuojama informacijos asimetrijos rizika. Jo dėka užtikrinami pagrindiniai investuotojų apsaugos interesai. Sutelktnio finansavimo paslaugų teikėjas privalo būti juridinis asmuo, kuriam išduotas sutelktnio finansavimo paslaugų teikėjo veiklos leidimas ir kuris įsteigtas tik Europos Sąjungos valstybėse narėse.<sup>315</sup> Reikalavimas sutelktnio finansavimo paslaugų teikėjui turėti faktinę ir nuolatinę buveinę Europos Sąjungoje yra siejamas su siekiu užtikrinti veiksmingą sutelktnio finansavimo paslaugų teikėjų priežiūrą.<sup>316</sup>

Sutelktnio finansavimo veikloje investuotojai susiduria su galima rizika, susijusia su sutelktnio finansavimo paslaugų teikėjais, ypač su operacine rizika, todėl siekiant investuotojus apsaugoti nuo tokios rizikos, sutelktnio finansavimo paslaugų teikėjams turėtų būti taikomi veiklos riziką ribojantys veiksniai – prudenciniai reikalavimai (Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 24 punktą). Čia turimas omenyje pakankamas kapitalas, kuris turi užtikrinti ne tik sutelktnio finansavimo platformos

---

313 Hooghiemstra, *supra note*, 26: 2.

314 Macchiavello, *supra note*, 13: 23.

315 Reglamento 2020/1503 3 straipsnio 1 dalis.

316 Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 31 punktą.

veiklos tęstinumą, bet ir galimų nuostolių absorbavimą.<sup>317</sup> Prudenciniai reikalavimai numato, kad sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjo veiklos rizika turi būti užtikrinta didesne suma iš toliau nurodytų: 25 000 Eur pradinis kapitalas arba ketvirtadalis kasmet peržiūrimų praėjusių metų pastoviųjų netiesioginių išlaidų, kurios turi apimti trijų mėnesių paskolų tvarkymo išlaidas, kai sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas taip pat tarpininkauja teikiant paskolas. Šių sumų reikalavimas turi atitikti vieną iš šių formų: 1. Sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjo nuosavos lėšos; 2. Draudimo liudijimas, apimantis Europos Sąjungos valstybės nares, kuriose sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas siekia teikti sutelktinio finansavimo paslaugas; 3. Mišri forma, apimanti sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjo nuosavas lėšas bei draudimo liudijimą. Jungtinėje Karalystėje minimalaus kapitalo suma yra 50 000 Eur.<sup>318</sup>

Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatyme buvusi veiklos riziką ribojančių reikalavimų suma skiriasi – ji turi būti didesnė suma iš toliau nurodytų: 40 000 Eur arba nuosavo kapitalo poreikis 0,2 proc. per sutelktinio finansavimo platformą finansuotų ir finansuotojams dar negrąžintų sumų dydžio. Čia taip pat numatomos trys šios sumos užtikrinimo formos, tik skiriasi reikalavimai draudimui – sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas privalo turėti draudimo įmonės išduotą prievolių įvykdymo laidavimo draudimą arba finansų įstaigos laidavimo ar garantijos dokumentą dėl ne mažesnės kaip 100 000 Eur sumos vienai investuotojo pretenzijai dėl nuostolių atlyginimo ir 500 000 Eur sumos visoms investuotojų pretenzijoms dėl nuostolių atlyginimo per metus (Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymo 7 straipsnio 1 dalies 2 punktas). Palyginus šiuos du reglamentavimus galima teigti, kad Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymas numatė griežtesnius veiklos riziką ribojančius reikalavimus: 1. minimali riziką ribojanti suma yra beveik du kartus didesnė; 2. nuosavo kapitalo poreikis apskaičiuojamas atsižvelgiant į per sutelktinio finansavimo platformą finansuotų ir dar negrąžintų sumų dydį, o ne į pačios sutelktinio finansavimo platformos patiriamas išlaidas, kaip tai numatyta Reglamente 2020/1503. Šis reikalavimas atrodo keistai atsižvelgiant į tai, kad, išaugus sutelktinio finansavimo paslaugas teikiančio subjekto veiklos mastams, finansuotų ir dar negrąžintų sumų dydis gali būti gerokai didesnis nei sutelktinio finansavimo paslaugas teikiančio subjekto išlaidos. 3. Numatyti minimalūs draudimo, laidavimo ar garantijos sumų reikalavimai investuotojų pretenzijoms; Reglamente 2020/1503 nurodoma minimalios sumos reikalavimo suma.

Įdomu, kad prudenciniai pradinio kapitalo reikalavimai labai skiriasi skirtingose valstybėse. Dar iki priimant Reglamentą 2020/1503, pradinio kapitalo reikalavimai Portugalijoje buvo 60 tūkst. Eur, Ispanijoje – 50 tūkst. Eur, Italijoje ir Prancūzijoje buvo reikalaujama tik veiklos draudimo<sup>319</sup>, o Vokietijoje buvo taikomi minimalūs įmonių teiseje numatyti kapitalo reikalavimai: uždarsioms akcinėms bendrovėms – 25 tūkst. Eur,

317 „Financial Stability Implications from FinTech – Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities’ Attention“, *supra note*, 4: 9.

318 „Crowd-funding: an Infant Industry Growing Fast“, *supra note*, 63: 60.

319 Macchiavello, *supra note*, 13: 27.

akcinėms bendrovėms – 50 tūkst. Eur. Tailande sutelktinio finansavimo tarpininko įstatinis kapitalas turi būti ne mažesnis kaip 148 000 JAV dolerių.<sup>320</sup> Įdomiausia, kad **Jungtinėse Amerikos Valstijose sutelktinio finansavimo tarpininkai neprivalo turėti minimalaus kapitalo veiklos pradžia**. Čia taip pat nereikalaujamas jokios formos veiklos draudimo ir nėra nustatyti sutelktinio finansavimo operatoriaus vadovų patirties ir kompetencijos reikalavimai.<sup>321</sup>

Tokio reglamentavimo pasirinkimas yra labai įdomus, tačiau šio darbo autoriui nepavyko rasti nei Jungtinių Amerikos Valstijų vertybinių popierių komisijos, nei mokslininkų komentarų, kodėl buvo pasirinktas toks kelias, skirtingai nei tai, pavyzdžiui, Europos Sąjungoje. Čia keltinas klausimas, ar pradinio kapitalo reikalavimas apskritai yra būtinas ir, jei būtinas, tai kokio dydžio. Atsakymo ieškoti toli nereikia, nes bet kuris sutelktinio finansavimo platformos operatorius patvirtins, kad siekiant pradėti sutelktinio finansavimo veiklą vienos valstybės mastu neužteks ir 100 000 Eur. Įstatinio kapitalo piniginės lėšos – tai ne suformuotas atidėjimas, kuris guli neliečiamas. Šios lėšos naudojamos, t. y. leidžiamos veiklai vykdyti. Pradėjus sutelktinio finansavimo veiklą pirmiausia reikalinga IT infrastruktūra ir darbuotojai, valdantys ir kuriantys portalo funkcionalumą. Šios disertacijos autoriui teko bendrauti su vienos sutelktinio finansavimo platformos, veikiančios Lietuvoje, akcininku ir vadovu, kuris nurodė, kad sutelktinio finansavimo platformos kūrimas užima mažiausiai pusmetį. Atitinkamai galima įsivaizduoti, kiek per šį laiką padaroma darbo ir kokia jo vertė. Sukūrus platformą reikia pritraukti pirmuosius klientus, o tam būtinos papildomos lėšos platinanti žinią apie naują paslaugą, t. y. perkant brangiai kainuojančią reklamą. Taigi galima daryti išvadą, **kad pradinio kapitalo reikalavimas sutelktinio finansavimo veiklai labiau atlieka simbolinę funkciją ir jokios neigiamos įtakos sutelktinio finansavimo veiklos pradžia nedaro**.

Investuotojo ar projekto savininko veikla, kai pirmasis suteikia finansavimą, o antrasis gauna finansavimą, nėra laikoma kredito įstaigos, kuri priima indėlius ir vėliau juos išduoda, veikla kaip paskolos, todėl Reglamentas 2020/1503 aiškiai numato, kad valstybės narės turi užtikrinti, kad pagal nacionalinę teisę iš projektų savininkų ar investuotojų nebūtų reikalaujama leidimo kredito įstaigos veiklai ar kitokio individualaus veiklos leidimo arba kitokio leidimo, kai jie priima lėšas ar teikia paskolas sutelktinio finansavimo projektų siūlymo arba investavimo į šiuos projektus tikslais.<sup>322</sup> Sutelktinio finansavimo platformos, investuotojo ar sutelktinio finansavimo projekto savininko veikla nepatenka į minėto Reglamento Nr. 575/2013, taikomo kredito įstaigų veiklai, veikimo sritį ir pagal Europos Sąjungos indėlių garantijų sistemų

---

320 „Regulations on Offer for Sale of Securities through Electronic System or Network“, Securities Exchange Commission, Article No. 13, žiūrėta 2021 m. gruodžio 21 d., [https://publish.sec.or.th/nrs/6879pe\\_r.pdf](https://publish.sec.or.th/nrs/6879pe_r.pdf).

321 Porrata-Doria, *supra note*, 32: 258.

322 Reglamentas 2020/1503 konstatuojamosios dalies 9 punktą ir 1 straipsnio 3 dalis.

direktyvos<sup>323</sup> 2 straipsnio 1 dalies 3 punktą šioms lėšoms netaikomas indėlių draudimas.

Sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjos gali būti investicines paslaugas teikiančios įmonės, kredito įstaigos, investicines paslaugas teikiančios įmonės, mokėjimo įstaigos ir elektroninių pinigų įstaigos. **Siekiant išvengti neproporcingos administracinės naštos, šiems subjektams nėra taikomi papildomi kapitalo reikalavimai, jiems taikoma supaprastinta veiklos leidimo išdavimo procedūra.**<sup>324</sup> Nustatyta, kad sutelktinio finansavimo tarpininkavimas teikiant kredito įstaigoms paskolas turi būti atskirtas nuo kredito įstaigos, kuri teikia kreditus savo sąskaita ir priima indėlius ar kitas grąžintinas lėšas iš visuomenės, veiklos. Kai kurie mokslininkai kritikuoja tokį Reglamento 2020/1503 nustatytą reglamentavimą, kai iš jo taikymo srities neišskiriamos kredito ar investicines paslaugas teikiančios įstaigos. Čia nurodoma, kad šios įstaigos jau ir taip yra kur kas griežčiau reglamentuojamos nei sutelktinio finansavimo paslaugas teikiantys subjektai<sup>325</sup> ir to visiškai pakaktų, kad jos galėtų saugiau teikti ir sutelktinio finansavimo paslaugas<sup>326</sup>. Šio darbo autoriaus nesutinka su šia nuomone, nes visų šių institucijų veiklos modeliai skiriasi ir atitinkamai šioms veikloms taikomi skirtingi reikalavimai.

Antai Reglamento 2020/1503 12 straipsnio 2 dalies papunkčiai nurodo, kokia informacija turi būti pateikta priežiūros institucijai vertinti, ir čia minima detalai aprašyta veiklos programa, kaip bus teikiamos sutelktinio finansavimo paslaugos, tada turi būti teikiamas valdymo tvarkos ir vidaus kontrolės mechanizmų, kuriais užtikrinamas Reglamento 2020/1503 laikymasis, įskaitant rizikos valdymo ir apskaitos procedūras, tada operacinės rizikos valdymas ar veiklos tęstinumo plano aprašymas ir t. t. Visą šią informaciją būtina įvertinti atskirai nuo kredito ar investicines paslaugas teikiančių įmonių pagrindinės veiklos, nes sutelktinio finansavimo veikla iš esmės skiriasi nuo jų. Tačiau verta atkreipti dėmesį, kad Reglamento 2020/1503 rengėjai atsižvelgė į daug didesnius prudencinius reikalavimus, kurie taikomi kredito, investicines, mokėjimo paslaugas teikiančioms ar elektroninių pinigų įstaigoms. Pagal Reglamento 11 straipsnio 3 ir 4 dalis, joms netaikomas prudencinis minimalaus kapitalo, kuris šiandien 25 000 Eur, reikalavimas. Toks žingsnis logiškas, nes šių įstaigų įstatiniai kapitalai ir taip gerokai didesni. Analogiška išimtis buvo numatyta ir Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymo 7 straipsnio 4, 4<sup>1</sup> ir 6 dalyse – čia nurodoma, kad kai sutelktinio finansavimo paslaugas teikia kredito įstaiga, investicines paslaugas teikianti įmonė, mokėjimo ar pinigų įstaiga, minimali suma negali būti mažesnė nei jau minėtos arba jų veiklai taikomi minimalūs kapitalo reikalavimai.

323 „Indėlis – kredito likutis, atsiradęs dėl sąskaitoje paliktų lėšų arba dėl laikinų situacijų, susidariusių dėl įprastų bankinių sandorių, kurį kredito įstaiga turi grąžinti pagal taikomas teisines nuostatas ir sutartines sąlygas <...>“, „Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. balandžio 16 d. direktyva dėl indėlių garantijų sistemų“, OJ L 173, 12.6.2014, 149–178, žiūrėta 2020 m. rugsėjo 1 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0049&from=EN>.

324 Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 11, 35 punktai ir 11 straipsnio 3 ir 4 dalys.

325 Hooghiemstra, *supra note*, 26: 15.

326 „Crowdfunding regulation published“, *supra note*, 217.

Kitas svarbus nustatytas reglamentavimo momentas tas, kad Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 35 punkte numatyta galimybė **sutelktinio finansavimo platformai turėti tik vieną minėtų lygiagrečią licenciją, t. y. elektroninių pinigų įstaigos, kredito įstaigos, finansų maklerio įmonės arba mokėjimo įstaigos licenciją**. Tačiau praktikoje tai lemia apribojimus, nes kredito įstaigos pagal Kapitalo reikalavimų direktyvą 2013/36/ES (I priedo 4 ir 15 punktai) taip pat gali leisti elektroninius pinigus arba teikti mokėjimo paslaugas, o pagal MIFID II 3 straipsnio 1 dalį kredito institucijoms leidžiama teikti investicines paslaugas neįgijus papildomos licencijos. Be to, elektroninių pinigų įstaigos gali teikti ir mokėjimo paslaugas be papildomos licencijos, kaip tai numatyta E. pinigų direktyvoje 2009/110/EC<sup>327</sup>. Taigi tik investicines paslaugas teikiančios įmonės, turinčios licenciją pagal MIFID II reikalavimus, be sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjo licencijos negali gauti jokių kitų licencijų, kaip numato pirmiau minėtos direktyvos, nebent tokią licenciją gautų kitas jos grupės struktūroje esantis juridinis asmuo.<sup>328</sup>

Toliau aptarkime jau minėtą tarpininkavimo problemą (*angl. agency cost*) – interesų konflikto tarp atstovo ir atstovaujamojo riziką. Šiuo atveju projekto savininko ir investuotojo atstovas yra sutelktinės platformos operatorius ir jis gali pažeisti savo pareigą veikti nešališkai. Be Reglamente 2020/1503 nustatytų griežtų reikalavimų sutelktinio finansavimo platformai veikti nešališkai, sąžiningai ir teisingai, kai kurių mokslininkų nuomone, geriausias šios rizikos eliminavimo sprendimas yra sutelktinio finansavimo platformos operatoriaus akcininkų, valdymo procese dalyvaujančių asmenų ir pačios sutelktinio finansavimo platformos kaip juridinio asmens reputacijos klausimas.

Pirma, ne veltui nustatyta, kad vertinamos sutelktinio finansavimo platformos akcininkų asmenybės, žiūrima, ar apie juos nuosprendžių registre nėra įrašų, susijusių su nacionalinių taisyklių komercinės teisės, bankroto teisės, finansinių paslaugų teisės, kovos su pinigų plovimu teisės, kovos su sukčiavimu ar profesinės atsakomybės srityje pažeidimais (Reglamento 2020/1503 12 straipsnio 3 dalies a punktas). Tai yra minimalus reputacijos filtras siekiant užtikrinti, kad akcininkai nebūtų asmenys, padarę nusikaltimų, kad sutelktinio finansavimo platforma netaptų jų įrankiu nusikalstamoms veikoms.

Antra, analogiškas vertinimas taikomas ir sutelktinio finansavimo operatoriaus valdymo procese dalyvaujantiems asmenims. Būtina pagrįsti, kad šie asmenys turi pakankamai žinių, įgūdžių ir patirties būsimam sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjui valdyti (Reglamento 2020/1503 12 straipsnio 3 dalies b punktas), taip pat kad jų reputacija gera (Reglamento 2020/1503 12 straipsnio 2 dalies l punktas). Čia taikomi

---

327 „Europos parlamento ir tarybos 2009 m. rugsėjo 16 d. direktyva 2009/110/EB dėl elektroninių pinigų įstaigų steigimosi, veiklos ir riziką ribojančios priežiūros, iš dalies keičianti Direktyvas 2005/60/EB ir 2006/48/EB ir panaikinanti Direktyvą 2000/46/EB“, OJ L 267, žiūrėta 2022 m. sausio 11 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:02009L0110-20180113&from=EN>.

328 Hooghiemstra, *supra note*, 26: 9–10.

aukštesni standartai nei akcininkams. Aukščiausiojo lygio vadovai siekia, kad jų reputaciją vertintų kaip gerą ne tik akcininkai, bet ir visa visuomenė. Jie stengiasi pasirodyti kaip įmanoma geriau. Kaip nurodo Andrew A. Schwartz, tai yra viešai prekiaujamų įmonių atvejų analogija, kai investuotojai iš pateiktos prospekto dokumentacijos gali matyti, kas stovi prie įmonės vairo ir kieno reputacija turėtų nukentėti, jai būtų iššvaistomos jų investicijos.<sup>329</sup>

Trečia, esminę įtaką sutelktinio finansavimo platformos patikimumo klausimu atlieka sutelktinio finansavimo platformos reputacija. Čia galima pateikti elementarų pavyzdį, kai Lietuvos bankas kas ketvirtį pateikia visuomenei sutelktinio finansavimo platformų operatorių veiklos apžvalgą, kurioje atsispindi, kuri sutelktinio finansavimo platforma sudarė daugiausia finansavimo sandorių, atskleidžiamas sandorių skaičius, vertės, palūkanų dydis ir pan. Iškart matoma, kuri sutelktinio finansavimo platforma yra lyderė, o tai ir atspindi visuomenės pasitikėjimą jos teikiamomis paslaugomis. Be to, Lietuvos bankas pateikia ir sutelktinio finansavimo platformose skelbiamų projektų pradelstus mokėjimus.<sup>330</sup> Kiekvienam potencialiam investuotojui tokia informacija gali daryti labai didelę įtaką priimant sprendimą, kurią sutelktinio finansavimo platformą pasirinkti investuoti.

Šio darbo autoriui vienos Lietuvoje veikiančios platformos operatoriaus akcininkas ir vadovas pasakojo, kaip jiems pavyksta užtikrinti, kad jų statistikoje nėra jokių pradelstų mokėjimų. Jis nurodė, kad jie labai rūpinasi savo reputacija, o pradelsti mokėjimai reikštų, kad jų pasirinkti projektai siūlyti viešai per sutelktinio finansavimo platformą buvo nepakankamai skrupulingai atrinkti. Kalbantis buvo pateiktas pavyzdys, kai per šią platformą projekto savininkas norėjo siūlyti finansuoti projektą, kuris formaliai atitiko visus platformos keliamus reikalavimus, tačiau platformos operatoriaus darbuotojai skeptiškai vertino paties projekto galimą sėkmę ir atsisakė jį siūlyti savo sutelktinio finansavimo platformoje. Netrukus šis projektas buvo sėkmingai pasiūlytas kitoje platformoje, bet dar po dvejų metų, kai šis projektas jau turėjo grąžinti investuotojams jų investuotas lėšas, dar trečioje platformoje šie įsipareigojimai buvo refinansuoti kitų investuotojų. Minėtos platformos vadovas nurodė, kad jie laisvai galėjo imtis siūlyti šį projektą ir būtų uždirbę iš jo pajamų, o investuotojų lėšos būtų grąžintos iš refinansavimo per kitą platformą, bet tai neatitiko jų siekiamybės teikti savo klientams investuotojams tik geriausius projektus. **Šis pavyzdys rodo, kad nors projektas ir atitinka minimalius reglamentavimo nustatytus reikalavimus ir gali būti platinamas per sutelktinio finansavimo platformą, labai daug priklauso nuo paties sutelktinio finansavimo platformos operatoriaus pozicijos, kokios kokybės paslaugas teikti.**

Kadangi jau užsiminėme apie sutelktinio finansavimo platformos neutralumą ir darbuotojus, akcininkus, čia verta paminėti jiems taikomus ribojimus, susijusius su

---

329 Schwartz, *supra note*, 164: 671.

330 „Sutelktinio finansavimo platformų operatorių veiklos apžvalga“, Lietuvos bankas (2020 m. I pusmetis): 10, žiūrėta 2022 m. sausio 9 d. [https://www.lb.lt/uploads/publications/docs/26844\\_9939d07bf2c67d60b77c0588fd9db081.pdf](https://www.lb.lt/uploads/publications/docs/26844_9939d07bf2c67d60b77c0588fd9db081.pdf).

investavimu per jų valdomą sutelktinio finansavimo platformą. Siekiant išlaikyti sutelktinio finansavimo platformų nešališkumą, atsižvelgiant į jų, kaip neutralių tarpininkų, vaidmenį, Reglamento 2020/1503 8 straipsnio 1 dalyje numatytas draudimas sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjui dalyvauti savo sutelktinio finansavimo platformos pasiūlymuose. Šiuo draudimu siekiama kelių tikslų. Pirma, apriboti sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjo kredito riziką atskiriant sutelktinio finansavimo paslaugų teikimo veiklą nuo kitų veiklų. Šis draudimas užkerta kelią ir kredito įstaigai, kuri turi sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjo licenciją finansuoti savo administruojamoje platformoje siūlomus kreditus. Antra, sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas kaip atlyginimą už savo paslaugas prašys vadinamojo sėkmės mokesčio, kuris tiesiogiai priklauso nuo surinktos sumos dydžio, o tai jau galėtų lemti interesų konfliktą.<sup>331</sup>

Galiausiai sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas negali skelbi projektų, kurių savininkai yra sutelktinio finansavimo platformos vadovai, darbuotoja ar akcininkai, turintys daugiau kaip 20 proc. akcinio kapitalo arba balsavimo teisių, tačiau šie subjektai gali investuoti per sutelktinio finansavimo platformą, su sąlyga, kad jie atskleidžia šią aplinkybę ir kiekvieną savo investiciją ir negauna jokių lengvatinių sąlygų ar privilegijuotos prieigos prie papildomos informacijos, kuri nebuvo atskleista kitiems sutelktinio finansavimo projekto investuotojams (Reglamento 2020/1503 8 straipsnio 2 dalis). Toks ribojimas numatytas taip pat siekiant eliminuoti interesų konflikto riziką.<sup>332</sup> Taip atrodo subalansuotas sprendimas, ankstesnės Reglamento 2020/1503 versijos siūlė kitokius reglamentavimo modelius. Pirminis Europos Komisijos pasiūlymas draudė sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjams priimti kaip klientus savo vadovus, darbuotojus, kontroliuojančius akcininkus ar net su jais susijusius asmenis, o Europos Parlamento versija leido tik darbuotojams investuoti per platformą, kai jie neturi tiesioginės ar netiesioginės įtakos investuojamiems projektams.<sup>333</sup>

Kai kurie mokslininkai teigia, kad toks reikalavimas yra perteklinis, nes platformos operatoriaus akcininkų, vadovų ar darbuotojų dalyvavimas siūlomame projekte kaip tik keltų sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjo platformos pasitikėjimą, nes tokiu atveju minėti asmenys būtų suinteresuoti tinkamai viską patikrinti ir teikti kitas paslaugas, nes patys rizikuotų savo investuotomis lėšomis. Kitais žodžiais tariant, jie patys rizikuotų savo investuotomis lėšomis (angl. *skin in the game*) ir tai dar labiau juos skatintų užtikrinti, kad būtų atrinktas patikimas finansuojamas projektas. Taip pat siūloma nustatyti tokių asmenų investicijų ribas, pvz., iki 5 proc. projekto visos finansuojamos sumos, taip siekiant eliminuoti interesų asimetriją ir suderinti iniciatorių, projekto siūlymo rengėjų ir rėmėjų interesus.<sup>334</sup> Šio darbo autorius nesutinka su tokia nuomone, nes vis tiek išlieka interesų konfliktų rizika, kuri turi būti eliminuota.

Sąžiningas ir teisingas tarpininkavimo procesas būtinas tam, kad užtikrintų visų

---

331 Macchiavello, *supra note*, 29: 583.

332 Hooghiemstra, *supra note*, 26: 8.

333 Macchiavello, *supra note*, 29: 584.

334 Dorin and Vojtko, *supra note*, 30: 6–7.

investuotojų lygiateisiškumą, neatsižvelgiant į jų kategoriją, ir teiktų finansavimą atitinkamam projektui. Pabrėžiama, kad esminis reglamentavimo tikslas yra reglamentuoti ne sutelktinio finansavimo platformą, o procesą, kurio metu tarpininkaujant tarp investuotojo ir projekto savininko yra paskirstomas kapitalas. Reglamentavimas turėtų užtikrinti sąžiningą ir skaidrų tarpininkavimo procesą.<sup>335</sup> **Šiuo atžvilgiu sutelktinio finansavimo platformai nustatomos funkcijos, kurias ji privalo atlikti kaip investavimo prieigos saugotojas (angl. *gate-keeper*), arba kurios jai yra draudžiamos.**<sup>336</sup> Privalomos atlikti funkcijos yra šios:

1. Patikrinti emitentų, direktorių, pareigūnų, vykdytojų ir kontroliuojančių asmenų biografijas;
2. Turėti ekspertinių žinių apie investicijų bendras struktūras, ypatybes ir keliamas rizikas, mokėti nustatyti tikrąją jų kainą;
3. Peržiūrėti informaciją, kurią emitentas pateikia sutelktinio finansavimo platformos svetainėje, kad būtų patvirtinta, kad tinkamai nustatyti investicijų bendrieji bruožai ir struktūra, konkrečiam emitentui būdinga rizika, visi nustatyti interesų konfliktai ir numatomas lėšų panaudojimas;
4. Užkirsti kelią projekto savininko investicijos siūlymo skelbimui per sutelktinio finansavimo platformą, jei kyla abejonų tokio siūlymo ar emitento patikimumu;
5. Pateikti investuotojams šviečiamąją medžiagą paprasta kalba ir gauti iš investuotojų pasirašytą rizikos patvirtinimą.

Sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjams būtų draudžiama užsiimti šia veikla:

1. Teikti investuotojams konkrečias rekomendacijas ar patarimus apie jų platformoje platinamus perleidžiamus vertybinius popierius;
2. Siūlyti pirkti ar parduoti vertybinius popierius, siūlomus jų platformoje, kitaip nei skelbiant sutelktinio finansavimo platformoje;
3. Mokėti atlyginimą savo darbuotojams už tai, kad jie ragina įsigyti perleidžiamus vertybinius popierius, platinamus sutelktinio finansavimo platformoje;
4. Laikyti ar tvarkyti investuotojų lėšas ar vertybinius popierius, neturint tam specialios licencijos;
5. Investuoti į bet kurį projektą arba įsipareigoti išplatinti perleidžiamus vertybinius popierius;
6. Teikti savo nuomonę investuotojams apie investicijų privalumus arba tikėtiną jų grąžą.

Reglamento 2020/1503 9 straipsnis numato galimybę pavesti bet kokią visą veiklos funkciją arba jos dalį atlikti trečiajai šaliai, jei tokia veiklos ranga (angl. *outsourcing*) nekenkia sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjų vidaus kontrolės kokybei ar veiksmingai sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjų priežiūrai. Numatyta, kad sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas lieka visapusiškai atsakingas už tai, kad veiklos rangos atveju būtų laikomasi Reglamento 2020/1503 nustatytų reikalavimų. **Šia**

335 Ahern, *supra note*, 70: 11.

336 Gillen ir Pogorski, *supra note*, 54: 172.

**sąlyga siekiama išvengti pašto dėžutės funkcijas atliekančio subjekto (angl. *letter-box entity*) arba priedangos įmonės (angl. *shell company*) statuso, kai bendrovė, organizuojanti sutelktinio finansavimo paslaugų teikimą, pasiima visą su ta veikla susijusį pelną, bet neprisiima veiklos rizikos.**<sup>337</sup>

Sutelktinio finansavimo veikloje investuotojų pinigai projekto savininkui perduodami pasinaudojant sutelktinio finansavimo platforma. Jei čia atliekamos mokėjimo su sąskaitos tvarkymu susijusios operacijos arba vykdomos mokėjimo operacijos, tokia veikla patenka į Mokėjimų paslaugų vidaus rinkoje direktyvos 2015/2366<sup>338</sup> taikymo sritį. Iš pradžių bandyta aiškinti, kad sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas neatlieka mokėjimų paslaugų „reguliariai“, kaip tai apibrėžta minėtos direktyvos 1 straipsnio 2 dalyje b punkte. Galiausiai tokių klaidinančių interpretacijų buvo atsaisyta.<sup>339</sup> Dar iki priimant Reglamentą 2020/1503, praktikoje sutelktinio finansavimo platformos rinkdavosi tokį verslo modelį, kad netektų vykdyti minėtų mokėjimo funkcijų, ir tam būdavo pasitelkiamos licencijuotos mokėjimo įstaigos<sup>340</sup>, kurios užtikrindavo ir pinigų plovimo, ir terorizmo finansavimo prevencijos reikalavimų laikymąsi<sup>341</sup>. Pinigų plovimo ir terorizmo finansavimo prevencijos reikalavimai taikomi kredito ir finansų institucijoms, į kurių sąrašą patenka ir mokėjimų įstaigų veikla<sup>342</sup> (Direktyvos 2015/849<sup>343</sup> 2 straipsnis). Be to, platformos nesinaudodavo galimybe rinkti ir saugoti pinigus, gautus iš finansuotojų, ir vietoj jų išmokėti ekvivalentą elektroniniais pinigais, nes tai patektų į Elektroninių pinigų direktyvos 2009/110/EB<sup>344</sup> reglamentavimo sritį.

337 Hooghiemstra, *supra note*, 26: 10.

338 „Europos Parlamento ir Tarybos 2015 m. lapkričio 25 d. direktyva (ES) 2015/2366 dėl mokėjimo paslaugų vidaus rinkoje, kuria iš dalies keičiamos direktyvos 2002/65/EB, 2009/110/EB ir 2013/36/ES bei Reglamentas (ES) Nr. 1093/2010 ir panaikinama Direktyva 2007/64/EB“, OJ L L 337, 35-127, žiūrėta 2020 m. rugsėjo 1 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015L2366&from=EN>.

339 Macchiavello, *supra note*, 29: 564.

340 Lietuvoje UAB „Finansų bitė verslui“ tarpininkauja administruodama sutelktinio finansavimo platformą, tačiau mokėjimų priėmimą, administravimą ir išmokėjimus pateikė vykdyti mokėjimo įstaigos licenciją turinčiai bendrovei UAB „Paysera LT“.

341 Ferraini, *supra note*, 106: 137.

342 „Advice On Investment Based Crowdfunding“, *supra note*, 74: 27.

343 „Europos Parlamento ir Tarybos 2015 m. gegužės 20 d. direktyva (ES) 2015/849 dėl finansų sistemos naudojimo pinigų plovimui ar teroristų finansavimui prevencijos, kuria iš dalies keičiamas Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 648/2012 ir panaikinama Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2005/60/EB bei Komisijos direktyva 2006/70/EB“, OJ L L 141/73, žiūrėta 2021 m. kovo 25 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32015L0849&from=LT>.

344 „Europos Parlamento ir Tarybos 2009 m. rugsėjo 16 d. direktyva Nr. 2009/110/EB dėl elektroninių pinigų įstaigų steigimosi, veiklos ir riziką ribojančios priežiūros, iš dalies keičianti Direktyvas 2005/60/EB ir 2006/48/EB ir panaikinanti Direktyvą 2000/46/EB“, OJ L 267, 7–17, žiūrėta 2020 m. rugsėjo 1 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0110&from=LT>.

Taigi dar Reglamento 2020/1503 svarstymo stadijoje įstatymų leidėjų ir mokslininkų buvo pastebėta, kad labai svarbu užtikrinti turto valdymo taisykles, kurių pagrindų sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjų turtas būtų atskirtas nuo investuotojų ar projekto savininkų lėšų ir kito turto<sup>345</sup>.

2015 m. Europos bankų institucija rekomendavo<sup>346</sup> nustatyti tokius reikalavimus sutelktinio finansavimo platformos operatoriui, kad būtų užtikrinta savo ir klientų turto segregacija. Buvo pastebėta, kad siekiant tai padaryti galima pasinaudoti Mokėjimų paslaugų vidaus rinkoje direktyva, kurioje minėtos turto saugojimo taisyklės aiškiai numatytos, ir šis reglamentavimas yra laikomas kaip palankus finansinių technologijų bendrovėms.<sup>347</sup> Reglamento 2020/1503 10 straipsnio 4 dalyje numatyta, kad sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas gali pats arba per trečiąją šalį teikti mokėjimo paslaugas su sąlyga, kad pats sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas arba trečioji šalis yra mokėjimo paslaugų teikėjas pagal Mokėjimų paslaugų vidaus rinkoje direktyvą 2015/2366.

Ne išimtis ir perleidžiamų vertybinių popierių ar sutelktinio finansavimo veikloje naudojamų priemonių saugojimo klausimai. Reglamento 2020/1503 10 straipsnio 3 dalyje numatyta, kad sutelktinio finansavimo platformoje siūlomus perleidžiamus vertybinius popierius arba sutelktinio finansavimo tikslais naudojamas priemones, kurios gali būti registruojamos finansinių priemonių sąskaitoje, atidarytoje investuotojo vardu, arba kurios gali būti fiziškai pristatytos saugotojui, saugo sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas arba trečioji šalis. Saugojimo paslaugas teikiantis subjektas turi turėti veiklos leidimą pagal Kapitalo reikalavimų direktyvą 2013/36/ES arba MIFID II. Jei palyginsime šių direktyvų reglamentavimą, matytume, kad čia taip pat taikomas turto segregacijos režimas. Jungtinėse Amerikos Valstijose taip pat numatytas reikalavimas, kad sutelktinio finansavimo portalas negali saugoti kliento pinigų ar vertybinių popierių, tam būtina pasitelkti licencijuotą tarpininką, investicinį banką ar kitą subjektą, kuris turi teisę teikti tokią paslaugą.<sup>348</sup>

Argentinoje tarpusavio skolinimo platforma „Afluenta“ veikia taip: platformos operatorius valdo patikėjimo pagrindais valdomą fondą, kurio vienetus perka investuotojai. Tada investuotos lėšos, pagal investuotojo pasirinkimą, skolinamos atitinkamiems asmenims, o platformos operatorius administruoja paskolų suteikimą ir jų grąžinimą. Fondo turtas atskirtas nuo operatoriaus, investuotojai ir paskolų gavėjai nepatiria nuostolių operatoriui bankrutavus. Toks modelis pagal Argentinoje galiojančią reglamentavimą galimas ir sutelktinio finansavimo atveju.<sup>349</sup> Europos Sąjungoje toks modelis patektų į Alternatyvių investicinių fondų direktyvos 2011/61/EU taikymo sritį ir būtų negalimas sutelktinio finansavimo veikloje.

---

345 „Europos Parlamento ir Tarybos 2015 m. lapkričio 25 d. direktyva (ES) 2015/2366 dėl mokėjimo paslaugų vidaus rinkoje, kuria iš dalies keičiamos direktyvos 2002/65/EB, 2009/110/EB ir 2013/36/ES bei Reglamentas (ES) Nr. 1093/2010 ir panaikinama Direktyva 2007/64/EB“, *supra note*, 338.

346 „Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding“, *supra note*, 72: 22.

347 Ahern, *supra note*, 70: 11.

348 Rorigues, *supra note*, 50: 441.

349 „Crowd-funding: an Infant Industry Growing Fast“, *supra note*, 63: 18.

Čia labai svarbu paminėti dar vieną momentą, susijusį su pinigų plovimo ir terorizmo finansavimo prevencija. Šios funkcijos yra brangios ir jų atlikimas sutelktinio finansavimo veikloje, šios disertacijos autoriaus nuomone, būtų perteklinis. Pagal Reglamento 2020/1503 10 straipsnio 4 dalį, visi mokėjimai sutelktinio finansavimo paslaugų teikimo atveju turi būti atliekami per šalį, kuri yra mokėjimo paslaugų teikėja pagal Mokėjimų paslaugų vidaus rinkoje direktyvą 2015/2366. Čia mokėjimo paslaugų teikėju laikomas subjektas, kuris privalo atlikti pinigų plovimo ir terorizmo finansavimo prevencijos funkcijas. Lietuvos Respublikos pinigų plovimo ir teroristų finansavimo prevencijos įstatymo<sup>350</sup> 2 straipsnio 7 dalyje numatyta, kad sutelktinio finansavimo paslaugų teikėju laikoma finansų įstaiga, kuriai kyla pareiga atlikti minėtos prevencijos funkciją. Tačiau 15 straipsnyje numatyta išimtis, leidžianti taikyti supaprastintą kliento tapatybės nustatymą tada, kai bendra kliento per kalendorinius metus vienoje sutelktinio finansavimo platformoje investuojama suma neviršija 30 000 Eur ir sukaupta palūkanų ar kita mokėtina suma gražinama tik į kliento kredito, mokėjimo ar elektroninių pinigų įstaigoje turimą sąskaitą, iš kurios buvo pervedamos lėšos. Sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas, neturintis mokėjimo įstaigos ar elektroninių pinigų licencijos, šias funkcijas perduoda atitinkamas licencijas turintiems subjektams, kurie jas ir atliktų. **Tokiu atveju susiklosto situacija, kai sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas turi atlikti šias prevencijos funkcijas, nors jos jau atliekamos mokėjimo paslaugų teikėju, kurių paslaugomis naudojasi sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas, investuotojai ar projektų savininkai.**

Šio darbo autoriaus nuomone, toks reglamentavimas ydingas ir perteklinis, nes Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 32 punktą numato, kad „teikiant sutelktinio finansavimo paslaugas gali atsirasti pinigų plovimo ir teroristų finansavimo rizika, kaip pabrėžiama 2017 m. birželio 26 d. Komisijos ataskaitoje Europos Parlamentui ir Tarybai dėl pinigų plovimo ir teroristų finansavimo rizikos, darančios įtaką vidaus rinkai ir susijusios su tarpvalstybine veikla, vertinimo. **Todėl nustatant veiklos leidimų išdavimo sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjams ir už jų vadovavimą atsakingų fizinių asmenų geros reputacijos vertinimo sąlygas reikėtų numatyti apsaugos priemones, leidžiant mokėjimo paslaugas teikti tik licencijuotiems subjektams, kuriems būtų taikomi kovos su pinigų plovimu ir teroristų finansavimu reikalavimai.** Siekdama toliau užtikrinti rinkos vientisumą pinigų plovimo ir teroristų finansavimo rizikos prevencijos priemonėmis ir atsižvelgdama į lėšų, kurios gali būti pritrauktos sutelktinio finansavimo pasiūlymu pagal šį reglamentą, sumą, Komisija turėtų įvertinti būtinybę įpareigoti sutelktinio finansavimo teikėjus laikytis nacionalinės teisės, kuria įgyvendinama Europos Parlamento ir Tarybos direktyva (ES) 2015/849 dėl pinigų plovimo ar teroristų finansavimo, bei tokio įpareigojimo porcingumą, ir tokius sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjus įtraukti į įpareigotųjų subjektų sąrašą tos direktyvos tikslais“. Jei pasižiūrėtume į Direktyvos 2015/849 taikymo sritį, matysime, kad joje tarp įpareigotų subjektų taikyti minėtas prevencijos

---

350 „Lietuvos Respublikos pinigų plovimo ir teroristų finansavimo prevencijos įstatymas“, TAR, žiūrėta 2022 m. sausio 12 d., <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.C44837068B55/asr>.

priemonės nėra sutelktinio finansavimo subjektų, o Lietuvos Respublikos pinigų plovimo ir teroristų finansavimo prevencijos įstatyme įpareiguoju subjektu nurodomos finansų įstaigos, prie kurių priskiriami ir sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjai. **Toks reglamentavimas gali daryti neigiamą įtaką Lietuvai, kai sutelktinio finansavimo platformai renkantis kurią iš Europos Sąjungos valstybių narių pasirinkti siekiant vykdyti sutelktinio finansavimo paslaugų teikimą. Antai kita valstybė narė gali netaikyti tokio reikalavimo, nes jis nėra privalomas pagal direktyvą, ir tai gali būti lemiamas veiksnys pasirenkant ją kaip tinkamiausią jurisdikciją.**

Apibendrinant tai, kas pasakyta, galima teigti, kad Reglamentu 2020/1503 nustatytas teisinis reglamentavimas dera su reglamentavimu, nustatytu kitoms verslo finansavimo formoms ar finansinių paslaugų teikėjams. Čia daugeliu atvejų taikoma reglamentavimo analogija, paimta iš kitų finansų institucijų veiklos, pavyzdžiui, turto segregacijos reikalavimas. Atitinkamai sutelktinio finansavimo veikla gali užsiimti ir kitos finansų institucijos ir joms taikomas supaprastintas licencijavimo procesas. O prudenciniai kapitalo reikalavimai nesukuria kokių nors trukdžių pradėti sutelktinio finansavimo veiklą ir yra labiau simbolinio pobūdžio. Keistai atrodo reikalavimas sutelktinio finansavimo platformai atlikti pinigų plovimo ir terorizmo finansavimo prevencijos funkcijas, kai jas jau būna atlikusios kitos finansų institucijos. Toks reikalavimas perteklinis ir neturėtų būti taikomas, kaip apie tai užsimenama ir pačiame Reglamente 2020/1503.

### 3.2. Projekto savininkas

Projektų savininku gali būti ir juridinis, ir fizinis asmuo. Kaip minėta, sutelktinio finansavimo paslauga gali būti teikiama tik verslo poreikiams finansuoti, o tai reiškia, kad jei projekto savininkas yra fizinis asmuo ir ūkinę komercinę veiklą vykdo savarankiškai nusteigdamas juridinio asmens (Civilinio kodekso<sup>351</sup> 2.4 straipsnis), tokiu atveju finansavimas per sutelktinio finansavimo platformą galimas, jei jis, pavyzdžiui, Lietuvoje vykdo individualią veiklą pagal individualios veiklos pažymą<sup>352</sup> arba pagal verslo liudijimą<sup>353</sup>. Jei Lietuvoje siekiama pritraukti finansavimą užsienio subjektui, toks subjektas turėtų būti įregistravęs savo veiklą pagal šalies, kurioje jis įsteigtas ir pagal

---

351 „Lietuvos Respublikos civilinio kodekso patvirtinimo, įsigaliojimo ir įgyvendinimo įstatymas“, *supra note*, 194.

352 Valstybinės mokesčių inspekcijos prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos viršininko 2002 m. gruodžio 24 d. įsakymas Nr. 373 „Dėl Pranešimo apie nuolatinio Lietuvos gyventojų veiklos pradžią, šio gyventojų veiklos vykdymo pažymos, taip pat nenuolatinio Lietuvos gyventojų nuolatinės bazės įregistravimo Lietuvoje pažymos išdavimo taisyklių bei su tuo susijusių formų patvirtinimo“, TAR, žiūrėta 2020 m. gruodžio 29 d., <https://www.e-tar.lt/portal/legalAct.html?documentId=TAR.02751F0D07EC>.

353 Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2002 m. lapkričio 19 d. nutarimas Nr. 1797 „Dėl Verslo liudijimų išdavimo gyventojams taisyklių ir veiksnių, kuriomis gali būti verčiamasi turint verslo liudijimą, rūšių sąrašo“, TAR, žiūrėta 2020 m. gruodžio 29 d., <https://www.e-tar.lt/portal/legalAct/TAR.2D6424EE2BEB/asr>.

kurios įstatymus vykdo veiklą, teisės aktų reikalavimus. Atkreiptinas dėmesys, kad sutelktinio finansavimo projekto savininkas neprivalo būti įsisteigęs Europos Sąjungoje – Reglamentas 2020/1503 nenumato tokio pobūdžio ribojimo, tačiau jis negali būti įsisteigtas šalyje ar teritorijoje, kuri pagal atitinkamą Europos Sąjungos politiką laikoma nebendradarbiaujančia šalimi ar teritorija arba didelės rizikos trečiojoje šalyje pagal Direktyvos (ES) 2015/849 9 straipsnio 2 dalį.<sup>354</sup> Atkreiptinas dėmesys, kad ESMA savo pateiktoje konsultacijoje<sup>355</sup> pabrėžė, kad Reglamento 2020/1503 2 straipsnio 1 dalies a) punkte nurodyta „verslo interesų“ sąvoka turi būti aiškinama plačiaja prasme, apimant visų rūšių fizinio (vykdomo verslo, prekybos ar profesinės veiklos) arba juridinio asmens ūkinę veiklą, kuri duoda pelno ar kitos ekonominės naudos šios „verslo veiklos“ savininkams. **Tai reiškia, kad ne pelno organizacijos (pvz., asociacijos ar vietos valdžios institucijos) gali veikti kaip „projektų savininkės“, jei jos renka lėšas veiklai, kuri duoda tam tikrą ekonominę naudą jos savininkams / nariams / galutiniams naudos gavėjams (pinigine ar nepinigine forma).**

Be kita ko, prieš leidžiant projekto savininkui naudotis sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjo platformos paslaugomis, sutelktinio finansavimo projekto savininkas turi atitikti reputacijos ir kreditingumo kriterijus, kurie aptariami toliau.

Pirmiausia sutelktinio finansavimo platforma privalo atlikti sutelktinio finansavimo projekto savininko reputacijos vertinimą – apie projekto savininką neturi būti įrašų nuosprendžių registruose, susijusių su nacionalinių taisyklių komercinės teisės, bankroto teisės, finansinių paslaugų teisės, kovos su pinigų plovimo teisės, kovos su sukčiavimu arba profesinės atsakomybės pareigų srityse pažeidimais. Atkreiptinas dėmesys, kad Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymo 9 straipsnio 4 dalyje ir Lietuvos banko nutarimo „Dėl Sutelktinio finansavimo platformų operatorių finansavimo sandorių priimtumo finansuotojams ir projektų savininkų patikimumo vertinimo taisyklių patvirtinimo“<sup>356</sup> 7 straipsnyje numatyta, kad čia minėtas reputacijos reikalavimas juridiniams asmenims būtų taikomas vertinant sutelktinio finansavimo projekto savininko vadovą ir jo dalyvius, kuriems tiesiogiai ar netiesiogiai priklausančių balsavimo teisių arba įstatinio kapitalo dalis yra lygi 20 proc. arba juos viršija arba kurie gali daryti tiesioginį ir (arba) netiesioginį lemiamą poveikį projekto savininkui (jeigu projekto savininkas yra juridinis asmuo arba kita organizacija). Reglamentas 2020/1503 tokio detalaus sutelktinio finansavimo projekto savininko, kuris yra juridinis asmuo, reputacijos vertinimo nenumato, čia vertinamas tik pats juridinis asmuo, bet ne jo valdymo subjektai. Be to, Reglamentas 2020/1503 reikalauja

---

354 Reglamento 2020/1503 5 straipsnio 2 dalies b punktas.

355 „Questions and Answers „On the European crowdfunding service providers for business Regulation“, ESMA, ESMA35-42-1088 (2022): 11, žiūrėta 2022 m. vasario 2 d., [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1088\\_qas\\_crowdfunding\\_ecspr.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1088_qas_crowdfunding_ecspr.pdf).

356 Lietuvos banko valdybos 2016 m. lapkričio 29 d. nutarimas Nr. 03-169 „Dėl Sutelktinio finansavimo platformų operatorių finansavimo sandorių priimtumo finansuotojams ir projektų savininkų patikimumo vertinimo taisyklių patvirtinimo“, TAR, žiūrėta 2021 m. kovo 22 d., <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/2665e4c0b6d511e6aae49c0b9525cbbb>.

vadovautis registų duomenimis, o minėtas Lietuvos banko nutarimas leidžia tikrinti ir pačių sutelktinio finansavimo projektų savininkų ar jų vadovų ir dalyvių teikiamus dokumentus ir rašytinius paaiškinimus. **Galima daryti išvadą, kad Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymas numatė detalesnę sutelktinio finansavimo projektų savininkų, kurie yra juridiniai asmenys, reputacijos patikrinimą, vertinant ne tik patį juridinį asmenį, bet jo vadovą ir dalyvius.** Toks reglamentavimas apsaugo investuotojus nuo galimo sukčiavimo rizikos, kai prastą reputaciją turintys juridinio asmens vadovai ar dalyviai, pasinaudodami sutelktinio finansavimo platforma, gali pakenkti investuotojams siekdami asmeninių tikslų.

Antra, sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas, atlikęs sutelktinio finansavimo projekto savininko reputacijos vertinimą ir nustatydamas sutelktinio finansavimo pasiūlymo kainą, privalo atlikti sutelktinio finansavimo projekto savininko arba sutelktinio finansavimo projekto kredito rizikos vertinimą (Reglamento 2020/1503 4 straipsnio 4 dalis a punktas). Čia vertinama esminė rizika, ar sutelktinio finansavimo projekto savininkas iki nustatyto termino negrąžins vienos ar kelių sumų pagal savo ketinamus priimti išpareigojimus investuotojams. Toks vertinimas turi būti atliekamas (1) prieš paskelbiant investicinį projektą viešai; (2) kai sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas mano, kad mažai tikėtina, kad sutelktinio finansavimo projekto savininkas visiškai įvykdys priimtus išpareigojimus, nes jis nepateikia jokių atitinkamų užtikrinimo priemonių ar nesiima kitų veiksmų; (3) sutelktinio finansavimo projekto savininkas neįvykdo savo išpareigojimų, (4) arba sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas padeda skolintojui pasitraukti iki paskolos termino pabaigos datos (Reglamento 2020/1503 4 straipsnis). **Atkreiptinas dėmesys, kad Reglamento 2020/1503 atveju kreditingumo vertinimas taikomas tik siekiant nustatyti sutelktinio finansavimo projekto kainą, o ne sutelktinio finansavimo projekto leistinumą naudotis sutelktinio finansavimo paslauga (Reglamento 2020/1503 4 straipsnio 4 dalis).** Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymas numatė sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjo pareigą įvertinti, ar sutelktinio finansavimo projekto savininko galimybė vykdyti finansinius išpareigojimus finansuotojams nustatytais terminais yra reali, t. y. įsitikinti, kad projekto savininko iš projekto planuojamų uždirbti pajamų užteks palūkanoms mokėti ir paskolai grąžinti arba kitiems finansavimo sandoriu priimtiems išpareigojimams įgyvendinti. Toks Lietuvos reguliuotojo pasirinkimas sveikintinas, nes jis eliminuoja iš rinkos nepatikimus sutelktinio finansavimo projektus. Analogiškas modelis pasirinktas ir Kanadoje, kai prastos kokybės projektams neleidžiama būti siūlomiems viešai sutelktinio finansavimo platformoje.<sup>357</sup> Reglamento 2020/1503 atveju kreditingumo kriterijus vertinamas tik siekiant sutelktinio finansavimo paslaugos kainai nustatyti, o tai reiškia, kad čia gali būti siūlomi ir labai didelės rizikos sutelktinio finansavimo projektai.

Kadangi tokie projektai bus siūlomi per sutelktinio finansavimo platformą,

---

357 Douglas J. Cumming and Sofia A. Johan and Yelin Zhang, „The Role of Due Diligence in Crowdfunding Platforms“, *Journal of Banking and Finance* 108 (2019): 4, žiūrėta 2021 m. kovo 31 d., <https://ssrn.com/abstract=3460279>.

investuotojai, neturintys pakankamai žinių apie investavimą, gali susidaryti klaidingą įspūdį, kad tokie projektai patikimi vien todėl, kad siūlomi tokioje platformoje viešai. Kitais žodžiais tariant, vien finansuojamo projekto paskelbimas platformoje gali atrodyti lyg investicijų saugumo garantas, nors finansuotinas projektas pasmerktas žlugti ir siūlo dviženklės grąžos palūkanas. Čia mokslininkai nurodo, kad geresnis tarpinis variantas būtų toks, kai sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas suteikto projekto pasiūlymui suteiktą reitingą pagal visuotinai priimtinas taisykles, kuriuo remdamasis patirties neturintis investuotojas galėtų priimti pasvertą sprendimą.<sup>358</sup> Patirties neturintis investuotojas neturi pakankamai žinių, kad įvertintų projekto finansinius duomenis pagal pateikiamus finansinės apskaitos dokumentus, todėl toks reitingo pateikimas bent šiek tiek atkreiptų potencialių investuotojų dėmesį į projekto patikimumą.<sup>359</sup> Tačiau nurodoma, kad nustatant tokį reitingą, sutelktinio finansavimo projekto savininkas parinks tinkamiausią pasiūlymą investuotojui, todėl gali susidaryti situacija, kad tai atitiks investavimo rekomendacijos teikimo apibrėžimą pagal MIFID II reglamentavimą, o tai laikoma investicinių paslaugų teikimu.

Kiti mano, kad privalomojo informacijos atskleidimo investuotojams reikalavimai tik sukuria saugumo iliuziją investuotojams, kurios jie ir taip nevertina, o dažniausiai atsižvelgia į savo artimųjų ar socialinių tinklų pateikiamą informaciją. Todėl privalomas rekomendacijos teikimas suteiktą didesnę apsaugą investuotojams, nes tada būtų ne tik atliekamas išsamus investuotojų vertinimas, bet ir parenkamas jo interesus labiausiai atitinkantis projektas, neatsižvelgiant į asmeninius investuotojo nusistatymus ar kitus psichologinius aspektus, kurie lemia santykio su atitinkamu projektu paradigimą.<sup>360</sup> Taip pat pažymima, kad tai gali priminti ir daugiašalės prekybos sistemos administravimą, kai operatoriaus administruojamoje daugiašalėje sistemoje, kur neleidžiama veikti savo nuožiūra, suderinami trečiųjų asmenų ketinimai pirkti ir parduoti finansines priemones, lemiantys sandorių dėl finansinių priemonių sudarymą.<sup>361</sup> Šio darbo autoriaus nuomone, Reglamente 2020/1503 šiuo klausimu pasirinktas optimalus variantas, kuris nenumato galimybės reitinguoti atitinkamų pasiūlymų. Kaip ir MIFID II reglamentavimo atveju tokia gradacija lemtų papildomus reikalavimus, nes tai jau būtų laikoma rekomendacijos teikimu. **Sutelktinio finansavimo atveju tokio leidimo suteikimas lemtų reglamentavimo arbitražą, kai investicines paslaugas teikiančios įmonės negalėtų reitinguoti platinamų finansinių priemonių, o panašias paslaugas teikiantys sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjai gali tai daryti.**

Įdomu, kad Jungtinėse Amerikos Valstijose į finansavimą per sutelktinio finansavimo platformą gali pretenduoti tik besivystanti įmonė (angl. *emerging growth company*). Į šios įmonės kategoriją patenka visos įmonės, išskyrus tokias: (1) kurių bendrosios

358 Macchiavello, *supra note*, 98: 528.

359 Ahern, *supra note*, 70: 10.

360 Iris Chiu, „Taking Stock of Securities and Fund-raising in the EU and UK“, *Company Lawyer* 41 (7) (2000): 204, žiūrėta 2021 m. balandžio 2 d., <https://discovery.ucl.ac.uk/id/eprint/10094468/>.

361 Macchiavello, *supra note*, 98: 571.

pajamos siekia daugiau kaip 1 mlrd. dolerių; (2) nuo pirminio įmonės viešo akcijų siūlymo praėjo daugiau kaip 5 metai; (3) per pastaruosius trejus metus jos išleido 3 mlrd. dolerių vertės nekonvertuojamų skolos vertybinių popierių. Nurodoma, kad šiandien tokių įmonių tėra iki 10 proc. visų Jungtinėse Amerikos Valstijose registruotų įmonių.<sup>362</sup> Tačiau tokio limito nustatymą kritikuoja mokslininkai. Vienas jų nurodo, kad tokio dydžio reikalavimas yra per didelis, nes tokio dydžio įmonė neatitinka *startuolio* sąvokos, priešingai, turėtų būti taikoma 50–100–500 taisyklė, t. y. įmonės bendrosios pajamos neturėtų siekti 50 mln. dolerių, ji turėtų ne daugiau kaip 100 darbuotojų ir įmonės vertė būtų ne didesnė kaip 500 mln. dolerių. Tokiu atveju būtų užtikrinta, kad sutelktinio finansavimo paslaugos būtų teikiamos tik startuoliams, o tos įmonės, kurios yra už minėtų ribų, neva turėtų naudotis kapitalo rinkomis.<sup>363</sup> Šios disertacijos autorius nesutinka su tokia nuomone, nes tokio ribojimo nereikia. Pirmiausia tokio dydžio įmonės jau savaime naudosis reguliuojamų rinkų paslaugomis, jos galės prisitraukti didesnes sumas, atitinkančias jų dydį, nes pagal savo kapitalizaciją tokios įmonės laisvai gautų iki 5 mln. dolerių paskolą bet kokiam banke. Antra, 100 darbuotojų skaičiaus reikalavimas nepagrįstas, nes net ir maža įmonė, kuri neturi didelių finansinių pelnų ar kapitalo, gali turėti tiek darbuotojų ir jai gali reikėti papildomo finansavimo veiklos vystymui. **Reglamentas 2020/1503 pasirinko subalansuotą kelią – čia nėra numatyti tokio pobūdžio limitai ir siekti finansavimo per sutelktinio finansavimo platformą gali bet kokio dydžio įmonė.**

Australijoje sutelktinio finansavimo projekto savininkės gali būti tik akcinės bendrovės ir toks pasirinkimas kritikuojamas mokslininkų. Jie nurodo, kad didžioji dauguma įmonių Australijoje yra mažos – net 97,5 proc. jų turi mažiau nei 20 darbuotojų ir net 99 proc. visų kompanijų yra uždarnosios akcinės bendrovės (2,37 mln. vienetų). Tokį reglamentavimą lemia Australijos korporacijų aktas, kuris, be kita ko, numato, kad uždarnosios akcinės bendrovės negali turėti daugiau kaip 250 akcininkų, kurie nėra įmonės darbuotojai, ir kad įmonės vertė yra ne didesnė kaip 12,5 mln. Australijos dolerių, o konsoliduotos pajamos nesiekia 25 mln. Australijos dolerių.<sup>364</sup> Pagal tokį reglamentavimo modelį išeina, kad Australijoje sutelktinio finansavimo paslaugomis gali pasinaudoti tik 1 proc. visų įmonių. Be abejo, sutelktinio finansavimo paslaugomis galėtų pasinaudoti ir daugiau bendrovių, jei uždarnosios akcinės bendrovės taptų akcinėmis bendrovėmis. Tikėtina, kad tokios procedūros atlikimas nesukeltų papildomų sunkumų, tačiau iš esmės tai nieko nekeičia, t. y. akcinės bendrovės forma sukuria ne kokią nors ypatingą papildomą naudą projekto savininkui ar pačiam investuotojui, o tik papildomą administracinę našą.

Atlikti tyrimai rodo, kad išsamaus projekto patikrinimo privalumas tas, kad tai lemia didesnę lėšų pritraukimą, geresnę sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjo reputaciją visuomenėje, susijusią su jo patikimumu, o vienintelis trūkumas tas, kad tai lemia esmines sutelktinio finansavimo platformos išlaidas, analogiškai kaip ir kredito

362 Rivon, *supra note*, 204: 26.

363 Rivon, *supra note*, 204: 26.

364 Matthew, *supra note*, 52: 57.

įstaigų ar investicines paslaugas teikiančių bendrovių atitikties funkcijos.<sup>365</sup> Atitinkamai šios išlaidos nulemia ir projekto savininko išlaidas, kurios paveikia ir investuotojams teikiamą investicijų grąžą. **Kitais žodžiais tariant, projektų atitikties reikalavimai lemia projektų savininkų ir investuotojų išlaidas, todėl labai svarbu išlaikyti pusiausvyrą, kad minėtos išlaidos nebūtų per didelės ir nesutrukdytų vystyti sutelktinio finansavimo paslaugų veiklos.** Čia aptartos rizikos ir šis skyrius pagrindžia sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjo pareigą atlikti aptartą projekto savininko ir jo projekto vertinimą, siekiant apsaugoti investuotojų interesus. Šių išlaidų būtinumas pagrindžiamas, kai toliau darbe kalbama apie investuotojų apsaugą.

### 3.2.1. Finansavimo sumos ribojimai

Projekto savininko finansavimas per sutelktinio finansavimo platformą negali viršyti nustatytos 5 mln. Eur ribos. Taip buvo nuspręsta atsižvelgiant į riziką, siejamą su sutelktinio finansavimo investicijomis<sup>366</sup>, ir siekiant veiksmingai apsaugoti investuotojus bei nustatyti rinkos drausmės mechanizmą (Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 16 punktas). Ši suma nustatyta atsižvelgiant į 2017 m. Prospekto direktyvos 2003/71/EB<sup>367</sup> ir Reglamento 2017/1129<sup>368</sup> reglamentavimo sritį<sup>369</sup>, kuri taikoma priklausomai nuo to, ar tenkinami oficialaus siūlymo dydžio ir / ar investuotojų skaičiaus reikalavimai. Ši reglamentavimo sritis numato, kad prospektų taisyklės netaikomos vertybinių popierių emisijoms, kurių vertė neviršija 1 mln. Eur, o prospekto rengti nereikia, jei siūlymo bendra 12 mėnesių vertė yra mažesnė negu 8 mln. Eur<sup>370</sup> ir siūlymas vyks vienoje valstybėje narėje (t. y. nebus taikoma pranešimo procedūra pagal Reglamento 2017/112925 straipsnį)<sup>371</sup>. Ir nors 2017 m. prospekto reikalavimo

---

365 Cumming, Johan ir Zhang, *supra note*, 357: 10.

366 Hooghiemstra, *supra note*, 26: 8.

367 „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“, *supra note*, 102.

368 „Europos Parlamento ir Tarybos 2017 m. birželio 14 d. reglamentas (ES) Nr. 2017/1129 dėl prospekto, kuris turi būti skelbiamas, kai vertybiniai popieriai siūdomi viešai arba įtraukiami į prekybos reguliuojamoje rinkoje sąrašą, ir kuriuo panaikinama Direktyva 2003/71/EB“, OJ L168, 12-82, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 27 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02017R1129-20191231>.

369 SF Reglamento konstatuojamosios dalies 16 punktas.

370 5 mln. Eur riba apskaičiuojama per 12 mėnesių laikotarpį kaip suma, kurią sudaro finansavimas, gautas per sutelktinio finansavimo platformą, ir sumos, gautos iš perleidžiamų vertybinių popierių viešo platinimo, kai nereikėjo rengti prospekto. Šiuo atveju sumos, gautos iš viešo siūlymo, kai reikėjo rengti prospektą (per 8 mln. Eur), nepatenka į skaičiavimus.

371 Yra ir kitų išimčių, baigtinis jų sąrašas įtvirtintas Reglamento 1 straipsnio 4 dalyje, tačiau jos neaktualios, nes neatitinka SF veiklos modelio: viešas siūlymas yra skirtas mažiau nei 150 vienos valstybės narės asmenims, kurie nėra profesionalieji investuotojai; viešo siūlymo bendra pardavimo

kartelė buvo padidinta iki 8 mln. Eur (prieš tai buvo 5 mln. Eur) ir Europos Sąjungos Parlamentas, dar svarstant Reglamentą 2020/1503, siūlė<sup>372</sup> įvesti analogišką ribą ir sutelktinio finansavimo projektams, tačiau apsispręsta palikti 5 mln. Eur ribą, galiojusią pagal pakeistos 2003 m. Prospekto direktyvos 2003/71/EB<sup>373</sup> reglamentavimą, kuris jau buvo priimtas daugelio valstybių narių<sup>374</sup>. Antai Lietuvoje ši riba yra 8 mln. Eur – tai numatyta Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatyme.<sup>375</sup> Priėmus Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymą, jame taip pat buvo numatyta 8 mln. Eur riba<sup>376</sup>, o tai yra beveik dvigubai daugiau, nei numato dabartinis Reglamentas 2020/1503. Atitinkamai galima teigti, kad **tuomet, jei daugelis valstybių narių, įgyvendindamos atnaujintos Prospekto direktyvos 2003/71/EB nuostatas, pasididintų leistiną viešo siūlymo dydį iki 8 mln. Eur, atitinkamai galima būtų didinti ir nustatyti 5 mln. Eur ribą Reglamente 2020/1503.** Nors šiuo klausimu mokslininkai teigia, kad esamą sumą galima laikyti pakankama, statistiniai duomenys rodo, kad vidutiniškai Europos Sąjungos mastu 2017 m. vienas akcijų siūlymas vidutiniškai pritraukdavo tik apie 496 000 Eur.<sup>377</sup>

Atkreiptinas dėmesys, kad Europos Sąjungos valstybės narės, įgyvendindamos Prospekto direktyvos 2003/71/EB reikalavimus, nustatė siūlymų sumų, žemiau kurių prospekto nereikalaujama, ribas ir jos iš esmės skiriasi. Antai Lietuva, Latvija, Prancūzija ir kitos numatė aukštesnę 8 mln. Eur ribą, kita dalis (pavyzdžiui, Malta, Olandija, Ispanija ir kt.) pasirinko 5 mln. Eur ribą, kuri buvo numatyta dar ankstesnėje Prospekto direktyvos redakcijoje. Tačiau yra šalių, kurios numato dar žemesnę ribą: Švedija ir Lenkija – 2,5 mln. Eur, Slovėnija – 3 mln. Eur, Rumunija, Slovakija ir

---

vertė, tenkanti vienam investuotojui pagal kiekvieną atskirą siūlymą, yra bent 100 000 Eur siūlymu; siūlymas skirtas tik profesionaliesiems investuotojams.

372 „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“, *supra note*, 127: 57

373 „Europos Parlamento ir Tarybos 2003 m. lapkričio 4 d. Direktyva 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“, OJ L 345/64, žiūrėta 2020 m. gruodžio 28 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0071&from=lt>.

374 SF Reglamento konstatuojamosios dalies 16 punktas: „<...>. Atitinkamai turėtų būti nustatyta 5 000 000 EUR riba, nes ją taiko dauguma valstybių narių siekdamas viešai siūlomų vertybinių popierių atveju netaikyti pareigos skelbti prospektą pagal Europos Parlamento ir Tarybos reglamentą (ES) 2017/1129.“

375 „Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo“ 5 str. 2 d. 2 p., TAR, žiūrėta 2021 m. kovo 16 d., <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.3DF892F52616/asr>.

376 „Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymo“ 4 straipsnio 1 dalis, *supra note*, 35.

377 Chervyakov ir Rocholl, *supra note*, 291: 13.

Vengrija – 1 mln. Eur.<sup>378</sup> Kol nebuvo priimtas Reglamentas 2020/1503, būta nuogaštavimų, kad atsiras kolizija dėl nustatytos 5 mln. Eur ribos – norint siūlyti projektą per sutelktinio finansavimo platformą be prospekto visos Europos Sąjungos mastu, jis turės neviršyti 1 mln. Eur vertės, kad atitiktų Rumunijos, Slovakijos ir Vengrijos reglamentavimą arba turės vengti šių jurisdikcijų.<sup>379</sup>

Vis dėlto 5 mln. Eur limitas pasirinkimas kai kuriems mokslininkams kelia abejonių.<sup>380</sup> Nurodoma, kad nustatant tokį limitą buvo siekiama limituoti galimus investuotojų nuostolius, nes pernelyg plačiai atvėrus sutelktinio finansavimo duris palyginti didelės rizikos investicijoms į mažas ir vidutines įmones be jokių apribojimų galėtų lemti investuotojų nepasitikėjimą tokia rinka. Tai paremta jau aptarta aplinkybe, kad apie pusę mažų įmonių bankrutuoja per penkerius savo veiklos metus. Taigi reglamentavimo institucijos laiko, kad projekto savininko pritraukiamos sumos slenkstis yra tinkama priemonė investuotojų interesams apsaugoti ir taip užtikrinti rinkos veikimą. Neva šis slenkstis skirtas tam, kad užkirstų kelią potencialiai dideliems visuomenės nuostoliams, nes didelė dalis visuomenės gali finansuoti projektą, kuris siekia pritraukti labai didelę sumą be prospekto pateikimo. **Laikoma, kad jei nepateikiamas prospektas, tai bent jau finansuojama suma turi būti ribojama siekiant išvengti didelių nuostolių.**<sup>381</sup> Tačiau čia su reglamentavimo institucijų nuomone nesinori sutikti, nes investuotojų apsaugos funkciją atlieka tokios priemonės kaip pagrindinės informacijos dokumento apie investiciją turinys, jo kokybė ir apskritai pateikimas, investuotojo žinių patikrinimas, galimų investuotojų nuostolių modeliavimas ir ikisutartinio apmąstymo laikotarpio nustatymas. Kaip tik šios priemonės laikomos tinkamomis profilaktinėmis priemonėmis siekiant užtikrinti, kad investuotojas priims pagrįstą investicinį sprendimą.

Galima kelti klausimą reglamentavimo institucijoms – kodėl būtent 5 mln. Eur slenkstis apsaugo investuotoją, o, pavyzdžiui, ne 7 mln. Eur. Ar antruoju atveju pasiūlymo vertė yra tokia didelė, kad galimas projekto savininko žlugimas gali turėti tokį neigiamą egzistencinį poveikį investuotojams, kad galėtų iškilti bendras jų nepasitikėjimas rinka ir ji žlugtų? Atsakymas tikriausiai turėtų būti neigiamas. Todėl argumentas, kad kuo mažesnė pasiūlymo riba, tuo aukštesnis investuotojų apsaugos lygis, neatrodo pagrįstas, ypač jei atsižvelgsime į tai, kad individualių investuotojų per sutelktinį finansavimą teikiamos sumos yra palyginti nedidelės. Šio argumento silpnumas tampa dar akivaizdesnis, jei atsižvelgsime į tai, kad viena pagrindinių 5 mln.

---

378 „National thresholds below which the obligation to publish a prospectus does not apply“, ESMA, ESMA31-62-1193 (2020): 9, žiūrėta 2021 m. balandžio 6 d., [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-1193\\_prospectus\\_thresholds.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-1193_prospectus_thresholds.pdf).

379 Anne Hakvoort, „Most Important Regulatory Obstacles to Cross Border Crowdfunding“, FG Lawyers, žiūrėta 2021 m. balandžio 6 d., <https://www.fglawyersamsterdam.com/wp-content/uploads/2017/01/2017JAN-Most-important-regulatory-obstacles-to-cross-border-crowdfunding.pdf>.

380 Serdaris, *supra note*, 31: 448.

381 Gillen ir Pogorski, *supra note*, 54: 149.

eurų ribos įvedimo priešasčių buvo jos atitiktis lygiavertei ribai, kurią taiko dauguma valstybių narių, kai viešas pasiūlymas teikiamas neskelbiant prospekto, kai neviršijami limitai, nustatyti pagal Prospekto direktyvą 2003/71/EB. Prospekto direktyvą 2003/71/EB valstybėms narėms, atsižvelgiant į jų rinkos dydį ir įmonių poreikius, jau šiandien leidžia padidinti prospekto ribą iki 8 mln. Eur, tačiau, kaip matėme anksčiau, skirtingose valstybėse ji yra nevienoda, o tai reiškia, kad Europos Sąjungoje nėra standartinio investuotojų apsaugos lygio bendrijos mastu šiuo klausimu. Čia tik nustatytos vadinamosios lubos, kurias viršijant bendrijos mastu jau reikia prospekto. Iš tikrųjų daug valstybių narių, įskaitant Daniją, Prancūziją, Italiją, Vokietiją ir Lietuvą, pasinaudojo šia aukštesne prospekto riba. Teisinio nuoseklumo požiūriu Reglamente 2020/1503 nustatyta riba taip pat nesudaro vienodų sąlygų emitentams Europos Sąjungoje, nes leidžia taikyti du skirtingus informacijos atskleidimo standartus, atsižvelgiant į tai, ar jie nusprendžia parduoti savo vertybinius popierius pasitelkdami sutelktinio finansavimo platformą ar pasinaudodami tipinio viešo siūlymo institutu. Pavyzdžiui, Lietuvoje platinant iki 8 mln. Eur vertybiniu popierius emisiją viešai taip pat reikės pateikti tik pagrindinės informacijos dokumentą, kaip ir sutelktinio finansavimo atveju iki 5 mln. Eur vertės projekte.

Yra ir priešingų nuomonių – nurodoma, kad nustatyti maksimalią 5 mln. Eur ribą yra didelė klaida, atsižvelgiant į tai, kad patirties neturintys investuotojai priima lengvabūdiškus sprendimus ir gali lengvai prarasti pinigus investuodami į mažas, tik išsteigusias įmones ir minėta riba turėtų būti dar mažesnė.<sup>382</sup>

Kita vertus, galima remtis ir Elif Härkönen išvagalomis<sup>383</sup>, kad projekto sumos ribos nustatymas realiai neturi poveikio bendram šalies bendrojo vidaus produkto sukūrimui. Jis pateikia Olandijos ir Švedijos pavyzdžius – tose šalyse prospekto reikia esant 1 mln. arba 2,5 mln. Eur emisijai ir tai nėra laikoma dideliu ribojimu šiose rinkose. Priešingai, rinkos čia klesti, antai vien Švedijoje bendrasis vidaus produktas siekia 579,5 mlrd. Eur, o akcijų rinkos kapitalizacija – net 751,3 mlrd. JAV dolerių. Mokslininkas pažymi, kad kitos valstybės, tokios kaip Graikija, Italija, Ispanija ir Portugalija, įgyvendino daug aukštesnius emisijos dydžio slenksčius, tačiau akcijų rinkų aktyvumas santykinai menkas ir čia rinkos kapitalizacija skiriasi kartais, palyginti su Švedijos. Jis taip pat teigia, kad esant poreikiui turėti didesnę finansavimą sutelktinio finansavimo projekto savininkas gali pritraukti reikiamą finansavimą keliais etapais. Pavyzdžiui, vienais metais pritraukti 5 mln. Eur, kitais metais prašyti papildomai tiek, kiek reikia. Investuotojai, pamatę, kad pirmuoju atveju emisija buvo sėkminga, bus skatinami investuoti. Tyrėjas prieina prie išvados, kad **prospekto reikalavimas ir jo taikymo slenksčio nustatymas neturi įtakos kapitalo rinkų aktyvumui ir jų kapitalizacijai, pritraukiamoms finansavimu sumoms ir tai neatsispindi bendrojo vidaus produkto skaičiuose**. Taip pat jam neatrodo, kad prospekto reikalavimai yra susiję su tuo, kaip dažnai mažos ir vidutinės įmonės naudoja akcinį kapitalą kaip finansavimą, o ne bankų finansavimą. Valstybių narių, kurių kapitalo rinkos turi galias tradicijas, emitentai

382 Porrata-Doria, *supra note*, 32: 258.

383 Härkönen, *supra note*, 68: 138.

kapitalo rinkomis naudojasi dažniau nei emitentai šalyse, kurių kapitalo rinkos neišvystytos. Atkreiptinas dėmesys ir į kitą aplinkybę, kad prospekto ar pagrindinės informacijos dokumento pateikimas nedaro įtakos investuotojo apsisprendimui. Antai Harvardo universitetas atliko tyrimą, kurio metu buvo tiriama investuotojų elgsena, kai jiems pateikiamas emitento prospektas arba prospekto santrauka. Priešingai, nei buvo tikėtasi, **nustatyta, kad investuotojų investicinių sprendimų pasirinkimui neturėjo įtakos, koks dokumentas buvo pateiktas.**<sup>384</sup>

Įdomu, kad sutelktinio finansavimo paslaugos teikėjas, norintis siūlyti viešai sutelktinio finansavimo projektus investavimo forma, kurie viršija 5 mln. Eur sumą, taip pat gali tai daryti, tačiau tam reikia papildomos licencijos ir prospekto.<sup>385</sup> Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 38 punkte ir 12 straipsnio 13 dalyje numatyta, kad sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjai, kuriems išduotas veiklos leidimas pagal Reglamentą 2020/1503, taip pat gali vykdyti veiklą, kuriai netaikomas minimas veiklos leidimas, laikydamiesi atitinkamos taikytinos teisės. Tai reiškia, kad Reglamentas 2020/1503 leidžia sutelktinio finansavimo paslaugos teikėjams vykdyti ir tą veiklą, kuri nepatenka į Reglamento 2020/1503 taikymo sritį, tačiau tokiu atveju jis turi laikytis taikomų teisės aktų. Antai sutelktinio finansavimo paslaugos teikėjas gali gauti investicinės paslaugos teikimo licenciją finansinių priemonių platinimui neįsipareigodamas jų išplatinti pagal MIFID II reglamentavimą. O projekto savininkas savo finansuojamam projektui, kurio suma viršytų 5 mln. Eur, parengtą prospektą pagal Prospekto direktyvos 2003/71/EB reikalavimus. Tokiu atveju Reglamentas 2020/1503 nebetaikomas (1 straipsnio 2 dalies c punktas), čia jau veikia MIFID II ir Prospekto direktyvos 2003/71/EB reglamentavimo režimas.<sup>386</sup> Paskolos, kurios viršija 5 mln. Eur ribą, patenka į teisinį vakuumą, kur paskolų tarpininkavimo veikla yra visiškai neregamentuojama Europos Sąjungoje.<sup>387</sup> Šiuo atveju Europos Sąjungos valstybė narė gali priimti savo reglamentavimą, kuris leistų vykdyti sutelktinio finansavimo veiklą paskolos forma, kai paskolos suma viršija 5 mln. Eur.<sup>388</sup> Tačiau reikėtų vertinti, ar toks reglamentavimas neprieštarauja Reglamentui 2020/1503.

Atkreiptinas dėmesys ir į tai, kad Reglamento 2020/1503 49 straipsnis numato pereinamąjį laikotarpį 5 mln. Eur vertės slenksčio taikymui, jei atitinkamose valstybėse narėse numatytas mažesnis slenkstis Prospekto reglamento 2017/1129 taikymui. Nurodoma, kad sutelktinio finansavimo projektui taikoma mažesnė iš minėtų sumų, tačiau toks ribojimas taikomas tik dvejus metus nuo Reglamento 2020/1503 įsigaliojimo, t. y. iki 2023 m. lapkričio.<sup>389</sup> **Tai reiškia, kad valstybės narės bus priverstos kelti nacionalinėje teisėje nustatytus prospekto reikalavimo slenksčius, pavyzdžiui,**

---

384 Serdaris, *supra note*, 31: 453.

385 „Crowdfunding regulation published“, *supra note*, 217.

386 Hobza ir Vondráčková, *supra note*, 215: 8.

387 Macchiavello, *supra note*, 29: 597–598.

388 Hobza ir Vondráčková, *supra note*, 215: 8.

389 Ebers ir Quarch, *supra note*, 10: 18.

Švedijoje 2,5 mln. Eur reikalavimas turės būti didinamas iki mažiausiai 5 mln. Eur, priešingu atveju sutelktinio finansavimo reglamentavimas suteiks palankesnes sąlygas projekto finansavimui.

Naujojoje Zelandijoje per sutelktinio finansavimo platformą leidžiama pritraukti ne daugiau kaip 2 mln. Naujosios Zelandijos dolerių.<sup>390</sup> O Jungtinėse Amerikos Valstijose dar 2012 m. priimti Vertybinių popierių įstatymo<sup>391</sup> pakeitimai, leidę sutelktinio finansavimo veiklą, numatė, kad sutelktinio finansavimo projekto pritraukiama suma negali būti didesnė kaip 1 mln. JAV dolerių, tačiau po kelerių metų buvo pastebėta, kad ši suma neadekvačiai maža, nes reglamentavimo atitikties išlaidos tokiai sumai pritraukti sudaro apie 100 000 JAV dolerių<sup>392</sup>, o tai sudaro net 4–5 proc. nuo visos pritrauktos finansavimo sumos.<sup>393</sup> Jungtinių Amerikos Valstijų vertybinių popierių komisija įvertino, kad siekiant pritraukti 1 mln. Eur finansavimą per sutelktinio finansavimo portalą, kur supaprastinti informacijos atskleidimo reikalavimai, atsieina nuo 72 800 iki 168 500 JAV dolerių. O kur dar kasmetinis ataskaitų teikimas Vertybinių popierių komisijai, jis atsieina 3000–13 000 JAV dolerių.<sup>394</sup> 2020 m. lapkritį *Crowdfunding Act*<sup>395</sup> buvo įvesti keli reglamentavimo patobulinimai – vienas jų tai, kad finansavimo suma buvo padidinta nuo 1 mln. iki 5 mln. JAV dolerių.<sup>396</sup>

### 3.2.2. Specialiosios paskirties įmonės

Specialiosios paskirties įmonių statusas leidžia projektų savininkams pritraukti daugiau kapitalo ir lengviau pačiam „pasitraukti“ iš projekto. Dideli investuotojai, tokie kaip verslo angelai ar instituciniai investuotojai, paskesnėse projekto finansavimo stadijose gali būti nesuinteresuoti finansuoti projekto, jei akcijų kapitale bus daug kitų smulkių akcininkų. Turėti daug smulkių akcininkų neparanku ir projekto savininkui, nes juos tektų kviešti į akcininkų susirinkimus, dalytis komercinę paslaptį sudarančia informacija, gauti jų pritarimą per visuotinius akcininkų susirinkimus ir pan.

---

390 Steve Kourabas and Ian Ramsay, „Equity Crowdfunding in Australia and New Zealand“, *International Company and Commercial Law Review* 29 (9) (2018): 577, žiūrėta 2021 m. gruodžio 21 d., <https://ssrn.com/abstract=3259664>.

391 „USA Securities Act of 1933“, *supra note*, 201.

392 Reza Dibadj, „Crowdfunding Delusions“, *Hastings Business Law Journal* 12 (1) (2015): 28–29, žiūrėta 2021 m. gruodžio 21 d., <https://ssrn.com/abstract=2686460>.

393 Chang-hsien Tsai, „Legal Transplantation or Legal Innovation? Equity-Crowdfunding Regulation in Taiwan after Title III of the U.S. JOBS Act“, *Boston University International Law Journal* 34 (2) (2016): 242, žiūrėta 2021 m. gruodžio 21 d., <https://ssrn.com/abstract=2412145>.

394 Laila Sabagh, „The Sec Regulation Crowdfunding: the Issues Dilemma“, *Administrative Law Review Accord*, Vol. 2(2) (2017): 128-129, žiūrėta 2021 m. gruodžio 21 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).

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

396 Porrata-Doria, *supra note*, 32: 256.

Netiesioginės investicijos į projektą per specialiosios paskirties įmonę leidžia lengviau sudaryti verslo finansavimo sandorius paskesniais finansavimo etapais ar projekto akcijų pardavimo atveju, kai projekto savininkas nori iš jo pasitraukti. Esant motininei ir dukterinei specialiosios paskirties įmonių struktūrai, projekto savininkas, valdydamas motininę įmonę, neprivalo teikti visos komercinę paslaptį sudarančios informacijos apie motininę įmonę dukterinės įmonės akcininkams ir taip yra apsaugomas.<sup>397</sup> Be to, jam daug paprasčiau valdyti motininę įmonę neturint daug kitų smulkių akcininkų. Galima sakyti, kad projekto savininkas gali savo nuožiūra visų investuotojų vardu pasirašyti sandorius ir kitus (įmonės) sprendimus, remdamas tolesnį kapitalo didinimą arba pasitraukimą. Galiausiai specialiosios paskirties įmonė palengvina investicijų administravimą ir investuotojams, ir projektų savininkams.<sup>398</sup>

Antai Jungtinėse Amerikos Valstijose pradinis sutelktinio finansavimo reglamentavimas nenumatė galimybės pasitelkti specialiosios paskirties bendrovės kapitalui pritraukti.<sup>399</sup> Toks ribojimas buvo aršiai kritikuojamas, nurodant, kad tai labai nepalanku projekto savininkui, nes akcijų leidimo atveju projekto savininkas turės savo bendrovėje apskaityti papildomus akcininkus, juos kas kartą atitinkamai informuoti apie šaukiamą visuotinį akcininkų susirinkimą, jame turės suskaičiuoti jų balsus ir šie turės įstatymo numatytą teisę prieiti prie bendrovės esminę komercinę paslaptį sudarančių duomenų. Specialiosios paskirties įmonės atveju projekto savininkas turėtų vieną subjektą, kuriam teiktų su jo investicijomis susijusią informaciją atribodamas jų akcininkus nuo kitos potencialios komercinę paslaptį sudarančios informacijos. Kitais žodžiais tariant, bendrovės mėgsta turėti konsoliduotą kapitalizaciją, t. y. jos nemėgsta menkinti savo akcijų nuosavybės teisės gausiu skaičiumi kitų smulkių akcininkų.<sup>400</sup> Be to, projekto savininkui lengviau pasitraukti iš savo projekto perleidžiant visą akcijų paketą kartu su specialiosios paskirties bendrovės akcijomis, ir tai būtų daug parankiau naujam potencialiam investuotojui dėl tų pačių minėtų nepatogumų. Po aršios kritikos šiandien Jungtinėse Amerikos Valstijose šio ribojimo nebeliko, 2021 m. sausio 14 d. priėmus *Crowdfunding Act* pakeitimus.<sup>401</sup> Dabar Jungtinėse Amerikos Valstijose sutelktinio finansavimo atveju taip pat galima pasitelkti specialiosios paskirties bendroves.

Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymas nenumatė specialių normų, taikomų specialiosios paskirties įmonės statusui, kai kalbama apie projekto finansavimą; ir tai užkirto kelią naudotis tokia finansavimo struktūra.

Kalbant apie specialiosios paskirties bendrovės pritaikomumą sutelktinio finansavimo atvejui reikia pabrėžti, kad finansavimas per platformą negali veikti netiesioginių

---

397 Macchiavello, *supra note*, 29: 567.

398 Hooghiemstra, *supra note*, 26: 17.

399 Thomas Coke, „Why the New Crowdfunding Rules are Important but Ultimately a Letdown“, *Journal of Business & Securities Law* 17 (1) (2021): 218, 2020 m. gruodžio 28 d., <https://core.ac.uk/download/pdf/228478072.pdf>.

400 Wroldsen, *supra note*, 284: 553.

401 „SEC Harmonizes and Improves „Patchwork“ Exempt Offering Framework“, *supra note*, 395.

investicijų modeliui, kai naudojama kolektyvinio investavimo schema. Kaip išaiškino ESMA savo gairėse, „kolektyvinio investavimo schema – tai įmonė, neturinti komercinės ar pramoninės paskirties, ji telkia investuotojų kapitalą, kad sukurtų bendrą turto grąžą, o investicinių vienetų savininkai neturi kasdienės galimybės veikti savo nuožiūra ir operacinės veiklos kontrolės“<sup>402</sup>. Šiuo atveju toks veiklos modelis būtų laikoma investicinio fondo veikla tarp investuotojų ir projekto savininko ar jų daugeto, o tai patektų į kolektyvinio investavimo subjektų reglamentavimo sritį (UCITS Direktyva 2014/91/ES<sup>403</sup>). Kalbant apie alternatyvias investicijas, kai investuojama į valiutas, žaliavas, nekilnojamąjį turtą ar kt. pagal apibrėžtą investavimo politiką, tikėtina, kad tai pateks į AIF direktyvos 2011/61/EU<sup>404</sup> taikymo sritį. Tačiau ESMA pažymi, kad AIF direktyva 2011/61/EU numato išimtį specialiosios paskirties bendrovėms, veikiančioms kaip specialieji pakeitimo vertybiniais popieriais subjektai<sup>405</sup>, kurie taip pat gali veikti per sutelktinio finansavimo modelį. Šių subjektų veiklos apibrėžimą detalizuoja Reglamentas Nr. 1075/2013.<sup>406</sup> Jame nurodoma, kad „pakeitimas vertybiniais popieriais – sandoris arba schema, pagal kurį subjektas, kuris yra atskirtas nuo perleidėjo arba draudimo ar perdraudimo bendrovės ir sukurtas sandorio arba schemos tikslui arba tam naudojamas, išleidžia investuotojams skirtas finansavimo priemones, ir vyksta vienas ar keli iš šių įvykių: a) turtas ar turto fondas, ar jo dalis, perleidžiami subjektui, kuris yra atskirtas nuo perleidėjo ir sukurtas sandorio arba schemos tikslui arba tam naudojamas perleidžiant perleidėjo turto nuosavybės teises arba jo teikiamą naudą arba dalinio dalyvavimo būdu; <...>“. **Čia mokslininkai mato sąvokų nesuderinamumą, nes minėtas apibrėžimas akcentuoja finansavimo priemones, kurių apibrėžimas Reglamento 1075/2013 1 straipsnio b) punkte<sup>407</sup> neapima sutelktinio**

402 „Guidelines on key concepts of the AIFMD“, ESMA, ESMA/2013/611 (2013), žiūrėta 2021 m. kovo 30 d., [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-611\\_guidelines\\_on\\_key\\_concepts\\_of\\_the\\_aifmd\\_-\\_en.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-611_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_-_en.pdf).

403 „Europos parlamento ir Tarybos 2014 m. liepos 23 d. direktyva 2014/91/ES, kuria iš dalies keičiamos Direktyvos 2009/65/EB dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektais (KIPVPS), derinimo nuostatos, kiek tai susiję su depozitoriumo funkcijomis, atlyginimų politika ir sankcijomis“, OJ LL 257/186, žiūrėta 2021 m. kovo 30 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0091&from=EN>.

404 „Europos Parlamento ir Tarybos 2011 m. birželio 8 d. direktyva 2011/61/ES dėl alternatyvaus investavimo fondų valdytojų, kuria iš dalies keičiami direktyvos 2003/41/EB ir 2009/65/EB bei reglamentai (EB) Nr. 1060/2009 ir (ES) Nr. 1095/2010“, OJ L 174, žiūrėta 2021 m. kovo 30 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:02011L0061-20190113&from=EN>.

405 „Guidelines on key concepts of the AIFMD“, *supra note*, 402.

406 „Europos centrinio banko 2013 m. spalio 18 d. Reglamentas (ES) Nr. 1075/2013 dėl finansinių priemonių bendrovių, užsiimančių pakeitimo vertybiniais popieriais sandoriais, turto ir įsipareigojimų statistikos“, žiūrėta 2021 m. kovo 30 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:02013R1075-20131127&from=EN>.

407 Jame nurodoma, kad „ji leidžia arba ketina išleisti skolos vertybinius popierius, kitas skolos priemones, pakeitimo vertybiniais popieriais fondų vienetus ir (arba) išvestines finansines priemones

**finansavimo tikslais naudojamų priemonių, t. y. uždarytųjų akcinių bendrovių akcijų. Netaisant šios nuostatos, turės būti taikoma plati šio apibrėžimo interpretacija sutelktinio finansavimo kontekste pagal Reglamentą 2020/1503, kad atitiktų projektų savininkų, šalių paslaugų teikėjų ir investuotojų poreikius ir jie galėtų naudoti specialiosios paskirties įmonę uždarnosios akcinės bendrovės forma.<sup>408</sup>**

Reglamento 2020/1503 konstatuojamos dalies 22 punkte pažymima, kad „šiuo reglamentu siekiama palengvinti tiesiogines investicijas ir nesukurti reglamentavimo arbitražo galimybių finansų tarpininkams, kurių veikla reglamentuojama kitų Sąjungos teisės aktų, visų pirma turto valdytojams taikomų Sąjungos teisės aktų. Todėl reikėtų griežtai reglamentuoti naudojimąsi teisinėmis struktūromis, įskaitant specialiosios paskirties įmones, kuriomis tarpininkaujama tarp sutelktinio finansavimo projekto ir investuotojų, ir tai leisti tik pagrįstais atvejais suteikiant investuotojui galimybę įsigyti dalį, pavyzdžiui, nelikvidaus ar nedalumo turto dalį, išleidžiant perleidžiamuosius vertybinius popierius per specialiosios paskirties įmonę“. Reglamento 2020/1503 3 straipsnio 6 dalyje numatyta, kad specialiosios paskirties įmonės gali siūlyti tik perleidžiamus vertybinius popierius arba sutelktinio finansavimo tikslais naudojamas priemones ir čia nėra numatyta galimybė teikti paskolomis grįstus sutelktinio finansavimo pasiūlymus per specialiosios paskirties bendrovę.<sup>409</sup> Tokio reglamentavimo pasirinkimas paaiškinamas atsižvelgiant į tai, kad jei būtų galimybė investuoti į paskolas per specialiosios paskirties bendrovę, ji galėtų siūlyti paketines paskolas (angl. *packaged loans*), t. y. paskolų portfelį, kurios savo esme yra labai rizikingos.<sup>410</sup> Investavimas į tokio pobūdžio struktūrą gali kelti sisteminę riziką, dėl to ir kilo 2008 metų pasaulinė finansų krizė.<sup>411</sup>

Reglamento 2020/1503 3 straipsnio 6 dalyje numatyta, kad per specialiosios paskirties įmonę gali būti siūlomas tik vienas nelikvidus arba nedalomas turtas, kuris visiškai ar iš dalies priklauso specialiosios paskirties įmonei arba yra jos kontroliuojamas. Nelikvidus turtas yra toks, kurio negalima pakeisti pinigais per trumpą laikotarpį. ESMA nurodo<sup>412</sup>, kad apie turto nelikvidumą byloja tokie kriterijai: 1. Nėra organizuotos tokio tipo turto rinkos; 2. Šios rūšies turtas dažniausiai parduodamas nebiržiniu sandoriu; 3. Nėra lengvai prieinamų tokio turto rinkos kainų; 4. Susitarimas dėl pardavimo

---

(toliau – finansavimo priemonės) ir (arba) teisiškai arba ekonomiškai yra arba gali būti savininkė turto, užtikrinančio finansavimo priemonių, kurios siūlomos parduoti viešai arba platinamos neviešai, emisiją“.

408 Hooghiemstra, *supra note*, 26: 16.

409 „Questions and Answers On the European crowdfunding service providers for business Regulation“, ESMA, ESMA35-42-1088 (2021): 7, žiūrėta 2021 m. kovo 30 d., [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1088\\_qas\\_crowdfunding\\_ecspr.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1088_qas_crowdfunding_ecspr.pdf).

410 „Crowd-funding: an Infant Industry Growing Fast“, *supra note*, 63: 6.

411 „Financial Stability Implications from FinTech – Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities’ Attention“, *supra note*, 4: 10.

412 „Questions and Answers On the European crowdfunding service providers for business Regulation“, *supra note*, 409: 8.

kainos su potencialiu pirkėju sąlygoja reikšmingas išlaidas (administracinius mokesčius, audito ar teisinės išlaidas) ir užtrunka nuo kelių savaitių iki kelių mėnesių. O nedalomas turtas yra toks turtas, kurio negalima lengvai ar greitai padalyti į mažesnius, vidutiniškai įkainotus komponentus siekiant parduoti potencialiems investuotojams arba kai toks skirstymas mažesniais komponentais nėra ekonomiškai racionalus, ypač kai neleidžia turtui atlikti pagrindinio ekonominio tikslo.<sup>413</sup> Buvo siekiama užkirsti kelią per sutelktinio finansavimo platformas investuoti į akumuliuotas nelikvidžias arba nedalomas turto klases, t. y. kai pateikiamas įvairiausių turto vienetų portfelis. Tokiu atveju investuotojui yra sunku įvertinti visų jų bendrą vertę. Be to, atitinkamai per specialiosios paskirties įmonę negali būti siūlomos kitos turto klasės, tokios kaip perleidžiami vertybiniai popieriai ar sutelktinio finansavimo tikslais naudojamos priemonės. Be to, Reglamento 2020/1503 3 straipsnio 6 dalyje nurodoma, kad sprendimą priimti pagrindinio turto poziciją priima tik investuotojai, t. y. investuotojui turi būti iš anksto atskleista, koks turtas yra valdomas specialiosios paskirties bendrovės.

### 3.3. Investuotojas

Sutelktinio finansavimo investuotoju gali būti ir fizinis, ir juridinis asmuo. Siekiant užtikrinti tinkamą įvairių kategorijų investuotojų, dalyvaujančių sutelktinio finansavimo projektuose, apsaugą, išskiriami patirties neturintys arba patirties turintys investuotojai. Atkreiptinas dėmesys, kad Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 42 punkte numatyta: „Šis patirties turinčių ir neturinčių investuotojų atskyrimas turėtų būti grindžiamas Direktyvoje 2014/65/ES nustatytu profesionaliųjų ir neprofesionaliųjų klientų atskyrimu. Vis dėlto taikant tą atskyrimą taip pat turėtų būti atsižvelgiama į sutelktinio finansavimo rinkos ypatybes.“ Toliau aptariamos atskiros investuotojų rūšys, joms taikomi kriterijai ir apsauga ir tai lyginama, kaip panašūs santykiai reglamentuojami MIFID II.

#### 3.3.1. Patirties turintis investuotojas

Reglamento 2020/1503 II priedas išvardija, kas laikomas patirties turinčiu investuotoju. Nurodoma, kad tai yra asmuo, kuris atitinka MIFID II nustatytą profesionalaus kliento be atskiro pripažinimo kategoriją arba Reglamento 2020/1503 II priedo I skyriuje nustatytus kriterijus. Pagal MIFID II profesionaliu klientu be atskiro pripažinimo gali būti laikomi: 1) licencijuoti ir (arba) kitu būdu prižiūrimi subjektai, veikiantys finansų rinkose; 2) didelės įmonės, atitinkančios du iš šių kriterijų: a) turi ne mažiau kaip 20 000 000 Eur nuosavų lėšų; b) pardavimo grynosios pajamos ne mažesnės kaip 40 000 000 Eur; c) balanse nurodyto turto vertė ne mažesnė nei 2 000 000 Eur; 3) šalių vyriausybės ir regioninės valdžios institucijos, valstybės skolos valdymą vykdytys subjektai, centriniai bankai, tarptautinės institucijos; ir 4) instituciniai investuotojai.

---

413 „Questions and Answers On the European crowdfunding service providers for business Regulation”, *supra note*, 409: 8

Reglamento 2020/1503 II priedo reikalavimai patirties turinčiam investuotojui, kuris yra juridinis asmuo, iš esmės tik **praplečia čia minėtų didelių įmonių<sup>414</sup> kategoriją ir taikomų sumų reikalavimus mažina lygiai dvidešimt kartų**: a) turi ne mažiau kaip 100 000 Eur nuosavų lėšų; b) pardavimo grynosios pajamos ne mažesnė kaip 2 000 000 Eur; c) balanse nurodyto turto vertė ne mažesnė nei 1 000 000 Eur. Be to, čia reikalaujama atitikti tik vieną iš minėtų kriterijų, o MIFID II reikalauja mažiausiai dviejų.

Fiziniai asmenys gali būti pripažinti patirties turinčiais investuotojais, jei atitinka bent du iš trijų kriterijų: a) ne mažesnės kaip 60 000 Eur asmeninės bendrosios (neatskaičiavus mokesčių) pajamos per fiskalinius metus arba didesnės kaip 100 000 Eur finansinių priemonių portfelis, kurį sudaro piniginiai indėliai ir finansinis turtas; b) investuotojas dirba arba yra bent vienus metus dirbęs finansų sektoriuje eidamas profesines pareigas, kurioms reikalingos žinios apie numatomus sandorius arba paslaugas, arba investuotojas yra bent 12 mėnesių ėjęs juridinio asmens vadovaujamas pareigas, kaip nurodyta 1 punkte; c) per paskutinius keturis metų ketvirčius kapitalo rinkose investuotojas įvykdė vidutiniškai 10 stambių sandorių per ketvirtį. Šie kriterijai atkartoja MIFID II nustatytus kriterijus klientams, kurie jų prašymu gali būti laikomi profesionaliais klientais.<sup>415</sup> Čia yra tik trys skirtumai: pirma, reikalavimas turėti piniginių lėšų arba finansinių priemonių portfelį sumažintas penkis kartus iki 100 000 Eur; antra, naujas alternatyvus reikalavimas turėti ne mažesnes kaip 60 000 Eur pajamas per metus; ir trečia, investuotojas yra ėjęs bent 12 mėnesių juridinio asmens, kuris atitinka bent vieną reikalavimą, numatytą Reglamento 2020/1503 II priedo 1 dalies 1 punkte, vadovaujamas pareigas. Šiuo atveju kyla klausimas, kokios vadovaujamos pareigos turimos omenyje: valdymo organus, kaip vadovas, valdybos narys ir stebėtojų tarybos narys, ar vis dėlto tai apima ir atitinkamų padalinių vadovų pareigas. Šio darbo autoriaus nuomone, tikriausiai turimos omenyje tokios valdymo pareigos, kurios pri- valomos pagal bendrovių teisę, tai būtų direktorius ir valdybos narys.

Kiti kriterijai yra tapatūs MIFID II numatytiems reikalavimams ir šių kriterijų tai- kymas kelia atitinkamų problemų. Pirmiausia reikėtų aptarti kriterijų dėl kliento darbo patirties, kai jis turi dirbti arba būti bent vienus metus išdirbęs finansų sektoriuje eida- mas profesines pareigas, kurioms reikalingos žinios apie numatomus sandorius arba paslaugas. **Doktrinoje nurodoma, kad nėra aiški takoskyra, kokios būtent pareigos turimos omenyje.** Kai kalbama apie patirtį dirbant finansų maklerio įmonėje finansų makleriu arba valdymo įmonėje fondo valdytoju ar analitiku, atsakymas akivaizdus. Tačiau nėra aišku, ar į minėtą apibrėžimą patenka advokato ar buhalterines paslaugas

---

414 MIFID II priedo I skyrius 2 punktas.

415 Siekiant asmenį pripažinti profesionaliuoju klientu, turi būti tenkinami bent du iš šių kriterijų: 1) per paskutinius keturis metų ketvirčius klientas kiekvieną ketvirtį atitinkamoje rinkoje yra vidutiniškai sudaręs po 10 didelių sandorių; 2) kliento finansinių priemonių portfelis, įskaitant lėšas ir finansines priemones, viršija 500 tūkstančių Eur; 3) klientas profesionaliai dirba arba dirbo finansų sektoriuje ne trumpiau kaip vienus metus eidamas tokias pareigas, kurios reikalauja žinių apie klientui numatomas teikti paslaugas ar numatomus sudaryti sandorius.

teikiančio buhalterio patirtis teikiant su atitinkamais investavimo produktais susijusias paslaugas investicines paslaugas teikiančiai įmonei.<sup>416</sup> Atkreiptinas dėmesys, kad profesinio darbo patirties kriterijus Reglamente 2020/1503 priskiriamas tik prie fizinių asmenų kategorijos. MIFID II tokio atskyrimo nėra ir atitinkamai profesinės patirties kriterijus gali būti taikomas ir juridinio asmens darbuotojui, kuris priima sprendimus dėl investicijų.<sup>417</sup> MIFID II atveju tai lemia galimybę juridiniam asmeniui būti pripažintam profesionaliu klientu jo prašymui neturint didelių finansinių išteklių, tačiau jo darbuotojui turint atitinkamą profesionalo patirtį finansų sektoriuje ir per keturis ketvirčius sudarius vidutiniškai po 10 didelių sandorių. Kaip minėta, Reglamentas 2020/1503 patirties turinčiais investuotojais pripažįsta ir profesionalius klientus pagal MIFID II reikalavimus, todėl čia tokie klientai taip pat patektų į patyrusių klientų kategoriją.

Kita problema tai, kad Reglamento 2020/1503 II priedo 1 dalies 2 punkto c papunktyje **nėra pateikiamas stambių sandorių apibrėžimas**. Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 42 punkte numatyta: „Šis patirties turinčių ir neturinčių investuotojų atskyrimas turėtų būti grindžiamas MIFID II nustatytu profesionaliųjų ir neprofesionaliųjų klientų atskyrimu.“ Tad šiuo atveju galima remtis ESMA pateiktu šios sąvokos turinio išaiškinimu, kad „turi būti vertinama, ar sandoriai buvo individualiai pakankamai dideli rizikos prasme (angl. *meaningful exposure*) atitinkamoje rinkoje, kas suteikė klientui reikiamos vertinimo patirties ir žinių dėl planuojamų teikti paslaugų ar planuojamų sudaryti sandorių pobūdį“<sup>418</sup>. Kitais žodžiais tariant, kiekvienas klientas turi būti vertinamas individualiai, atsižvelgiant į jo patirtį. O sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjai, teikdami sutelktinio finansavimo paslaugas, jas nori teikti standartizuotai negaišdami per daug laiko prie kiekvieno kliento atskirai, todėl čia jos susidurs su iššūkiu, kaip teisingai apibrėžti tokio pobūdžio sandorių dydžio kriterijų.

Kita problema ta, kad, pavyzdžiui, Prancūzijoje didelės vertės sandoriu laikomas 600 Eur vertės sandoris, Slovakijoje – ne mažiau kaip 6000 Eur, Jungtinėje Karalystėje, kaip ir Lietuvoje, visai nėra teisės akto, detalizuojančio šios sąvokos turinį.<sup>419</sup> Be to, valstybėse narėse investuotojas gali susidurti su skirtingo masto rizika atitinkamose rinkose. Sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas, teikdamas paslaugas atskirose valstybėse narėse, susidurs su skirtingo vertinimo kriterijais ir jam taip pat bus sunku standartizuoti savo teikiamas paslaugas.

Kitas įdomus skirtumas nuo MIFID II reglamentavimo tas, kad pagal Reglamentą

---

416 Crow, *supra note*, 216: 112.

417 Crow, *supra note*, 216: 112

418 „Questions and Answers On MIFID II and MiFIR Investor Protection and Intermediaries Topics“, ESMA, ESMA35-43-349 (2020): 103, žiūrėta 2021 m. sausio 5 d., [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349\\_MIFID\\_ii\\_qas\\_on\\_investor\\_protection\\_topics.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_MIFID_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf).

419 Remonda Z. Kirketerp-Møller, „The Confusion of Client Categorization Needs to Be Addressed“, *Finance Magnates*, žiūrėta 2021 m. sausio 5 d., <https://www.financemagnates.com/forex/analysis/the-confusion-of-client-categorisation-needs-to-be-addressed/>.

2020/1503 nustatant, ar fizinis asmuo gali būti laikomas patirties turinčiu investuotoju, nėra tikrinamos jo žinios, įgūdžiai ir patirtis, t. y. **kokybiniai kriterijai**. Tikrinama tik tai, ar jis atitinka **kiekybinius reikalavimus**. MIFID II atveju, kai klientas siekia būti pripažintu profesionaliu klientu pagal savo prašymą<sup>420</sup>, investicines paslaugas teikiantis subjektas privalo pirmiausia įvertinti kliento žinias, įgūdžius ir patirtį ir, atsižvelgdamas į jam planuojamų teikti paslaugų ar planuojamų sudaryti sandorių pobūdį, pagrįstai įsitikinti, kad klientas gali savarankiškai ir kompetentingai priimti investicinius sprendimus ir vertinti su tuo susijusią riziką. Atlikus šį vertinimą, tik tada investicines paslaugas teikianti įmonė atlieka kiekybinį testą, t. y. patikrina, ar klientas atitinka bent du iš minėtų trijų kriterijų (sudarė vidutiniškai po 10 stambių sandorių paskutinius keturis ketvirčius; turi 500 000 Eur finansinių priemonių ir piniginių lėšų portfelį; yra profesionalaus darbo patirtis su finansų sektoriumi).

Pagal Reglamentą 2020/1503 reikalaujama atlikti tik kiekybinį vertinimą, neatsižvelgiant į kliento žinias, įgūdžius ir patirtį. Šie kriterijai imami vertinti tik tada, kai kalbame apie patirties neturinčius asmenis, tai aptariama vėliau. Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 44 punkte paaiškinama, kodėl buvo pasirinktas toks reglamentavimo sprendimas: „Atsižvelgiant į tai, kad patirties turintys investuotojai iš esmės žino apie su investavimu į sutelktinio finansavimo projektus susijusią riziką, nėra prasmės atlikti pirminį jų žinių patikrinimą.“ **Toks pasirinkimas atrodo keistai žinant tai, kad reguliuojamose rinkose prekiaujamos finansinės priemonės, atsižvelgiant į Prospekto direktyvos 2003/71/EB reglamentavimą ar kitus reikalavimus, yra daug patikimesnės ir saugesnės nei sutelktinio finansavimo produktai.** O mažų ir vidutinių įmonių finansinis patikimumas ir stabilumas yra kur kas mažesnis nei didelių įmonių, kurios dažniausiai ir yra kotiruojamų biržose.

Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymo 3 straipsnyje numatyta, kad finansavimo sandorių rūšis nėra vertinama, ar ji priimtina investuotojui tuo atveju, jei jis atitinka informuotojo investuotojo kriterijų. Pagal Lietuvos Respublikos informuotiesiems investuotojams skirtų kolektyvinio investavimo subjektų įstatymą<sup>421</sup> informuotoju investuotoju laikomas subjektas, kuris yra: 1) profesionalus investuotojas (tiek be atskiro pripažinimo ir tie, kurie gali būti pripažinti jų prašymu pagal MIFID II); 2) fizinis asmuo, neturintis profesionalaus kliento statuso, kuris investuoja 125 000 Eur į IISKIS, arba investicines paslaugas teikiančio subjekto nustatyta, kad priemonės, į kurias bus investuojama, jam yra tinkamos, atsižvelgiant į jo toleranciją rizikai ir galimybes prisiimti nuostolius; 3) juridinis asmuo, neturintis profesionalaus kliento statuso, kuris investuoja 125 000 Eur į IISKIS ir raštu patvirtina savo kaip informuotojo investuotojo statusą; 4) investicinius sprendimus priimančias asmuo.<sup>422</sup>

---

420 MIFID II priedo II.1 dalies trečia pastraipa.

421 „Lietuvos Respublikos informuotiesiems investuotojams skirtų kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas“, *supra note*, 59.

422 Investicinius sprendimus priimančias asmuo – profesionaliųjų investuotojų statuso neturintys fiziniai asmenys, kurie yra kolektyvinio investavimo subjekto, į kurį investuoja arba įsipareigoja investuoti, valdymo įmonės, investicinės bendrovės-valdytojos ar paties kolektyvinio investavimo

**Matome, kad patyrusio investuotojo kategorijai buvo keliami daug griežtesni reikalavimai nei dabar galiojančio Reglamento 2020/1503 atveju.** Čia taip pat buvo neaišku, ką turėjo omenyje įstatymų leidėjas nurodydamas 125 000 Eur sumą – ar tai, kad sutelktinio finansavimo atveju patyrusiu investuotoju laikomas tas, kuris tokią sumą investavo į IISKIS, ar tai, kad jis tokią sumą investuoja į vieną projektą per sutelktinio finansavimo platformą. Pastarajai išvadai daryti kaip ir nėra pagrindo, nes įstatymas apie tai nieko neužsimena. Taigi šiuo atveju patyrusiu investuotoju būtų laikomas profesionalus klientas arba tas, kuris investavo 125 000 Eur į IISKIS. **Atitinkamai galima daryti išvadą, kad Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymas nustatė perteklinį reikalavimą investuotojams, kurie nori būti pripažinti kaip turintys patirtį, kad galėtų be jokios apsaugos investuoti per sutelktinio finansavimo platformą, o Reglamentas 2020/1503 nustatė palankesnę reglamentavimą.**

Investuotojas, siekiantis būti pripažintas patirties turinčiu investuotoju, privalo pateikti sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjui prašymą, kurį sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas turi atitinkamai patvirtinti. Toks patvirtinimas galioja dvejus metus, o MIFID II atveju Komisijos deleguoto reglamento Nr. 2017/565 55 straipsnio 3 dalis aiškiau termino nenustato, tik nurodo: „Investicinė įmonė turi teisę remtis savo klientų arba potencialių klientų pateikta informacija, išskyrus atvejus, kai jai žinoma arba turėtų būti žinoma, kad informacija yra akivaizdžiai nebegaliojanti, netiksli arba neišsami.“ Praktikoje investicines paslaugas teikiančios įmonės stengiasi bent kartą per metus peržiūrėti su klientu susijusius duomenis, kad jų atliekamas kliento kvalifikavimas būtų teisingas, arba tai atlikti kas kartą prieš teikiant atitinkamas paslaugas atsižvelgiant į rinkose susiklosčiusią situaciją.<sup>423</sup>

Australijoje taip pat taikoma mažesnė apsauga patyrusiam investuotojui ir čia tokiu asmeniu gali būti asmuo, jei jis atitinką bent vieną iš šių kriterijų:

1. Minimali investicija į vertybinius popierius yra ne mažesnė kaip 500 000 Australijos dolerių; arba
2. Asmuo, kuriam siūlomi vertybiniai popieriai, turi ne mažiau kaip 2,5 mln. Australijos dolerių grynojo turto arba turi bendrųjų pajamų kiekvienais iš paskutinių dvejų finansinių metų ne mažiau kaip 250 000 Australijos dolerių per metus.

Be to, jis turi atitikti ne tik vieną iš čia minėtų kiekybinių reikalavimų, bet ir kokybinį, t. y. sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas turi pagrįstai įsitikinti, kad investuotojas turi ankstesnės patirties investuodamas į vertybinius popierius ir gali įvertinti pasiūlymo privalumus.<sup>424</sup>

---

subjekto vadovai arba valdymo įmonės, investicinės bendrovės-valdytojos ar paties kolektyvinio investavimo subjekto investicinius sprendimus priimančios darbuotojai (fiziniai asmenys) (tuo atveju, kai yra sudarytas kolegialus investicinius sprendimus dėl turto valdymo priimančias organas, – kiekvienas jį sudarantis asmuo). „Lietuvos Respublikos informuotiesiems investuotojams skirtų kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo“ 3 str. 1 d. 3 p., *supra note*, 59.

423 Arun Swivastava, „Conduct of Business Standards: Fair dealing with Clients“, *A Practitioner's Guide To MIFID II, Third Edition*, Jonathan Herbs, Simon Lovegrove (London: Sweet & Maxwell, 2018), 208.

424 Nehme, *supra note*, 177: 260.

Singapūre patyrusiu investuotoju, kuriam nėra taikoma su investavimu susijusi apsauga, laikomas asmuo, kuris<sup>425</sup>:

1. Turi turto, kurio vertė viršija 2 mln. Singapūro dolerių arba kurio pajamos per pastaruosius 12 mėnesių yra ne mažesnės kaip 300 000 Singapūro dolerių;
2. Yra juridinis asmuo ir jo grynasis turtas viršija 10 mln. Singapūro dolerių; ir
3. Investicinės bendrovės, kredito įstaigos ir kiti licencijuoti finansų rinkos dalyviai.

Jungtinėse Amerikos Valstijose investuotojai skirstomi į akredituotus ir neakredituotus. 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. Juridinio asmens atveju tai toks asmuo, kuris (1) yra licencijuotas finansų rinkos dalyvis, pavyzdžiui, bankas, finansų brokeris, draudimo bendrovė, investicinė bendrovė; arba tai yra (2) bendrovė ar patikėjimo fondas, kurio turtas didesnis kaip 5 mln. JAV dolerių.<sup>426</sup> Atkreiptinas dėmesys, kas Jungtinių Amerikos Valstijų sutelktinio finansavimo reglamentavimas neišskiria kokybinio vertinimo, t. y. ar potencialus investuotojas supranta sutelktinio finansavimo platformoje platinamus produktus ir jų keliamą riziką. Čia laikoma, kad akredituoti investuotojai yra tie, kurie gali save apginti ir dėl savo geros finansinės padėties gali absorbuoti potencialius finansinius nuostolius.<sup>427</sup> **Laikoma, kad tai yra išsilavinę investuotojai, suprantantys investavimo subtilybes ir keliamas rizikas. Atitinkamai šiems investuotojams nereikalinga Vertybinių popierių įstatymo apsauga. Ši koncepcija išsivystė iš to, kad turtingas investuotojas yra protingas investuotojas, antraip jis nebūtų gebėjęs susikrauti turimo turto.**<sup>428</sup>

Kitas svarbus Jungtinių Amerikos Valstijų ir Europos Sąjungos investavimo reglamentavimo skirtumas tas, kad Europos Sąjungoje tiek MIFID II, tiek Reglamento 2020/1503 atveju, jei investuotojas neatitinka profesionalaus ar patyrusio investuotojo statuso, jam nedraudžiama investuoti į pasirinktas priemones, tačiau jis privalo būti įspėtas, kad pasirinktas produktas jam netinkamas ir kad esama potencialios rizikos patirti nuostolių. Jungtinėse Amerikos Valstijose neakredituotas investuotojas per sutelktinio finansavimo platformą gali investuoti ribotą sumą, bet apie tai šiame darbe kalbama šiek tiek vėliau.

Palyginus MIFID II, Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymo ir Reglamento 2020/1503 aptartas nuostatas dėl klientų kategorizavimo, galima daryti išvadas, kad, pirma, griežčiausius reikalavimus priskiriant klientus prie profesionalių

---

425 Ying Hu, „Regulation of Equity Crowdfunding in Singapore“, *Singapore Journal of Legal Studies*, July (2015): 63, žiūrėta 2021 m. gruodžio 22 d., <https://ssrn.com/abstract=2816222>.

426 Išsamus sąrašas pateikiamas čia: „Frequently Asked Questions About Exempt Offering“, SEC, 2021 m. rugpjūčio 2 d., [https://www.sec.gov/smallbusiness/exemptofferings/faq?auHash=rh5Wfji9h3wRzP6X2anOmgYLdhPHNuo-3Vw0YNZyR\\_M#faq2](https://www.sec.gov/smallbusiness/exemptofferings/faq?auHash=rh5Wfji9h3wRzP6X2anOmgYLdhPHNuo-3Vw0YNZyR_M#faq2).

427 Rorigues, *supra note*, 50: 409.

428 Porrata-Doria, *supra note*, 32: 238.

investuotojų numato MIFID II reglamentavimas. Čia jie skiriasi net 20 kartų, palyginti su Reglamento 2020/1503 nuostatomis. Antra, Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymas nustatė pernelyg griežtas patyrusio investuotojo kvalifikavimo ribas susiedamas jas su informuotojų investuotojų sąvoka, kuri skirta labai turtingiems ir išprususiems klientams investuoti į IISKIS, atsižvelgiant į tai, kad per sutelktinio finansavimo platformą atliekamos investicijos yra gerokai mažesnės. Tikėtina, kad sutelktinio finansavimo veiklai galima būtų taikyti tik šios sąvokos profesionalaus kliento kategorijos elementą, nes kiti elementai, kai reikalaujama po 125 000 Eur investuoti į IISKIS, ar būti investicinius sprendimus priimančiu subjektu, jau savaime patektų į profesionalaus kliento, kuris teikia prašymą būti pripažintas profesionaliu, kategoriją pagal MIFID II. Trečia, MIFID II nustato galimybę klientui, kuris priskirtas profesionalaus kliento kategorijai, kreiptis į paslaugų teikėją ir atsisakyti savo kaip profesionalaus kliento statuso. Reglamentas 2020/1503 tokios galimybės nenumato. Jame tik nurodoma, kad kliento kategorija privalo būti peržiūrima kas dvejus metus ir klientas, norintis būti pripažintu patirties turinčiu subjektu, turi pateikti atitinkamą prašymą. Ketvirta, iš užsienio valstybių pavyzdžių galime matyti, kad Reglamentas 2020/1503 nustatė nuosaikius reikalavimus tam, kas nori būti pripažintas patirties turinčiu investuotoju.

### 3.3.2. Patirties neturintis investuotojas ir jo vertinimas

Reglamentas 2020/1503 numato, kad patirties neturinčiu investuotoju yra laikomas asmuo, kuris nepatenka į patirties turinčio asmens kategoriją. Toks investuotojas laikomas neturinčiu pakankamai žinių, patirties ir įgūdžių, kad suprastų investicijų keliamas rizikas, taip pat jis gali neturėti pakankamai finansinių išteklių, kad galėtų amortizuoti galimus investicijų nuostolius. Todėl siekiant apsaugoti investuotojų interesus taikomos papildomos investuotojų apsaugos priemonės, t. y. sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjui atsiranda pareiga įvertinti investuotoją ir esant poreikiui atitinkamai jį įspėti prieš priimančias investicinius sprendimus dėl galimų rizikų.

Reglamentas 2020/1503 numato pareigą sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjui užtikrinti, kad patirties neturintys investuotojai, kurie sutelktinio finansavimo aplinkoje gali būti ypač pažeidžiami, suprastų su tokiomis investicijomis susijusios rizikos lygį ir kad jų sprendimai atitiktų asmeninius poreikius, žinias ir finansinę padėtį.<sup>429</sup> Taigi per pirminį žinių patikrinimą sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas turi įvertinti savo paslaugų tinkamumą potencialiems patirties neturintiems investuotojams, nustatyti jų individualų profilį, pagrįstą pateikta informacija apie savo investavimo patirtį, tikslus, finansinę padėtį ir sutelktinio finansavimo investavimo keliamų rizikų supratimą. O gebėjimo prisiimti nuostolius modeliavimas yra labai geras būdas numatyti patirties neturinčiam investuotojui neigiamą investicijų sprendimo poveikį.<sup>430</sup> Atsižvelgiant į tai, kad tokia apsaugos priemonė priimta turint omenyje MIFID II

429 Serdaris, *supra note*, 31: 442.

430 Serdaris, *supra note*, 31: 448.

taikomus reikalavimus investuotojų apsaugai, toliau būtina juos atskirai aptarti ir tarpusavyje palyginti.

MIFID II atveju įmonėms, kurios teikia investicines paslaugas klientams, taikomi trys skirtingi deramo atidumo (angl. *due diligence*) lygmenys. Pirmas, griežčiausias, lygmuo yra **tinkamumo režimas** (MIFID II 25 straipsnio 2 dalis), jis taikomas tada, kai investuotojui teikiamos investicijų rekomendacijos arba finansinių priemonių portfelio valdymas. Šis režimas nustato pagrindinius rūpestingumo standartus, kurių tikimasi iš profesionalų, teikiančių rekomendacijas ar turto valdymo paslaugas, t. y. teikti investicines paslaugas taip, kad tai atitiktų kliento interesus. **Pagal šį režimą, investicines paslaugas teikianti įmonė privalo siūlyti ar įtraukti į investuotojo valdomą finansinių priemonių portfelį tik tokias finansines priemones, kurios atitinka (yra tinkamos) investuotojo investavimo tikslus, investuotojas sugebės padengti savo nuostolius ir gebėjimą suprasti riziką, susijusią su investicijomis.** Šis vertinimas iš esmės apima du aspektus – pirma, žvilgsnį į ateitį, kai nustatomas investuotojo investavimo tikslas, antra, vertinama esama investuotojo finansinė padėtis.<sup>431</sup> Tinkamumo vertinimas atliekamas surinkus ir įvertinus šią informaciją apie klientą:

1. Kliento žinias ir patirtį investavimo srityje, susijusioje su konkrečios rūšies investicinėmis paslaugomis ar finansinėmis priemonėmis, kuri apima:
  - a. paslaugų, sandorių ir finansinių priemonių, su kuriomis klientas yra susipažinęs, rūšis;
  - b. kliento sandorių finansinėmis priemonėmis pobūdį, apimtį ir dažnumą, taip pat laikotarpį, per kurį sandoriai buvo įvykdyti;
  - c. kliento arba potencialaus kliento išsilavinimo lygį ir esamą arba susijusią anksčiau profesiją.
2. Kliento finansinę situaciją, kuri apimtų jo pajamų šaltinius ir reguliarių pajamų dydį, jo turimą turtą ir gebėjimą prisiimti nuostolius.
3. Kliento investavimo tikslus, kurie apimtų investicijų paskirtį, trukmę, prisiimtinos rizikos mastą ir toleranciją rizikai.

Tuo atveju, kai šios paslaugos teikiamos profesionaliems klientams, investicines paslaugas teikianti įmonė gali laikyti, kad minėto pirmo punkto reikalavimai yra tenkinami ir to vertinti apskritai nereikia. Kai teikiamos tik investavimo rekomendacijos profesionaliems klientams be atskiro pripažinimo, nustatyta išimtis, kad nėra vertinama jų galimybė prisiimti finansinius nuostolius atsižvelgiant į jų investavimo tikslus. Neatlikus minėto vertinimo apskritai draudžiama teikti investavimo rekomendacijas ar portfelio valdymo paslaugas, o **atlikus minėtą vertinimą, klientui gali būti siūlomos tik tokios finansinės priemonės, kurios jam tinkamos**, priešingu atveju būtų laikoma, kad klientui buvo pateiktas netinkamas produktas ir jam patyrus nuostolių kiltų paslaugų teikėjo atsakomybė, šis turėtų atlyginti kliento patirtus nuostolius.

Antras, tarpinis, lygmuo – **priimtino režimas** (MIFID II 25 straipsnio 3 dalis) taikomas teikiant kitas investicines paslaugas, kaip antai pavedimų priėmimas ir vykdymas

---

431 „Financial Stability Implications from FinTech – Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities’ Attention“, *supra note*, 4: 12.

dėl sudėtingų finansinių priemonių, kai investicinių paslaugų įmonių reikalaujama įvertinti, ar klientas suvokia, kokias investicines paslaugas ar priemones siekia gauti. Šiuo atveju reikalaujama nustatyti, **ar klientas turi pakankamai investavimo patirties ir žinių, susijusių su konkrečios rūšies investicinėmis paslaugomis ar finansinėmis priemonėmis, t. y. ar jis supranta prisiimamą riziką.** Šiuo atveju vertinamas praeities aspektas, kada ir kaip investuotojas sukaupė žinių ir patirties.<sup>432</sup> Kitais žodžiais tariant, įvertinima, ar kliento priemonės ar paslaugos pasirinkimas adekvatus atsižvelgiant į jo turimas žinias ir patirtį atitinkamoje investavimo srityje.<sup>433</sup> Šiuo atveju renkama ir vertinama informacija tik apie kliento žinias ir patirtį investavimo srityje, analogiškai kaip tai atliekama vertinant tinkamumą. Čia skirtumas tik tas, kad nėra vertinami kiti kriterijai, tokie kaip kliento finansinė situacija ir investavimo tikslai. Tuo atveju, jei atitinkama paslauga ar finansinė priemonė nėra priimti klientui, atitinkamai investicines paslaugas tiekianti įmonė privalo apie tai išpėti klientą ir informuoti apie potencialią riziką patirti nuostolius. Tačiau tai neužkerta kelio klientui įsigyti jam nepriimtinas finansines priemones. Gavęs minėtą pranešimą apie galimas rizikas, jis vis tiek gali jas įsigyti.

Trečias lygmuo yra pavedimų vykdymo kliento iniciatyva dėl nesudėtingų finansinių priemonių (angl. *execution only*) (MIFID 25 straipsnio 4 dalis), **kai nėra atliekami nei tinkamumo, nei priimtumo testai, aprašyti anksčiau.** Čia klientas tiesiog savo iniciatyva teikia pavedimą dėl nesudėtingų finansinių priemonių, kuriomis prekiaujama reguliuojamose rinkose ir kurias lengva suprasti (pvz., akcijos ar obligacijos). Kadangi šios priemonės dažniausiai yra paprastos ir likvidžios, manoma, kad neprofesionalus investuotojas nepatirs jokių nuostolių, todėl čia netaikomas investuotojų apsaugos mechanizmas.

**Skirtingai nuo MIFID II reglamentavimo, Reglamentas 2020/1503 numato tik vieną deramo atidumo (angl. *due diligence*) lygmenį, t. y. tinkamumo vertinimą, ir toks vertinimas atliekamas tik patirties neturintiems investuotojams.** Čia, kaip ir anksčiau aprašyto MIFID II tinkamumo vertinimo atveju, vertinami panašūs kriterijai su tam tikromis modifikacijomis, kurias lemia sutelktinio finansavimo investicijų pobūdis. Reglamentas 2020/1503 21 straipsnio 2 dalis numato, kad reikia vertinti šiuos kriterijus:

1. Kliento žinias ir patirtį investavimo srityje, t. y.:
  - a. Ankstesnes investicijas į perleidžiamuosius vertybinius popierius arba ankstesnius sutelktinio finansavimo tikslais naudojamų priemonių arba paskolų įsigijimus, įskaitant verslo pradžios arba plėtos etapus;
  - b. Supratimą apie riziką, susijusią su investavimu apskritai ir susijusią su paskolų teikimu, investicijomis į perleidžiamuosius vertybinius popierius arba sutelktinio finansavimo tikslais naudojamų priemonių įsigijimu per sutelktinio finansavimo platformą;
  - c. Profesinę patirtį, susijusią su sutelktinio finansavimo investicijomis;

---

432 „Financial Stability Implications from FinTech – Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities’ Attention“, *supra note*, 4: 12.

433 Swivastava, „Conduct of Business Standards: Fair dealing with Clients“, *supra note*, 423: 211.

2. Kliento investavimo tikslus;
3. Kliento finansinę padėtį.

Lyginant šiuos kriterijus su MIFID II reglamentavimu, kai kalbama apie čia aptartą tinkamumo vertinimą, galima sakyti, kad jie tapatūs savo esme. **Tačiau keista tai, kad toks, pagal MIFID II laikomas griežčiausiu lygmeniu, tinkamumo vertinimas atliekamas tiek dėl portfelio valdymo, tiek ir dėl klientų teikiamų paskolų, pavedimų pirkti perleidžiamus vertybinius popierius ar sutelktinio finansavimo tikslais naudojamų priemonių.** Anksčiau minėta, kad tinkamumo vertinimas MIFID II atveju yra skirtas siekiant nustatyti pagrindinius rūpestingumo standartus, kurių tikimasi iš profesionalų, teikiančių investavimo rekomendacijas ar turto valdymo paslaugas, t. y. teikti investicines paslaugas taip, kad tai atitiktų kliento interesus atsižvelgiant į jų (1) investavimo tikslus, (2) gebėjimą padengti savo nuostolius ir (3) gebėjimą suprasti riziką, susijusią su investicijomis. MIFID II atveju šių kriterijų laikymosi būtinumas kyla iš to, kad, pirma, teikiant rekomendacijas ar valdymo paslaugas, investicines paslaugas teikianti įmonė pati savo nuožiūra turi parinkti investicinius produktus savo klientui pagal jai suteiktą mandatą. Antra, praktikoje tokias paslaugas savo klientams teikia tik nuo atitinkamų dydžio sumų, kaip antai 50 000 ar net 100 000 Eur, kurios yra didelės, palyginti su vidutinės pajamas gaunančiu fiziniu asmeniu ar mažomis bendrovėmis. Esant tokio dydžio sumoms investicines paslaugas teikianti įmonė, atsižvelgdama į kliento tikslus, gali atitinkamai parinkti finansines priemones ir jas diversifikuoti. O per sutelktinio finansavimo platformą interneto vartotojų atliekamos investicijos bus pavienės ir santykinai mažomis sumomis. Reglamento 2020/1503 konstatuojamosios dalies 10 punkte išskirta, kad dažniausiai investuotojai bus fiziniai asmenys, kurių kiekvienas prisidės prie projekto finansavimo santykinai nedidelėmis pinigų sumomis, todėl galima kelti klausimą ar yra poreikis taip skrupulingai nagrinėti atitinkamo kliento profilį. Eugenia Macchiavello nuomone, toks reglamentavimas remiasi šizofrenišku požiūriu, nes Reglamentas 2020/1503 numato kliento iniciatyva atliekamų pavedimų modelį (angl. *execution only*) ir nustato priimtimumo vertinimo testą, kuris MIFID II kontekste taikomas tik sudėtingu finansinių priemonių atveju.<sup>434</sup> Nors, šio darbo autoriaus nuomone, čia galima sakyti, kad atliekamas net ne priimtimumo testas, o tinkamumo vertinimas, kuris yra dar sudėtingesnis ir apima daugiau duomenų apie klientą.

Žiūrint iš MiFD II perspektyvos, sutelktinio finansavimo paslaugų teikimo atveju tinkamumo vertinimas gali būti pateisinamas tik dėl paskolų portfelio valdymo paslaugos, kur sprendimus priims sutelktinio finansavimo platformos operatorius pagal kliento suteiktus įgaliojimus ir jį atitinkančius kriterijus. O dėl kitų investavimo produktų, taip pat paskolų, perleidžiamų vertybinių popierių ar sutelktinio finansavimo tikslais naudojamų priemonių įsigijimo pakaktų ir čia aprašyto MIFID II atveju taikomo priimtimumo testo. Taigi užtektų tik įvertinti kliento žinias ir patirtį investavimo srityje siekiant nustatyti, ar jis priima adekvatų sprendimą dėl investavimo, atsižvelgdamas į savo turimas žinias ir patirtį atitinkamoje investavimo srityje.

---

434 Macchiavello, *supra note*, 66: 6.

Antai Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatyme numatyta, kad sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas privalo atlikti investuotojo žinių ir patirties patikrinimą ir įvertinti, ar atitinkama finansavimo sandorio rūšis yra **priimtina** investuotojui, o investuotojo priimtimumo vertinimas yra analogiškas čia MIFID II aprašytajam. Priimtimumo testas nustatyta ir Jungtinės Karalystės teisės aktuose reglamentuojančiuose sutelktinio finansavimo veiklą.<sup>435</sup> Atitinkamai nebereiktų atsižvelgti į kliento investavimo tikslus, nes tokį tikslą nustatyti yra tikslinga tik rekomendacijas ar portfelio valdymo paslaugas teikiančiam subjektui, kuris siūlo arba atlieka investicijas pagal kliento atitinkamą pageidavimą, atsižvelgiant į investicijų trukmę, rizikos prisiėmimo mastą ir investicijų tikslą, kaip tai numato Reglamento (ES) 2017/565 54 straipsnio 3 dalis. Taip pat papildomai nereiktų vertinti kliento finansinės padėties, nes toks reikalavimas yra perteklinis atsižvelgiant į tai, kad Reglamento 2020/1503 21 straipsnio 5 dalyje jau yra numatyta prievolė sutelktinio finansavimo investuotojams įvertinti savo gebėjimą prisiimti nuostolius, apskaičiuojamus kaip 10 proc. jų grynosios vertės, kuri apskaičiuojama atsižvelgiant į investuotojo nuolatines pajamas, turimą turtą (išskyrus asmeninį ar investicinį turtą bei pensijų fondus). Šiuo atveju, nepaisant sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjo atliekamo tinkamumo vertinimo, kurio vienas elementų yra įvertinti investuotojo finansinę padėtį, investuotojas jau yra apie tai informuojamas atlikus minėtą vertinimą.

Įdomu, kad Europos bankų institucija yra rekomendavusi<sup>436</sup> nustatyti tokį sutelktinio finansavimo reglamentavimą, kad būtų apskritai draudžiama leisti investuotojui investuoti į atitinkamą projektą, jei atlikus priimtimumo testą būtų nustatyta, kad atitinkama investicija investuotojui nepriimtina. Šios disertacijos darbo autoriaus nuomone, toks reglamentavimas būtų per griežtas, nes MIFID II reglamentavimo atveju, kai investuojamos daug didesnės sumos, neigiamas priimtimumo testas neužkerta kelio investicijai įsigyti ir klientas tik įspėjamas apie potencialią riziką. Matyt, reglamentavimo institucija siekė tarpinio varianto, t. y. kad būtų atliekamas daug išsamesnis potencialaus investuotojo vertinimas neužkertant kelio jo investicijų sprendimui. Reglamentas 2020/1503 numato, kad jei klientas nepereina tinkamumo testo, tokiu atveju sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas turi jį įspėti, kad jo pasirinkta investicija jam netinkama, ir informuoti apie riziką, analogiškai kaip yra MIFID II atliekant priimtimumo testą. Su emitentu susijusi rizika, kai yra didelė jo žlugimo tikimybė ar nelikvidumas, neturėtų trukdyti neprofesionaliems investuotojams investuoti į pradedančiąsias įmones, jei jie prieš tai informuojami apie šią riziką. Tai galima pasiekti reikalaujant, kad investuotojas atliktų privalomą testą, po kurio, esant poreikiui, investuotojas informuojamas apie minėtas rizikas.<sup>437</sup>

MIFID II išskiriamas ir trečias lygmuo, kai kliento iniciatyva atlikti pavedimai dėl nesudėtingų finansinių priemonių atliekami be jau aprašytų tinkamumo ir priimtimumo testų (angl. *execution only*). Šiuo atveju nėra renkama informacija apie

---

435 „Crowd-funding: an Infant Industry Growing Fast“, *supra note*, 63: 60.

436 „Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding“, *supra note*, 72: 19.

437 Hu, „Regulation of Equity Crowdfunding in Singapore“, *supra note*, 425: 64.

investuotojo žinias ir patirtį ir nevertinama, ar konkrečios finansinės priemonės tinkamos investuotojui, jei investuotojas teikia pavedimą savo iniciatyva, be jokių investicines paslaugas teikiančių įmonių raginimų ar kitokių skatinimų, o finansinės priemonės laikomos nesudėtingomis. Nesudėtingos finansinės priemonės yra reguliuojamoje rinkoje prekiaujamos akcijos, obligacijos, pinigų rinkos priemonės ir kt., kurios neturi inkorporuoto sverto (išvestinės finansinės priemonės) ar tokios struktūros, dėl kurios investuotojui būtų sunku suprasti šiai finansinei priemonei būdingą riziką. Be kita ko, Reglamento 2017/565 57 straipsnio (b) punkte nurodoma, kad nesudėtinga finansinė priemonė turi būti likvidi, t. y. kad būtų dažna galimybė tą priemonę perleisti išpirkti ar kitaip realizuoti rinkos dalyviams viešai prieinamomis kainomis. **Būtent dėl šio elemento stokos, teikiant sutelktinio finansavimo paslaugas, negalima vykdyti klientų pavedimų dėl investicijų tik pavedimų vykdymo režimu be kliento priimtumo ar tinkamumo vertinimo.** Taip yra todėl, kad sutelktinio finansavimo platformoje siūlomos investicijos į paskolas, perleidžiamus vertybinius popierius ar sutelktinio finansavimo tikslais naudojamas priemonės nepasižymi analogišku likvidumu, kai jos prekiaujamos reguliuojamoje rinkoje ar daugiašalėje prekybos sistemoje. O sutelktinio finansavimo platformos antrinė rinka, t. y. skelbimų lenta, kaip minėta anksčiau, neatitinka daugiašališkumo kriterijaus dėl pirkėjų ir pardavėjų trūkumo perleidžiant tą pačią finansinę priemonę.<sup>438</sup> Investuotojas, investavęs per sutelktinio finansavimo platformą į nelikvidžias finansines priemones, prisiima didesnę likvidumo riziką, nes gali neribotam laikui užšaldyti savo investicijas. Pavyzdžiui, įsigyti bendrovės akcijų, kurių vėliau negalės niekur realizuoti. Be to, kaip minėt, didžioji dauguma per sutelktinio finansavimo platformas finansuojamų projektų turi tikimybę žlugti per pirmuosius penkerius savo veiklos metus. **Šio darbo autoriaus nuomone, tai yra pagrindinės priežastys, lėmusios tokio griežto reglamentavimo pasirinkimą, ir čia siekiama atliktus patirties neturinčių investuotojų išsamų patikrinimą juos atitinkamai įspėti apie rizikas, kurios savo esme yra didesnės nei vieša akcijų ar obligacijų prekyba biržoje reguliuojamose rinkose. Investicijų per sutelktinio finansavimo platformą negalima tapatinti su reguliuojama rinka, atitinkamai ir klientams turi būti taikoma didesnė apsauga.**

### 3.3.3. Investuotojų apsauga per informacijos atskleidimą

#### 3.3.3.1. Investuotojų elgsena

Pagal šiuolaikinę finansų teoriją, laikoma, kad individualus investuotojas, priimančias investicinių sprendimų, turėtų dalyvauti racionaliame sprendimų priėmimo procese. Šis procesas apima daugybę žingsnių, įskaitant problemos apibrėžimą, kriterijų nustatymą, kriterijų įvertinimą, alternatyvų generavimą, kiekvienos alternatyvos įvertinimą pagal kiekvieną kriterijų ir optimalaus sprendimo apskaičiavimą. Dar kitaip tai

<sup>438</sup> Macchiavello, *supra note*, 13: 26.

vadinama racionalaus pasirinkimo teorija. Nors nėra visuotinai priimto šios teorijos apibrėžimo, sutariama, kad čia turimas omenyje tikėtino naudingumo elementas, kuris grindžiamas prielaida, kad žmonės turi visiems būdingas susiformavusias nuostatas, lemiančias, kad jų elgesys yra nukreiptas siekti maksimaliai didinti naudą, kurią jie gali gauti įvertinę išorinius veiksnius, tokius kaip pajamos, laikas, pažinimo išteklių, teisinis reglamentavimas ir kt. Kapitalo rinkos kontekste šios prielaidos reiškia, kad racionalūs investuotojai, suvokę ir apdoroję visą turimą informaciją bei bet kokių alternatyvų privalumus ir trūkumus, pasirenks optimalią veiksmų eigą savo tikslams pasiekti. Kitais žodžiais tariant, pasirenks metodą, kuris maksimaliai padidins tikėtiną naudą ir sumažins tikėtinas išlaidas atsižvelgiant į išorinius apribojimus.<sup>439</sup> Taip pat nurodoma, kad atsižvelgiant į investuotojų įvairovę viešojo kapitalo rinkoje negalima sakyti, kad yra tik vienas racionalus investavimo stilius, priešingai, egzistuoja daugybė įvairiausių investavimo stilių, kuriuos pasirinkus pasitelkiama tiek fundamentali, tiek techninė analizė bei spekuliaciniai elementai.<sup>440</sup> Taigi šių investavimo stilių visuma arba, dar kitaip sakant, idealizuota visų investuotojų sprendimų išvestis (vidurkis) kaip bendras vardiklis signalizuoja tinkamą pateikiamos viešosios informacijos vertinimą siekiant pasverti investicijos grąžą, riziką ir taip pasirinkti tinkamą kryptį. Protingas investuotojas yra racionalus rinkos dalyvis, jis yra sofistikuotos rinkos dalis, kuri kartu jį ir apsaugo suprasdama finansinių instrumentų kainodaros esmę, tokią kaip pinigų laiko vertė (angl. *the time value of money*), grąžos ir rizikos santykis bei diversifikavimo nauda.<sup>441</sup> **Tačiau toliau aptariami tyrimai rodo, kad žmonės ne visada priima sprendimus pagal tokį racionalų modelį.<sup>442</sup> Kai žmonės turi priimti sprendimus, ypač dėl neaiškių rezultatų, jie linkę pasikliauti euristika<sup>443</sup> – problemų sprendimo metodika, kai sprendimas gaunamas bandymų ir klaidų būdu.**

Dažniausiai investuotojai priima sprendimus remdamiesi asmeniniu šališkumu ir įtikinamais pasakojimais, o ne finansine patirtimi, ir tai sąlygoja socialinių tinklų aspektas. Informacijos kaskada yra nepakeliama investuotojams, todėl jie linkę rinktis trumpesnę kelią, pavyzdžiui, išiklausyti į patarimus ar gandus, kurie gali neturėti jokio

---

439 Serdaris, *supra note*, 31: 432–433.

440 Alan R. Palmiter, „Pricing Disclosure: Crowdfunding’s Curious Conundrum“, *Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal* 7 (2012): 413, žiūrėta 2020 m. spalio 27 d., <https://ssrn.com/abstract=2241833>.

441 Schwartz, *supra note*, 164: 660.

442 Fabrice Hervé, Elodie Manthé, Aurelie Sannajust ir Armin Schwienbacher, „Determinants of Individual Investment Decisions in Investment-Based Crowdfunding“, *Journal of Business Finance & Accounting* 46 (5–6): 765, žiūrėta 2021 m. balandžio 2 d., [https://www.researchgate.net/publication/331174056\\_Determinants\\_of\\_Individual\\_Investment\\_Decisions\\_in\\_Investment-Based\\_Crowdfunding](https://www.researchgate.net/publication/331174056_Determinants_of_Individual_Investment_Decisions_in_Investment-Based_Crowdfunding).

443 Amos Tversky, Daniel Kahneman, „Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases“, *Science: New Series* 185 (4157) (1974): 1125, žiūrėta 2021 m. balandžio 2 d., <https://www2.psych.ubc.ca/~schaller/Psyc590Readings/TverskyKahneman1974.pdf>.

racionalaus pagrindo.<sup>444</sup> Neišprusę investuotojai įsiklauso į gandas ar nepatikrintą informaciją, platinamą socialiniuose tinkluose, kai neprisiimama jokia atsakomybė už informacijos patikimumą ir kai priežiūros institucijos tokios informacijos net netikrina.<sup>445</sup> Arba jie atsižvelgia į nuomonę įtakingų asmenų, kurie galimai turi daugiau informacijos apie siūlomą investicinį projektą.<sup>446</sup> Empiriniais tyrimais nustatyta, kad investuotojų asmeninis šališkumas gali būti lengvai paveikiamas skambių terminų, tokių kaip „patikimas“, „saugus“ ir pan. Be to, nustatyta, kad, naudojant patrauklius grafikos elementus ar piešinius, tikėtina, kad galimybė sudaryti finansavimo sandorį yra didesnė.<sup>447</sup>

2020 m. buvo atlikti empiriniai tyrimai, siekiant atsakyti į klausimą, kas motyvuoja investuotojus investuoti per sutelktinio finansavimo platformą. Prieita prie išvados, kad esminis kriterijus investuotojams yra ne investuoti ir saugiai uždirbti iš sukuriamos investicijų grąžos, o psichologinis noras siekti jausminių pojūčių. Nustatyta, kad investuotojai per sutelktinio finansavimo platformą siekia prisidėti prie atitinkamo projekto finansavimo tik todėl, kad tokia veikla jiems yra kaip naujas nuotykių dirgiklis, teikiantis susijaudinimą, malonumą ir pasitenkinimą. Kitais žodžiais tariant, tokio pobūdžio finansavimo veikla investuotojams sukelia analogiškus potyrius, kurie juos aplanko lošiant iš pinigų kazino arba dalyvaujant loterijoje.<sup>448</sup>

Mokslininkų darbuose<sup>449</sup> nurodoma ir kita problema, kai sutelktinio finansavimo projektų savininkai gali atskleisti tik optimistinę informaciją, kuri klaidins investuotojus, neturinčius supratimo apie sofistikuotas investicijas į bendroves pradiniam jų veikimo etape. Taip atsitinka dėl to, kad projektų savininkai pervertina savo projektų galimybes – ateities pardavimus, pajamas, pelno maržą, turimo turto vertę. Arba jie nusiteikę manipuluoti turima informacija ir pristatyti projektą tik teigiamai.<sup>450</sup> Psichologai aiškina, kad toks vertinimas atsiranda dėl projektų savininkų asmeninio

---

444 Hervé, Manthé, Sannajust ir Schwienbacher, *supra note*, 442: 765.

445 „Crowd-funding: an Infant Industry Growing Fast“, *supra note*, 63: 44.

446 Keongtae Kim, Viswanathan, Siva, „The ‘Experts’ in the Crowd: The Role of Experienced Investors in a Crowdfunding Market“, *MIS Quarterly* 43 (2) (2019): 1, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 23 d., <https://ssrn.com/abstract=2258243>.

447 Enrichetta Ravina, „Love & Loans: The Effect of Beauty and Personal Characteristics in Credit Markets“, Northwestern University, February (2019): 6, žiūrėta 2021 m. kovo 31 d., <https://ssrn.com/abstract=1101647>.

448 Tolga Demir, Ali Mohammadi, Kourosh Shafi, „Crowdfunding as Gambling: Evidence from Repeated Natural Experiments“, *Journal of Corporate Finance* 19-7 (2020): 7, žiūrėta 2021 m. kovo 31 d., <https://ssrn.com/abstract=3430744>.

449 Jo, Koren M. and Yang, Shuo, „Is There Crowd Wisdom in Accounting? Evidence From Forecasts in Equity-Based Crowdfunding“, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, November (2019): 1–8, žiūrėta 2021 m. kovo 31 d., <https://ssrn.com/abstract=3565949>.

450 Chris Yung, „Entrepreneurial Manipulation with Staged Financing“, *Journal of Banking & Finance* 100 (2019): 274, žiūrėta 2021 m. kovo 31 d., <https://www.researchgate.net/publication/326340427> Entrepreneurial Manipulation with Staged Financing.

šališkumo, kai jie laiko savo projektus „geresniais už kitų“, arba yra sąlygoti vadina-  
mosios „kontrolės“ iliuzijos, kai projektų savininkai tiki savo projektu vertindami tik  
savo gebėjimus ir turimas žinias, užmiršdami kitas išorines dedamąsias (išorės kon-  
kurentų veiksmus, rinkos pokyčius ir pan.), lemiančias projekto sėkmę. Pastebėta  
ir tai, kad palankių rezultatų prognozavimas siūlant investuoti į projektą yra vienas  
svarbiausių elementų projektų savininkams siekiant išsiskirti iš kitų savuju siūlymu.  
Tiriant nustatyta<sup>451</sup>, kad pozityvus psichologinis kapitalas siūlant projektus tiesiogiai  
koreliuoja su surenkamomis finansavimo sumomis. Jei teikiamos projekto prognozės  
žada palankius ateities rezultatus, lūkesčius arba projekto savininko lyderis (vadovas)  
pristatomas kaip išskirtinė asmenybė, tokie projektai dažniausiai surenka didesnes fi-  
nansavimo sumas.

Mokslininkai taip pat pažymi, kad projekto finansinės informacijos pateikimas per  
apskaitos dokumentus neužtikrina patirties neturinčių investuotojų apsaugos, nes to-  
kio pobūdžio informacija yra sofistikuota ir, siekiant ją analizuoti ir atitinkamai įver-  
tinti, reikalingos ekspertinės žinios. Visos finansų rinkų anomalijos, kai investuojama  
į vėliau žlungančius projektus, kildinamos būtent iš investuotojų negalėjimo suprasti  
apskaitos dokumentuose nurodytos informacijos.<sup>452</sup> Perteklinė informacija, kai patei-  
kiama daug duomenų, nepakeliamai apkrauna investuotoją<sup>453</sup>, t. y. sudėtingi pasirinki-  
mai sukelia kognityvinę perkrovą<sup>454</sup>.

Kalbant apie lytis, empiriniai tyrimai ir statistinė informacija rodo, kad moterys  
yra mažiau linkusios rizikuoti nei vyrai. Atitinkamai jos atlieka mažiau investicijų ir  
jas atlieka mažesnėmis sumomis nei vyrai.<sup>455</sup> Taip yra todėl, kad vyrai linkę labiau pasi-  
tikėti savo priimamais investiciniais sprendimais nei moterys. Atitinkamai vyrai linkę  
investuoti į rizikingesnius projektus, o moterys to vengia ir renkasi konservatyvius  
investavimo būdus, dažniausiai pradėdamos nuo pinigų kaupimo pensijų fonduose.<sup>456</sup>

---

451 Aaron H. Anglin, Jeremy C. Short, Will Drover, Regan M. Stevenson, Aaron F. McKenny, Thomas  
H. Allison, „The power of positivity? The influence of positive psychological capital language on  
crowdfunding performance“, *Journal of Business Venturing* 33 (4) (2018): 490, žiūrėta 2021 m. kovo  
31 d., [https://www.researchgate.net/publication/324172808\\_The\\_power\\_of\\_positivity\\_The\\_influence\\_of\\_positive\\_psychological\\_capital\\_language\\_on\\_crowdfunding\\_performance](https://www.researchgate.net/publication/324172808_The_power_of_positivity_The_influence_of_positive_psychological_capital_language_on_crowdfunding_performance).

452 Robert H. Battalio, Richard R. Mendenhall, „Earnings expectations, investor trade size, and ano-  
malous returns around earnings announcements“, *Journal of Financial Economics* 77 (2) (2005):  
292, žiūrėta 2021 m. kovo 31 d., [https://www.researchgate.net/publication/223804694\\_Earnings\\_Expectations\\_Investor\\_Trade\\_Size\\_and\\_Anomalous>Returns\\_Around\\_Earnings\\_Announcements](https://www.researchgate.net/publication/223804694_Earnings_Expectations_Investor_Trade_Size_and_Anomalous>Returns_Around_Earnings_Announcements).

453 „Financial Stability Implications from FinTech – Supervisory and Regulatory Issues that Merit  
Authorities’ Attention“, *supra note*, 4: 10.

454 Hervé, Manthé, Sannajust ir Schwiendbacher, *supra note*, 442: 765.

455 Rachel Croson, Uri Gneezy, „Gender Differences in Preferences“, *Journal of Economic Literature* 47  
(2) (2009): 448–460, žiūrėta 2021 m. balandžio 2 d., <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jel.47.2.448>.

456 Julie R. Agnew, „Do Behavioral Biases Vary across Individuals? Evidence from Individual Level  
401(k) Data“, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41 (4) (2006): 950, žiūrėta 2021 m.

Investuotojai per sutelktinio finansavimo platformas yra labiau linkę investuoti į savo namų rinkas, t. y. į projektus, kurie vystomi jų gyvenamajame regione. Tai siejama su investuotojo psichologiniu prieraišumu prie gyvenamojo regiono, kur asmuo jaučiasi patikimai ir neva supranta vietos rinką ir jos poreikius. Nurodoma, kad investuotojas linkęs rinktis vietinės rinkos projektą, nors kitos rinkos projektas galbūt būtų ir pelningesnis, ir patikimesnis.<sup>457</sup>

2005 m. atliktas tyrimas, kurio metu apklausti 3512 suaugusiųjų ir 2242 aukštųjų mokyklų studentai, iš jų tik 17 proc. suaugusiųjų ir 3 proc. studentų puikiai išsprendė finansinio raštingumo testą, o 66 proc. suaugusiųjų ir net 91 proc. studentų žinios buvo įvertintos vidutiniškai ar blogiau nei vidutiniškai. 2009 m. tyrimas parodė, kad net 48 proc. apklaustųjų nesuprato, kad investavimas į investicinius fondus užtikrina saugesnę investiciją nei tiesiog į akcijas.<sup>458</sup> Namų ūkio investuotojas dėl finansinio išprusimo stokos nesupranta rizikų, susijusių su mažumos akcininko nuosavybės problema, t. y. smulkus akcininkas neturi iniciatyvos teisės šaukti visuotinio akcininkų susirinkimo, jo balsas akcininkų susirinkimuose nieko nelemia ir kt.<sup>459</sup>

2012 m. JAV vertybinių popierių komisija paskelbė tyrimo atskaitą, kurioje nurodė, kad sutelktinio finansavimo investuotojas neturi fundamentalių finansinio raštingumo žinių ir neišmano vertybinių popierių kainodaros principų. Šių žinių stoka menkina šio investuotojo galimybę apsaugoti nuo sukčiavimo atvejų ar įvertinti vertybinių popierių nešamą riziką ir jų kainą.<sup>460</sup> Atliktos studijos patvirtina, kad informacija, teikiama portalo puslapyje, nėra svarbi investuotojui priimant sprendimą dėl investavimo. Didesnę įtaką čia atlieka socialinė informacija (draugų ar socialinės medijos atsiliepimai), siunčiant signalą apie projekto kokybę ir atitinkamai patikimumą.<sup>461</sup>

Tyrimais nustatyta, kad internetinis investuotojas vidutiniškai skiria tik iki 15 min. savo laiko atliekamų investicijų analizei. Be to, pagrindiniai jo kriterijai renkantis investiciją prioritetine tvarka yra žadama grąža palūkanų forma, investavimo forma (paskola ar atitinkami perleidžiami vertybiniai popieriai), platformos priskirta rizika. O projekto verslo valdymo modelis, produkto ar paslaugos rūšis ar kiti veiksniai nepriskiriami prie svarbių kriterijų renkantis investiciją. Atitinkamai prieita prie išvados, kad nors potencialūs investuotojai ir gali, jie nesinaudoja savo turima patirtimi, žiniomis ir įgūdžiais, todėl sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjo atliekamas projekto

---

balandžio 2 d., <https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-financial-and-quantitative-analysis/article/abs/do-behavioral-biases-vary-across-individuals-evidence-from-individual-level-401k-data/032A6A7DBE34F2DCDD8C2FE3E7931B41>.

457 Jian Ni, Yi Xin, „Financing Micro-entrepreneurship in Online Crowdfunding Markets: Local Preference versus Information Frictions“, *Johns Hopkins Carey Business School Research Paper*. 20-09 (2020): 26, žiūrėta 2021 m. balandžio 2 d., SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3580585>.

458 Bradford, *supra note*, 204: 110.

459 Farris, *supra note*, 130: 300.

460 „Study Regarding Financial Literacy Among Investors“, SEC, August 2012, <https://www.sec.gov/news/studies/2012/917-financial-literacy-study-part1.pdf>.

461 Ibrahim, *supra note*, 286: 217, 222.

išsamus patikrinimas ir pagrindinės informacijos pateikimas investuotojui atlieka svarbią investuotojo apsaugos funkciją.<sup>462</sup>

**Apibendrinant tai, kas sakyta, galima teigti, kad racionalaus pasirinkimo teorija iš pirmo žvilgsnio atrodo fundamentali idėja, kuria remiantis nereikalingas joks investuotojų apsaugos modelis, nes visi investuotojai, racionaliai siekdami naudos sau, puikiausiai gali susitvarkyti patys ir jiems nereikalinga jokia apsauga. Tai reiškia, kad kai kuriose srityse jie demonstruoja neracionalų optimizmą ir nesusimąsto apie galimas nesėkmes ir nelaimės, manydami, kad tikimybė nuo jų nukentėti yra mažesnė nei iš tikrųjų. Žmonės yra linkę priimti euristinius sprendimus ir tik tada mokytis iš klaidų.** Tai tarsi mygtukas, kurį paspaudęs žmogus eliminuoja išsamaus mąstymo ir vertinimo procesą, kuris jį vargina ypač tais atvejais, kai priimami sprendimai susiję su neapibrėžtumu – ateities spėjimais. Tais atvejais, kai rezultatas neaiškus (tik tikėtinas), sprendimus priimančias asmenys greičiausiai nesilaikys objektyvios kaštų ir naudos analizės, kaip numatyta racionalaus pasirinkimo modelyje, o sutelks dėmesį į įvykius ar informaciją, kuri jiems lengvai prieinama („prieinamumo šališkumas“).<sup>463</sup>

**Atitinkamai čia aptarti dokumentuoti empiriniai tyrimai apie žmogaus neracionalų elgesį daro milžinišką spaudimą reglamentavimo, skirto investuotojų apsaugai, plėtrai.** Kaip nurodo Konstantinos Serdaris, šiuo klausimu galima išskirti keturis dalykus, darančius didžiausią įtaką reglamentavimo politikai. Pirma, žmonės pasižymi polinkiu į inerciją ir atidėliojimą, o tai reiškia, kad jie linkę priimti savo dabartinę aplinką kaip duotą, o ne imtis teigiamų veiksmų, kad ją pakeistų. Paprasčiausią veiksmą, kuris lemtų teigiamą pokytį, labai paprasta atlikti, tačiau dažnu atveju toks veiksmas atidėliojamas. Iš to išplaukia, kad žmonės linkę laikytis nustatytų taisyklių, kurios juos nukreipia tam tikra kryptimi, o ne skirti laiko savo galimybių tyrinėjimui savarankiškai. Antra, labai didelę įtaką žmonių priimamiems sprendimams turi tai, kaip pateikiama informacija. Žmonių kognityviniai gebėjimai yra labai riboti. Žmogaus smegenų darbinė atmintis negali metu apdoroti didelės imties informacijos. Todėl žmonių pasirinkimas priklauso ne nuo pateikiamos informacijos turinio ir kiekio, o nuo to, kaip ji suformuluota. Trečia, žmogus yra socialinė būtybė ir jį gali paveikti aplinkinių žmonių elgesys. Tai reiškia, kad žmonės linkę sekti ir kopijuoti bendraamžių ar pasirinktų lyderių elgesį („bandos jausmas“). Galiausiai, ketvirta, žmonės negeba nuspėti ateities, nes nemoka tinkamai vertinti skirtingų tikimybių. **Visi šie kriterijai lemia, kad reglamentavimo institucijos turi priimti tokį reglamentavimą, kuris saugotų investuotojų interesus. Viena esminių investuotojų apsaugos priemonių yra ne tik informacijos atskleidimas, bet ir tinkamas jos atskleidimas, kaip aptariama kituose šios disertacijos skyriuose.**

---

462 Macchiavello, *supra note*, 98: 578.

463 Serdaris, *supra note*, 31: 432–437.

### 3.3.3.2. Informacijos atskleidimas

Annalise H. Farris taikliai pažymi, kad investicijų prekyba internetu leidžia investuotojui labai greitai įsigyti vertybinių popierių ar investuoti į paskolas. Atitinkamai investuotojas neskiria pakankamai laiko, kad atliktų potencialaus pirkinio analizę ir pasikonsultuotų su aplinkiniais, kad ir draugais. Todėl labai svarbu užtikrinti, kad pakankamas informacijos kiekis būtų tinkamai paruoštas investuotojui tuo metu, kai jis jau perka atitinkamus vertybinius popierius.<sup>464</sup>

Reglamente 2020/1503 numatytas reglamentavimas siekia išlaikyti dviejų prieštaraujančių interesų pusiausvyrą: viena vertus, mažoms įmonėms gyvybiškai reikalingos lėšos veiklai vystyti, poreikis turėti prieigą prie finansavimo nepatiriant didelių finansavimo išlaidų; kita vertus, investuotojams reikia tinkamo lygio apsaugos, kuri leistų jiems priimti gerai pagrįstus investicinius sprendimus. Ši pusiausvyra galėtų būti **grindžiama trimis pagrindinėmis kryptimis**: a) projekto savininko informacijos atskleidimo įsipareigojimų pritaikymu prie projektų savininkų dydžio ir finansinių galimybių, panaikinant plataus ir brangaus atskleidimo reikalavimus, kurie paprastai taikomi viešam vertybinių popierių siūlymui pirminėje rinkoje; b) didesnis dėmesys atskleidimo formavimui, kokybei ir turiniui, kuris turi būti pritaikytas prie patirties neturinčių investuotojų potencialo ir jų kognityvinių gebėjimų ribotumo bei šališko nusistatymo; ir c) patirties neturinčių investuotojų išsamų žinių vertinimą atlieka sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas.<sup>465</sup> Šiuo reglamentavimo metodu siekiama pagerinti asmenų ekonominę gerovę, išlaisvinant juos iš pažinimo trūkumų ir šališkumo apribojimų, tačiau neapribojant jų pasirinkimo galimybių, taigi ir jų savarankiškumo, todėl atitinkamai Reglamente 2020/1503 nustatyta:

1. Prospekto išimtis;
2. Pagrindinės informacijos apie finansuojamą projektą atskleidimo rėmai, kokybė ir turinys.
3. Sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjų pareiga atskleisti bendro pobūdžio informaciją (pvz., indėlių ir investicijų draudimas).

Kapitalo pritraukimo per pirmines rinkas reglamentavimas daugiausia susijęs su įsipareigojimais atskleisti informaciją. Išsamus esminės informacijos atskleidimas leidžia užtikrinti apsvaistytų investicinių sprendimų priėmimą ir atitinkamai tai lemia pasitikėjimą rinka ir jos efektyvumą, nors reglamentavimo institucijos nesiekia garantuoti investuotojams, kad jie uždirbs pinigų arba kad jų nepraras.<sup>466</sup> Europos Sąjungos reglamentavimo institucijos suprato, kad informacijos atskleidimas yra esminis elementas siekiant užtikrinti veiksmingą rinkos veikimą ir jos augimą. Informacijos atskleidimas geba spręsti informacijos asimetrijos problemą, kuri gali trukdyti skirstyti investuotojų kapitalą ir atitinkamai jų pasitikėjimą rinka.

Čia galima pažymėti, kad informacijos atskleidimas investuotojams susijęs ir su

464 Farris, *supra note*, 130: 306.

465 Serdaris, *supra note*, 31: 436–438.

466 Rodrigues, *supra note*, 183: 137.

kitų rizikų, tokių kaip apgaulė, sukčiavimas ir nemokumas, eliminavimu. Projekto savininkas, nekantraudamas pritraukti savo verslui vystyti reikalingų lėšų, gali būti linkęs pateikti palankesnę verslo idėjos vertinimą nei iš tikrųjų ir nepaminėti neigiamo turinio informacijos. Todėl čia reglamentavimas reikalauja visiško esminės informacijos atskleidimo ir toks reikalavimas užtikrinamas baudžiamosios, administracinės ir civilinės teisės atsakomybės nuostatų taikymu projekto savininkui ar sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjui.<sup>467</sup> Europos bankų institucija nurodo<sup>468</sup>, kad, siekdamas eliminuoti riziką, susijusią su projekto savininko nemokumo rizika, sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas privalo užtikrinti esminės informacijos atskleidimo reikalavimus. Sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjo administruojamos platformos interneto puslapyje turėtų būti investuotojams pasiekiamą informacija apie atitinkamą siūlomą projektą, projekto savininką ir finansavimo mechanizmus, taip pat bendra informacija apie su investavimu susijusią riziką, įskaitant investicijų grąžos negavimo, visiško investicijų praradimo, ar riziką, susijusią su investicijų likvidumu. Visa ši informacija privalo būti pateikta aiškiai, suprantamai ir neklaidinti.

Jau nuo pirmųjų Reglamento 2020/1503 versijų buvo laikomasi nuosaikaus požiūrio, kad emitentams turi būti nustatytos privaloma išsamios informacijos atskleidimo pareiga, apimanti visus jų dalyvavimo rinkoje etapus.<sup>469</sup> Tačiau, kaip jau aptarėme, empiriniai psichologijos ir kitų elgsenos mokslų tyrimai pateikė daug įrodymų, kad dėl šališkumo ir euristikos investuotojai nesiima racionalaus turimos informacijos apdorojimo ir sistemingai priima neracionalius sprendimus.<sup>470</sup> **Remdamosi šiomis išvadomis, kapitalo rinkų reglamentavimo institucijos tam tikru mastu bandė ištaisyti informacijos atskleidimo paradigmos trūkumus, daugiausia pritaikydamos atskleidžiamos informacijos dydį ir jos formavimą mažmeninių investuotojų pažintiniams gebėjimams, kartu atsižvelgdamos į smulkiojo verslo poreikius, t. y. kaštų klausimą.**<sup>471</sup> Toliau apžvelgiamas Reglamento 2020/1503 nustatytas reglamentavimas dėl esminės informacijos atskleidimo potencialiam investuotojui. Čia mėginama lyginti jį su Prospekto direktyvos nustatytu reglamentavimu.

Sutelktinis finansavimas daugeliu atžvilgių primena pirminį viešąjį siūlymą (angl. IPO – *Initial Public Offering*), nes abiem atvejais tai yra bendrovės vertybinių popierių pardavimas tiek pirmą kartą, tiek plačiajai visuomenei.<sup>472</sup> Europos kapitalo rinkų reglamentavimas ne visada buvo prioritetas Europos Sąjungos lygmeniu, kaip yra dabar. Nors laisvas kapitalo judėjimas buvo viena iš keturių laisvių, paminėtų 1957 metų Romos sutartyje, prospekto reikalavimų reglamentavimui daugiau dėmesio skirta tik

---

467 Gillen ir Pogorski, *supra note*, 54: 149.

468 „Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding“, *supra note*, 72: 19.

469 Serdaris, *supra note*, 31: 428–429.

470 Serdaris, *supra note*, 31: 428–429.

471 Serdaris, *supra note*, 31: 428–429.

472 Ibrahim, *supra note*, 52: 293.

aštuntajame ir devintajame dešimtmėčiuose. Įtraukimo į biržų sąrašus direktyvos<sup>473</sup> priėmimas 1980 m. ir Pasiūlymo direktyva<sup>474</sup> 1989 m. buvo pirmasis teisėkūros bandymas suderinti taisykles, susijusias su viešu siūlymu Europos Sąjungoje. Įtraukimo į biržos sąrašus direktyvoje buvo nustatytos taisyklės dėl informacinio biuletenio, kurį vertybinių popierių emitentai turėjo paskelbti prieš įtraukdami į oficialųjį prekybos sąrašą valstybėje narėje.<sup>475</sup> Prospekto pasas bendrijos mastu įtvirtintas tik 2003 m., kai Parlamentas ir Taryba priėmė Komisijos pasiūlymą<sup>476</sup> dėl naujos Prospekto direktyvos 2003/71/EB priėmimo.

**Prospekto direktyva 2003/71/EB sukūrė konsoliduotą požiūrį į vertybinių popierių platinimą viešai bendrijos mastu, tačiau toks išsamus ir griežtas reglamentavimas lemia didelius atitikties kaštus. Tokie kaštai yra nepakeliami sutelktinio finansavimo projektų savininkams.** Europos Sąjungoje vien tik prospekto, kurio apimtis siekia kelis šimtus puslapių, parengimas gali kainuoti apie 200 000–300 000 Eur, kalbant apie didelio masto emisijas.<sup>477</sup> Prospekto parengimo darbai gali užtrukti daugiau nei 1200 žmogaus darbo valandų ir net palankiausiomis sąlygomis dažniausiai tai trunka apie 6 mėnesius. Šis procesas, be kita ko, blaško emitento vadovybės dėmesį, nes ji turi susitelkti į prospekto rengimą, o ne į pačios bendrovės kasdienes uždavinius. Be to, dažniausiai prospektui parengti pasitelkiami atitinkami specialistai, pavyzdžiui, advokatai, buhalteriai ir finansų specialistai. Paprastai tai lemia net iki 10–15 proc. išlaidų nuo paties siūlymo vertės, jei jo dydis nesiekia 6 mln. Eur.<sup>478</sup> Tokia suma reikšminga mažoms ir vidutinėms įmonėms, tai jas atgraso nuo tokio finansavimo pasirinkimo. Atkreiptinas dėmesys, kad čia kalbama tik apie projekto parengimo kaštus, o kur dar grąža investuotojams, ji taip pat gali siekti iki 10 proc. Taigi sutelktinio finansavimo reglamentavimo tikslas yra rasti efektyvų ir pigų būdą mažoms ir vidutinėms įmonėms pritraukti viešojo kapitalo. **Sutelktinio finansavimo reglamentavimu siekiama sukurti viešo siūlymo reglamentavimo išimtį, kad mažos ir vidutinės įmonės galėtų viešai siūlyti savo vertybinius popierius paprastai, nebrangiai**

---

473 „Council Directive 80/390/EEC of 17 March 1980 coordinating the requirements for the drawing up, scrutiny and distribution of the listing particulars to be published for the admission of securities to official stock exchange listing“, OJ L100, žiūrėta 2022 m. sausio 23 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:31980L0390>.

474 „Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC (Text with EEA relevance)“, OJ L 345, žiūrėta 2022 m. sausio 23 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32003L0071&rid=1>.

475 Härkönen, *supra note*, 68: 125.

476 „Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan“, European Commission, COM 232 (1999), žiūrėta 2022 m. sausio 23 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:51999DC0232&from=RO>.

477 Andreas ir Preiner, *supra note*, 19: 234.

478 Schwartz, *supr note*, 175: 1079; taip pat žr. Härkönen, *supra note*, 69: 125.

**ir be pareigos atitikti sudėtingą ir reiklų reglamentavimą, kaip numatyta viešojo platinimo procese, siekiant eliminuoti didelius jų atitikties kaštus.<sup>479</sup>**

Taigi atsižvelgiant į tai, kad sutelktinio finansavimo atveju projekto savininkai negali pakelti didelių finansavimo išlaidų, svarbiausias veiksnys nustatant šių santykių reglamentavimą turėtų būti pagrindinės informacijos investuotojui atskleidimo kaina. Projekto savininko požiūriu, tokio dokumento parengimas turėtų būti pigesnis nei emisijos platinimas pagal Prospekto direktyvos reikalavimus, kai finansavimo siekia didelės įmonės didelėmis sumomis ir informacijos atskleidimo kaštai santykinai maži.<sup>480</sup> Be to, kaip aptarta, investuotojai neskaito didelės apimties prospektų. Kiekvienas, kuriam kada teko jį bent jau vartyti, žino, kad šis dokumentas sudėtingas, painus ir detaliai aprašytas, tad beveik visiškai nesuprantamas paprastam neprofesionaliam investuotojui, kuris neturi specialių žinių ir negali suprasti jo turinio. Priešingai, galima sakyti, kad prospektas skirtas profesionalams ar analitikams, kurie turi pakankamai žinių ir patirties suprasti jo turinį ir juo pasikliaudami priimti investicinį sprendimą.<sup>481</sup> Teisės ir psichologijos moksluose nurodoma, kad, net ir pateikiant išsamią patikrintą informaciją potencialiems investuotojams apie projektą, investuotojai nėra linkę jos išsamiai skaityti ir analizuoti. Jiems tai primena sudėtingą švietimo procesą, kuris gali būti įdomus tik mokslininkams, o ne paprastiesiems žmonėms.<sup>482</sup>

Galimą informacijos asimetrijos kainą rinkai taikliai išanalizavo ir nurodė Konstantinos Serdaris per savo klasikinę „citrinų rinkos“ teoriją.<sup>483</sup> Tai reiškia rinką, kurioje dėl pirkėjo nesugebėjimo (ar informacijos stokos) atskirti gerą ir blogą produktą, gamintojai raginami gaminti vis daugiau vadinamųjų „citrinų“, t. y. prastos kokybės produktus. Jei ši problema būtų nesprenžžiama, atitinkamai investicijų atranka vyktų ne pagal kokybinius standartus, todėl būtų netinkamai paskirstyti kapitalo ištekliai, t. y. būtų finansuojami nepatikimi ir nekokybiški projektai ir rinka galiausiai žlugtų, nes jos dalyviai nesuprastų, kuris projektas patikimas ir vertas finansavimo. O aukštos kokybės produkcijos gamintojai nematytų poreikio vargintis, nes to kaštai būtų didesni už gaunamą naudą. Atitinkamai rinką užpildytų „rūgščios citrinos“, kurių niekas nenorėtų, ir rinka žlugtų. Šiuo atžvilgiu informacijos atskleidimas, konkrečiau – privalomas atskleidimas, yra būtina sąlyga siekiant kovoti su informacijos asimetrija ir taip užtikrinti veiksmingą kapitalo paskirstymą. Tokią naudą galima matyti jau veikiančiose reguliuojamose rinkose, taip pat pirminėje ir antrinėje prekyboje.

Čia buvo sakyta, kad galima pasinaudoti PRIIPS reglamento Nr. 1286/2014<sup>484</sup> ana-

---

479 Andrew A. Schwartz, „The Gatekeepers of Crowdfunding“, *Washington and Lee Law Review*. 75 (2) (2018): 905, žiūrėta 2022 m. gegužės 28 d., <https://scholarlycommons.law.wlu.edu/wluwr/vol75/iss2/6/>.

480 Andreas ir Preiner, *supra note*, 19: 234.

481 Schwartz, *supra note*, 175: 1078–1079.

482 Ibrahim, *supra note*, 47: 594.

483 Serdaris, *supra note*, 31: 432.

484 „Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. lapkričio 26 d. reglamentas (ES) Nr. 1286/2014 dėl mažmeninių investicinių produktų paketų ir draudimo principu pagrįstų investicinių produktų (MIPP

logija. Šis reglamentas numato, kad tuo atveju, kai perleidžiami vertybiniai popieriai, kurie turi svarto elementą ir jie platinami neprofesionaliems klientams, tokio produkto teikėjas privalo paskelbti pagrindinę informaciją apie investiciją dokumentą, nesvarbu, jei jis turi ir paskelbtą prospektą. Šis dokumentas palengvino investuotojų dalį, jiems nebereikia skaityti viso prospekto, jie gali perskaityti tik trumpą pagrindinės informacijos dokumentą, kuriama atskleidžiamas sudėtingos finansinės priemonės veikimo mechanizmas. Tokia prospekto santrauka padeda investuotojams suprasti savo teises ir įvertinti su vertybiniu popieriumi susijusią riziką ir taip priimti pagrįstą sprendimą.<sup>485</sup>

Sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjai privalo būsimiems investuotojams pateikti pagrindinės informacijos apie investiciją dokumentą, kurį dėl kiekvieno sutelktinio finansavimo projekto pasiūlymo parengia projekto savininkas. Pagrindinės informacijos dokumento turinys susideda iš šių dalių: 1. Reglamento 2020/1503 I priede nurodyta informacija apie projektą; 2. Atsakomybės ribojimo pareiškimas, nurodantis, kad sutelktinio finansavimo projekto pasiūlymas nėra patikrintas ar patvirtintas ESMA arba kompetentingų institucijų, ir įspėjimas apie investuotojo prisiimamą investicijų riziką; ir 3. Perspėjimas apie rizikas: dėl investicijų grąžos negavimo, dalinio ar visiško investuotų pinigų praradimo, investicinių priemonių likvidumo, indėlių ir įsipareigojimų investuotojams draudimo sistemos netaikymo.<sup>486</sup>

Toliau verta aptarti Reglamento 2020/1503 I priedą, kuris numato turinio reikalavimus, taikomus pagrindinės informacijos apie investiciją dokumentui. **Šis dokumentas iš esmės analogiškas prospekto santraukai, jis privalo būti rengiamas teikiant vidutinio dydžio (nuo 1 mln. iki 8 mln. eurų) emisijas pagal Prospekto direktyvos 2003/71/EB ir Reglamento (ES) 2017/1129 reikalavimus.** Prospekto direktyvos 2003/71/EB konstatuojamosios dalies 28–30 punktuose nurodoma, kad prospekto santrauka yra naudingas informacijos šaltinis investuotojams, ypač neprofesionaliesiems investuotojams. Ši informacija apima duomenis apie esmines emitento siūlomų vertybinių popierių savybes ir su jais susijusią riziką, joje taip pat nurodomi bendri siūlymo terminai ir sąlygos. Prospekto santrauka turėtų būti trumpa, paprasta ir investuotojams lengvai suprantama; ji, skirtingai nei didelės apimties prospektas, kuris mažmeninių investuotojų neskaitomas, yra skaitoma.<sup>487</sup> Santrauka turėtų būti parašyta paprasta, netechnine kalba, informaciją pateikiant lengvai suprantamu būdu. Pagrindinės informacijos dokumentas turi būti teikiamas investuotojui visais sutelktinio finansavimo teikiamais pasiūlymų atvejais, t. y. čia nėra nustatyta sutelktinio finansavimo projekto sumos, nuo kurios šis reikalavimas būtų taikomas, ar kitų parametrų. O pagal Prospekto direktyvą 2003/71/EB prospekto santrauka teikiama tik vidutinio dydžio (nuo 1 mln. iki 8 mln. Eur) emisijų atveju, kurios nėra siūlomos tik profesionaliems

---

ir DIP) pagrindinės informacijos dokumentų“, OJ L 352/1, 9.12.2014, žiūrėta 2021 m. kovo 28 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/?uri=celex%3A32014R1286>.

485 Andreas ir Preiner, *supra note*, 19: 232.

486 Macchiavello, *supra note*, 29: 584.

487 Macchiavello, *supra note*, 98: 565.

investuotojams, arba vertybinių popierių vieneto nominalioji vertė nesiekia 100 000 Eur – Reglamento (ES) 2017/1129 7 straipsnis.

Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymo 4 straipsnio 1 dalyje ir Lietuvos banko patvirtintame Informacinio dokumento apraše<sup>488</sup> numatyta, kad informacinis dokumentas turi būti teikiamas analogiškai kaip ir prospekto santrauka, t. y. teikiant vidutinio dydžio nuo 1 mln. iki 8 mln. Eur emisiją arba paskolos finansavimą. Šiuo atveju informacinio dokumento apie investiciją nereikia rengti ir tada, kai tenkinama bent viena Reglamento (ES) 2017/1129 1 straipsnio 4 dalyje nustatyta sąlyga<sup>489</sup>, kai vertybinius popierius siūlant viešai nereikalaujama paskelbti prospekto. **Toks reglamentavimas leido sutelktinio finansavimo platformai platinti iki 1 mln. Eur dydžio investicijas be jokio informacinio dokumento.** Toks reglamentavimo modelis atrodo labai keistas ir kritikuotinas, nes tai neeliminuoja informacijos asimetrijos rizikos ir atitinkamai neužtikrina neprofesionalių investuotojų tinkamos interesų apsaugos. Galima daryti išvadą, kad Reglamentas 2020/1503 išplėtė prospekto santraukos modelio taikymą sutelktinio finansavimo siūlymams apimdamas ir tuos siūlymus, kurių suma neviršija 1 000 000 Eur, ir neskirstydamas emisijos vieneto nominaliosios

---

488 Lietuvos banko valdybos 2013 m. vasario 28 d. nutarimas. Nr. 03-45 „Dėl Informacinio dokumento, privalomo rengti viešai siūlant vidutinio dydžio emisijas ir sudarant vidutinio dydžio sutelktinio finansavimo sandorius, rengimo ir skelbimo tvarkos aprašo patvirtinimo“, TAR, žiūrėta 2021 m. kovo 23 d., <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.FBCA86913364>.

489 a) vertybinių popierių siūlymui, skirtam tik profesionaliesiems investuotojams; b) vertybinių popierių siūlymui, skirtam mažiau nei 150 vienos valstybės narės fizinių ar juridinių asmenų, kurie nėra profesionalieji investuotojai; c) vertybinių popierių, kurių vieneto nominalioji vertė siekia bent 100 000 Eur, siūlymui; d) vertybinių popierių siūlymui, skirtam investuotojams, įsigyjantiems vertybinius popierius, kurių bendra pardavimo vertė, tenkanti vienam investuotojui pagal kiekvieną atskirą siūlymą, yra bent 100 000 Eur; e) akcijoms, kurios išleidžiamos vietoj jau išleistų tos pačios klasės akcijų, jei tokių naujų akcijų emisija nedidindamas išleistas kapitalas; f) vertybiniams popieriams, kurių siūlymas susijęs su perėmimu ir teikiamas kaip mainų pasiūlymas, jeigu laikantis 21 straipsnio 2 dalyje nustatytos tvarkos yra viešai paskelbiamas dokumentas, kuriame pateikiama informacija apie sandorį ir jo poveikį emitentui; g) vertybiniams popieriams, kurie siūdomi, paskirstomi arba kuriuos ketinama paskirstyti susijungimo ar skaidymosi atveju, jeigu laikantis 21 straipsnio 2 dalyje nustatytos tvarkos yra viešai paskelbiamas dokumentas, kuriame pateikiama informacija apie sandorį ir jo poveikį emitentui; h) dividendams, kurie esamiems akcininkams išmokami tos pačios klasės akcijomis kaip akcijos, už kurias tokie dividendai mokami, jeigu yra parengtas dokumentas, kuriame pateikiama informacija apie akcijų skaičių, pobūdį, siūlymo priežastis ir išsamūs siūlymo duomenys; i) vertybiniams popieriams, kuriuos esamiems arba buvusiems direktoriams ar darbuotojams siūlo, paskirsto ar ketina paskirstyti jų darbdavys arba susijusi išmonė, jeigu yra parengtas dokumentas, kuriame pateikiama informacija apie vertybinių popierių skaičių, pobūdį, siūlymo arba paskirstymo priežastis ir išsamūs siūlymo arba paskirstymo duomenys; j) ne nuosavybės vertybiniams popieriams, kuriuos nepertraukiamai ar pakartotinai leidžia kredito įstaiga, jei Sąjungoje siūlomų vertybinių popierių bendra agreguota pardavimo vertė, tenkanti vienai kredito įstaigai paskaičiuotą per 12 mėnesių laikotarpį, yra mažesnė nei 75 000 000 Eur ir jeigu tie vertybiniai popieriai: i) nėra subordinuoti, konvertuojami ar keičiami ir ii) jais nesuteikiama teisė pasirašyti arba įsigyti kitų rūšių vertybinių popierių ir jie nėra susieti su išvestine finansine priemone.

vertės arba kam toks siūlymas teikiamas (profesionaliems investuotojams ar patirties neturintiems investuotojams).

Kalbant apie išimtis galima paminėti ir įdomų Elif Härkönen pastebėjimą, kad Reglamente (ES) 2017/1129 nurodyta išimtis, jog nereikia prospekto siūlant emisiją 150 neprofesionalių investuotojų vienoje valstybėje narėje. Teoriškai tai reiškia, kad emitentas gali pasiūlyti parduoti savo vertybinius popierius 4172 nekvalifikuotiems investuotojams (149 investuotojams kiekvienoje iš 28 valstybių narių), netaikydamas prospekto reikalavimų. Akcijų išleidimas ribotam nekvalifikuotų investuotojų skaičiui gali būti derinamas su kitomis direktyvoje išvardytomis išimtimis. Pavyzdžiui, siūlymas 149 investuotojams kiekvienoje iš kelių valstybių narių gali būti derinamas su išimtimi, apimančia emisijas kvalifikuotiems investuotojams, taip dar labiau išplečiant išimties taikymo sritį.<sup>490</sup> Šio darbo autoriui nepavyko rasti nė vieno pavyzdžio, kad kuri nors bendrovė iki Reglamento 2020/1503 priėmimo būtų mėginusi naudotis tokiomis išimtimis bent ir per kelias jurisdikcijas. Šio darbo autoriaus nuomone, toks finansavimo modelis būtų buvęs per sudėtingas ir per brangus įgyvendinti.

Turinio prasme pagrindinės informacijos apie investiciją dokumentas yra analogiškas prospekto santraukos elementams, kurie nustatomi atsižvelgiant į siūlymo specifiką pagal Reglamentą (ES) 2019/980.<sup>491</sup> Be abejo, čia atsižvelgtą į sutelktinio finansavimo platformose finansuojamų projektų specifiką ir atitinkamai reikalingą atskleisti informaciją. Sutelktinio finansavimo siūlymo informacija čia grupuojama tokiomis dalimis:

1. Informacija apie projekto savininką ir sutelktinio finansavimo projektą;
2. Pagrindiniai sutelktinio finansavimo proceso ypatumai ir kapitalo pritraukimo arba lėšų skolinimosi sąlygos;
3. Rizikos veiksniai;
4. Informacija, susijusi su perleidžiamų vertybinių popierių ir sutelktinio finansavimo tikslais naudojamų priemonių pasiūlymais;
5. Informacija apie specialiosios paskirties įmonę;
6. Investuotojo teisės;
7. Su paskolomis susijusi atskleidžiama informacija;
8. Mokesčiai, informacija ir teisių gynimo priemonės;
9. Informacija apie individualaus paskolų portfelio valdymą, kurią turi pateikti sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjai.

Įdomu, kad jei perleidžiami vertybiniai popieriai turi sverto elementą ir yra platinami ne per sutelktinio finansavimo platformą neprofesionaliems klientams, tokiu

---

490 Härkönen, *supra note*, 68: 125.

491 „Komisijos deleguotasis 2019 m. kovo 14 d. reglamentas (ES) 2019/980, kuriuo Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) 2017/1129 papildomas nuostatomis dėl prospekto, kuris turi būti skelbiamas, kai vertybiniai popieriai siūdomi viešai arba įtraukiami į prekybos reguliuojamoje rinkoje sąrašą, formato, turinio, tikrinimo ir tvirtinimo ir kuriuo panaikinamas Komisijos reglamentas (EB) Nr. 809/2004“, OL L 166, 26, 2019.6.21, žiūrėta 2021 m. kovo 28 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:02019R0980-20200917&from=EN>.

atveju tokio produkto platintojas, kuris veikia MIFID II licencijos pagrindu, pagal PRIIPS Reglamento (ES) 1286/2014 5 straipsnį, privalo paskelbti pagrindinės informacijos apie investiciją dokumentą.<sup>492</sup> O per sutelktinio finansavimo platformą nėra draudžiama platinti vertybinių popierių, kurie susieti su išvestine finansine priemone, kita finansine priemone arba yra tokios struktūros, dėl kurios investuotojui gali būti sudėtinga suprasti tokiems vertybiniams popieriams būdingą riziką. Čia siekiant išvengti teisinio arbitražo, Reglamento 2020/1503 23 straipsnio 15 dalis numato, kad tuo atveju, jei yra parengtas pagrindinės informacijos apie investiciją dokumentas, sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjai ir projektų savininkai laikomi įvykdžiusiais pareigą parengti pagrindinės informacijos dokumentą pagal Reglamentą (ES) 1286/2014. Toks reglamentavimas buvo nustatytas atsižvelgiant į prospekto reglamentavimo analogiją, kaip Reglamento (ES) 2017/1129 konstatuojamosios dalies 32 punkte yra numatyta, kad „<...>. Jeigu vertybiniams popieriams taikomas ir šis reglamentas, ir Reglamentas (ES) Nr. 1286/2014, viso pagrindinės informacijos dokumento turinio panaudojimas santraukoje sumažintų emitentams tenkančias reikalavimų laikymosi išlaidas ir administracinę naštą ir todėl toks pakartotinis panaudojimas šiuo reglamentu yra palengvinamas.<...>“.

Kai kurie mokslininkai nurodo, kad Prospekto direktyvos reikalavimai prospektui ar jo santraukai laikomi tik formalumu, kurį turį įvykdyti emitentai, norintys gauti finansavimą kapitalo rinkose pirminio platinimo metu. Tai lemia šie veiksniai: pirma, dažniausiai pirminėje rinkoje platinamų priemonių nominali kaina siekia mažiausiai 1000 Eur, o vidutinės Anglijos gyventojų pajamos per metus yra 29 000 svarų, Europos Sąjungos vidurkis siekia tik apie 17 800 Eur.<sup>493</sup> Atitinkamai tokio tipo investuotojui 1000 eurų suma jau pati savaime laikoma didele ir jis dažniausiai nėra linkęs investuoti tokios didelės sumos. Antra, paprastai prospektas paskelbiamas prieš pat akcijų prekybą kapitalo rinkose ir mažmeniniams investuotojams neužtenka laiko perskaityti ir išanalizuoti pateikto prospekto. Trečia, instituciniai investuotojai jau iš anksto nusprendę, kad įsigys ketinamų siūlyti priemonių, nes turi pakankamai žmogiškųjų ir finansinių išteklių iš anksto susipažinti su emitento viešai prieinama finansine ir kita informacija dar tik formuodami siūlymą kapitalo rinkoms.<sup>494</sup>

Michael B. Dorff teigia, kad nei prospektas, nei pagrindinės informacijos apie investiciją dokumentas nepadės neprofesionaliam investuotojui racionaliai pasirinkti projekto. Tai tik neva suteikia menkavertę saugumo iliuziją. Neprofesionalus investuotojas gal ir perskaitys vieną pagrindinės informacijos apie investiciją dokumentą, tačiau jis jį tikrai neskaitys daugiau ir nelygins tarpusavyje dėl laiko stokos. Dauguma investuotojų neskaito emisijos dokumentacijos, o tai patvirtina ir kitas pavyzdžiai – pavyzdžiui,

---

492 „Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. lapkričio 26 d. reglamentas (ES) Nr. 1286/2014 dėl mažmeninių investicinių produktų paketų ir draudimo principu pagrįstų investicinių produktų (MIPP ir DIP) pagrindinės informacijos dokumentų“, *supra note*, 485.

493 „Mean and median income by household type - EU-SILC and ECHP surveys“, Eurostat, , 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).

494 Chiu, *supra note*, 360: 204.

virtotojai neskaity paslaugų ar prekių sąlygų, kai interneto svetainėse šalių jų nuorodų virtotojų prašoma paspausti „sutinku“.<sup>495</sup> Čia autorius pateikia tokį pavyzdį: tarkime, šeima peržiūrėjo 20 sutelktinio finansavimo pasiūlymų, kiekvienam jų skyrė bent po valandą laiko ir taip atmetė tris trečdalius pasiūlymų. Keturiems finalininkams ji skyrė bent po 10 valandų laiko skaitydama jų pasiūlymus ir lygindama apdorotą informaciją, o išsirinktam laimėtojui turėtų skirti bent 20 val., kad įsitikintų savo pasirinkimo racionalumu. Taip iš viso ši šeima sugaištų iki 75 valandų norėdama vien tik išsirinkti finansuoti tinkamą projektą. Žiūrint iš ekonominės perspektyvos ši šeima patyrė didelių nuostolių. Antai federaliniu lygiu Jungtinėse Amerikos Valstijose minimalusis valandos įkainis yra 7,25 dolerio. Atitinkamai per 75 darbo valandas, kai neprofesionalūs investuotojai siekė racionaliai pasirinkti projektą, į kurį galėtų investuoti, jie galėjo uždirbti net 543,75 dolerio. Jungtinių Amerikos Valstijų šeimos ūkio iš keturių asmenų šeimos vidutinės pajamos yra apie 62 843 JAV dolerių<sup>496</sup>, vadinasi, pagal taikomus ribojimus tokio dydžio pajamas uždirbantys asmenys galėtų investuoti daugiausia 2200 dolerių ir geriausiu atveju gautų tik iki 5–7 proc. grąžos, bet tik tada, jei tai būtų paskola fiksuotomis palūkanomis ar akcijos, pagal kurias išmokami dividendai. Tokia grąža mažai tikėtina, be to, Jungtinėse Amerikos Valstijose taikomas minimalus vienu metų draudimas perleisti sutelktinio finansavimo investicijas, čia nėra skelbimų lentos, kaip numato Europos Sąjungos reglamentavimas, ir tai užtikrintų antrinę rinką ir tokių investicijų likvidumą. Taigi galima daryti išvadą, kad visiškai nelogiška skirti tiek laiko potencialių investicijų analizavimui ir pasirinkimo sprendimo priėmimui, kai projekto siūloma grąža yra menka ir investicijos nelikvidžios, palyginti su tuo, ką per minėtą laiką galima uždirbti.<sup>497</sup> Taigi investavimas per sutelktinio finansavimo platformą panašus į mažą verslo loteriją, nors organizuojant loterijas nereikalaujama turėti veiklos licencijos, o statymų dydžiai nėra ribojami.<sup>498</sup>

Apibendrinant tai, kas pasakyta, galima daryti išvadą, kad reglamentavimo institucija pasiekė aukso vidurį bandydama suderinti investuotojų apsaugos ir projekto savininkų interesus. Pirma, prospekto reikalavimo atsisakymas leidžia kardinaliai sumažinti siūlymo sąnaudas, o tai daro sutelktinį finansavimą daug lengviau priėmiamą mažoms ir vidutinėms įmonėms. Antra, kaip jau atskleista, prospektas yra per didelis ir per sudėtingas dokumentas, kad jį suprastų patirties neturintys investuotojai. Toks sudėtingas dokumentas ne tik neneša naudos investuotojui, priešingai, daro jam

---

495 Schwartz, *supra note*, 49: 46.

496 „Median Household Income In January 2022“, Seeking Alpha, žiūrėta 2022 m. balandžio 21 d., [https://seekingalpha.com/article/4491634-median-household-income-january-2022?external=true&gclid=Cj0KCQjwplmTBhCmARIsAKr58cxVxFY7YvJpTHHldwFsx60jIX9tThvnp69ej8npRxfzXqeltn\\_n89caAhuxEALw\\_wcB&utm\\_campaign=16160107180&utm\\_medium=cpc&utm\\_source=google&utm\\_term=138882501091%5Elsa-1485125208378%5E%5E581249221152%5E%5E%5Eg](https://seekingalpha.com/article/4491634-median-household-income-january-2022?external=true&gclid=Cj0KCQjwplmTBhCmARIsAKr58cxVxFY7YvJpTHHldwFsx60jIX9tThvnp69ej8npRxfzXqeltn_n89caAhuxEALw_wcB&utm_campaign=16160107180&utm_medium=cpc&utm_source=google&utm_term=138882501091%5Elsa-1485125208378%5E%5E581249221152%5E%5E%5Eg).

497 Dorff B. Michael, „The Siren Call of Equity Crowdfunding“, *Journal of Corporate Law* 39 (2013): 517, žiūrėta 2022 m. sausio 23 d., <https://ssrn.com/abstract=2325634>.

498 White, *supra note*, 243: 265.

žalą – jį pavartęs investuotojas gali susidaryti klaidingą įspūdį apie potencialią investiciją. Investuotojui turėtų būti teikiamas trumpas ir aiškus standartizuotas dokumentas, kurį jis, rinkdamasis investuoti, galėtų lengvai palyginti su kitais dokumentais. Taigi taip laimi abi šalys – ir investuotojas, ir projekto savininkas, o sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjui neatsiranda prievolė atlikti kokias nors papildomas funkcijas, pavyzdžiui, tikrinti prospektą.

### 3.3.3.3. *Investuojamos sumos ribojimai*

Europos bankų institucija yra rekomendavusi<sup>499</sup> nustatyti investuotojo atliekamos investicijos sumos dydžio limitus atsižvelgiant į kliento nustatytą kategoriją. Pavyzdžiui, investuotojui būtų suteikta galimybė investuoti į siūlomus projektus per atitinkamą periodą atsižvelgiant į jo pajamas ir turtą. Reglamentas 2020/1503 nenumato investavimo apribojimų, tačiau jame nustatomos tam tikros apsaugos priemonės, kuriomis siekiama išvengti pernelyg didelės rizikos, susijusios su sutelktinio finansavimo projektais, nepatyrusiems investuotojams. Šiuo atžvilgiu, kai į individualų sutelktinio finansavimo pasiūlymą investuojama suma viršija 1000 Eur arba 5 proc. investuotojo grynosios vertės, apskaičiuotos taikant modeliavimo testą dėl gebėjimo prisiimti nuostolius, sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjas turi užtikrinti, kad investuotojas gautų įspėjimą apie riziką, o investuotojas atitinkamai turi pagrįsti ir parašu patvirtinti, kad jis supranta investiciją ir su ja susijusią riziką.<sup>500</sup> Laikoma, kad jei investuotojas pasirašo įspėjimus, tai atitinkamai padidina tikimybę, kad jis juos tikrai perskaitys.<sup>501</sup>

**Šiuo apribojimu buvo siekiama sukurti situaciją, kai potencialus patirties neturintis investuotojas, prieš priimdamas sprendimą investuoti didesnę sumą, sustotų ir susimąstytų, ar jis tikrai priima pamatuotą sprendimą.** Čia reglamentavimo institucija tarytum leidžia investuotojui be jokio įspėjimo investuoti 1000 eurų ar 5 proc. turto vertės, nes tokia suma nebūtų laikoma reikšminga, jei investuotojas ją prarastų. Toks apribojimas neleidžia asmeniui skubėti priimti sprendimo ir verčia susimąstyti, ar tokia investicija pasiteisins, o gal geriau savo lėšas investuoti į kitus perspektyvius projektus. Šio darbo autoriaus nuomone, nors toks reglamentavimas yra paternalistinis, jis nedaro neigiamos įtakos sutelktinio finansavimo veiklai ir investuotojams. Kaip tik toks reglamentavimas pateisinamas, nes nustatant tokias mažas investavimo sumas mažmeniniams investuotojams siekiama decentralizuoti galimus jų nuostolius mažomis sumomis.<sup>502</sup> **Įdomu tai, kad tokio sumos ribojimo privalomai įspėjant nėra numatyta MIFID II dokumente ir čia investuotojas gali neribotai investuoti, kur tik nori, jei tai nesudėtingos finansinės priemonės.**

Antai Jungtinėse Amerikos Valstijose nustatyti tokie investuojamos sumos limitai:

---

499 „Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding“, *supra note*, 72: 19.

500 Serdaris, *supra note*, 31: 442.

501 Farris, *supra note*, 130: 311.

502 White, *supra note*, 243: 249–250.

- a. Neakredituoto investuotojo, kurio metinės pajamos arba turtas neviršija 107 000 JAV dolerių, metinė investuojama suma negali viršyti 2200 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>503</sup>;
- c. Akredituotas investuotojas gali investuoti neribotai<sup>504</sup>.

Atkreiptinas dėmesys, kad čia kalbama apie investavimo sumos ribojimus, kurie neleidžia daugiau investuoti, o Reglamente 2020/1503 nenustatyta tokio draudimo, tik reikalaujama papildomai įspėti investuotoją. Akredituotiems investuotojams leidžiama neribotai investuoti į privataus siūlymo vertybinius popierius, nors jie ir yra rizikingos investicijos, kurias dažniausiai sunku suprasti. Vertybiniai popieriai kaip investicijos gali būti nelikvidūs daug metų, nes dėl savo finansinės padėties gali absorbuoti potencialius nuostolius.<sup>505</sup>

Jungtinių Amerikos Valstijų mokslininkai aiškina, kad metinė viršutinė investavimo riba nustatyta tam, kad apsaugotų investuotojus nuo pražūtingo dydžio nuostolių. Esant tokiam reglamentavimui, praktiškai neįmanoma prarasti savo gyvenimo santaupų investuojant per sutelktinio finansavimo platformą, kad ir kokį blogą ar nesėkmingą sprendimą priėmė investuotojas.<sup>506</sup> Dar 2010 m. atliktas tyrimas parodė, kad net 30 proc. JAV populiacijos visiškai neturi jokių santaupų, o 49 proc. sunkiai padengia visas mėnesio sąskaitas, todėl prarasti net 500 JAV dolerių investuojant amerikiečiams atrodytų katastrofiška.<sup>507</sup> **Tačiau, šio darbo autoriaus nuomone, toks ribojimas yra per-teklinis, nes, pavyzdžiui, investuotojas gali greitai, lengvai ir teisėtai netekti visų savo pajamų, neribotai investuodamas į akcijų rinkas biržose, kur investavimo sumos neribojamos, kazino ar lošdamas loterijose<sup>508</sup>, neribotai statydamas žirgų lenktynėse, futbole ar lošti pokerį be jokio sumų limito ar apsaugos.<sup>509</sup>**

Australijoje patirties neturinčiam investuotojui leidžiama investuoti į vieną projektą tik 2500 Australijos dolerių ir tik iki 10 000 Austrijos dolerių per metus per visas

---

503 Namų ūkių, kurių pajamos siekia daugiau kaip 107 000 JAV dolerių, yra apie 23 proc., t. y. apie 18 mln. JAV gyventojų; White, *supra note*, 243: 249–250.

504 Akredituotų investuotojų Jungtinėse Amerikos Valstijose iš viso yra apie 7,4 proc. populiacijos, t. y. apie 8,5 mln. žmonių. Namų ūkių, kurie uždirba daugiau kaip 100 000 JAV dolerių, yra apie 23 proc., t. y. apie 18 mln. žmonių; - White, *supra note*, 243: 249-250

505 Rorigues, *supra note*, 50: 409.

506 Schwartz, *supra note*, 49: 45.

507 Bradford, *supra note*, 204: 127.

508 Schwartz, *supra note*, 49: 45.

509 Matthew, *supra note*, 52: 62.

sutelktinio finansavimo platformas.<sup>510</sup> Malaizijoje investuotojui leidžiama investuoti ne daugiau kaip maždaug 1210 JAV dolerių į kiekvieną įmonę ir ne daugiau kaip 12 100 JAV dolerių kiekvienais metais. Tailandė investuotojai gali investuoti ne daugiau kaip 15 200 JAV dolerių.<sup>511</sup> Dar iki priimant Reglamentą 2020/1503 Vokietijoje pagal Smulkiųjų investuotojų apsaugos įstatymą investuotojai galėjo investuoti per sutelktinio finansavimo platformą ne daugiau 1000 Eur vienam projektui. Jei asmuo deklaruoja, kad turi turto ne mažiau kaip už 100 000 Eur, jis atitinkamai gali investuoti iki 10 000 Eur.<sup>512</sup> Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymas nenumatė jokių investavimo sumų ribojimų.

Mokslininkai atkreipia dėmesį, kad, 2016 m. duomenimis, vidutinė paskolos forma suteikta suma Europos Sąjungoje buvo apie 8000 Eur (mediana siekė 1000 Eur), o investicijų pagrindu atlikta suma į viešąjį siūlymą buvo apie 4 000 000 Eur (mediana siekė 120 000 Eur), todėl galima svarstyti, ar sutelktinio finansavimo nustatytos sumos nėra per mažos. Čia siūloma nustatyti, pvz., 10 000 Eur sumą, kuri neatgrasytų potencialaus investuotojo, nes dauguma jų nėra linkę atskleisti savo turtinės padėties.<sup>513</sup> Su tokia nuomone disertacijos autorius negali sutikti, nes tik paskolos duomenis galima laikyti lygiaverčiais sutelktinio finansavimo veiklai. Kaip minėta, kapitalo rinkose per pirminį platinimą didžiausią dalį vertybinių popierių superka instituciniai investuotojai didelėmis sumomis. O duomenų, kokiomis sumomis investuoja pavieniai patirties neturintys investuotojai, nėra. Pagal tai, kokios jų vidutinės pajamos, tikėtina, kad tai bus labai mažos sumos, artėjančios prie 8000 Eur (mediana 1000 Eur). Manytina, kad reglamentavimo institucija atsižvelgė į vidutinį Europos Sąjungos namų ūkio pajamų vidurkį, tesiekiantį tik apie 17 800 Eur.<sup>514</sup>

Apibendrinant galima teigti, kad Reglamente 2020/1503 numatytas subalansuotas reglamentavimas, kai investuotojas gali investuoti neribotai. Tačiau kai viršija atitinkamą sumą, investuotojas papildomai įspėjamas apie potencialią riziką prarasti savo pinigus. Taip neužkertamas kelias investuotojui elgtis su savo pinigais taip, kaip jis nori, bet kartu užtikrinama bent minimali investuotojo apsauga.

#### 3.3.3.4. Diskusijų lenta ir „vandenų išbandymas“

Šiame skyriuje siekiama aptarti du institutus, kurie numatyti Jungtinių Amerikos Valstijų dokumentuose, reglamentuojančiuose sutelktinį finansavimą. Šio darbo autorius nuomone, šiais institutais galima būtų tobulinti ir Reglamentą 2020/1503.

Viešojoje akcijų prekyboje daug investuotojų teikia pavedimus pirkti atitinkamus vertybinius popierius ir taip suformuojamas bendras vertybinių popierių kainos

---

510 Matthew, *supra note*, 52: 55.

511 Nehme, *supra note*, 33: 132.

512 Andreas ir Preiner, *supra note*, 19: 235.

513 Chervyakov ir Rocholl, *supra note*, 291: 10.

514 „Mean and median income by household type – EU-SILC and ECHP surveys“, *supra note*, 493.

vidurkis, kuriuo gali pasitikėti specialių žinių neturintys investuotojai. Sutelktinio finansavimo atveju tokios galimybės nėra, todėl investuotojai, norėdami įsitikinti, kad kaina pagrįsta, turi diskutuoti tarpusavyje, kad būtų įvertintas siūlomas projektas, t. y. dalytis savo išvalgomis.<sup>515</sup> Jungtinėse Amerikos Valstijose diskusijų lenta yra privalomas atributas sutelktinio finansavimo projektui, kuris turi būti skelbiamas portalo puslapyje. Čia potencialūs investuotojai tarpusavyje gali diskutuoti apie projektą ir užduoti klausimus projekto vadovybei.<sup>516</sup> Mažmeniniai investuotojai paprastai supranta projektą tik fragmentiškai, o kai jie dalijasi informacija tarpusavyje ir asmeniškai vertina projektą, padeda kitiems investuotojams kuo daugiau sužinoti apie paskelbtą projektą. Be to, gali pasitaikyti, kad vienas kuris iš investuotojų per daug gerai vertina investavimo siūlymą, o kitas – nepakankamai gerai, bet apibendrinus jų nuomones situacija atspindima objektyviau.<sup>517</sup> Bendras minios sprendimas gali būti tikslesnis nei vieno individo. Čia buriasi potencialūs skirtingų sluoksnių investuotojai, turintys skirtingas žinias ir patirtį. Tokia įvairovė gerina grupės gebėjimą spręsti problemas – kiekvienas grupės narys pateikia naują informaciją ir pasidalija žiniomis, kurios galiausiai suformuoja gerą minios sprendimą.<sup>518</sup> Reglamente 2020/1503 nenumatyta tokio diskusijų lentos instituto, nors ir nedraudžiama jį turėti. Bet kokiu atveju, šio darbo autoriaus nuomone, pagal Jungtinių Amerikos Valstijų pavyzdį šį institutą galima būtų nustatyti kaip privalomą ir Reglamente 2020/1503. Tikėtina, kad jis sukurtų nemažai pridėtinės vertės potencialiems investuotojams.

Kaip jau sakytą, emisijos platinimas per sutelktinio finansavimo platformą gali kainuoti ir per 100 000 Eur, o tokie kaštai smulkiojo ir vidutinio dydžio įmonei gali būti reikšminga suma. Kyla rizika, kad jei neatsirastų pakankamai suinteresuotų investuotojų per sutelktinio finansavimo platformą, jie ne tik kad nepritrauktų reikiamo finansavimo, bet dar ir netektų išleistų pinigų projekto pasiūlymo atitikties reikalavimams įgyvendinti, t. y. išlaidų, susijusių su konsultantų projekto dokumentacijai parengti samdymu. Mokslininkai ir verslo atstovai aktyviai reiškė poziciją, kad būtų suteikta galimybė projekto savininkui „išbandyti vandenį“ (angl. *test the waters*). Tai procedūra, kai projekto savininkas teikia savo pasiūlymą investuotojams neįsipareigodamas jį išplatinti, siekdamas tik įvertinti pačių investuotojų atsiliepimus ir suinteresuotumą. Gavęs grįžtamąjį ryšį projekto savininkas įvertina savo galimybes ir eliminuoja nepagrįstą kaštų riziką.<sup>519</sup> Ši idėja buvo palaikoma ne tik mokslininkų, ją aktyviai reiškė ir rinkos dalyviai. Jungtinių Amerikos Valstijų vertybinių popierių komisija į tai atsižvelgė ir 2021 m. sausio 14 d. buvo priimti *Crowdfunding Act* pakeitimai<sup>520</sup>, kurių pagrindu šiandien projekto savininkas gali atlikti minėtą procedūrą. **Reglamente 2020/1503**

---

515 Ibrahim, *supra note*, 51: 1485.

516 Wroldsen, *supra note*, 284: 579.

517 Schwartz, *supra note*, 164: 660.

518 Nehme, *supra note*, 33: 133.

519 Sabagh, *supra note*, 394: 131–132.

520 „SEC Harmonizes and Improves „Patchwork“ Exempt Offering Framework“, *supra note*, 395.

**nenumatyta tokia galimybė, o tai reiškia, kad bet kokie mėginimai aptarti tokį siūlymą būtų laikomi kaip siūlymo teikimas investuotojams nesilaikant teisės aktų reikalavimų, ir tai sąlygotų baudų taikymą.** Šio darbo autoriaus nuomone, būtų labai geras žingsnis, jei Reglamente 2020/1503 atsirastų tokia galimybė ir sutelktinio finansavimo projektų savininkams.

### 3.3.3.5. *Draudimo arba garantinis fondas*

Vienas iš siūlymų, kaip mažinti sutelktinio finansavimo projekto savininko žlugimo rizikos sąlygojamus nuostolius, yra sutelktinio finansavimo platformos operatoriui kurti draudimo fondą.<sup>521</sup> Į šį fondą pervedamos sutelktinio finansavimo projektų savininkų lėšos, apskaičiuotos procentine išraiška, atsižvelgiant į jų finansavimo dydį. Sukaupto fondo lėšos naudojamos investuotojų nuostoliams kompensuoti, jei kuris sutelktinio finansavimo projekto savininkas neatlygina pasiskolintų sumų ar nesumoka palūkanų. Tačiau buvo išvelgta, kad tai gali sąlygoti investuotojų aplaidumą atliekant išsamų atitinkamo projekto vertinimą ir skatinti jį traktuoti kaip patikimą, nes jis neva užtikrintas draudimo fondo lėšomis. Taip investuotojas gali pasirinkti investuoti į rizikingesnes paskolas.<sup>522</sup> Tačiau kiti mokslininkai nurodo, kad naujos alternatyvios finansavimo formos veikla būtų tvari, kad turi būti suteikta pakankamai garantijų investuotojams. Pagrindinė tiesioginė garantija nuo sukčiavimo yra sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjo fondo sukūrimas, siekiant padengti nuostolius, patirtus dėl sutelktinio finansavimo paslaugų teikėjų sukčiavimo ar nemokumo atveju. Taip būtų taikomas sektorinio solidarumo principas, kai visi investuotojai maža dalimi prisidėtų prie tokio fondo lėšų kaupimo, o nesėkmės atveju jo lėšos būtų skiriamos investuotojų nuostoliams kompensuoti. Tai tarsi indėlių ir įsipareigojimų investuotojams draudimas. Šis fondas padengia ne investicijos nesėkmės riziką, o teikėjo sukčiavimą ar nemokumą.<sup>523</sup> **Tai galėtų sudaryti vienodas sutelktinio finansavimo paslaugų teikimo ir kitų finansinių paslaugų, pavyzdžiui, investicijų ar indėlių, kurioms jau yra garantijų fondai, konkurencijos sąlygas.**

---

521 Ahern, *supra note*, 70: 9.

522 „Crowd-funding: an Infant Industry Growing Fast“, *supra note*, 63: 25.

523 Zunzunegui, *supra note*, 45: 16.

## IŠVADOS

1. Sutelktinis finansavimas yra naujas reiškinys ir jo reglamentavimo poreikį nulėmė dvi priežastys. Pirma, ši veikla labai panaši į kapitalo ar kreditavimo rinkose veikiančių subjektų veiklą. Sutelktinis finansavimas kaip tarpininkavimas teikiant paskolas lyginamas su kreditavimo veikla arba sutelktinio finansavimo tarpininkavimas atliekant investicijas lyginamas su finansų maklerio įmonės veikla. Visais atvejais atitinkamas subjektas (sutelktinio finansavimo platforma, kredito ar finansų maklerio įmonė) tarpininkauja tarp investuotojo ir verslo subjekto. Atitinkamai, sutelktinio finansavimo veikla kelia analogiškas rizikas, kurios yra kreditavimo ar investavimo veikloje (pvz., informacijos asimetrija, sukčiavimo atvejai ar nenumatomumas). Tai lemia poreikį jas valdyti nustatant atitinkamą teisinį reglamentavimą, siekiant užtikrinti investuotojų interesų apsaugą. Kita priežastis buvo ta, kad valstybės narės nustatė nacionalinį sutelktinio finansavimo reglamentavimą, kuris tarpusavyje skyrėsi, o tai lėmė reglamentavimo fragmentaciją bendrijos mastu. Valstybės narės nustatė skirtingus prudenceinius pradinio kapitalo reikalavimus sutelktinio finansavimo platformų operatoriams bei taikė skirtingas investuotojų interesų apsaugos priemones. Reglamentas 2020/1503 nustato bendras sutelktinio finansavimo paslaugų teikimo taisykles visos bendrijos mastu, skatina tarpvalstybines sutelktinio finansavimo paslaugas ir sudaro palankesnes sąlygas naudotis laisve teikti tokias paslaugas ir jas gauti vidaus rinkoje, o tai užtikrina Europos Sąjungos finansų rinkos integralumą.
2. Sutelktinio finansavimo veiklai reguliuoti negalima buvo taikyti funkcinio ekvivalentiškumo principo ir reglamentuoti šios veiklos, kaip yra kreditavimo ar kapitalo rinkų reglamentavimo atveju. Sutelktinio finansavimo veikla, nors ir yra panaši, iš esmės skiriasi nuo kreditavimo ir investicinių paslaugų teikimo veiklos. Sutelktinio finansavimo platforma taip pat tarpininkauja tarp investuotojo ir projekto savininko, kaip ir kredito ar finansų maklerio įmonė, tačiau čia veiklos mastas smarkiai skiriasi, nes sutelktinio finansavimo atveju finansavimo siekia mažos arba vidutinės įmonės nedidelėmis sumomis, o finansavimą teikia interneto vartotojai taip pat mažomis sumomis. Be to, kredito įstaigos priima indėlius ar kitas grąžintinas lėšas iš visuomenės ir tada teikia paskolas verslui savo sąskaita, o sutelktinio finansavimo platformos operatorius tik tarpininkauja tarp projekto savininko ir investuotojo ir savo sąskaita neteikia finansavimo.
3. Reglamentas 2020/1503 taiko analogiškas priemones finansavimo veiklos rizikoms valdyti kaip ir investicinę ar kreditavimo veiklą reglamentuojantys teisės aktai, tačiau tai daroma atsižvelgus į sutelktinio finansavimo paslaugų specifiką atitinkamai priderinus rizikų valdymo priemones. Taikomi mažesni prudenciniai pradinio kapitalo dydžio reikalavimai sutelktinio finansavimo platformos veiklai, kas skatina sutelktinio finansavimo platformų steigimasis ir vystymasis. Projekto savininkas neprivalo pateikti brangiai kainuojančio prospekto ir apsiribojama tik trumpu pagrindinės informacijos dokumentu investuotojams, todėl projektų savininkai gali pritraukti finansavimą nepatirdami didelių kaštų. Atsižvelgiant į tai, kad investicijos į mažas

ar vidutinės įmonės yra rizikingos, ypatingas dėmesys skiriamas patirties neturinčių investuotojų apsaugai nustatant investicijų tinkamumo vertinimą ir papildomus išpėjimus apie potencialias rizikas susijusias su investavimu.

4. Teigiamai vertinama tai, kad sutelktinio finansavimo paslaugų teikimas sureglamentuotas taip, kad šių teisinių santykių turinys nesukuria reglamentavimo arbitražo su panašias finansines paslaugas teikiančių subjektų reglamentavimu. Sutelktinio finansavimo tarpininkavimas neįgyja pranašumo dėl palankesnių veiklos reikalavimų, taikomų jo vykdomam verslui, lyginant su kreditavimo ar investicines paslaugas teikiančių įmonių veikla. Dėl mažesnės sutelktinio finansavimo veiklos rizikos čia taikomi švelnesni pradžios kapitalo reikalavimai, netaikomi kiti kapitalo rezervų reikalavimai ir tai nepažeidžia kredito įstaigų interesų. Sutelktinio finansavimo atveju maksimali pritraukiamo finansavimo suma negali viršyti 5 mln. Eur ir čia pakanka pateikti pagrindinės informacijos dokumentą, kas dera su Prospekto direktyvos nustatyto reglamentavimu, kuris irgi leidžia atitinkamais atvejais iki 8 mln. Eur dydžio vertybinių popierių emisijoms neteikti prospekto.
5. Nustatyti trys veiksniai nulėmę sutelktinio finansavimo patirties neturinčių investuotojų interesų apsaugos poreikį pateikti jam pagrindinės informacijos dokumentą, o ne prospektą. Pirmasis - tai yra investavimo veiklos keliamos rizikos, kaip skaidrumo trūkumas ir informacijos asimetrija, investavimo rizikų atskleidimas, likvidumo rizika ar nemokumas. Antrasis - patirties neturinčių investuotojų riboti pažinimo gebėjimai ir euristika, kai investicinis sprendimas gaunamas bandymų ir klaidų būdu, o ne išsamios informacijos apie potencialią investiciją analizavimu. Trečiasis - tai perteklinis informacijos pateikimas didelės apimties prospekto pavidalu, kurio patirties neturintis investuotojas dėl laiko stokos nėra linkęs skaityti. Atitinkamai reglamentavimo institucijos buvo priverstos pritaikyti atskleidžiamos informacijos dydį apie potencialią investiciją ir jos išdėstymą atsižvelgdami į patirties neturinčių investuotojų ribotus pažintinius gebėjimus. Reglamentas 2020/1503 sukūrė viešo siūlymo reglamentavimo, numatyto Prospekto direktyvoje 2003/71/EB, išimtį ir vietoj pareigos pateikti prospektą apsiriboja tik ganėtinais trumpo ir aiškaus pagrindinės informacijos dokumento pateikimu investuotojui. Be to, prospekto rengimas lemia didelius kaštus, kurie sutelktinio finansavimo projekto savininkui yra nepakeliami, atitinkamai sutelktinis finansavimas būtų negalimas.
6. Investavimo ar paskolos pagrindais veikiančio sutelktinio finansavimo atvejais investuotojui skiriama apsauga yra perimta iš MIFID II taikomo tinkamumo vertinimo modelio, kuris taikomas sudėtingiausios ir rizikingiausios investavimo paslaugos portfelio valdymo atveju. Toks reglamentavimo pasirinkimas pateisinamas tuo, kad per sutelktinio finansavimo platformą platinamos investicijos yra rizikingesnės nei reguliuojamose rinkose ar indėliai kredito įstaigose, nes sutelktinio finansavimo atveju yra didelė tikimybė, kad finansuojamas projektas žlugs, be to, egzistuoja antrinės rinkos ribotumas, t.y. investuotojui yra sunkiau perleisti savo investiciją. Todėl būtina įvertinti, ar patirties neturintis investuotojas supranta ir gali priimti su atitinkama investicija siejamą riziką.

7. Palyginus Europos Sąjungos ir Jungtinių Amerikos Valstijų reglamentavimą nustatyta, kad Europos Sąjungos reglamentavimas turi tam tikrų privalumų investuotojų atžvilgiu. Antai, Jungtinėse Amerikos Valstijose galima taikyti du reglamentavimo modelius: federaliniu lygiu, kai sutelktinio finansavimo portalas vertybinius popierius gali platinti visose valstijose arba kitu atveju leidžiama atskiroms valstijoms nusistatyti savo vietinį reglamentavimą, kur vertybiniai popieriai siūlomi tik tos valstijos rezidentams. Europos Sąjungoje galioja vieno lygio reglamentavimas, taikomas visos bendrijos mastu, o tai neklaidina investuotojų dėl jiems taikomų apsaugos priemonių. Taip pat Europos Sąjungoje nėra ribojama investuotojo investavimo suma arba draudžiama perleisti savo investiciją vienerius metus, priešingai – čia numatyta galimybė perleisti savo investiciją ar paskolą kitam subjektui per skelbimų lentą. Be to, Jungtinėse Amerikos Valstijose neišskiriamas sutelktinis finansavimas paskolos forma ir nėra galimybės teikti paskolų portfelio valdymo paslaugos.

## PASIŪLYMAI

1. Lietuvos įstatymų leidėjas nepagrįstai apribojo galimybę per satelktinio finansavimo platformą viešai platinti uždaryjū akcinių bendrovių akcijas, nors Reglamentas 2020/1503 to nedraudžia. Ši pozicija turėtų būti keičiama atsižvelgiant į tai, kad esama valstybių narių, kurios tokio ribojimo nenumato ir tokios priemonės atitinkamais atvejais galės būti platinamos visos bendrijos mastu, taip pat ir Lietuvoje. Atitinkamai LR Akcinių bendrovių įstatymo 2 straipsnio 4 dalis turėtų būti papildyta sekančiu sakiniu: «Uždaryjū akcinių bendrovių platinimas per satelktinio finansavimo platformą, vadovaujantis Europos Parlamento ir Tarybos 2020 m. spalio 7 d. reglamentu (ES) 2020/1503 dėl Europos satelktinio finansavimo paslaugų verslui teikėjų, kuriuo iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) 2017/1129 ir Direktyva (ES) 2019/1937, nėra laikomas vertybinių popierių viešu siūlymu».
2. Reglamentas 2020/1503 galėtų analogiškai, kaip ir Jungtinėse Amerikos Valstijose, numatyti „diskusijų lentos“ institutą, kur potencialūs investuotojai per satelktinio finansavimo paslaugų teikėjo administruojamą platformą gali dalytis savo nuomone apie investicijas į atitinkamus projektus arba užduoti klausimus projektų savininkams. Arba gali svarstyti numatyti „vandenų išbandymo“ institutą, kai projekto savininkai, prieš priimdami sprendimą pasinaudoti satelktiniu finansavimu, viešina savo projektą ir klausia potencialių investuotojų nuomonės, kad sužinotų, ar jiems pavyks pritraukti reikiamą sumą.

# LITERATŪROS ŠARŠAS

## Monografijos ir knygos

1. Coggan, Phillip. *The Money Machine: How the City Works*. 7th edition. London: Penguin Books, 2015.
2. Crow, Simon. „Scope, Authorisation and Passporting“. Iš *A Practitioner's Guide To MIFID II, Third Edition*, Jonathan Herbs, Simon Lovegrove, 40–85. London: Sweet & Maxwell, 2018.
3. Ebers, Martin and Benedikt M. Quarch. „EU Consumer Law and the Boundaries of the Crowdfunding Regulation“. Iš *Crowdfunding and the Law*, Pietro Ortolani, Marije Louise, 83-112. Oxford: Oxford University Press, 2021. <https://ssrn.com/abstract=3822692>.
4. Ferrarini, Guido ir Eugenia Macchiavello. „Investment-Based Crowdfunding: is MIFID II Enough?“. Iš *Regulation of the EU Financial Markets: MIFID II and MiFIR*, Danny Busch ir Guido Ferrarini, 659–692. London: Oxford University Press, 2017.
5. Gleeson, Simon. *International Regulation of Banking: Capital and Risk Requirements*. 2<sup>nd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2012.
6. Guido Ferrarini. „Regulating Fintech: Crowdfunding and Beyond“. Iš *European Economy, And The Real Sector*, Giorgio Barba Navaretti, 121–143. Roma, Europeye sr, 2017. [https://european-economy.eu/wp-content/uploads/2018/01/EE\\_2.2017-2.pdf](https://european-economy.eu/wp-content/uploads/2018/01/EE_2.2017-2.pdf).
7. *Informacijos technologija. Terminai ir apibrėžimai*. 1-oji dalis. *Pagrindiniai terminai / Lietuvos standartas LST ISO/IEC 2382-1, Antrasis leidimas* (1996).
8. Mansilla-Fernández, Manuel. „Institutions“. Iš *European Economy, And The Real Sector*. Giorgio Barba Navaretti. Europeve srl (2017): 41–51. Roma, Europeye sr, 2017. <https://european-economy.eu/2017-2/regulating-fintech-crowdfunding-and-beyond/>.
9. Navaretti, Giorgio Barba, Giacomo Calzolari, Alberto Franco Pozzolo. „Fintech And Banks: Friends or Foes?“. Iš *European Economy, And The Real Sector*, Giorgio Barba Navaretti, 9–30. Roma, Europeye sr, 2017. [https://european-economy.eu/wp-content/uploads/2018/01/EE\\_2.2017-2.pdf](https://european-economy.eu/wp-content/uploads/2018/01/EE_2.2017-2.pdf).
10. Swivastava, Arun. „Conduct of Business Standarts: Fair dealing with Clients“. Iš *A Practitioner's Guide To MIFID II, Third Edition*, Jonathan Herbs, Simon Lovegrove, 197–226. London: Sweet & Maxwell, 2018.
11. Wenzlaff, Karsten, Roten Shneur, Liang Zhao & Bjørn-Tore Flåten et al. „Crowdfunding in Europe: Between Fragmentation and Harmonization“. Iš *Advances in Crowdfunding*, Rotem Shneur; Liang Zhao; Bjørn-Tore Flåten, 373–391. California: Palgrave Macmillan, 2020. [https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-030-46309-0\\_16](https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-030-46309-0_16).

## Straipsniai moksliniuose žurnaluose

1. Agnew, R. Julie. „Do Behavioral Biases Vary across Individuals? Evidence from Individual Level 401(k) Data“. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41 (4) (2006): 939–962. <https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-financial-and-quantitative-analysis/article/abs/do-behavioral-biases-vary-across-individuals-evidence-from-individual-level-401k-data/032A6A7DBE34F2DCDD8C2FE3E7931B41>.
2. Ahern, M. Deirdre. „Regulatory Arbitrage in a FinTech World: Devising an Optimal EU

- Regulatory Response to Crowdlending“. *European Banking Institute Working Paper Series* 24 (2018): 1–41. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3163728](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3163728).
3. Anglin, H. Aaron, Jeremy C. Short, Will Drover, Regan M. Stevenson, Aaron F. McKenny, Thomas H. Allison. „The power of positivity? The influence of positive psychological capital language on crowdfunding performance“. *Journal of Business Venturing* 33 (4) (2018): 470–492. [https://www.researchgate.net/publication/324172808\\_The\\_power\\_of\\_positivity\\_The\\_influence\\_of\\_positive\\_psychological\\_capital\\_language\\_on\\_crowdfunding\\_performance](https://www.researchgate.net/publication/324172808_The_power_of_positivity_The_influence_of_positive_psychological_capital_language_on_crowdfunding_performance).
  4. Arbel, A. Yonathan. „Reputation Failure: The Limits of Market Discipline in Consumer Markets“. *Wake Forest Law Review* 54 (2019): 1239–1304. <https://ssrn.com/abstract=3239995>.
  5. Bajakić, Ivana, Marta Božina Beroš, Ana Grdović Gnip. „Regulating Crowdfunding in the EU – Same Rules, Same Results? Case Study of Croatia“. *Balkan Social Science Review* 17 (2021): 7–23. <https://js.ugd.edu.mk/index.php/BSSR/article/view/4307>.
  6. Barber, M. Brad ir Terrance Odean. „The Internet and the Investor“. *The Journal of Economic Perspectives* 15 (1) (2001): 41–54. <https://faculty.haas.berkeley.edu/odean/Papers%20current%20versions/InternetAndInvestor.pdf>.
  7. Battalio, Robert H. Richard R. Mendenhall. „Earnings expectations, investor trade size, and anomalous returns around earnings announcements“. *Journal of Financial Economics* 77 (2) (2005): 289–319. [https://www.researchgate.net/publication/223804694\\_Earnings\\_Expectations\\_Investor\\_Trade\\_Size\\_and\\_Anomalous\\_Returns\\_Around\\_Earnings\\_Announcements](https://www.researchgate.net/publication/223804694_Earnings_Expectations_Investor_Trade_Size_and_Anomalous_Returns_Around_Earnings_Announcements).
  8. Bouaissetal, Karina, Isabelle Maque and Jérôme Meric. „Morethan Three’s a Crowd... in the Best Interest of Companies! Crowdfunding as Zeitgeist or Ideology?“. *Society and Business Review* 10 (1) (2015): 23–39. <https://www.proquest.com/docview/1648619450?parentSessionId=y4juoaZUGVKAawrHeWANqLsnN6ZGjmECdbJdsTwy9ro%3D>.
  9. Bradford, C. Steven. „Crowdfunding and the federal securities laws“. *Columbia Business Law Review* 1 (2012): 1–150. [https://www.researchgate.net/publication/228199387\\_Crowdfunding\\_and\\_the\\_Federal\\_Securities\\_Laws](https://www.researchgate.net/publication/228199387_Crowdfunding_and_the_Federal_Securities_Laws).
  10. Brummer, J. Christopher and Yesha Yadav. „Fintech and the Innovation Trilemma“. *Georgetown Law Journal* 235 (2019): 235–307. <https://scholarship.law.vanderbilt.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2112&context=faculty-publications>.
  11. Burkett, Edan. „A Crowdfunding Exemption? Online Investment Crowdfunding and U.S. Securities Regulation“. *Transactions: the Tennessee Journal of Business Law* 63 (2011): 63–106, <https://ir.law.utk.edu/transactions/vol13/iss1/4/>.
  12. Camara, Adrian. „Anonymous Capital: Managing Shareholder Volume for Equity Crowdfunded Companies in Canada“. *Banking & Finance Law Review* 31 (2) (2016): 259–289. [https://www.academia.edu/34799711/Anonymous\\_Capital\\_Managing\\_Shareholder\\_Volume\\_for\\_Equity\\_Crowdfunded\\_Companies\\_in\\_Canada](https://www.academia.edu/34799711/Anonymous_Capital_Managing_Shareholder_Volume_for_Equity_Crowdfunded_Companies_in_Canada).
  13. Chandupatla, Sharath. „Peer-To-Peer Lending and Equity-Based Crowd Funding - Status Quo and the Leap Forward“. *Nirma University Law Journal* 9 (1) (2019): 97–117. <https://ssrn.com/abstract=3545921>.
  14. Chervyakov, Dmitry, Jorg Rocholl. „How to make crowdfunding work in Europe“. *Policy Contribution* 6 (2019): 1–15. <https://www.bruegel.org/2019/03/how-to-make-crowdfunding-work-in-europe/>.
  15. Chiu, Iris. „Taking Stock of Securities and Fund-raising in the EU and UK“. *Company Lawyer* 41 (7) (2000): 201–206. <https://discovery.ucl.ac.uk/id/eprint/10094468/>.

16. Coglianesi, Cary and Evan Mendelson. „Meta-Regulation and Self-Regulation“. *SSRN Electronic Journal* (2010): 146–168. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2002755](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2002755).
17. Coke, Thomas. „Why the New Crowdfunding Rules are Important but Ultimately a Letdown“. *Journal of Business & Securities Law* 17 (1) (2021): 217–223. <https://core.ac.uk/download/pdf/228478072.pdf>.
18. Croson, Rachel, Uri Gneezy. „Gender Differences in Preferences“. *Journal of Economic Literature* 47 (2) (2009): 448–474. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jel.47.2.448>.
19. Cumming, Douglas J. and Sofia A. Johan and Yelin Zhang. „The Role of Due Diligence in Crowdfunding Platforms“. *Journal of Banking and Finance* 108 (2019): 1–50. <https://ssrn.com/abstract=3460279>.
20. D'ippolito, Edoardo, Matteo Musitelli & Antonella Sciarone Alibrandi. „Protecting Crowdfunders: Is a MIFID-Mimicking Approach Appropriate?“. *European Company Law* 13 (1) (2016): 27–38. <https://www.deepdive.com/lp/kluwer-law-international/protecting-crowdfunders-is-a-MIFID-mimicking-approach-appropriate-eBYjp4G0Jy>.
21. Dehner, J. Joseph. „Equity-Based Crowdfunding Outside the USA“. *University of Cincinnati Law Review* 81 (2014): 413–443. <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/ucinlr83&div=18&id=&page=>.
22. Demir, Tolga, Ali Mohammadi, Kourosh Shafi. „Crowdfunding as Gambling: Evidence from Repeated Natural Experiments“. *Journal of Corporate Finance* 19-7 (2020): 1–48. Žiürëta 2021 m. kovo 31 d. <https://ssrn.com/abstract=3430744> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3430744>.
23. Dibadij, Reza. „Crowdfunding Delusions“. *Hastings Business Law Journal* 12 (1) (2015): 15–50. <https://ssrn.com/abstract=2686460>.
24. Dorin, Philippe and Martin Vojtko. „The European Journey of Alternative Lenders: Towards a Capital Markets Union?“. *Journal of International Banking and Regulation* 33/385 (2018): 385–396.
25. Farris, H. Annalise. „Strict in the Wrong Places: State Crowdfunding Exemptions’ Failure to Effectively Balance Investor Protection and Capital Raising“. *Campbell Law Review* 38 (2016): 267–315. <https://scholarship.law.campbell.edu/clr/vol38/iss3/2/>.
26. Follak, Klaus Peter. „Crowdfunding in International and National Regulatory Frameworks“. *Banking & Finance Law Review* 32, 1 (2016): 167–181. <https://www.proquest.com/docview/1843837007?parentSessionId=SzA5gBcldLcqqLQRJMoRC47TD4d3y9%2F%2FwVk9FM14B0w%3D>.
27. Gillen, R. Mark and Diana Pogorski. „Crowd-Funding Offers Under Canadian and us Securities Regulation: Will an Exemption Work?“. *Canadian Bar Review* 107 (2015): 107–181. <https://www.canlii.org/en/commentary/doc/2015CanLIIDocs193#!fragment//BQCwhgziBcwMYgK4DsDWszIQewE4BUBTADwBdoByCgSgBplTTCIBFRQ3AT0otokL-C4EbDtyp8BQkAGU8pAELcASgFEAMioBqAQQByAYRW1SYAEbRS2ONWpA>.
28. Gillen, R. Mark and Diana Pogorski. „Crowd-Funding Offers Under Canadian and us Securities Regulation: Will an Exemption Work?“. *Canadian Bar Review* 107 (2015): 107–181. <https://www.canlii.org/en/commentary/doc/2015CanLIIDocs193#!fragment//BQCwhgziBcwMYgK4DsDWszIQewE4BUBTADwBdoByCgSgBplTTCIBFRQ3AT0otokL-C4EbDtyp8BQkAGU8pAELcASgFEAMioBqAQQByAYRW1SYAEbRS2ONWpA>.
29. Glustrom, Evan. „Intrastate Crowdfunding in Alaska: Is There Security in Following the

- Crowd?“. *Alaska Law Review* 34 (2017): 293–318. <https://scholarship.law.duke.edu/alr/vol34/iss2/6>.
30. Goanta, Catalina. „Emerging Business Models and the Crowdfunding Regulation: Income Crowdfunding on Social Media by Content Creators“. *Maastricht European Private Law Institute; Maastricht University – Faculty of Law* (2021): 1–13. <https://ssrn.com/abstract=3885581>.
  31. Groshoff, David. „Equity Crowdfunding as Economic Development?“. *Campbell Law Review* 38 (2016): 317–363. <https://scholarship.law.campbell.edu/clr/vol38/iss3/3/>.
  32. Härkönen, Elif. „Crowdfunding and the Small Offering Exemption in European and US Prospectus Regulation: Striking a Balance Between Investor Protection and Access to Capital?“. *European Company and Financial Law Review* 14 (1) (2017): 121–148. [https://www.researchgate.net/publication/315979528\\_Crowdfunding\\_and\\_the\\_Small\\_Offering\\_Exemption\\_in\\_European\\_and\\_US\\_Prospectus\\_Regulation\\_Striking\\_a\\_Balance\\_Between\\_Investor\\_Protection\\_and\\_Access\\_to\\_Capital](https://www.researchgate.net/publication/315979528_Crowdfunding_and_the_Small_Offering_Exemption_in_European_and_US_Prospectus_Regulation_Striking_a_Balance_Between_Investor_Protection_and_Access_to_Capital).
  33. Hazen, Thomas Lee. „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): 1735–1769. <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/nclr90&div=50&id=&page=>.
  34. Heminway, Joan MacLeod. „Selling Crowdfunded Equity: A New Frontier“. *Oklahoma Law Review* 70 (1) (2017): 189–213. <https://ssrn.com/abstract=3061530>.
  35. Hervé, Fabrice, Elodie Manthé, Aurelie Sannajust, Armin Schwienbacher. „Determinants of Individual Investment Decisions in Investment-Based Crowdfunding“. *Journal of Business Finance & Accounting* 46 (5–6): 762–783. [https://www.researchgate.net/publication/331174056\\_Determinants\\_of\\_Individual\\_Investment\\_Decisions\\_in\\_Investment-Based\\_Crowdfunding](https://www.researchgate.net/publication/331174056_Determinants_of_Individual_Investment_Decisions_in_Investment-Based_Crowdfunding).
  36. Himmelberg, P. Charles, Glenn R. Hubbard, Inessa Love. „Investor Protection, Ownership, and the Cost of Capital. Policy“. *World Bank* 2834 (2002): 1–50. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=303969](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=303969).
  37. Hobza, Martin and Aneta Vondráčková. „The New Financial Crowdfunding Regulation and Its Implications for Investment Services under MIFID II“. *Charles University in Prague Faculty of Law Research Paper III/2* (2020): 1–22. <https://ssrn.com/abstract=3725997>.
  38. Hooghiemstra, Sebastiaan Niels. „The European Crowdfunding Regulation – Towards harmonization of (Equity- and lending-based) Crowdfunding in Europe?“. *SSRN Electronic Journal* (2020): 4, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3679142](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3679142).
  39. Hooghiemstra, Sebastiaan Niels. „The European Crowdfunding Regulation: Opportunities for Alternative Investment Fund(s) (Managers)?“. *SSRN Electronic Journal* (2021): 1–8. <https://ssrn.com/abstract=3922604>.
  40. Hrdlička, Lukáš and Šmirausová, Petra. „On the Proposal of the Investment Crowdfunding Platform Providers’ Regulation“. *Charles University in Prague Faculty of Law Research Paper I/1* (2019): 1–7. Žiurėta 2021 m. kovo 31 d., <https://ssrn.com/abstract=3360522>.
  41. Hu, Ying. „Regulation of Equity Crowdfunding in Singapore“. *Singapore Journal of Legal Studies*, July (2015): 46–76. <https://ssrn.com/abstract=2816222>.
  42. Humphries, Brage. „Funding the Future: Marketplace Lending Equity Crowdfunding, and Bank Lending“. *North Carolina Banking Institute* 217 (2020): 217–238. <https://scholarship.law.unc.edu/ncbi/vol24/iss1/11>.

43. Ibrahim, M. Darian. „Crowdfunding Signals“. *Georgia Law Review* 53 (2018): 197–233. <https://scholarship.law.wm.edu/facpubs/1901>.
44. Ibrahim, M. Darian. „Crowdfunding Without the Crowd“. *College of William & Mary Law School Faculty Publications* (2017): 1481–1506. <https://scholarship.law.wm.edu/facpubs/1861>.
45. Ibrahim, M. Darian. „Equity Crowdfunding: A Market for Lemons?“. *Minnesota Law Review* 100 (2015): 561–607. <https://ssrn.com/abstract=2539786>.
46. Ibrahim, M. Darian. „Public or Private Venture Capital?“. *Washington Law Review* 94 (3) (2019): 1137–1174. <https://ssrn.com/abstract=3266756>.
47. Ibrahim, M. Darian. „Underwriting Crowdfunding“. *Stanford Journal of Law: Business and Finance* 25 (2020): 1–33. <https://ssrn.com/abstract=3540296>.
48. Yung, Chris. „Entrepreneurial Manipulation with Staged Financing“. *Journal of Banking & Finance* 100 (2019): 273–282. [https://www.researchgate.net/publication/326340427\\_Entrepreneurial\\_Manipulation\\_with\\_Staged\\_Financing](https://www.researchgate.net/publication/326340427_Entrepreneurial_Manipulation_with_Staged_Financing).
49. Jo, M. Koren, Shuo Yang. „Is there crowd wisdom in accounting? Evidence fom forecast in equity -based crowdfunding“. *Journal of Accounting, auditing and Finance* 35 (4) (2020): 1–40. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3565949](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3565949).
50. Jo, M. Koren, Shuo Yang. „Is There Crowd Wisdom in Accounting? Evidence From Forecasts in Equity-Based Crowdfunding“. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, November (2019): 1–41. <https://ssrn.com/abstract=3565949>.
51. Kim, Keongtae and Viswanathan, Siva. „The „Experts“ in the Crowd: The Role of Experienced Investors in a Crowdfunding Market“. *MIS Quarterly* 43 (2) (2019): 1–66. Žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 23 d. <https://ssrn.com/abstract=2258243>.
52. Kourabas, Steve and Ian Ramsay. „Equity Crowdfunding in Australia and New Zealand“. *International Company and Commercial Law Review* 29 (9) (2018): 571–589. <https://ssrn.com/abstract=3259664>.
53. Lam, Alexa. „Less Is More – Different Regulatory Responses to Crowdfunding and Why the Hong Kong Model Stacks up Well“. *Hong Kong Law Journal* 48 (1) (2018): 191–231. <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/honkon48&div=13&id=&page=>.
54. Macchiavello, Eugenia. „Financial-Return Crowdfunding and Regulatory Approaches in the Shadow Banking, Fintech and Collaborative Finance Era“. *European Company and Financial Law Review* 662 (2017): 1–39. [https://papers.ssrn.com/sol3/cf\\_dev/AbsByAuth.cfm?per\\_id=1399009.26](https://papers.ssrn.com/sol3/cf_dev/AbsByAuth.cfm?per_id=1399009.26).
55. Macchiavello, Eugenia. „Peer-to-peer lending and the „democratization“ of credit markets: another financial innovation puzzling regulators“. *Columbia Journal of European Law* 21 (2015): 521–586. Žiūrėta 2020 m. spalio 27 d. [https://www.researchgate.net/publication/283420447\\_Peer-to-peer\\_lending\\_and\\_the\\_democratization\\_of\\_credit\\_markets\\_another\\_financial\\_innovation\\_puzzling\\_regulators](https://www.researchgate.net/publication/283420447_Peer-to-peer_lending_and_the_democratization_of_credit_markets_another_financial_innovation_puzzling_regulators).
56. Macchiavello, Eugenia. „Peer-to-Peer Lending and the „Democratization“ of Credit Markets: Another Financial Innovation Puzzling Regulators“. *Columbia Journal of European Law* 21 (2015): 521–586. <https://ssrn.com/abstract=2668131>.
57. Macchiavello, Eugenia. „The European Crowdfunding Service Providers Regulation and the Future of Marketplace Lending and Investing in Europe: the ‘Crowdfunding Nature’ Dilemma“. *European Business Law Review* 32 (3) (2021): 557–608. <https://kluwerlawonline.com/journalarticle/European+Business+Law+Review/32.3/EULR2021020>.

58. Macchiavello, Eugenia. „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 55* (2019): 1–33. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3493688](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3493688).
59. Matthew, Anne, „Crowd-Sourced Equity Funding: The Regulatory Challenges of Innovative Fintech and Fundraising“, *University of Queensland Law Journal* 36 (1) (2017): 41–71. <http://www5.austlii.edu.au/au/journals/UQLawJl/2017/3.html>.
60. Michael, B. Dorff. „The Siren Call of Equity Crowdfunding“. *Journal of Corporate Law* 39 (2013): 494–552. <https://ssrn.com/abstract=2325634>.
61. Miliukas, Eugenijus. „Sutelktinio finansavimo reglamentavimas JAV ir ES: lyginamoji analizė“. *Jurisprudencija* 28 (2) (2021): 467–488. <https://ojs.mruni.eu/ojs/jurisprudence/article/view/6862>.
62. Miliukas, Eugenijus. „Sutelktinio finansavimo reguliavimo Europos Sąjungoje atsiradimo teisinės prielaidos“. *Jurisprudencija* 27 (2) (2020), 476–491. <https://ojs.mruni.eu/ojs/jurisprudence/article/view/6369/5329>.
63. Nehme, Marina. „Regulating Crowd Equity Funding – the Why and the How“. *Journal of Law and Society* 45 (1) (2018), 116–136. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/jols.12082>.
64. Nehme, Marina. „The Rise of Crowd Equity Funding: Where to Now?“. *International Journal of Law in Context* 13 (3) (2017): 253–276. <https://ssrn.com/abstract=3079020>.
65. Ni, Jian, Yi Xin. „Financing Micro-entrepreneurship in Online Crowdfunding Markets: Local Preference versus Information Frictions“. *Johns Hopkins Carey Business School Research Paper* 20-09 (2020): 1–42. Žiūrėta 2021 m. balandžio 2 d. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3580585>.
66. Palmiter, R. Alan. „Pricing Disclosure: Crowdfunding’s Curious Conundrum“. *Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal* 7 (2012): 374–427. <https://ssrn.com/abstract=2241833>.
67. Porrata-Doria, A. Rafael. „Resolving the Crowdfunding Conundrum: The Experience of the United States and Spain“. *Temple University Legal Studies Research Paper* 37 (2019), 219–279. <https://ssrn.com/abstract=3487122>.
68. Ravina, Enrichetta. „Love & Loans: The Effect of Beauty and Personal Characteristics in Credit Markets“. *Northwestern University*, February (2019): 1–66. <https://ssrn.com/abstract=1101647>.
69. Rivon, Marquise. „Don’t Let Them Fool Ya: Examining the SEC Rules on Crowdfunding and Their Effect on Small Business Growth“. *Rutgers Law Record* 44 (2016): 21–45. <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/rutglr44&div=3&id=&page=>.
70. Rodrigues, R. Usha. „Embrace the SEC“. *Washington University Journal of Law & Policy* 61 (2020): 133–154. [https://openscholarship.wustl.edu/law\\_journal\\_law\\_policy/vol61/iss1/12/](https://openscholarship.wustl.edu/law_journal_law_policy/vol61/iss1/12/).
71. Rorigues, R. Usha. „Financial Contracting with the Crowd“. *Emory Legal Journal* 69 (2019): 397–458. <https://scholarlycommons.law.emory.edu/elj/vol69/iss3/1/>.
72. Sabagh, Laila. „The Sec Regulation Crowdfunding: the Issues Dilemma“. *Administrative Law Review Accord* 2 (2) (2017): 111–136. [http://www.administrativelawreview.org/wp-content/uploads/2017/05/Sabagh\\_Final.pdf](http://www.administrativelawreview.org/wp-content/uploads/2017/05/Sabagh_Final.pdf).
73. Schwartz, A. Andrew. „Crowdfunding Issuers in the United States“, *Washington University Journal of Law and Policy* 61 (2020): 155–172. <https://ssrn.com/abstract=3594496>.

74. Schwartz, A. Andrew. „Crowdfunding Securities“. *Notre Dame Law Review* 88 (2013): 1457–1490. <https://ssrn.com/abstract=2279175>.
75. Schwartz, A. Andrew. „Keep It Light, Chairman White: SEC Rulemaking Under the CROWDFUND Act (2013)“. *University of Colorado Law: Legal Studies Research Paper* 66 (2013): 43–62. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2269072](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2269072).
76. Schwartz, A. Andrew. „Mandatory Disclosure in Primary Markets“. *Utah Law Review* 5 (2019): 1069–1103. <https://dc.law.utah.edu/ulr/vol2019/iss5/4>.
77. Schwartz, A. Andrew. „The Digital Shareholder“. *Minnesota Law Review* 100 (2) (2015): 609–685. <https://scholar.law.colorado.edu/articles/409>.
78. Schwartz, A. Andrew. „The Gatekeepers of Crowdfunding“. *Washington and Lee Law Review* 75 (2) (2018): 885–955. <https://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol75/iss2/6/>.
79. Serdaris, Konstantinos. „Behavioural Economic Influences on Primary Market Disclosure – The Case of the EU Regulation on European Crowdfunding Service Providers“. *European Company and Financial Law Review* 18 (3), 428–463. <https://doi.org/10.1515/ecfr-2021-0020>.
80. Tsai, Chang-hsien. „Legal Transplantation or Legal Innovation? Equity-Crowdfunding Regulation in Taiwan after Title III of the U. S. JOBS Act“. *Boston University International Law Journal* 34 (2): 233–277. <https://ssrn.com/abstract=2412145>.
81. Tversky, Amos, Daniel Kahneman. „Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases“. *Science: New Series* 185 (4157) (1974): 1124–1131. Žiūrėta 2021 m. balandžio 2 d. <https://www2.psych.ubc.ca/~schaller/Psyc590Readings/TverskyKahneman1974.pdf>.
82. Vargas, Frank, Michael Vargas, Jennifer Dasari. „Understanding Crowdfunding: The SEC’s New Crowdfunding Rules and the Universe of Public Fund-Raising“. *Business Law Today* 1 (2015), 1–5. Žiūrėta 2021 m. rugsėjo 2 d. <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/busiltom2015&div=137&id=&page=>.
83. Walthoff-Borm, Xavier, Tom Vanacker & Armin Schwienbacher. „Equity Crowdfunding: First Resort or Last Resort?“. *Journal of Business Venturing* 33 (4) (2018): 513–533. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0883902617304883>.
84. Weber, H. Rolf, Rainer Baisch. „Fin-Tech – Eligible Safeguards to Foster the Regulatory Framework“. *Journal of International Banking Law and Regulation* 33 (10) (2018): 335–350. [https://www.researchgate.net/publication/329586457\\_FinTech-eligible\\_Safeguards\\_to\\_Foster\\_the\\_regulatory\\_Framework](https://www.researchgate.net/publication/329586457_FinTech-eligible_Safeguards_to_Foster_the_regulatory_Framework).
85. White, Daniel Linn. „Title III of the Jobs Act: Congress Invites Investor Abuse and Leaves the Sec Holding the Bag“. *Willamette Law Review* 52, 2 (2015): 1–26. Žiūrėta 2021 m. rugsėjo 2 d. <https://ssrn.com/abstract=2812708>.
86. Wroldsen, Jack. „Crowdfunding Investment Contracts“. *Virginia Law & Business Review* 11 (2017): 543–611. Žiūrėta 2021 m. gruodžio 14 d. <https://ssrn.com/abstract=284477>.
87. Zetzsche, Dirk Andreas, Christina Preiner. „Cross-Border Crowdfunding – Towards a Single Crowdfunding Market for Europe“. *European Banking Institute Working Paper Series* 8 (2017): 1–38, <https://ssrn.com/abstract=2991610>.
88. Zunzunegui, Fernando. „Systematic and Conceptual Framework for Crowdfunding Regulation“. *Revista De Derecho Del Mercado Financiero Working Paper* 5 (2019): 1–16, <https://ssrn.com/abstract=3444868>.

## **Lietuvos Respublikos teisės aktai**

1. „Lietuvos Respublikos civilinio kodekso patvirtinimo, įsigaliojimo ir įgyvendinimo įstatymas“. TAR. Žiūrėta 2022 m. sausio 10 d. <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.8A39C83848CB/asr>.
2. „Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas“. TAR. Žiūrėta 2020 m. gruodžio 31 d., <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.AB7AFE2F35B2/asr>.
3. „Lietuvos Respublikos informuotiesiems investuotojams skirtų kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas“. TAR. Žiūrėta 2022 m. sausio 4 d. <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.1EABAD7265D5/asr>.
4. „Lietuvos Respublikos pinigų plovimo ir teroristų finansavimo prevencijos įstatymas“. TAR. Žiūrėta 2022 m. sausio 12 d., <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.C44837068B55/asr>.
5. „Lietuvos Respublikos profesionaliesiems investuotojams skirtų kolektyvinio investavimo subjektų valdymo įmonių įstatymo Nr. XII-1467 pakeitimo įstatymas“. TAR. Žiūrėta 2022 m. sausio 2 d. <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/0e823d30131811e9b2b6e7cdb14007b4>.
6. „Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymas“. TAR. Žiūrėta 2022 m. sausio 8 d. <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/60391540ab3c11e6a6f98c1425a5ffa8>.
7. „Lietuvos Respublikos vartojimo kredito įstatymas“. TAR. Žiūrėta 2020 m. sausio 10 d. <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.3E5A0E0D14C8/asr>.
8. „Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas“. TAR. Žiūrėta 2021 m. kovo 16 d. <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.3DF892F52616/asr>.
9. Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2002 m. lapkričio 19 d. nutarimas Nr. 1797 „Dėl Verslo liudijimų išdavimo gyventojams taisyklių ir veiklų, kuriomis gali būti verčiamasi turint verslo liudijimą, rūšių sąrašo“. TAR. Žiūrėta 2020 m. gruodžio 29 d. <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.2D6424EE2BEB/asr>.
10. Valstybinės mokesčių inspekcijos prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos viršininko 2002 m. gruodžio 24 d. įsakymas Nr. 373 „Dėl Pranešimo apie nuolatinio Lietuvos gyventojų veiklos pradžią, šio gyventojų veiklos vykdymo pažymos, taip pat nenuolatinio Lietuvos gyventojų nuolatinės bazės įregistravimo Lietuvoje pažymos išdavimo taisyklių bei su tuo susijusių formų patvirtinimo“. TAR. Žiūrėta 2020 m. gruodžio 29 d. <https://www.e-tar.lt/portal/legalAct.html?documentId=TAR.02751F0D07EC>.

## **Priežiūros institucijos individualūs administraciniai aktai ir pranešimai**

1. „Lietuvos bankas, Kapitalo rinkos plėtros priemonių plano projektas“. Lietuvos Bankas. Žiūrėta 2022 m. balandžio 19 d. [https://www.lb.lt/uploads/consultations/docs/34585\\_88f41c8aaaf78ae1b43be9d30dc7c6a2.pdf](https://www.lb.lt/uploads/consultations/docs/34585_88f41c8aaaf78ae1b43be9d30dc7c6a2.pdf).
2. „Sutelktinio finansavimo platformų operatorių veiklos apžvalga“, 2020 m. I pusmetis, Lietuvos bankas. [https://www.lb.lt/uploads/publications/docs/26844\\_9939d07bf2c67d60b77c0588fd9db081.pdf](https://www.lb.lt/uploads/publications/docs/26844_9939d07bf2c67d60b77c0588fd9db081.pdf).
3. Lietuvos banko Finansų rinkos priežiūros tarnybos direktoriaus 2021 m. sausio 7 d. sprendimas Nr. v 2021/(34.3.e-3400)-419-4 „Dėl Kolektyvinio investavimo subjektų valdymo gairių patvirtinimo“. Lietuvos bankas. Žiūrėta 2021 m. kovo 9 d. [https://www.lb.lt/uploads/documents/docs/27973\\_d6f1f303e3b060edc3b9685e7768d26d.docx](https://www.lb.lt/uploads/documents/docs/27973_d6f1f303e3b060edc3b9685e7768d26d.docx).

4. Lietuvos banko Priežiūros tarnybos direktoriaus 2017 m. rugsėjo 25 d. sprendimas Nr. 241-169 „Dėl Lietuvos banko pozicijos dėl tam tikrų Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymo nuostatų taikymo ir jų santykio su kitais teisės aktais patvirtinimo“. Lietuvos bankas. Žiūrėta 2021 m. kovo 28 d., 3. [https://www.lb.lt/uploads/documents/docs/17790\\_0953e09d0b2194672bbc850ddb8da55a.doc](https://www.lb.lt/uploads/documents/docs/17790_0953e09d0b2194672bbc850ddb8da55a.doc).
5. Lietuvos banko Priežiūros tarnybos direktoriaus 2017 m. rugsėjo 25 d. sprendimas Nr. 241-169 „Dėl Lietuvos banko pozicijos dėl tam tikrų Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymo nuostatų taikymo ir jų santykio su kitais teisės aktais patvirtinimo“. Lietuvos bankas. Žiūrėta 2021 m. kovo 28 d. [https://www.lb.lt/uploads/documents/docs/17790\\_0953e09d0b2194672bbc850ddb8da55a.doc](https://www.lb.lt/uploads/documents/docs/17790_0953e09d0b2194672bbc850ddb8da55a.doc).
6. Lietuvos banko valdybos 2013 m. vasario 28 d. nutarimas. Nr. 03-45 „Dėl Informacinio dokumento, privalomo rengti viešai siūlant vidutinio dydžio emisijas ir sudarant vidutinio dydžio sutelktinio finansavimo sandorius, rengimo ir skelbimo tvarkos aprašo patvirtinimo“. TAR. Žiūrėta 2021 m. kovo 23 d. <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.FBCA86913364>.
7. Lietuvos banko valdybos 2016 m. lapkričio 29 d. nutarimas Nr. 03-169 „Dėl Sutelktinio finansavimo platformų operatorių finansavimo sandorių priimtumo finansuotojams ir projektų savininkų patikimumo vertinimo taisyklių patvirtinimo“, TAR. Žiūrėta 2021 m. kovo 22 d. <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/2665e4c0b6d511e6aae49c0b9525cbbb>.

### **Europos Sąjungos teisės aktai**

1. „Council Directive 80/390/EEC of 17 March 1980 coordinating the requirements for the drawing up, scrutiny and distribution of the listing particulars to be published for the admission of securities to official stock exchange listing“, OJ L100. Žiūrėta 2022 m. sausio 23 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:31980L0390>.
2. „Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC (Text with EEA relevance)“, OJ L 345. Žiūrėta 2022 m. sausio 23 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32003L0071&rid=1>.
3. „Europos centrinio banko 2013 m. spalio 18 d. Reglamentas (ES) Nr. 1075/2013 dėl finansinių priemonių bendrovių, užsiimančių pakeitimo vertybiniais popieriais sandoriais, turto ir įsipareigojimų statistikos“. Žiūrėta 2021 m. kovo 30 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:02013R1075-20131127&from=EN>.
4. „Europos Parlamento ir Tarybos 2003 m. lapkričio 4 d. direktyva Nr. 2003/71/EB dėl prospekto, kuris turi būti skelbiamas, kai vertybiniai popieriai siūlomi visuomenei ar įtraukiami į prekybos sąrašą, ir iš dalies keičianti Direktyvą 2001/34/EB“, OL L 345, 64. Žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 27 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:02003L0071-20180721&from=EN>.
5. „Europos Parlamento ir Tarybos 2016 m. balandžio 25 d. reglamentas Nr. (ES) 2017/565, kuriuo Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2014/65/ES papildoma nuostatomis dėl investicinių įmonių organizacinių reikalavimų bei veiklos sąlygų ir toje direktyvoje apibrėžtų terminų“, OJ L87, 31.3.2017. Žiūrėta 2020 m. rugsėjo 1 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R0565&from=LT>.
6. „Europos Parlamento ir Tarybos 2017 m. birželio 14 d. reglamentas (ES) Nr. 2017/1129 dėl

- prospekto, kuris turi būti skelbiamas, kai vertybiniai popieriai siūlomi viešai arba įtraukiami į prekybos reguliuojamoje rinkoje sąrašą, ir kuriuo panaikinama Direktyva 2003/71/EB“, OJ L168, 12–82. Žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 27 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02017R1129-20191231>.
7. „Europos Parlamento ir Tarybos 2008 m. balandžio 23 d. direktyva 2008/48/EB dėl vartojimo kredito sutarčių ir panaikinanti Tarybos direktyvą 87/102/EEB“, OJ L 133/66. Žiūrėta 2020 m. gruodžio 28 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/lt/TXT/?uri=CELEX%3A32008L0048>.
  8. „Europos parlamento ir tarybos 2009 m. rugsėjo 16 d. direktyva 2009/110/EB dėl elektroninių pinigų įstaigų steigimosi, veiklos ir riziką ribojančios priežiūros, iš dalies keičianti Direktyvas 2005/60/EB ir 2006/48/EB ir panaikinanti Direktyvą 2000/46/EB“, OJ L 267. Žiūrėta 2022 m. sausio 11 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:02009L0110-20180113&from=EN>.
  9. „Europos Parlamento ir Tarybos 2009 m. rugsėjo 16 d. direktyva Nr. 2009/110/EB dėl elektroninių pinigų įstaigų steigimosi, veiklos ir riziką ribojančios priežiūros, iš dalies keičianti Direktyvas 2005/60/EB ir 2006/48/EB ir panaikinanti Direktyvą 2000/46/EB“, OJ L 267, 7–17. Žiūrėta 2020 m. rugsėjo 1 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0110&from=LT>.
  10. „Europos Parlamento ir Tarybos 2011 m. birželio 8 d. direktyva 2011/61/ES dėl alternatyvaus investavimo fondų valdytojų, kuria iš dalies keičiami direktyvos 2003/41/EB ir 2009/65/EB bei reglamentai (EB) Nr. 1060/2009 ir (ES) Nr. 1095/2010“, OJ L 174. Žiūrėta 2022 m. sausio 2 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:02011L0061-20210802&from=EN>.
  11. „Europos Parlamento ir Tarybos 2011 m. birželio 8 d. direktyva 2011/61/ES dėl alternatyvaus investavimo fondų valdytojų, kuria iš dalies keičiami direktyvos 2003/41/EB ir 2009/65/EB bei reglamentai (EB) Nr. 1060/2009 ir (ES) Nr. 1095/2010“, OJ L 174. Žiūrėta 2021 m. kovo 30 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:02011L0061-20190113&from=EN>.
  12. „Europos Parlamento ir Tarybos 2013 m. birželio 26 d. direktyva (ES) Nr. 2013/36/ES dėl galimybės verstis kredito įstaigų veikla ir dėl riziką ribojančios kredito įstaigų ir investicinių įmonių priežiūros, kuria iš dalies keičiama Direktyva 2002/87/EB ir panaikinamos direktyvos 2006/48/EB bei 2006/49/EB“, OJ L 176. 1.8.2013. Žiūrėta 2020 m. rugsėjo 1 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0036&from=EN>.
  13. „Europos Parlamento ir Tarybos 2013 m. birželio 26 d. reglamentas (ES) Nr. 575/2013 dėl prudencinių reikalavimų kredito įstaigoms ir investicinėms įmonėms ir kuriuo iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) Nr. 648/2012“, OJ L 176, 1.8.2013, 1–337. Žiūrėta 2022 m. sausio 10 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02013R0575-20210930>.
  14. „Europos Parlamento ir Tarybos 2013 m. birželio 26 d. Reglamente (ES) Nr. 575/2013 dėl riziką ribojančių reikalavimų kredito įstaigoms, kuriuo iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) Nr. 648/2012“, OL L 176. Žiūrėta 2022 m. sausio 4 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:02013R0575-20210930&from=EN>.
  15. „Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. balandžio 16 d. direktyva dėl indėlių garantijų sistemų“, OJ L 173, 12.6.2014. Žiūrėta 2020 m. rugsėjo 1 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0049&from=EN>.

16. „Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. gegužės 15 d. direktyva Nr. 2014/65/ES dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos direktyva 2002/92/EB ir direktyva 2011/61/ES“, OJ L 173, 349–496. Žiūrėta 2020 m. rugsėjo 1 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/pdf/?uri=celex:32014L0065&from=en>.
17. „Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. lapkričio 26 d. reglamentas (ES) Nr. 1286/2014 dėl mažmeninių investicinių produktų paketų ir draudimo principu pagrįstų investicinių produktų (MIPP ir DIP) pagrindinės informacijos dokumentų“, OJ L 352/1, 9.12.2014 Žiūrėta 2021 m. kovo 28 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/?uri=celex%3A32014R1286>.
18. „Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. liepos 23 d. direktyva 2014/91/ES, kuria iš dalies keičiamos Direktyvos 2009/65/EB dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektais (KIPVPS), derinimo nuostatos, kiek tai susiję su depozitoriumo funkcijomis, atlyginimų politika ir sankcijomis“, OJ L 257/186. Žiūrėta 2021 m. kovo 30 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0091&from=EN>.
19. „Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. vasario 4 d. direktyva 2014/17/ES dėl vartojimo kredito sutarčių dėl gyvenamosios paskirties nekilnojamojo turto, kuria iš dalies keičiamos direktyvos 2008/48/EB ir 2013/36/ES bei Reglamentas (ES) Nr. 1093/2010“, OJ L 60/34. Žiūrėta 2020 m. gruodžio 28 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0017&from=EN>.
20. „Europos Parlamento ir Tarybos 2015 m. gegužės 20 d. direktyva (ES) 2015/849 dėl finansų sistemos naudojimo pinigų plovimui ar teroristų finansavimui prevencijos, kuria iš dalies keičiamas Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 648/2012 ir panaikinama Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2005/60/EB bei Komisijos direktyva 2006/70/EB, OJ L L 141/73“. Žiūrėta 2021 m. kovo 25 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32015L0849&from=LT>.
21. „Europos Parlamento ir Tarybos 2015 m. lapkričio 25 d. direktyva (ES) 2015/2366 dėl mokėjimo paslaugų vidaus rinkoje, kuria iš dalies keičiamos direktyvos 2002/65/EB, 2009/110/EB ir 2013/36/ES bei Reglamentas (ES) Nr. 1093/2010 ir panaikinama Direktyva 2007/64/EB“, OJ L L 337, 35–127. Žiūrėta 2020 m. rugsėjo 1 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015L2366&from=EN>.
22. „Europos Parlamento ir Tarybos 2015 m. lapkričio 25 d. direktyva (ES) 2015/2366 dėl mokėjimo paslaugų vidaus rinkoje, kuria iš dalies keičiamos direktyvos 2002/65/EB, 2009/110/EB ir 2013/36/ES bei Reglamentas (ES) Nr. 1093/2010 ir panaikinama Direktyva 2007/64/EB“, OJ L L 337, 35–127. Žiūrėta 2020 m. rugsėjo 1 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015L2366&from=EN>.
23. „Europos Parlamento ir Tarybos 2019 m. lapkričio 27 d. direktyvai (ES) 2019/2034 dėl investicinių įmonių riziką ribojančios priežiūros, kuria iš dalies keičiamos direktyvos 2002/87/EB, 2009/65/EB, 2011/61/ES, 2013/36/ES, 2014/59/ES ir 2014/65/ES“, OJ L 314/64. Žiūrėta 2022 m. vasario 1 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32019L2034>.
24. „Europos Parlamento ir Tarybos 2020 m. spalio 7 d. direktyva (ES) 2020/1504, kuria iš dalies keičiama Direktyva 2014/65/ES dėl finansinių priemonių rinkų“, OJ L 347. Žiūrėta 2021 m. sausio 4 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32020L1504&from=EN>.
25. „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>.
26. „Europos Sąjungos sutarties ir Sutarties dėl Europos Sąjungos veikimo suvestinės redakcijos“, *Oficialusis leidinys C 326*. Žiūrėta 2022 m. sausio 8 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:12012E/TXT&from=EN>.
  27. „Komisijos 2016 m. balandžio 25 d. deleguotasis reglamentas (ES) 2017/565, kuriuo Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2014/65/ES papildoma nuostatomis dėl investicinių įmonių organizacinių reikalavimų bei veiklos sąlygų ir toje direktyvoje apibrėžtų terminų“, OJ L 087. Žiūrėta 2022 m. sausio 11 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:02017R0565-20210822&from=EN>.
  28. „Komisijos 2016 m. gegužės 24 d. deleguotasis reglamentas (ES) 2017/568, kuriuo Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2014/65/ES papildoma leidimo prekiauti finansinėmis priemonėmis reguliuojamoje rinkoje techniniais reguliavimo standartais“, OJ L 87/118. Žiūrėta 2021 m. sausio 4 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R0568&from=EN>.
  29. „Komisijos deleguotasis 2019 m. kovo 14 d. reglamentas (ES) 2019/980, kuriuo Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) 2017/1129 papildomas nuostatomis dėl prospekto, kuris turi būti skelbiamas, kai vertybiniai popieriai siūlomi viešai arba įtraukiami į prekybos reguliuojamoje rinkoje sąrašą, formato, turinio, tikrinimo ir tvirtinimo ir kuriuo panaikinamas Komisijos reglamentas (EB) Nr. 809/2004“, OL L 166, 26, 2019.6.21. Žiūrėta 2021 m. kovo 28 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:02019R0980-20200917&from=EN>.
  30. „Komisijos deleguotoji 2016 m. balandžio 7 d. direktyva Nr. 2017/593, kuria papildomos Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2014/65/ES nuostatos dėl klientams priklausančių finansinių priemonių ir lėšų apsaugos, produktų valdymo pareigų ir taisyklių, taikomų mokesčių, komisinio atlyginimo arba bet kokios piniginės ar nepiniginės naudos teikimui arba gavimui“, OJ L87, 31.3.2017. Žiūrėta 2021 m. gruodžio 21 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0593&from=en>.

## **Europos vertybinių popierių ir rinkų institucijos dokumentai**

1. „Advice On Investment Based Crowdfunding“. ESMA. ESMA/2014/1560 (2014). Žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d., <https://www.esma.europa.eu/document/advice-investment-based-crowdfunding>.
2. „ESMA Response to the Commission Consultation Paper on Fintech: A More Competitive and Innovative Financial Sector“. ESMA, ESMA50-158-457 (2017): 13. Žiūrėta 2021 m. balandžio 7 d. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-158-457\\_response\\_to\\_the\\_ec\\_consultation\\_on\\_fintech.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-158-457_response_to_the_ec_consultation_on_fintech.pdf).
3. „Guidelines on certain aspects of the MIFID II suitability requirements“, ESMA, ESMA35-43-1163 (2018). Žiūrėta 2021 m. sausio 5 d. <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43->
4. „Guidelines on key concepts of the AIFMD“. ESMA. ESMA/2013/611 (2013). Žiūrėta 2021 m. kovo 30 d. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-611\\_guidelines\\_on\\_key\\_concepts\\_of\\_the\\_aifmd\\_-\\_en.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-611_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_-_en.pdf).
5. „Investment-based Crowdfunding Insights from Regulators in the EU“. ESMA,

- ESMA/2015/856 (2015). Žiūrėta 2021 m. balandžio 7 d. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2015-856\\_ann\\_1\\_esma\\_response\\_to\\_ec\\_green\\_paper\\_on\\_cm\\_u\\_-\\_crowdfunding\\_survey.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2015-856_ann_1_esma_response_to_ec_green_paper_on_cm_u_-_crowdfunding_survey.pdf).
6. „National thresholds below which the obligation to publish a prospectus does not apply“. ESMA. ESMA31-62-1193 (2020). Žiūrėta 2021 m. balandžio 6 d. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-1193\\_prospectus\\_thresholds.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-1193_prospectus_thresholds.pdf).
  7. „Opinion on Investment Based Crowdfunding“. ESMA. ESMA/2014/1378 (2014). Žiūrėta 2021 m. kovo 28 d. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378\\_opinion\\_on\\_investment-based\\_crowdfunding.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf).
  8. „Opinion: Investment Based Crowdfunding“. ESMA. ESMA/2014/1378 (2014). Žiūrėta 2022 m. sausio 8 d. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378\\_opinion\\_on\\_investment-based\\_crowdfunding.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf).
  9. „Position Paper: Crowdfunding“. ESMA. ESMA/2014/SMSG/010 (2014). Žiūrėta 2021 m. balandžio 7 d. <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-smsg-010.pdf>.
  10. „Question & Answers: Understanding the definition of advice under MIFID“, ESMA, Ref. CESR/10-293 (2010). Žiūrėta 2021 m. sausio 5 d. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10\\_293.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_293.pdf).
  11. „Questions and Answers „On the European crowdfunding service providers for business Regulation“. ESMA. ESMA35-42-1088 (2022): 11. Žiūrėta 2022 m. vasario 2 d. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1088\\_qas\\_crowdfunding\\_ecspr.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1088_qas_crowdfunding_ecspr.pdf).
  12. „Questions and Answers On MIFID II and MiFIR Investor Protection and Intermediaries Topics“. ESMA. ESMA35-43-349 (2020). Žiūrėta 2021 m. sausio 5 d., 103. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349\\_MIFID\\_ii\\_qas\\_on\\_investor\\_protection\\_topics.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_MIFID_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf).
  13. „Questions and Answers On MIFID II and MiFIR Investor Protection and Intermediaries Topics“. ESMA. ESMA35-43-349 (2020). Žiūrėta 2021 m. sausio 5 d. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349\\_MIFID\\_ii\\_qas\\_on\\_investor\\_protection\\_topics.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_MIFID_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf).
  14. „Questions and Answers On the European crowdfunding service providers for business Regulation“. ESMA. ESMA35-42-1088 (2021). Žiūrėta 2021 m. kovo 30 d. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1088\\_qas\\_crowdfunding\\_ecspr.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1088_qas_crowdfunding_ecspr.pdf).
  15. Questions and Answers Investment-based Crowdfunding: Money Laundering/Terrorist Financing“. ESMA, ESMA/2015/1005 (2015). Žiūrėta 2021 m. balandžio 7 d. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_2015\\_1005\\_qa\\_crowdfunding\\_money\\_laundering\\_and\\_terrorist\\_financing.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2015_1005_qa_crowdfunding_money_laundering_and_terrorist_financing.pdf).

### **Kitų institucijų ir organizacijų dokumentai**

1. „A Framework for European Crowdfunding Network“. European Crowdfunding Network (2012). Žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d. [http://eurocrowd.winball2.de/wp-content/blogs.dir/sites/85/2013/06/FraMeWOrK\\_eu\\_crOWdFuNdING.pdf](http://eurocrowd.winball2.de/wp-content/blogs.dir/sites/85/2013/06/FraMeWOrK_eu_crOWdFuNdING.pdf).
2. „Basel III: international regulatory framework for banks“. Bank for International Settlements. Žiūrėta 2022 m. sausio 8 d. <https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>.
3. „Consultation Document: The FCA’s Regulatory Approach to Crowdfunding (and Similar

- Activities)“; UK Financial Conduct Authority (2013). Žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d. <https://www.fca.org.uk/publications/consultation-papers/cp13-13-fca's-regulatory-approach-crowdfunding-and-similar>.
4. „Crowd-funding: an Infant Industry Growing Fast“. International Organization of Securities commissions (IOSCO). Staff Working paper, SWp3 (2014): 21–22. Žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 23 d. <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/crowd-funding-an-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>.
  5. „Crowd-Sourced Equity Funding: Discussion Paper“. Australian Government – Corporations and Markets Advisory Committee (2014). Žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d. <http://www.camac.gov.au/camac/camac.nsf/byheadline/reportsfinal+reports+home.html>.
  6. „Crowdfunding's Potential for the Developing World“. World Bank (2013). Žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 23 d. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/17626>.
  7. „Europos Komisijos 2018 m. kovo 8 d. pasiūlymas dėl Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos, kuria iš dalies keičiama direktyva 2014/65/ES dėl finansinių priemonių rinkų (COM(2018)0099 – C8-0102/2018 – 2018/0047(COD))“, Europos Komisija. Žiūrėta 2020 m. rugsėjo 1 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/?uri=ceLex:52018pc0099>.
  8. „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“, European Commission, SWD(2018). Žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 26 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52018SC0056>.
  9. „Exempt Market Review, Staff Consultation Paper, Considerations for New Capital Raising Prospectus Exemptions“. Ontario Securities Commission (2013). Žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d. <https://faircanada.ca/submissions/osc-exempt-market-review-osc-staff-consultation-paper-45-710-considerations-for-new-capital-raising-prospectus-exemptions/>.
  10. „Financial Stability Implications from FinTech – Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention“. Financial Stability Board. Žiūrėta 2021 m. kovo 31 d. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/R270617.pdf>.
  11. „Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan“. European Commission. COM 232 (1999). Žiūrėta 2022 m. sausio 23 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:51999DC0232&from=RO>.
  12. „Opinion of the European Banking Authority on Communications to Supervised Entities Regarding Money Laundering and Terrorist Financing Risks in Prudential Supervision“. European Banking Authority (EBA), EBA-OP-2019-08 (2019). Žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d. <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2622242/a8270e12-b0c2-4194-a70f-1f1ece5c71a3/Opinion%20on%20communication%20of%20ML%20TF%20risks%20to%20supervised%20entities.pdf?retry=1>.
  13. „Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding“. European Banking Authority, EBA/Op/2015/03 (2015). Žiūrėta 2021 m. kovo 29 d. <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/983359/f6106173-dc94-4d22-ade8-d40fce724580/EBA-Op-2015-03%20%28EBA%20Opinion%20on%20lending%20based%20Crowdfunding%29.pdf?retry=1>.
  14. „Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business“. European Commission. COM

- 113 (2018). Žiūrėta 2022 m. sausio 12 d. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52018PC0113>.
15. „Proposed Rules on Crowdfunding“. SEC (2013). Žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d. <https://www.sec.gov/rules/proposed/2013/33-9470.pdf>.
  16. „Questions on Single Market Legislation: Definitions: ‘Transferable Securities.’ European Commission. Žiūrėta 2021 m. rugsėjo 2 d. [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/MIFID-2004-0039-commission-questions-answers\\_en\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/MIFID-2004-0039-commission-questions-answers_en_0.pdf).
  17. „Report on Crowdfunding in the EU Capital Markets Union“, European Commission (2016). Žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d. [https://ec.europa.eu/info/publications/crowdfunding-eu-capital-markets-union\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/crowdfunding-eu-capital-markets-union_en).
  18. „Review of Crowdfunding Regulation 2014“. European Crowdfunding Network. Žiūrėta 2020 rugpjūčio 24 d. <http://eurocrowd.org/2014/12/12/ecn-review-crowdfunding-regulation-2014/>.
  19. „Un Nouveau Adre Pour Faciliter le Developpement du Financement Participatif“. Banque de France, 2013. Žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d., <https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/media/2017/07/25/20130930-cadre-financement-participatif.pdf>.

### **Užsienio šalių teisės aktai**

1. „Crowdfund Act“. National Archives: Code of Federal Regulation. Žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 3 d. <https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=c7e74e1bad6fee36d9bda0745aec1d75&mc=true&node=pt17.3.227&rgn=div5>.
2. „Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act“. Žiūrėta 2021 m. gruodžio 28 d. <https://www.congress.gov/111/plaws/publ203/PLAW-111publ203.pdf>.
3. „Regulations on Offer for Sale of Securities through Electronic System or Network“ (No. TorJor. 7/2558). Securities Exchange Commission. Žiūrėta 2021 m. gruodžio 21 d. [https://publish.sec.or.th/nrs/6879pe\\_r.pdf](https://publish.sec.or.th/nrs/6879pe_r.pdf).
4. „Small Business, Enterprise and Employment Bill 2015“. UK Public Geeral Acts. Žiūrėta 2022 m. balandžio 20 d. <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2015/26/contents/enacted>.
5. „USA Securities Act of 1933“. Žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 1 d. <https://venturebeat.com/wp-content/uploads/2010/05/sa33.pdf>.

### **Pranešimai konferencijoje**

1. Ivana Kunda, „Jurisdiction and applicable law in crowdfunding“, *Economic and Social Development – 16th International Scientific Conference on Economic and Social Development: The Legal Challenges of Modern World*, Croatia, 2016: 253–263. Žiūrėta 2021 m. gruodžio 22 d. [https://www.academia.edu/31131507/Jurisdiction\\_and\\_Applicable\\_Law\\_in\\_Crowdfunding](https://www.academia.edu/31131507/Jurisdiction_and_Applicable_Law_in_Crowdfunding).

### **Užsienio šalių teismų sprendimai**

1. SEC v. W. J. Howey Co., 328 U. S. 293 (1946). Žiūrėta 2021 m. rugsėjo 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).

## Interneto šaltiniai

1. „A wake Up call from TrustBuddy“. Žiūrėta 2022 m. sausio 9 d. <https://www.lexisnexis.co.uk/blog/financial-services/a-wake-up-call-from-trustbuddy>.
2. „Crowdfunding regulation published“. FG Lawyers. Žiūrėta 2021 m. gruodžio 15 d. <https://www.fglawyersamsterdam.com/en/crowdfunding-regulation-published/>.
3. „Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act“. Investopedia. Žiūrėta 2022 m. sausio 5 d. <https://www.investopedia.com/terms/d/dodd-frank-financial-regulatory-reform-bill.asp>.
4. „Frequently Asked Questions About Exempt Offering“. SEC. 2021 m. rugpjūčio 2 d. [https://www.sec.gov/smallbusiness/exemptofferings/faq?auHash=rh5Wfji9h3wRzP6X2anOmgYLdhPHNuo-3Vw0YNZyR\\_M#faq2](https://www.sec.gov/smallbusiness/exemptofferings/faq?auHash=rh5Wfji9h3wRzP6X2anOmgYLdhPHNuo-3Vw0YNZyR_M#faq2).
5. „Leader of China’s \$9 Billion Ezubao Online Scam Gets Life; 26 Jailed“. Žiūrėta 2022 m. sausio 9 d. <https://www.reuters.com/article/us-china-fraud-idUSKCN1BN0J6>.
6. „LendingClub Board Lost Trust in CEO Amid Probe: Sources“. Žiūrėta 2022 m. sausio 9 d. <https://www.cnbc.com/2016/05/09/lendingclub-board-lost-trust-in-ceo-amid-probe-sources.html>.
7. „Mean and median income by household type – EU-SILC and ECHP surveys“, Eurostat, 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).
8. „Median Household Income In January 2022“. Seeking Alpha. Žiūrėta 2022 m. balandžio 21 d. [https://seekingalpha.com/article/4491634-median-household-income-january-2022?external=true&gclid=Cj0KCQjwpImTBhCmARIsAKr58cxVxFY7YvJpTHHldwFsx60jIX9tT-hvnp69ej8nprXfzXqeltm\\_n89caAhuxEALw\\_wcB&utm\\_campaign=16160107180&utm\\_medium=cpc&utm\\_source=google&utm\\_term=138882501091%5Edsa-1485125208378%5E%5E581249221152%5E%5E%5Eg](https://seekingalpha.com/article/4491634-median-household-income-january-2022?external=true&gclid=Cj0KCQjwpImTBhCmARIsAKr58cxVxFY7YvJpTHHldwFsx60jIX9tT-hvnp69ej8nprXfzXqeltm_n89caAhuxEALw_wcB&utm_campaign=16160107180&utm_medium=cpc&utm_source=google&utm_term=138882501091%5Edsa-1485125208378%5E%5E581249221152%5E%5E%5Eg).
9. „Questions and Answers: On the European crowdfunding service providers for business Regulation“. ESMA. ESMA35-42-1088 (2022). Žiūrėta 2022 m. vasario 2 d. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1088\\_qas\\_crowdfunding\\_ecspr.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1088_qas_crowdfunding_ecspr.pdf).
10. „Sarbanes-Oxley (SOX) Act of 2002“. Investopedia. Žiūrėta 2022 m. sausio 5 d. <https://www.investopedia.com/terms/s/sarbanesoxleyact.asp>.
11. „SEC Harmonizes and Improves „Patchwork“ Exempt Offering Framework“. SEC. Žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 3 d. <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-273>.
12. „Securities Finance in Germany“, Andreas Fillman, *Law Business Research*. Žiūrėta 2021 m. kovo 16 d. <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=9e93a107-8e88-46bb-80bd-8ee09b4e59c2>.
13. „Study Regarding Financial Literacy Among Investors“, SEC, August 2012. <https://www.sec.gov/news/studies/2012/917-financial-literacy-study-part1.pdf>.
14. „UK Financial Conduct Authority Handbook Nr. 81“. Perimeter Guidance Manual, Q13.3. Investment Services and Activities. UK Financial Conduct Authority. Žiūrėta 2020 m. spalio 27 d. <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG/13/>.
15. Galea, Jean. „Lending Platform Lendy Goes Bust – Lessons Learnt“. Žiūrėta 2022 m. sausio 9 d. <https://jeangalea.com/lending-platform-lendy-goes-bust-lessons-learnt/>.
16. Hakvoort, Anne. „Most Important Regulatory Obstacles to Cross Border Crowdfunding“. FG Lawyers. Žiūrėta 2021 m. balandžio 6 d. <https://www.fglawyersamsterdam.com/>

<wp-content/uploads/2017/01/2017JAN-Most-important-regulatory-obstacles-to-cross-border-crowdfunding.pdf>.

17. Kara, Bechara. „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>.
18. Kirketerp-Møller, Z Remonda. „The Confusion of Client Categorization Needs to Be Addressed“. Finance Magnates. Žiūrėta 2021 m. sausio 5 d. <https://www.financemagnates.com/forex/analysis/the-confusion-of-client-categorisation-needs-to-be-addressed/>.
19. Market Capitalization of Goldman Sachs. 2021 m. rugpjūčio 10 d. <https://companiesmarketcap.com/goldman-sachs/marketcap/>.
20. Moloney, Niamh. *How to protect investors: lessons from the EC and the UK*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010. Žiūrėta 2021 m. gruodžio 20 d. <https://www.researchgate.net/publication/41527334> How to protect investors Lessons from the EC and the UK.
21. Oficialios statistikos portalas. Žiūrėta 2022 m. gegužės 24 d. <https://osp.stat.gov.lt/verslas-lietuvoje-2020/veikiancios-imonės#%C4%AFmon%C4%97s>.
22. Sam Daley. „34 Blockchain Applications and Real-World Use Cases Disrupting the Status Quo“. Built In. Žiūrėta 2021 m. gruodžio 27 d. <https://builtin.com/blockchain/blockchain-applications>.
23. U. S. Securities and Exchange Commission. Žiūrėta 2021 m. rugpjūčio 10 d. <https://www.sec.gov/>.

MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS

**Eugenijus Miliukas**

**SUTELK TINIO FINANSAVIMO  
REGLAMENTAVIMAS: INTERESŲ BALANSAS**

Daktaro disertacijos santrauka  
Socialiniai mokslai, teisė (S 001)

Vilnius, 2023

Daktaro disertacija rengta 2016–2023 m., ginama Mykolo Romerio universitete pagal Mykolo Romerio universitetui su Vytauto Didžiojo universitetu Lietuvos Respublikos švietimo, mokslo ir sporto ministro 2019 m. vasario 22 d. įsakymu Nr. V-160 „Dėl doktorantūros teisės suteikimo“ suteiktą doktorantūros teisę.

*Mokslinis vadovas:*

Doc. dr. Marius Laurinaitis (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė, S 001), 2021–2023 m.

Doc. dr. Tomas Talutis (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė, S 001), 2016–2021 m.

Mokslo daktaro disertacija ginama Mykolo Romerio universiteto ir Vytauto Didžiojo universiteto teisės mokslo krypties taryboje:

*Pirmininkas:*

prof. dr. Vaidas Jurkevičius (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė, S 001).

*Nariai:*

prof. dr. Uldis Kinis (Latvijos Stradins universitetas, socialiniai mokslai, teisė, S 001);

prof. dr. Evaldas Klimas (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė, S 001);

doc. dr. Lina Novikovienė (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė, S 001);

doc. dr. Aušrinė Pasvenskienė (Vytauto Didžiojo universitetas, socialiniai mokslai, teisė, S 001).

Daktaro disertacija bus ginama viešame teisės mokslo krypties tarybos posėdyje 2023 m. gegužės 18 d. 10 val. Mykolo Romerio universitete, I-414 auditorijoje

Adresas: Ateities g. 20, LT-08303 Vilnius, Lietuva

Daktaro disertacijos santrauka išsiųsta 2023 balandžio 18 d.

Daktaro disertacija galima peržiūrėti Lietuvos nacionalinėje Martyno Mažvydo bibliotekoje (Gedimino pr. 51, Vilnius), Mykolo Romerio universiteto bibliotekoje (Ateities g. 20, Vilnius) ir Vytauto Didžiojo universiteto bibliotekoje (K. Donelaičio g. 52, Kaunas).

## SUTELKTNIO FINANSAVIMO REGLAMENTAVIMAS: INTERESŲ BALANSAS

### SANTRAUKA

**Tyrimo aktualumas ir naujumas.** Pastarasis dešimtmetis finansų rinkoms yra inovacijų laikotarpis, kurio metu diegiami skaitmeniniai sprendimai keičia ne tik būdus, kaip mes naudojames finansinėmis paslaugomis, bet ir pačias finansines paslaugas, t. y. kuriami nauji produktai. Antai elektroniniai pinigai ir kriptovaliutos supaprastina atsiskaitymus tarp šalių, esančių skirtinguose kontinentuose, ir joms nebereikia bankų ir jų korespondentų tarpininkavimo paslaugų, kurios, be visa ko, dar ir nemenkai kainuoja. Pavyzdžiui, blokų grandinės technologija (*angl.* blockchain), kuri turi milžinišką potencialą ne tik leidžiant pinigus, juos saugant ar atsiskaitant, bet ir vertybinių popierių apskaitoje ir atsiskaitant jais. Paminėtinas ir automatizavimas arba robotika, suteikianti galimybę lengviau pasirinkti geresnių ir pigesnių finansinių produktų, ar lanksčios ir efektyvios debesijos paslaugos. Visos šios inovacijos šiandien vadinamos finansinėmis technologijomis (*angl.* *FinTech*) – technologijomis paremta finansine inovacija, kuri gali lemti naujus verslo modelius, pritaikomumą, procesus ar produktus, darančius reikšmingą poveikį finansų rinkoms, institucijoms ir finansinių paslaugų teikimui.

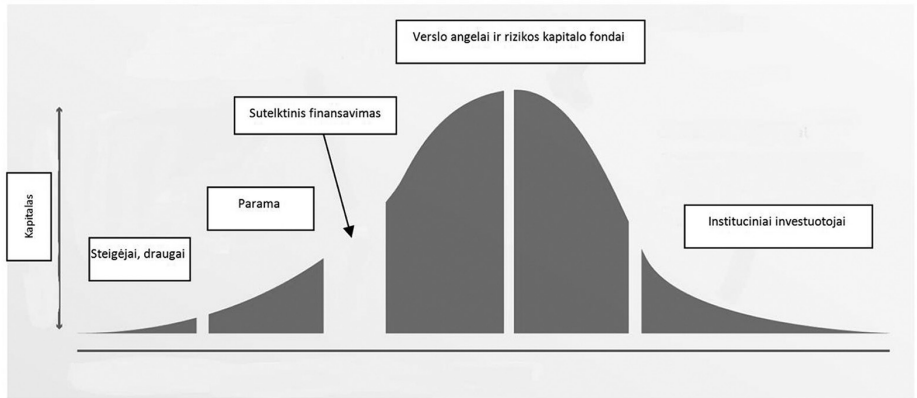
Viena šių finansinių technologijų inovacija laikomas ir sutelktinis finansavimas (*angl.* *crowdfunding*). Šio reiškinio šaknys kyla iš vadinamojo minios šaltinio (*angl.* *crowdsourcing*) – reiškinio, kai informacija ar indėlis į užduotį ar projektą gaunama pasinaudojant daugelio žmonių mokamomis arba nemokamomis paslaugomis, ir tai paprastai vyksta internetu (pavyzdžiui, kurti „Vikipedijos“ (*angl.* *Wikipedia*) tinklalapio turinį patikėta patiems jo naudotojams). Nors ir šis terminas dar gana naujas, laikoma, kad pirmasis sutelktinio finansavimo projektas buvo vykdytas dar 1885 m. Niujorke, Jungtinėse Amerikos Valstijose. Čia Džozefas Puliceris (*Joseph Pulitzer*), laikraštyje pateikęs skelbimą, rinko lėšas laisvės statulos pjedestalui įrengti mainais į viešą padėką laikraštyje ir dvylikos colių Laisvės statulos kopiją tiems, kas parėmė projektą bent vienu doleriu ar daugiau. Šiandien sutelktinio finansavimo veiklai pasitelkiamas internetas ir tokio pobūdžio pirmosios platformos atsirado šio amžiaus pirmajame dešimtmetyje.

Per pastarąjį dešimtmetį sutelktinio finansavimo sektorius sparčiai plėtėsi ir šiandien jau yra šimtai sutelktinio finansavimo platformų. Nurodoma, kad 2018 m. Europos Sąjungoje iš viso buvo apie 794 sutelktinio finansavimo platformų, o jų finansuojamos sumos siekė per 18 mlrd. JAV dolerių ir išaugo 51 proc. nuo 11,9 mlrd. 2017 m. (597 platformos). Vien Jungtinėje Karalystėje finansavimo portfelis sudarė 10,4 mlrd. JAV dolerių 2018 m. ir išaugo 30 proc., palyginti su 8 mlrd. 2017 m. Baltijos valstybėse

(Estijoje, Latvijoje ir Lietuvoje) sutelktinio finansavimo portfelis siekė 265 mln. JAV dolerių 2017 m., 539 mln. – 2018 m. Jungtinių Amerikos Valstijų rinkoje 2016 m. per sutelktinio finansavimo platformas iš viso buvo finansuota 192 projektai, 2017 m. – 514, 2018 m. – 764. Kaip pabrėžia mokslininkai, šie skaičiai rodo, kad fiksuojamas 50–150 proc. metinis augimo tempas, o tai tik patvirtina, kad sutelktinis finansavimas užimą reikšmingą finansų rinkos dalį ir yra neatsiejama jos dalis.

Sutelktinis finansavimas ne tik išaugo savo mastu, bet ir rado sąlyčio taškų su kitais rinkos dalyviais. Šiandien Jungtinėse Amerikos Valstijose net 80 proc. visų paskolų, teikiamų per pirmaujančias sutelktinio finansavimo platformas, finansuotos institucinių investuotojų, t. y. rizikos fondų, draudimo bendrovių ar net bankų. Net ir reglamentavimo institucijos sujungia sutelktinio finansavimo veiklą su kitais rinkos dalyviais – Jungtinėje Karalystėje 2015 m. priimtas Smulkiojo verslo, įmonių ir užimtumo įstatymas, numatantis bankams pareigą, atmetus pareiškėjo finansavimo paraišką, nukreipti jį į internetines sutelktinio finansavimo platformas ir, esant pareiškėjo sutikimui, perduoti joms banko turimą informaciją apie pareiškėją. Taip užtikrinama, kad pareiškėjas neliktų be finansavimo ir pasinaudotų alternatyviais finansavimo šaltiniais.

Toks didelis sutelktinio finansavimo sektoriaus augimas buvo ne veltui. Visa tai lėmė dar 2007–2009 m. pasaulinė finansų krizė, kuri sąlygojo nepasitikėjimą kapitalo rinkomis ir atitinkamai reglamentavimo reformas, ES – Bazelis III ir IV, dėl to buvo sugriežtinti bankų sektoriui keliami reikalavimai: kapitalo pakankamumo, rinkos likvidumo rizikos reglamentavimo ir testavimo nepalankiausiomis sąlygomis. MIFID II reforma lėmė griežtesnius investuotojų interesų apsaugos, interesų konfliktų prevencijos ir finansinių rinkų funkcionalumo skaidrumo reikalavimus. Analogiškai JAV buvo priimtas Dodd-Franko Volstrito reformos ir vartotojų gynimo įstatymas. Atitinkamai bankai buvo priversti mažinti savo finansinį svertą ir peržiūrėti netvaraus ekonomikos pakilimo metu taikytas skolinimo sąlygas, griežtinti paskolų suteikimo kriterijus. Dėl padidėjusių finansavimo kaštų, bankų keliamų papildomų reikalavimų įkaitui ir veiklos suvaržymų mažos ir vidutinės įmonės, savo veiklos vystymo etape, nebeįstengė gauti iš bankų finansavimo palankiomis sąlygomis. Europos Komisijos 2015 m. atlikto tyrimo duomenimis, net 13 proc. smulkių ir vidutinių įmonių paraiškų gauti bankų paskolas Europos Sąjungoje buvo atmetamos. O rizikos kapitalo savininkai ir valdytojai atsisako net 99 proc. jiems siūlomų finansuoti projektų. Atitinkamai mažos ir vidutinės įmonės pradėjo ieškoti alternatyvių finansavimo šaltinių, tad kilo mintis pasinaudoti interneto teikiamu privalumu ir pamėginti pritraukti lėšų iš daugybės interneto vartotojų kad ir mažomis sumomis, tokiomis kaip 10 Eur. Taip atsirado **naujas reiškinys, kai interneto platformoje viešai paskelbtą projektą finansuoja su tuo projektu nesusiję investuotojai paskolos forma arba įsigydami projekto savininko išleistas finansines priemones, t. y. sutelktinis finansavimas.** Pasaulio bankas vaizdingai atskleidė, kad sutelktinis finansavimas gali užpildyti mažų ir vidutinių įmonių finansavimo stygių pokriziniu laikotarpiu (žr. 1 pav.).



1 pav. Sutelktinio finansavimo vieta mažų ir vidutinių įmonių finansavimo struktūroje

Sutelktinio finansavimo terminą pirmą kartą paminėjo Maiklas Sulivanas (*Michael Sullivan*) dar 2006 m. ir jau 2012 m. Jungtinėse Amerikos Valstijose buvo priimti sutelktinio finansavimo veiklą leidžiantys atitinkamų teisės aktų pakeitimai, nors jie ir įsigaliojo tik 2015 m. Europos Sąjungoje Europos sutelktinio finansavimo paslaugų verslui teikėjų reglamentas (ES) 2020/1503 pradėtas taikyti nuo 2021 m. lapkričio 10 d. Palyginti su kitų verslo finansavimo veiklų reglamentavimu, tai yra labai trumpas laikas, kai tik atsiradus naujam verslo finansavimo būdai jis praktiškai tuojau pat imtas reglamentuoti tokiu mastu. Galime pasižiūrėti į labai panašią kreditavimo ar investicinių paslaugų teikimo veiklą – jos reglamentavimas užtruko kone šimtmetį. Sutelktinis finansavimas, vos tik atsiradęs, imtas reglamentuoti ne tik nacionaliniu mastu, bet ir Europos Sąjungos bendrijos ar Jungtinių Amerikos Valstijų federaliniu lygiu. Sutelktinis finansavimas skolinimo pagrindais labai panašus į kreditavimą, o investavimo pagrindais – į investicinių paslaugų teikimą, tačiau tai nėra tapačios veiklos. Tai – visiškai nauja verslo finansavimo forma, kelianti analogiškas rizikas (investuojamų pinigų praradimo, apgaulės, informacijos asimetrijos ir pan.) projekto savininkui, platformos operatoriui ar investuotojui. Netinkamai suvokiant šiuos sutelktinio finansavimo aspektus, sunku tinkamai įvertinti teisinius trilypius santykius, kurie susiklosto tarp projekto savininko ir investuotojo, platformos operatoriaus ir investuotojo, projekto savininko ir platformos operatoriaus. Atitinkamai šio tyrimo naujumas lemia ir šio darbo teorinį bei praktinį reikšmingumą. Šio naujo reiškinio veikla, sąlygos ir specifika iš esmės nėra nagrinėta Lietuvos teisės doktrinoje. Šiame darbe pirmą kartą Lietuvoje pateikiama išsami sutelktinio finansavimo instituto analizė ir jo teisinė prigimtis. Taigi šiuo mokslo darbu siekiama užpildyti Lietuvos teisės doktrinoje esantį vakuumą ir padėti pagrindus, kad būtų tinkamai suvokiami sutelktinio finansavimo veiklos ypatumai, jame dalyvaujančių subjektų teisės ir pareigos, jų tarpusavio interesų balansas.

**Tyrimo problema.** Sutelktinis finansavimas, kuris atliekamas internetu, atsirado apytiksliai tik prieš 15 metų ir netrukus buvo priimtas jo teisinis reglamentavimas. Čia natūraliai gali kilti klausimas, ar toks reglamentavimas buvo būtinas. Juk šis reiškiny yra tik atsiradusi inovacija, gal reikėjo sulaukti gerosios rinkos praktikos ir jai nusi-stovėjus pasitelkti ją kaip analogiją naujam sutelktinio finansavimo reglamentavi-mui? Juk rinkos dalyviai galėjo pasinaudoti galimybe pritaikyti kreditavimo ir kapitalo rinkų reglamentavimo aktuose numatytus mechanizmus, juos atitinkamai pritaikius prie savitos sutelktinio finansavimo veiklos, taip išvedant šios veiklos reglamentavimo „aukso vidurį“. Be abejo, tai reikalautų nemažai laiko. Jei to negalima padaryti, gal bū-tina identifikuoti to priežastis ir kelti klausimą, kaip jos turi būti šalinamos. O gal čia būtų pakakę jau esamo kreditavimo ir kapitalo rinkų reglamentavimo, juk sutelktinio finansavimo veikla yra labai panaši į šias verslo finansavimo formas. Juk čia taip pat indėlininkų ar investuotojų pinigai su atitinkamais išpareigojimais perduodami vers-lui finansuoti pasitelkiant atitinkamus tarpininkus (kredito įstaigas, finansų maklerio įmones ir kt.). Gal būtų pakakę taikyti funkcinio ekvivalentiškumo principą ir į esamą kreditavimo ir kapitalų rinkų reglamentavimą įtraukti papildomas nuostatas, kurios įpareigotų šį reglamentavimą taikyti ir sutelktinio finansavimo veiklai.

Jei to negalima padaryti ir būtinas specialus sutelktinio finansavimo reglamenta-vimas, atitinkamai kyla klausimas, koks turėtų būti sutelktinio finansavimo reglamen-tavimas, kad nepažeistų tarpininkų, kurie veikia kreditavimo ar kapitalo rinkų regla-mentavimo atveju, interesų. Kitais žodžiais tariant, ar specialus sutelktinio finansavimo reglamentavimas, atsižvelgiant į šios veiklos gerokai mažesnę mastą, kalbant apie mažas interneto vartotojų investuojamas ir projektų savininkų surenkamas sumas, nesuteiktų palankesnių sąlygų veikti sutelktinio finansavimo platformai, lyginant su kreditavimo ir kapitalų rinkų reglamentuojama veikla. Pavyzdžiui, būtų taikomi daug lengvesni pru-denciniai kapitalo pakankamumo reikalavimai, nors iš esmės ši finansavimo veikla yra labai panaši į kreditavimo ir kapitalų rinkų finansavimo veiklą. Arba, priešingai, būtų taikomi daug didesni investuotojų apsaugos reikalavimai sutelktinio finansavimo atveju, o tai lemtų išaugusias sutelktinio finansavimo veiklos išlaidas ar investuotojų nepasiten-kinimą. Vienu ar kitu atveju atitinkamas finansavimo tarpininkas gali įgyti pranašumą dėl palankesnių veiklos reikalavimų, taikomų jo vykdomam verslui.

Apibendrinant galima kelti klausimą, kad jei naujasis sutelktinio finansavimo re-glamentavimas reikalingas, koks jis turi būti, kad užtikrintų verslo finansavimo vei-kloje dalyvaujančių tarpininkų interesų pusiausvyrą. Atitinkamai reikia įvertinti ir tai, kad galbūt buvo galima pritaikyti jau esamą kreditavimo ir kapitalų rinkų reglamen-tavimą su atitinkamais pakeitimais, o ne priimti visiškai naują reglamentavimą. Čia taip pat svarbu įvertinti, kodėl buvo apsispręsta reglamentuoti sutelktinio finansavimo veiklą Europos Sąjungos mastu priimant reglamentą, o ne paliekant šį klausimą spręsti valstybėms narėms nacionaliniu reguliavimu, kaip tai padaryta Olandijoje, Portugalijoje, Ispanijoje, Suomijoje Prancūzijoje, Jungtinėje Karalystėje ir Lietuvoje. Juk sutelk-tiniu finansavimu finansuojamos mažos ir vidutinės įmonės ir mažomis sumomis, pa-lyginti su kapitalo rinkomis, o tai ir lemia šio reiškinio lokališkumą, t. y. finansavimas renkamas tik toje rinkoje, kur atitinkamas projektas žinomas čia pat gyvenantiems

interneto vartotojams, o kitos valstybės narės potencialiems investuotojams, tikėtina, jis būtų neįdomus. Taip pat skirtingos kultūros lemia ir skirtingą požiūrį į investavimą, todėl kyla klausimas, ar nereikėjo to palikti valstybių narių kompetencijai spręsti. O gal priešingai – reikia skatinti bendrą ir integralią Europos Sąjungos kreditavimo ir kapitalo rinką, kurioje būtų taikomas visuotinai priimtas investavimo reglamentavimo standartas, taip siekiant suvienodinti skirtingus požiūrius bendrijos valstybėse narėse?

Pažvelgus į sutelktinio finansavimo subjektų interesus, galima klausti, kaip jie turėtų tarpusavyje būti suderinti, kad nebūtų pažeistas trijų sutelktinio finansavimo subjektų interesų balansas. Pavyzdžiui, ar nėra perteklinių reikalavimų sutelktinio finansavimo platformos operatoriaus veiklai, kurie trukdytų jam lengvai steigti ir teikti sutelktinio finansavimo paslaugas. Ar, atsižvelgus į sutelktinio finansavimo santykinai mažą mastą, reikia prudencinio kapitalo pakankamumo reikalavimo ir, jei taip, tai kokio dydžio jis turėtų būti, kad nebūtų per didelis, bet drauge atliktų prevencijos funkciją. Kita vertus, ar projekto savininkui nėra perteklinių reikalavimų, kurie nepagrįstai ribotų jo galimybes gauti finansavimą per sutelktinio finansavimo platformas? Juk jų surenkamos sumos yra gerokai mažesnės nei kapitalų rinkų atveju. Pernelyg dideli reikalavimai siūlomo finansuoti projekto viešinimui, pavyzdžiui, prospekto parengimas, gali lemti didelius kaštus, o nustatyta maksimali galima finansuojamos sumos riba projektui gali būti per maža, atsižvelgiant į minėtus patirtus atitiktus kaštus. Galiausiai ar investuotojo interesai čia turi būti saugomi? Jei taip, kokios to priežastys ir kaip tai turėtų būti sprendžiama. Galbūt, kalbant apie investuotojų apsaugą, pakaktų taikyti kapitalo rinkų reglamentavimo analogiją. Ar reikalinga vertinti atitinkamos investicijos tinkamumą ar priimtinumą investuotojui, o gal investuojant į nesudėtingus projektus nereikėtų visai to vertinti, kaip yra kapitalo rinkų atveju, kai platinamos nesudėtingos finansinės priemonės (angl. *execution only*).

Kitas klausimas – ar sutelktinio finansavimo potencialiam investuotojui pateikti informaciją apie finansuojamą projektą prospekto pavidalu, kaip to reikalaujama kapitalo rinkų atveju. Ar reikalavimas atskleisti informaciją tokiu pavidalu nebus perteklinis paprastam interneto vartotojui, kuris vargu ar skaitys visus du šimtus prospekto puslapių, o jei ir skaitys, ar tinkamai supras jame nurodytą informaciją ir ar gebės adekvačiai įvertinti su investavimo veikla susijusias rizikas ir priimti tinkamą investicinį sprendimą? Juk priešingu atveju nukentėjus investuotojams sutelktinio finansavimo veikla gali tapti nepatraukli, nes būtų laikoma nesaugi. Taigi nustatyti tinkamą šių trijų teisinių santykių interesų pusiausvyrą yra labai svarbu, nes tai lemia, ar šis verslo finansavimo būdas bus patrauklus ir veiksmingas.

Apibendrinant galima sakyti, kad nuodugnios analizės reikalaujanti tyrimo **problema** – kokia yra sutelktinio finansavimo reglamentavimo esmė, jo vieta Europos Sąjungos kreditavimo, kapitalo rinkų reglamentavimo architektūroje ir kaip sutelktinio finansavimo reglamentavimas užtikrina sutelktinio finansavimo subjektų tarpusavio interesų balansą.

**Tyrimo objektas.** Šio tyrimo objektas yra sutelktinio finansavimo reglamentavimas Europos Sąjungoje. Šis objektas atskleidžiamas pirmiausia analizuojant ir lyginant

panašaus pobūdžio veiklas: kredito ir investicinių paslaugų teikimą, šių veiklų keliamas rizikas. Taip atskleidžiama sutelktinio finansavimo kaip alternatyvios finansavimo formos teisinė padėtis finansų rinkų sistemoje ir nelengvas reguliuotojui kilęs uždavinys – kaip naujam alternatyviam verslo finansavimo būdai rasti vietą šalia esamo nusistovėjusio kapitalo ir paskolų rinkos reglamentavimo. Apžvelgiami kiekvienam sutelktinio finansavimo subjektui nustatyti teisinio reglamentavimo niuansai, šių subjektų teisės ir pareigos palyginamos ne tik su kredito ir investicinių paslaugų teikimo subjektų teisėmis ir pareigomis, bet ir su tuo, kaip visa tai reglamentuojama užsienio valstybių.

**Tyrimo ribos.** Šiuo tyrimu siekiama tirti išskirtinai tik atlygintinę sutelktinio finansavimo veiklą, skirtą verslui finansuoti. Čia neanalizuojamas sutelktinis finansavimas labdaros, nepiniginio atlygio ar privilegijų forma, nors pirmosios sutelktinio finansavimo formos buvo kaip tik tokios. Vartojimo kreditavimas, reglamentuojamas Vartojimo kredito sutarčių direktyvos 2008/48/EB, paskola nekilnojamajam turtui įsigyti, patenkanti į Vartojimo kredito sutarčių dėl gyvenamosios paskirties nekilnojamojo turto direktyvos veikimo sritį, čia taip pat nenagrinėjama.

**Tyrimo tikslas.** Šio tyrimo tikslas – taikant mokslinius tyrimo metodus išanalizuoti sutelktinio finansavimo reglamentavimo koncepciją ir sutelktinio finansavimo subjektų teises ir pareigas bei įvertinti jų balansą. Taip pat apžvelgti principines nuostatas, išsamiai atskleisti sutelktinio finansavimo teisinius aspektus, identifikuoti jų teisinio vertinimo problemas, o nustatčius teisinio reglamentavimo trūkumus pateikti galimas tobulinimo kryptis.

Šiam tikslui įgyvendinti keliami tokie tyrimo **uždaviniai**:

1. Ištirti sutelktinio finansavimo reglamentavimo koncepciją ir jos atsiradimo teisinės prielaidas;
2. Atskleisti sutelktinio finansavimo teisinio reglamentavimo santykį su kitų verslo finansavimo formų, tokių kaip kreditavimas ir investicinė veikla, reglamentavimu;
3. Ištirti sutelktinio finansavimo subjektų teises ir pareigas ir nustatyti, kaip jos dera tarpusavyje;
4. Ištirti veiksnius, lėmusius sutelktinio finansavimo investuotojų interesų apsaugos poreikį;
5. Palyginti užsienio šalių nustatytą sutelktinio finansavimo teisinį reglamentavimą, šiame kontekste identifikuoti Europos Sąjungoje galiojančio teisinio reglamentavimo ir teisės taikymo spragas bei pasiūlyti galimus problemų sprendimo variantus.

**Ginamieji disertacijos teiginiai**

1. Sutelktinis finansavimas yra naujas reiškinys, kurio teisinių santykių reglamentavimui negalima taikyti funkcinio ekvivalentiškumo principo ir reglamentuoti jo kreditavimo ir investicines paslaugas teikiančių įmonių veiklai taikomais teisės aktais. Griežto kreditavimo ir investicinių paslaugų teikimo reglamentavimo taikymas

sutelktinio finansavimo veiklai būtų perteklinis ir ribotų šios verslo finansavimo formos vystymąsi.

2. Reglamento 2020/1503 nustatytas reglamentavimas taiko analogiškas kreditavimo ir investavimo veikloje kylančių rizikų valdymo priemonės, kurios taikomos ir kitų finansų įstaigų veikloje. Yra tik du esminiai skirtumai: pirma, taikomi švelnesni reikalavimai sutelktinio finansavimo platformų veiklai ir projektų savininkams taip siekiant skatinti sutelktinio finansavimo veiklą, ir, antra, taikomos griežtesnės investuotojų apsaugos priemonės siekiant užtikrinti sutelktinio finansavimo rinkos integralumą.
3. Europos Sąjungoje nustatytas sutelktinio finansavimo reglamentavimas ne tik subalansuoja paslaugų teikėjų, projektų savininkų ir investuotojų interesus ir jų tarpusavio santykius, bet ir padaro tai taip, kad tai derėtų su esamu kapitalo ir kreditavimo rinkų reglamentavimu. Atitinkamai šiandien sutelktinio finansavimo reglamentavimas nesukuria reglamentavimo arbitražo su vertybinių popierių leidimą ir prekybą, paskolų teikimą, mokėjimo įstaigų veiklą reglamentuojančiais teisės aktais ir jie dera tarpusavyje.

**Tyrimų apžvalga.** Su sutelktinio finansavimo reglamentavimu susiję klausimai iki šiol Lietuvoje nebuvo nagrinėjami. Galima paminėti tik Gretos Navickaitės ir Grigorij Žilinskij pranešimą konferencijoje „Sutelktinis finansavimas – vieta fintech rinkoje ir fintech tyrimuose“ bei Agnės Šneiderienės ir Aurelijos Zonienės publikaciją „Sutelktinio finansavimo, kaip alternatyvaus būdo investuoti į tvarius projektus, galimybės ir iššūkiai“.

Priešingai nei Lietuvoje, užsienio valstybių teisės doktrinoje yra nemažai veikalų, skirtų probleminių sutelktinio finansavimo reglamentavimo klausimų analizei Europos ar Amerikos kontinentuose ir kitose valstybėse. Europoje šią temą išskirtinai plėtoja Guido Ferrarini ir Eugenia Macchiavello, kurie jau dešimtmetį analizuoja sutelktinio finansavimo reglamentavimą. Jungtinėse Amerikos Valstijose sutelktinis finansavimas nagrinėjamas nuo 2009 m., kai buvo pradėtas svarstyti sutelktinio finansavimo reglamentavimo pasiūlymas. Daugiausia publikacijų šiuo klausimu pateikė Andrew A. Schwartz ir Darian M. Ibrahim. Verta paminėti ir tokių autorių kaip Usha R. Rorigues ir Jack Wroldsen publikacijas, kurios išsiskiria savo įžvalgomis. Jomis taip pat remiamasi šiame darbe.

Darbu, kuriuose būtų aptariamasis sutelktiniame finansavime dalyvaujančių subjektų tarpusavio teisių ir pareigų balansas, yra vos keletas. Galima minėti mokslininkės Eugeniaos Macchiavello publikaciją. Apie tai epizodiškai savo straipsniuose kalbėjo Philippe Dorin ir Martin Vojtko, Konstantinos Serdaris ir Rafael A. Porrata-Doria. Paminėtina ir tai, kad rašant disertaciją daugiausia remtasi dviem moksliniais straipsniais: Marinaos Nehme „Regulating Crowd Equity Funding – the Why and the How“, kuriame aptariamos pamatinės sutelktinio finansavimo reglamentavimo balanso poreikio idėjos, ir Christopherio J. Brummerio ir Yeshaos Yadav didelės apimties moksliniu straipsniu „Fintech and the Innovation Trilemma“, kuriame aptariama, su koku išbandymu susidūrė sutelktinio finansavimo reglamentavimo kūrėjas, kai teko ne tik

balansuoti tarp sutelktinio finansavimo subjektų teisių ir pareigų nustatymo ir jų tarpusavio sąveikos, bet ir užtikrinti reglamentavimo paprastumą ir finansų rinkos vientisumą. O darbo, kuriame visapusiškai būtų aptartas tyrimo objektas, iškeltas tikslas ir uždaviniai, disertacijos autoriui nepavyko aptikti.

**Tyrimo metodologija.** Tyrimo objektas natūraliai lemia ir tyrimui taikytinų metodų pasirinkimą. Siekiant iškelto tyrimo tikslo, formuluojant pasiūlymus ir išvadas, kompleksiskai taikyti įvairūs moksliniai metodai: sisteminės analizės, lyginimo metodas, analizės ir apibendrinimo metodai.

*Sisteminės analizės metodas* leido nuosekliai išanalizuoti sutelktinio finansavimo institutų reglamentuojančias įvairių šalių teisės normas, taip pat ir anksčiau Lietuvoje galiojusio Lietuvos Respublikos sutelktinio finansavimo įstatymo nuostatas, ir padėjo nustatyti šio verslo finansavimo metodo teisinės koncepcijos vietą jau egzistuojančioje kapitalo rinkų reglamentavimo teisės sistemoje. Jis padėjo atskleisti kiekvieno sutelktinio finansavimo subjekto teises ir pareigas bei santykį su kitų finansavimo būdų, pavyzdžiui, kreditavimo ar kapitalo rinkų, subjektų teisėmis ir pareigomis. Šis metodas atskleidė, kokią vietą sutelktinio finansavimo reglamentavimas užima šiandieninėje verslo finansavimo reglamentavimo architektūroje.

*Lyginamasis metodas* taikytas siekiant išskirti ir apibendrinti pagrindinėse pasaulio jurisdikcijose (Jungtinėse Amerikos Valstijose, Europos Sąjungoje, Australijoje, Kandoje ir kt.) susiformavusius sutelktinio finansavimo instituto reglamentavimo kontūrus. Taikydamas lyginamąjį metodą autorius išryškina šiose valstybėse susiformavusių sutelktinio finansavimo instituto reglamentavimo modelių esminius panašumus ir skirtumus. Pasirinktos jurisdikcijos išsiskiria savo kreditavimo ir kapitalo rinkų teisinio reglamentavimo išsivystymu, todėl buvo svarbu apžvelgti jų pasirinktą sutelktinio finansavimo reglamentavimo sampratą ir nustatytą sutelktinio finansavimo subjektų interesų balansą. Skirtingos teisinės sistemos analizuojamos pagal tai, kiek panašius sprendimų būdus jos siūlo konkrečioms teisinėms problemoms. Identifikavus daugeliui jurisdikcijų bendras sutelktinio finansavimo reglamentavimo problemas, iš skirtingų sprendimų perspektyvos šiame darbe nagrinėjami skirtingi reglamentavimo pasirinkimo aspektai. Vėliau šie sprendiniai lyginami tarpusavyje įvertinant jų privalumus ir trūkumus. Pažymėtina, kad atskirose teisinėse sistemose sutelktinio finansavimo problemas sprendžiamos panašiai. Pasitelkiami ir mažesnių jurisdikcijų (Naujosios Zelandijos, Jungtinės Karalystės), kuriose sutelktinio finansavimo reglamentavimo problemos atitinkamais aspektais buvo sprendžiamos kitaip nei didžiųjų jurisdikcijų, sprendimai.

*Duomenų analizės metodas* buvo taikomas analizuojant dokumentus: 1) užsienio valstybių ir Lietuvos teisės aktus, taip pat Europos Sąjungos teisės šaltinius; 2) Lietuvos ir užsienio priežiūros institucijų individualius administracinius aktus ir pranešimus; 3) Europos vertybinių popierių ir rinkų institucijos ir kitų organizacijų ir institucijų (IOSCO, EBA, ESCP ir kt.) dokumentus; 4) straipsnius, monografijas, vadovėlius, kitus mokslo darbus ir pranešimus konferencijose. Renkant medžiagą tyrimui, naudotasi Lietuvos bibliotekų fondais, prenumeruojamomis duomenų bazėmis ir moksliniais

ištekliais, kurie buvo prieinami stažuotės Genujos universitete (*Università degli Studi di Genova*) Italijoje metu.

*Apibendrinimo metodas* taikytas siekiant nustatyti dėsningumus, siejant sutelktinio finansavimo veiklos reglamentavimo požymius į vieną visumą, formuluojant išvadas ir pasiūlymus. Šis metodas pirmiausia buvo taikomas bandant nustatyti sutelktinio finansavimo reglamentavimo esmę, t. y. kodėl buvo būtina reglamentuoti šį naują reiškinį, kas pasireiškė per šios veiklos keliamas rizikas, kurios analogiškos kreditavimo ir kapitalo rinkų vykdomai veiklai. Mėginama apibendrinti pristatant reglamentuotą sutelktinio finansavimo veiklą pavienėse Europos Sąjungos valstybėse narėse. Kiekvieno skyriaus pabaigoje apibendrinami skirtingų valstybių mokslininkų tyrimų duomenys ir atitinkamai daromos galutinės išvados, formuluojami pagrindiniai viso darbo ir tyrimo teiginiai.

**Tyrimo rezultatų patikimumas ir aprobavimas.** Atliekant tyrimą buvo naudojami pirminiai teisės šaltiniai – Europos Sąjungos, Lietuvos ir užsienio valstybių teisės aktai. Jų interpretavimo ir taikymo praktika bei teisės doktrina analizuota naudojantis daugybe užsienio literatūros šaltinių. Pasitelkti moksliniai metodai ir kritiškas disertanto požiūris leido išsamiai ir visapusiškai išnagrinėti sutelktinio finansavimo reglamentavimo koncepciją ir jo vietą finansų rinkų teisės reglamentavimo architektūroje. Todėl galima teigti, kad gauti tyrimo rezultatai yra patikimi. Tyrimo rezultatų patikimumą gali patvirtinti tolesni sutelktinio finansavimo reglamentavimo srities tyrimai. Tam tikri tyrimo rezultatai paskelbti šio darbo autoriaus mokslinėse publikacijose mokslo darbų leidinyje „Jurisprudencija“: „Sutelktinio finansavimo reguliavimo Europos Sąjungoje atsiradimo teisinės prielaidos“ ir „Sutelktinio finansavimo reglamentavimas JAV ir ES: lyginamoji analizė“. Be to, tyrimo tema 2021 m. balandžio 8 d. tarptautinėje mokslinėje konferencijoje „Besivystančios finansų ir kredito sistemos iššūkiai“ Bankininkystės universitete Lvove, Ukrainoje, skaitytas pranešimas „Sutelktinio finansavimo reguliavimo teisiniai pagrindai Europos Sąjungoje“. Tyrimo rezultatai apsvarstyti ir aprobuoti Mykolo Romerio universiteto Privatinės teisės instituto posėdyje.

**Tyrimo struktūra.** Darbą sudaro įvadas, mokslinis tyrimas, susidedantis iš 3 dalių, išvadų ir rekomendacijų, naudotos literatūros ir šaltinių sąrašas.

Įvade aptariama tyrimo problema, jos aktualumas, iširtumas, tyrimo objektas, ribos, tikslas, uždaviniai, metodai, literatūros ir tyrimų apžvalga, pristatoma tyrimo struktūra.

Pirmoje darbo dalyje analizuojamas poreikis turėti sutelktinio finansavimo reglamentavimą. Tai atliekama pirmiausia atskleidžiant sutelktinio finansavimo paslaugos esmę. Taip pat iš dalies nurodoma, kuo ji panaši ir kuo skiriasi nuo kreditavimo ir investicinių paslaugų teikimo veiklos. Antra, apžvelgiama, kokias pagrindines rizikas kelia sutelktinio finansavimo veikla jos dalyviams, nepaisant teikiamų privalumų smulkiajam ir vidutiniam verslui ir kapitalo rinkoms ar investuotojams. Trečia, atskleidžiama, kokių reglamentavimo ir konkurencinių problemų būta Europos Sąjungoje, kol nebuvo priimtas sutelktinio finansavimo Reglamentas 2020/1503. Galiausiai

aptariama, su kokia problemos trilema turėjo susidurti reglamentavimo institucijos, siekdamos nustatyti tinkamą trilypių sutelktinio finansavimo subjektų tarpusavio teisinių santykių balansą reglamentuodamos sutelktinį finansavimą. Šiame skyriuje aptariama teorinė sutelktinio finansavimo reglamentavimo koncepcija, o paskesniuose skyriuose išskiriamos praktinės sutelktinio finansavimo reglamentavimo problemos.

Antroje darbo dalyje aptariamos sutelktinio finansavimo teikiamos paslaugų rūšys ir jų ypatumai. Kiekviena rūšis atskirai palyginama su analogiškų paslaugų reglamentavimu, nustatomi jų panašumai ir skirtumai, pvz., sutelktinis finansavimas kaip tarpininkavimas teikiant paskolas lyginamas su kreditavimo veikla arba sutelktinio finansavimo tarpininkavimas atliekant investicijas lyginamas su investicinės veiklos reglamentavimu ir prospekto reikalavimais. Analizuojama, kodėl reglamentavimo kūrėjas pasirinko kaip tik tokį reglamentavimą.

Trečioje dalyje atskirai aptariami sutelktinio finansavimo subjektai ir jiems taikomi reglamentavimo teisiniai reikalavimai bei ypatumai. Čia siekiama nustatyti ir aprašyti, dėl kokių priežasčių jiems nustatytas vienas ar kitas reikalavimas ar suteikiama atitinkama teisė. Be to, jie lyginami su panašios veiklos taikomu reglamentavimu ir užsienio šalyse nustatytu reglamentavimu.

### **Tyrimo išvados**

1. Sutelktinis finansavimas yra naujas reiškiny ir jo reglamentavimo poreikį nulėmė dvi priežastys. Pirma, ši veikla labai panaši į kapitalo ar kreditavimo rinkose veikiančių subjektų veiklą. Sutelktinis finansavimas kaip tarpininkavimas teikiant paskolas lyginamas su kreditavimo veikla arba sutelktinio finansavimo tarpininkavimas atliekant investicijas lyginamas su finansų maklerio įmonės veikla. Visais atvejais atitinkamas subjektas (sutelktinio finansavimo platforma, kredito ar finansų maklerio įmonė) tarpininkauja tarp investuotojo ir verslo subjekto. Atitinkamai, sutelktinio finansavimo veikla kelia analogiškas rizikas, kurios yra kreditavimo ar investavimo veikloje (pvz., informacijos asimetrija, sukčiavimo atvejai ar nenumatymas). Tai lemia poreikį jas valdyti nustatant atitinkamą teisinį reglamentavimą, siekiant užtikrinti investuotojų interesų apsaugą. Kita priežastis buvo ta, kad valstybės narės nustatė nacionalinį sutelktinio finansavimo reglamentavimą, kuris tarpusavyje skyrėsi, o tai lėmė reglamentavimo fragmentaciją bendrijos mastu. Valstybės narės nustatė skirtingus pradžinio kapitalo reikalavimus sutelktinio finansavimo platformų operatoriams bei taikė skirtingas investuotojų interesų apsaugos priemones. Reglamentas 2020/1503 nustato bendras sutelktinio finansavimo paslaugų teikimo taisykles visos bendrijos mastu, skatina tarpvalstybines sutelktinio finansavimo paslaugas ir sudaro palankesnes sąlygas naudotis laisve teikti tokias paslaugas ir jas gauti vidaus rinkoje, o tai užtikrina Europos Sąjungos finansų rinkos integralumą.
2. Sutelktinio finansavimo veiklai reguliuoti negalima buvo taikyti funkcinio ekvivalentiškumo principo ir reglamentuoti šios veiklos, kaip yra kreditavimo ar kapitalo rinkų reglamentavimo atveju. Sutelktinio finansavimo veikla, nors ir yra panaši, iš esmės skiriasi nuo kreditavimo ir investicinių paslaugų teikimo veiklos. Sutelktinio

finansavimo platforma taip pat tarpininkauja tarp investuotojo ir projekto savininko, kaip ir kredito ar finansų maklerio įmonė, tačiau čia veiklos mastas smarkiai skiriasi, nes sutelktinio finansavimo atveju finansavimo siekia mažos arba vidutinės įmonės nedidelėmis sumomis, o finansavimą teikia interneto vartotojai taip pat mažomis sumomis. Be to, kredito įstaigos priima indėlius ar kitas gražintinas lėšas iš visuomenės ir tada teikia paskolas verslui savo sąskaita, o sutelktinio finansavimo platformos operatorius tik tarpininkauja tarp projekto savininko ir investuotojo ir savo sąskaita neteikia finansavimo.

3. Reglamentas 2020/1503 taiko analogiškas priemones finansavimo veiklos rizikoms valdyti kaip ir investicinę ar kreditavimo veiklą reglamentuojantys teisės aktai, tačiau tai daroma atsižvelgus į sutelktinio finansavimo paslaugų specifiką atitinkamai priderinus rizikų valdymo priemones. Taikomi mažesni prudenčiai pradinio kapitalo dydžio reikalavimai sutelktinio finansavimo platformos veiklai, kas skatina sutelktinio finansavimo platformų steigimasis ir vystymasis. Projekto savininkas neprivalo pateikti brangiai kainuojančio prospekto ir apsiribojama tik trumpu pagrindinės informacijos dokumentu investuotojams, todėl projektų savininkai gali pritraukti finansavimą nepatirdami didelių kaštų. Atsižvelgiant į tai, kad investicijos į mažas ar vidutines įmones yra rizikingos, ypatingas dėmesys skiriamas patirties neturinčių investuotojų apsaugai nustatant investicijų tinkamumo vertinimą ir papildomus įspėjimus apie potencialias rizikas susijusias su investavimu.
4. Teigiamai vertinama tai, kad sutelktinio finansavimo paslaugų teikimas sureglamentuotas taip, kad šių teisinių santykių turinys nesukuria reglamentavimo arbitražo su panašias finansines paslaugas teikiančių subjektų reglamentavimu. Sutelktinio finansavimo tarpininkavimas neįgyja pranašumo dėl palankesnių veiklos reikalavimų, taikomų jo vykdomam verslui, lyginant su kreditavimo ar investicines paslaugas teikiančių įmonių veikla. Dėl mažesnės sutelktinio finansavimo veiklos rizikos čia taikomi švelnesni prudenčiai pradinio kapitalo reikalavimai, netaikomi kiti kapitalo rezervų reikalavimai ir tai nepažeidžia kredito įstaigų interesų. Sutelktinio finansavimo atveju maksimali pritraukiamo finansavimo suma negali viršyti 5 mln. Eur ir čia pakanka pateikti pagrindinės informacijos dokumentą, kas dera su Prospekto direktyvos nustatyto reglamentavimu, kuris irgi leidžia atitinkamais atvejais iki 8 mln. Eur dydžio vertybinių popierių emisijoms neteikti prospekto.
5. Nustatyti trys veiksniai nulėmę sutelktinio finansavimo patirties neturinčių investuotojų interesų apsaugos poreikį pateikti jam pagrindinės informacijos dokumentą, o ne prospektą. Pirmasis - tai yra investavimo veiklos keliamos rizikos, kaip skaidrumo trūkumas ir informacijos asimetrija, investavimo rizikų atskleidimas, likvidumo rizika ar nemokumas. Antrasis - patirties neturinčių investuotojų riboti pažinimo gebėjimai ir euristika, kai investicinis sprendimas gaunamas bandymų ir klaidų būdu, o ne išsamios informacijos apie potencialią investiciją analizavimu. Trečiasis - tai perteklinis informacijos pateikimas didelės apimties prospekto pavidalu, kurio patirties neturintis investuotojas dėl laiko stokos nėra linkęs skaityti. Atitinkamai reglamentavimo institucijos buvo priverstos pritaikyti atskleidžiamos

informacijos dydį apie potencialią investiciją ir jos išdėstymą atsižvelgdami į patirties neturinčių investuotojų ribotus pažintinius gebėjimus. Reglamentas 2020/1503 sukūrė viešo siūlymo reglamentavimo, numatyto Prospekto direktyvoje 2003/71/EB, išimtį ir vietoj pareigos pateikti prospektą apsiriboja tik ganėtinai trumpo ir aiškaus pagrindinės informacijos dokumento pateikimu investuotojui. Be to, prospekto rengimas lemia didelius kaštus, kurie sutelktinio finansavimo projekto savininkui yra nepakeliami, atitinkamai sutelktinis finansavimas būtų negalimas.

6. Investavimo ar paskolos pagrindais veikiančio sutelktinio finansavimo atvejais investuotojui skiriama apsauga yra perimta iš MIFID II taikomo tinkamumo vertinimo modelio, kuris taikomas sudėtingiausios ir rizikingiausios investavimo paslaugos portfelio valdymo atveju. Toks reglamentavimo pasirinkimas pateisinamas tuo, kad per sutelktinio finansavimo platformą platinamos investicijos yra rizikingesnės nei reguliuojamose rinkose ar indėliai kredito įstaigose, nes sutelktinio finansavimo atveju yra didelė tikimybė, kad finansuojamas projektas žlugs, be to, egzistuoja antrinės rinkos ribotumas, t.y. investuotojui yra sunkiau perleisti savo investiciją. Todėl būtina įvertinti, ar patirties neturintis investuotojas supranta ir gali priimti su atitinkama investicija siejamą riziką.
7. Palyginus Europos Sąjungos ir Jungtinių Amerikos Valstijų reglamentavimą nustatyta, kad Europos Sąjungos reglamentavimas turi tam tikrų privalumų investuotojų atžvilgiu. Antai, Jungtinėse Amerikos Valstijose galima taikyti du reglamentavimo modelius: federaliniu lygiu, kai sutelktinio finansavimo portalas vertybinius popierius gali platinti visose valstijose arba kitu atveju leidžiama atskiroms valstijoms nusistatyti savo vietinį reglamentavimą, kur vertybiniai popieriai siūlomi tik tos valstijos rezidentams. Europos Sąjungoje galioja vieno lygio reglamentavimas, taikomas visos bendrijos mastu, o tai neklaidina investuotojų dėl jiems taikomų apsaugos priemonių. Taip pat Europos Sąjungoje nėra ribojama investuotojo investavimo suma arba draudžiama perleisti savo investiciją vienerius metus, priešingai – čia numatyta galimybė perleisti savo investiciją ar paskolą kitam subjektui per skelbimų lentą. Be to, Jungtinėse Amerikos Valstijose neišskiriamas sutelktinis finansavimas paskolos forma ir nėra galimybės teikti paskolų portfelio valdymo paslaugos.

### **Pasiūlymai**

1. Lietuvos įstatymų leidėjas nepagrįstai apribojo galimybę per sutelktinio finansavimo platformą viešai platinti uždarųjų akcinių bendrovių akcijas, nors Reglamentas 2020/1503 to nedraudžia. Ši pozicija turėtų būti keičiama atsižvelgiant į tai, kad esama valstybių narių, kurios tokio ribojimo nenumato ir nė tokios priemonės atitinkamais atvejais galės būti platinamos visos bendrijos mastu, taip pat ir Lietuvoje. Atitinkamai LR Akcinių bendrovių įstatymo 2 straipsnio 4 dalis turėtų būti papildyta sekančiu sakiniu: «Uždarųjų akcinių bendrovių platinimas per sutelktinio finansavimo platformą, vadovaujantis Europos Parlamento ir Tarybos 2020 m. spalio 7 d. reglamentu (ES) 2020/1503 dėl Europos sutelktinio finansavimo

paslaugų verslui teikėjų, kuriuo iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) 2017/1129 ir Direktyva (ES) 2019/1937, nėra laikomas vertybinių popierių viešu siūlymu“.

2. Reglamentas 2020/1503 galėtų analogiškai, kaip ir Jungtinėse Amerikos Valstijose, numatyti „diskusijų lentos“ institutą, kur potencialūs investuotojai per satelktinio finansavimo paslaugų teikėjo administruojamą platformą gali dalytis savo nuomone apie investicijas į atitinkamus projektus arba užduoti klausimus projektų savininkams. Arba gali svarstyti numatyti „vandenų išbandymo“ institutą, kai projekto savininkai, prieš priimdami sprendimą pasinaudoti satelktiniu finansavimu, viešina savo projektą ir klausia potencialių investuotojų nuomonės, kad sužinotų, ar jiems pavyks pritraukti reikiamą sumą.

## MOKSLINIŲ PUBLIKACIJŲ DISERTACIJOS TEMA SĄRAŠAS

1. „Sutelktinio finansavimo reguliavimo Europos Sąjungoje atsiradimo teisinės prielaidos“, *Jurisprudencija*, Mykolo Romerio universitetas, Nr. 27 (2) (2020), <https://ojs.mruni.eu/ojs/jurisprudence/article/view/6369/5329>.
2. „Sutelktinio finansavimo reglamentavimas JAV ir ES: lyginamoji analizė“, *Jurisprudencija*, Mykolo Romerio universitetas, Nr. 28 (2) (2021), <https://ojs.mruni.eu/ojs/jurisprudence/article/view/6862>.

## PRANEŠIMAI MOKSLO RENGINIUOSE

2021 m. balandžio 8 d. tarptautinėje mokslinėje konferencijoje „Besivystančios finansų ir kredito sistemos iššūkiai“ Bankininkystės universitete Lvove, Ukrainoje, skaitytas pranešimas „Sutelktinio finansavimo reguliavimo teisiniai pagrindai Europos Sąjungoje“.

## STAŽUOTĖ

2021 m. rugsėjo 1 d.–2021 m. gruodžio 1 d. sutelktinio finansavimo reglamentavimo praktika Verslo ir finansų teisės skyriuje, Genujos universitete (*Università degli Studi di Genova*) Italijoje.

## GYVENIMO APRAŠYMAS

**Vardas, pavardė** Eugenijus Miliukas

### **Išsilavinimas**

---

2008–2010 Teisės magistras, civilinė teisė, Mykolo Romerio universitetas  
2004–2008 Teisės bakalauras, teisė ir valdymas, Mykolo Romerio universitetas

### **Patirtis**

---

2021–2022 Vyriausiasis teisininkas (investicijos ir gerovės valdymas), „Revolut“  
2018–2021 Teisininkas (investicinė veikla), „Swedbank“ AB  
2015–2018 Teisininkas (investicinė veikla), „Danske Bank“ A/S  
2014–2015 Teisininkas, AB bankas ir FMĮ FINASTA  
2009–2014 Asocijuotasis teisininkas, advokatės Virginių Žukienės kontora

### **Akademinė veikla**

---

2022 iki dabar Mykolo Romerio universiteto Privatinių teisės instituto lektorius  
2010–2013 Mykolo Romerio universiteto Verslo teisės katedros lektorius

### **Papildoma informacija**

---

2009 Stažuotė Pasaulio prekybos organizacijoje Ženevoje, Šveicarijoje  
2009 Pirma vieta nacionalinėje bankroto teisės olimpiadoje, „Start 2009“, ESLA  
2007 „Novacija: teorija ir praktika“, *Justitia*: teisės mokslo ir praktikos žurnalas, Nr. 4 (66)

MYKOLAS ROMERIS UNIVERSITY

**Eugenijus Miliukas**

**CROWDFUNDING REGULATION:  
BALANCE OF INTERESTS**

Summary of the Doctoral Dissertation  
Social Sciences, Law (S 001)

Vilnius, 2023

The doctoral thesis was prepared during the period 2016 - 2023 at Mykolas Romeris University under the right to organise carry out doctoral studies granted to Mykolas Romeris University and Vytautas Magnus University by the order of the Minister of Education and Science of the Republic of Lithuania, dated 22 February 2019, No. V-160.

*Scientific Supervisors:*

Assoc. Prof. Dr. Marius Laurinaitis (Mykolas Romeris University, Social Sciences, Law, S 001), 2021-2023 m.

Assoc. Prof. Dr. Tomas Talutis (Mykolas Romeris University, Social Sciences, Law, S 001), 2016-2021 m.

The Doctoral Thesis will be defended at the Legal Research Council of Mykolas Romeris University and Vytautas Magnus University:

*Chairman:*

Prof. Dr. Vaidas Jurkevičius (Mykolas Romeris University, Social Sciences, Law, S 001).

*Members:*

Prof. Dr. Uldis Kinis (Stradins University Latvia, Social Sciences, Law, S 001);

Prof. Dr. Evaldas Klimas (Mykolas Romeris University, Social Sciences, Law, S 001);

Assoc. Prof. Dr. Lina Novikovienė (Mykolas Romeris University, Social Sciences, Law, S 001);

Assoc. Prof. Dr. Aušrinė Pasvenskienė (Vytautas Magnus University, Social Sciences, Law, S 001).

The public defence of the Doctoral Thesis will take place at the sitting of the Legal Research Council at Mykolas Romeris University on the 18th of May, 2023 at 10:00 AM in the Conference Hall of Mykolas Romeris University (Room I-414 ).

Address: Ateities str. 20, LT-08303 Vilnius, Lithuania.

The Doctoral Thesis was sent out on the 18th of April, 2022.

The Doctoral Thesis is available at Martynas Mažvydas National Library of Lithuania (Gedimino ave. 51, Vilnius,) and the Libraries of Mykolas Romeris University (Ateities str. 20, Vilnius) and Vytautas Magnus University (K. Donelaičio str. 52, Kaunas).

## CROWDFUNDING REGULATION: BALANCE OF INTERESTS

### SUMMARY

**Relevance and novelty of the research.** The last decade for financial markets is a period of innovation, with digital solutions changing not only the way we use financial services, but also the financial services themselves, i.e. new products are being developed. For example, electronic money and cryptocurrencies simplify settlements between countries on different continents and no longer require the intermediary services of banks and their correspondents, besides, which are costly. For instance, blockchain technology, which has enormous potential not only in issuing, storing or settling money, but also in accounting for and settling securities. We should also mention automation or robotics, which make it easier to choose better and cheaper financial products, while cloud services provide flexibility and efficiency. All these innovations are called financial technologies (FinTech) - technology-based financial innovation that can lead to new business models, adaptability, processes or products that have a significant impact on financial markets, institutions and the provision of financial services.

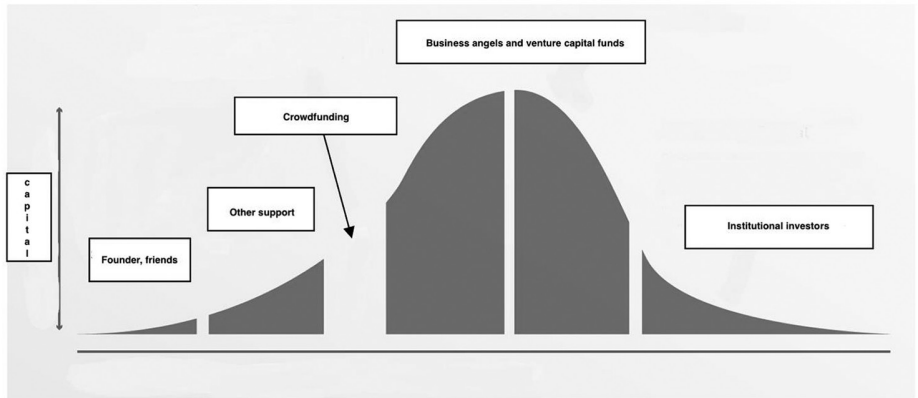
One of the innovations of these financial technologies is crowdfunding. The roots of this phenomenon stem from so-called crowdsourcing phenomenon, where information or contributions to a task or project are obtained through the services of many people, paid or unpaid, and are usually done online (for example, the creation of Wikipedia website content is entrusted to its users). Although this term is still relatively new, it is believed that the first crowdfunding project was carried out back in 1885 in New York, United States. Joseph Pulitzer, through a newspaper ad, raised funds to install a pedestal for the Statue of Liberty in exchange for public gratitude in the newspaper and a twelve-inch copy of the Statue of Liberty for those who supported the project for at least a dollar or more. Today, the Internet is used for crowdfunding activities and the first platforms of this kind emerged in the first decade of this century.

The crowdfunding sector has grown rapidly over the past decade and there are now hundreds of crowdfunding platforms. It is estimated that in 2018 there were a total of around 794 crowdfunding platforms in the European Union, with funding of over US \$ 18 billion, and it grew up 51% from US \$ 11.9 billion (597 platforms) in 2017. The United Kingdom alone accounted for US \$ 10.4 billions in 2018 and rose 30 percent from US \$ 8 billion in 2017. For example, the crowdfunding portfolio in the Baltic States (Estonia, Latvia and Lithuania) amounted to US \$ 265 million in 2017 and US \$ 539 millions in 2018. While in the United States market a total of 192 projects were funded through crowdfunding platforms in 2016, 514 in 2017, and 764 in 2018. As some researchers point out, these figures show an annual growth rate of

50 to 150 percent, which confirms that crowdfunding has already taken its share of the financial market and is an integral part of it.

Crowdfunding activity has not only grown in scale but has also found points of contact with other market players. To date, in the United States, as much as 80% of all lending through crowdfunding platforms is financed by institutional investors, i. hedge funds, insurance companies or even banks. Even regulators incorporate crowdfunding activities in other financial services, for example, the Law on Small Business, Enterprises and Employment was adopted in UK in 2015, it obliges banks to direct project owners to online crowdfunding platforms if project owners' application is rejected by the bank, furthermore, the mentioned Law obliges to provide information about the applicant held by the bank to online crowdfunding platforms with the project owners' consent. This ensures that the applicant is not left without funding and uses alternative sources of funding.

Such strong growth in the crowdfunding sector was not without a reason. The growth was affected by the global financial crisis of 2007-2009, which led to mistrust in capital markets and consequently regulatory reforms in the EU - Basel III and IV tightening requirements for the banking sector: capital adequacy, market liquidity risk regulation and stress testing. The reform of MIFID II led to stricter requirements for the protection of investors' interests, the prevention of conflicts of interest and the transparency of the functioning of financial markets; in parallel, the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act was passed in the U.S. Accordingly, banks were forced to reduce their leverage and review lending conditions applied at the time of unsustainable economic upturn and tighten lending criteria. Due to increased financing costs, additional collateral requirements imposed by banks and operating constraints, small and medium-sized enterprises were no longer able to obtain financing from banks on favourable terms during its the development phase. According to European Commission study conducted in 2015, 13 percent applications for bank loans from small and medium-sized enterprises in the European Union were rejected. Venture capital owners and managers, meanwhile, refused as many as 99% of the projects offered to them for funding. Accordingly, small and medium-sized enterprises have begun to look for alternative sources of financing, and consequently the idea has risen to take advantage of the Internet and try to attract funds from large numbers of Internet users, albeit for as little as € 10. And so a new phenomenon has risen when a project made public on an online platform is financed by investors unrelated to that project in the form of a loan or by acquiring financial instruments issued by the project owner, i.e. crowdfunding. The World Bank has revealed that crowdfunding can fill the financing gap for small and medium enterprises in the post-crisis period (see Fig. 1).



**Fig. 1.** *The place of crowdfunding in the SME financing structure*

The term crowdfunding was first mentioned by Michael Sullivan back in 2006 and amendments of the relevant legislation have been adopted in 2012 to allow crowdfunding activities in the United States, although they did not enter into force until 2015. Meanwhile in the European Union, Regulation (EU) 2020/1503 on European crowdfunding has been in place since 10th of November 2021. Compared to the regulation of other business financing activities, this is a very short time how soon a new form of business financing started to be regulated – almost immediately. For comparison, we can look at very similar financing activity of credit or investment services, which took almost a century to develop. Meanwhile, crowdfunding seems to have emerged and started to be regulated not only at national level but also at union level in the Europe and federal level in United States of America. Lending based crowdfunding is very similar to credit activity, whereas investment-based crowdfunding looks familiar to investment services, but it is not an identical activity. This is a completely new form of business financing and, although not the same as the above-mentioned activities, it poses similar risks (loss of invested money, fraud, information asymmetry, etc.) to the project owner, platform operator or investor. Misunderstanding of these aspects of crowdfunding makes it difficult to correctly assess the legal tripartite relationships that exist between a project owner and an investor, a platform operator and an investor, or a project owner and a platform operator. Accordingly, the novelty of this study determines the theoretical and practical relevance of this work. The activities, conditions and specifics of this new phenomenon are not analysed in the doctrine of Lithuanian law. For the first time in Lithuania, this work presents a detailed analysis of the crowdfunding institute and its legal nature. Thus, this dissertation is intended to fill the vacuum in the doctrine of Lithuanian law and to lay the foundations for a proper understanding of the peculiarities of crowdfunding activities, the rights and obligations of entities participating in crowdfunding activity, and the balance of their mutual interests.

**Research problem.** Crowdfunding emerged only about 15 years ago, and its legal regulation was soon adopted, therefore the question may naturally arise as to whether such regulation was necessary at all. This phenomenon is just an emerging innovation, and perhaps it was necessary to develop good market practice first and, once it is established, to use it as an analogy to the new regulation of crowdfunding? After all, market participants could have taken advantage of the mechanisms provided for in the regulation of credit and capital markets, adapting them accordingly to their specific crowdfunding activities, thus leading to a 'golden standard' in the regulation of crowdfunding activity. Of course, this would take a long time. Meanwhile, if this is not possible, it is necessary to identify the reasons for this and ask how they should be addressed. Or perhaps the existing regulation of credit and capital markets would have been sufficient in this place because crowdfunding activities are very similar to these forms of business financing. After all, the money of depositors or investors with the corresponding liabilities are transferred to finance the business through appropriate intermediaries as well as in case of credit institutions, financial brokerage firms, etc. Accordingly, it might have been sufficient to apply the principle of functional equivalence and to include additional provisions in the existing regulation of credit and capital markets obliging this regulation to apply to crowdfunding activities too.

On the other hand, if this cannot be done and a special regulation of crowdfunding is necessary, following question arises - what regulation of crowdfunding should be that it would not harm the interests of intermediaries acting in the case of credit or capital market activity. In other words, would special regulation of crowdfunding create more favourable conditions for crowdfunding business activity compared to activities regulated by credit and capital markets, given the much smaller scale of crowdfunding activity (in terms of the small amounts invested by internet users and relatively small financing amounts collected by project owners)? For example, much lighter prudential capital adequacy requirements would apply to crowdfunding platform operator, whereas in principle these financing activities are very similar to lending and capital market financing activities. Conversely, if much higher investor protection requirements would apply in the case of crowdfunding, then it would lead to increased crowdfunding cost or investor dissatisfaction. In one case or another, the relevant financial intermediary may benefit from more favourable compliance requirements for their business activity.

Consequently, the question arises, if the new regulation on crowdfunding is needed, then what it should be like to ensure balance of interests between intermediaries involved in business financing activities. Accordingly, it may be necessary to consider whether it was possible simply to adapt the existing regulations on credit and capital markets with the corresponding amendments, rather than to adopt entirely new regulations. It is also important to assess why the decision to regulate crowdfunding activities at European Union level was taken by regulator, rather than leaving it to the member states to adopt national regulations, as it has been the case in the Netherlands, Portugal, Spain, Finland, France, the United Kingdom and Lithuania. After all, crowdfunding finances small and medium-sized enterprises and in small amounts compared

to capital markets, and this determines its locality, i.e. funding is raised only in a market where the project in question is known to local Internet users living around it and would probably not be interesting to potential investors in another member states. Different cultures also lead to different approaches to investment, which raises the question of whether this should not be left to the member states to decide how crowdfunding regulation should look like. Or, maybe vice versa, there is a need to promote a single and integrated credit and capital market in the European Union, with a universally accepted standard of investment regulation, to harmonize the differences between the individual member states of the European Union?

Looking at the interests of the crowdfunding parties one can ask how the interests should be coordinated not to disturb the balance of interests of the three crowdfunding parties.. For example, whether there are any excessive requirements for the crowdfunding platform operators that would prevent them from setting up and providing crowdfunding services easily. For example, given the relatively small size of crowdfunding is there a need for a prudential capital adequacy requirement, and if so, how large should it be in order not to be excessive but at the same time to play its preventive function. On the other hand, are there no excessive requirements for the project owner that would unduly restrict their access to funding through crowdfunding platforms? After all, the amounts they collect here are much smaller than in the case of capital markets. Accordingly, excessive requirements for the publicity of a proposed project, such as the preparation of a prospectus, may lead to very high costs, while the maximum possible amount of funding for a project may be too low in view of the compliance costs. Finally, whether the interests of the investor must be protected here? If so, what are the reasons for this and how they should be addressed. Again, maybe an analogy to the regulation of capital markets in terms of investor protection could be sufficient here. For example, whether is it necessary to assess the suitability or appropriateness of the investment in question for the investor, or whether it should not be assessed at all when investing in simple projects, as is the case with capital markets - execution only regime for non-complex financial instruments.

Another question - is it necessary to provide of information about the funded project in the form of a prospectus to the potential investor, as it is required in the case of capital markets. Would such disclosure not be superfluous to the average Internet user, who is unlikely to read all two hundred pages of it, and even if he did, would he properly understand the information contained therein and be able to properly assess the risks associated with investment activities and make the right investment decision. Otherwise, crowdfunding activities could become unattractive to investors because they would be unsafe. Thus, the proper balancing of interests in this threefold legal relationship is crucial as it will determine whether this method of financing a business will be attractive and efficient.

To sum up, the **research problem** that requires in-depth analysis is the essence of the regulation of crowdfunding, its place in the architecture of credit and capital market regulation in the European Union and how it ensures the balance of interests between crowdfunding parties.

**Research object.** The object of this study is the regulation of crowdfunding in the European Union. This object is disclosed by analysing and comparing activities of a similar nature: the provision of credit and investment services, the risks posed by these activities. This reveals the legal position of crowdfunding as an alternative form of financing in the financial markets system and a difficult task for the regulator to incorporate a new alternative way of financing business alongside existing capital and credit market regulation. Accordingly, the nuances of the legal framework established for each crowdfunding party are reviewed and compared not only with the rights and obligations of credit and investment service providers, but also how they are regulated in foreign regulations.

**Limits of the research.** The purpose of this study is to investigate exclusively remunerated crowdfunding activities for business financing. Crowdfunding in the form of charity, non-monetary rewards or privileges will not be analysed here, although the first forms of crowdfunding were such. Consumer credit regulated by the Consumer Credit Agreements Directive 2008/48 / EC, and lending for the acquisition of immovable property within the scope of the Consumer Credit Agreements Directive, will not be considered here neither.

**Aim of the research.** The aim of this research is to analyse the concept of crowdfunding, the rights and obligations of the parties of crowdfunding and to assess their balance. Also, to review the principled provisions, to reveal in detail the legal aspects of crowdfunding, to identify the problems of their legal assessment, and to provide possible directions for improvement after identifying the shortcomings of the legal regulation if any.

To achieve this goal, the following objectives of the research are raised:

1. To study the concept of crowdfunding regulation and the legal preconditions for its emergence;
2. To reveal the relationship between the legal regulation of crowdfunding and the regulation of other forms of business financing, such as credit and investment activities;
3. Examine the rights and obligations of the parties of crowdfunding and determine how they fit together;
4. Investigate the factors that have contributed to the need to protect the interests of a crowdfunding investors;
5. To compare the legal regulation of crowdfunding established by foreign countries, in this context to identify the gaps in the legal regulation and application of the law in force in the European Union and to suggest possible solutions to the problems.

**Defensible statements of the thesis:**

1. Crowdfunding is a new phenomenon and it cannot be regulated by the by the same legal acts which are applicable in case of provision of credit and investment services, therefore we may not apply functional equivalence principle here. Applying

- strict credit and investment services regulation to crowdfunding activities would be redundant and would limit the development of this form of business financing.
2. Regulation 2020/1503 established analogous risks management measures as is provided in regulation of other financial institutions, ie credit and investment services providers. There are only two fundamental differences: firstly, more lenient requirements are set in respect of crowdfunding platforms and project owners in order to promote crowdfunding activities, and secondly, stricter investor protection measures are applied to ensure the integrity of the crowdfunding market.
  3. Regulation of crowdfunding established in the European Union not only balances the interests of service providers, project owners and investors and their mutual relations, but also makes it compatible with the existing regulation of capital and credit markets. Accordingly, the regulation of crowdfunding does not create regulatory arbitrage with the legal acts regulating the issuance and trading of securities, the provision of loans, and the activities of payment institutions, and they are compatible with each other.

**Historiography and sources of the research.** Issues related to the regulation of crowdfunding have not been addressed in Lithuania so far. It is possible to mention only the paper of Greta Navickaitė and Grigorij Žilinskij read at the conference “Crowdfunding - a Place in the Fintech Market and Fintech Research” and the publication of Agnė Šneiderienė and Aurelija Zonienė “Possibilities and Challenges of Crowdfunding as an Alternative Way to Invest in Sustainable Projects”. Meanwhile, in contrast to Lithuania, the doctrine of foreign law contains several works devoted to the analysis of problematic issues of regulation of crowdfunding both in the European or American continent and in other countries. In Europe, Guido Ferrarini and Eugenia Macchiavello have been developing this theme exclusively for a decade, analysing the regulation of crowdfunding since its inception. Meanwhile in the United States, crowdfunding has been under consideration since 2009, when the proposal to regulate crowdfunding was introduced, with Andrew A. Schwartz and Darian M. Ibrahim providing the most publications. It is also worth mentioning the authors of individual publications such as Usha R. Rorigues and Jack Wroldsen, who stand out for their depth of insights, which are also discussed in this work.

There are only a few papers that would mention the balance of rights and obligations between the parties involved in crowdfunding activity. The work of the same leading scientist, Eugenia Macchiavello, can be singled out here. Few ideas on the need for a regulatory balance can also be found in the work of Philippe Dorin and Martin Vojtko, Konstantinos Serdaris and Rafael A. Porrata-Doria. It should also be mentioned that two scientific articles had the greatest influence on the preparation of this dissertation. The first is Marina Nehme’s “*Regulating Crowd Equity Funding - the Why and the How*”, which discusses the basic ideas for the need for a regulatory balance of crowdfunding. And the second is Christopher J. Brummer and Yesha Yadav’s extensive scientific article “*The Fintech and the Innovation Trilemma*”, which discusses the challenge that the regulator of crowdfunding has faced in balancing not only the

rights and obligations of the parties of crowdfunding activity, but also to ensure that the regulation is at the same time simple, geared to financial innovation and that the integrity of the financial market is ensured. Meanwhile, the author of this work was unable to detect a work that would fully discuss the object of this research with the set goal and objectives.

**Research methodology.** The chosen research object naturally determines the choice of research methods. To achieve the goal of the research, various scientific methods have been applied in a complex way, formulating proposals and conclusions, the main ones of which are: systematic analysis, comparative method, data analysis and generalization methods.

*The method of systematic analysis* allowed to consistently analyse the legal norms of various countries regulating the institute of crowdfunding, including the provisions of the previous law on crowdfunding in Lithuania, and helped to determine the legal concept of this business financing method in the existing capital market regulation legal system. This method has helped to reveal the rights and obligations of each crowdfunding entity and the relationship with the rights and obligations of credit or capital market entities. Accordingly, this approach has revealed the place of crowdfunding regulation in today's business financing regulatory architecture.

*The comparative method* has been used to identify and summarize the regulatory outlines of the crowdfunding institute that have developed in major global jurisdictions (United States, European Union, Australia, Canada, etc.). Using the comparative method, the author highlights the fundamental similarities and differences between the regulatory models of the crowdfunding institute that have developed in these countries. The selected jurisdictions are distinguished by the development of their credit and capital markets regulations, so it was important to review their chosen conceptual approach to crowdfunding and the established balance of interests between parties of crowdfunding activity. Different legal systems are analysed in terms of the extent to which they offer similar solutions to specific legal problems. Having identified common regulatory problems for crowdfunding in many jurisdictions, different aspects of regulatory choice, different solutions are examined in this paper. These solutions are then compared by evaluating their advantages and disadvantages. It should be noted that the problems of crowdfunding are addressed in a similar way in different legal systems. Accordingly, the solutions of the individual smaller jurisdictions (New Zealand, United Kingdom) are used for comparison, where the regulatory issues of crowdfunding have been addressed differently from the larger jurisdictions.

*The method of data analysis* was applied in the analysis of documents, which can be divided into the following groups: 1) Legal acts of foreign countries and Lithuania, as well as sources of European Union law; 2) individual administrative acts and notifications of Lithuanian and foreign supervisory authorities; 3) documents of the European Securities and Markets Authority and other organizations and bodies (IOSCO, EBA, ESCP, etc.); 4) articles, monographs, textbooks, other scientific works and reports at conferences. Lithuanian library funds, subscribed databases and scientific resources

available during the internship at the Università degli Studi di Genova (Italy) were used to collect the material for the research.

*Generalization method* applied to determine the regularities, linking the features of the regulation of crowdfunding activities into one whole, formulating conclusions and proposals. This approach has been used primarily to determine the substance of the regulation of crowdfunding, i. why it was necessary to regulate this new phenomenon, which manifested itself through the risks posed by activities, which are analogous to those carried out by the credit and capital markets. The attempt to regulate crowdfunding activities in individual Member States of the European Union is summarized accordingly. The conclusions of this work summarize the research data of scientists from different countries and, accordingly, the final conclusions are drawn at the end, and the main statements of all the useful work and research are formulated.

**Reliability and approval of the research results.** The primary legal sources used in the investigation were the legal acts of the European Union, Lithuania and foreign countries. The practice of their interpretation and application, as well as the doctrine of law, have been analysed using a large number of foreign literature sources. The applied scientific methods and the critical approach of the dissertation allowed to examine the concept of crowdfunding regulation and its place in the regulation of financial markets law thoroughly and comprehensively. Therefore, it can be stated that the obtained research results are reliable. The reliability of the study's results can be confirmed by further research in this area of crowdfunding regulation. Some of the results of the study in the form of the author's scientific publications have been published in scientific journal *Jurisprudence: "Legal Preconditions for the Emergence of Crowdfunding Regulation in the European Union"* and *"Regulation of Crowdfunding in the USA and the EU: a Comparative Analysis"*. In addition, the topic of the study „*Legal Bases for the Regulation of Crowdfunding in the European Union*“ was presented at the International Scientific Conference *"Challenges of the Developing Financial and Credit System"* at the Banking University in Lviv, Ukraine on 8<sup>th</sup> of April 2021. The results of the research were discussed and approved at a meeting of the Institute of Private Law of Mykolas Romeris University.

**Structure of the research.** The thesis consists of an introduction, the research part which consists of 3 parts, conclusions and recommendations, a list of used literature and sources.

The introduction discusses the research problem, its relevance, object, limit, aim, methods, historiography and sources of the research, research structure.

The first part of the research analyses the need for regulation of crowdfunding. This is done, in particular, by revealing the essence of the crowdfunding service. It also partly reveals similarities and differences from credit and investment services. Secondly, it overviews the key risks that crowdfunding activities pose to its participants, despite the benefits for small and medium-sized enterprises and capital markets or investors. Thirdly, the regulatory fragmentation and competition problems in the

European Union before the adoption of the crowdfunding Regulation 2020/1503 are revealed. Finally, it discusses the trilemma of the problem that regulators had to face in order to set the right balance between crowdfunding regulation in the threefold legal relationship between the parties of crowdfunding activity. This chapter discusses the theoretical concept of crowdfunding regulation, and the following sections already highlight the practical problems of crowdfunding regulation.

The second part of the research discusses the types of services and their features provided by crowdfunding. Each type is compared separately with the regulation of similar services and their similarities and differences are identified, e.g. lending based crowdfunding and investment based crowdfunding is compared to the regulation of investment activities and the requirements of the prospectus. Accordingly, an analysis is provided disclosing why the regulator chose such regulation.

The third part discusses each party of crowdfunding activity individually and applicable legal requirements, their specificities. The purpose here is to identify and describe the reasons for imposing one or another requirement on parties of crowdfunding or granting the relevant right. In addition, they are compared with the regulations applicable to similar activities, as well as the regulations applicable abroad.

### **Conclusions:**

1. Crowdfunding is a new phenomenon and the need for its regulation is determined by two reasons. First, this activity is very similar to the activity of entities operating in capital or credit markets. Loan based crowdfunding intermediation is compared to the activity of crediting activity, or investment based crowdfunding intermediation is compared to the activity of a financial brokerage company. In all cases, the relevant entity (crowdfunding platform, credit or financial brokerage company) intermediates between the investor and the business entity. Accordingly, crowdfunding activity pose analogous risks as is in case of credit or investment services provision (eg. information asymmetry, fraud or insolvency). This leads to the need to manage them by establishing appropriate legal regulation in order to ensure the protection of investors' interests. Another reason was that Member States established national regulations on crowdfunding that differed fundamentally from one another, leading to regulatory fragmentation at EU level. Member States have set different prudential initial capital requirements for crowdfunding platform operators and applied different investors' protection measures. Regulation 2020/1503 establishes general rules for the provision of crowdfunding services at the level of the entire union, promotes cross-border crowdfunding services and facilitates the use of the freedom to provide and receive such services in the internal market, which ensures the integrity of the financial market of the European Union.
2. It was not possible to apply the principle of functional equivalence to the regulation of crowdfunding activity and to regulate this activity the same way as it is in case of credit or capital markets. The activities of crowdfunding, although similar, are fundamentally different from the activities of lending and investment services. Crowdfunding platform also acts as an intermediary between an investor and a

project owner, just like a credit or financial brokerage company, but here the scale of activity is significantly different, because in the case of crowdfunding, small or medium-sized companies seek funding in small amounts, while Internet users provide financing in small amounts as well. In addition, credit institutions accept deposits or other repayable funds from the public and then provide loans to businesses at their own name, while crowdfunding platform operator only mediates between the project owner and the investor and does not provide financing at its own expense.

3. Regulation 2020/1503 applies the same risk management measures as is in the legal acts regulating investment or credit activities, but here this is done after considering the specifics of crowdfunding service and adjusting the risk management measures accordingly. Lower prudential requirements for the amount of initial capital are applied to crowdfunding platform, which encourages the establishment and development of crowdfunding platforms. The project owner does not have to publish expensive prospectus and is limited to a short key information document for investors, so project owners can raise financing without incurring high costs. Given that investments in small and medium-sized enterprises are risky, special attention is paid to the protection of retail investors by determining the suitability of investments and additional warnings about potential risks associated with investments.
4. It is deemed positive that the regulation of crowdfunding services regulation is established in such a way that it does not create regulatory arbitrage with the regulation of similar financial services. Furthermore, crowdfunding intermediation does not gain an advantage due to more favourable operational requirements applied to its activity compared to the activities of companies providing credit or investment services. Due to the lower risk of crowdfunding activity lighter prudential initial capital requirements are set, no capital reserve requirements and this does not violate the interests of credit institutions. The maximum amount of funding raised cannot exceed 5 million. EUR, and here it is sufficient to submit a document of basic information. This is in line with the regulations established by the Prospectus Directive, which also allows submitting only the key information document when funding does not exceed 8 million EUR.
5. Three factors have been determined which validate the need to protect the interests of investors with no experience in crowdfunding activity by providing them with a basic information document instead of a prospectus. Firstly, risks posed by provision of investment service, such as lack of transparency and information asymmetry, disclosure of risk associated with investment activity, liquidity risk or insolvency. The second is the limited cognitive abilities and heuristics of inexperienced investors, when an investment decision is made by trial and error method rather than by analyzing detailed information about a potential investment. The third is the excessive presentation of information in the form of a large prospectus, which an inexperienced investor is not inclined to read due to lack of time. Accordingly, regulatory authorities have been forced to adapt the amount of information

disclosed about a potential investment and its placement, considering the limited cognitive abilities of inexperienced investors. Regulation 2020/1503 created an exception to the public offering regulation provided for in the Prospectus Directive 2003/71/EC, and instead of the obligation to submit a prospectus, it is limited to providing the investor with a fairly short and clear key information document. In addition, the preparation of the prospectus leads to high costs, which are unbearable for the owner of the crowdfunding project, and therefore crowdfunding would be impossible.

6. In cases of both, investment-based or loan-based, crowdfunding models, investor protection measures applicable to investors are adopted from the MIFID II suitability assessment model, which is applied in the case of portfolio management service, which is considered to be the most complex and risky investment service. This choice of regulation is justified by the fact that investments distributed through the crowdfunding platform are riskier than those in regulated markets or deposits in credit institutions, because in case of crowdfunding there is a high probability that the financed project will fail. In addition, there is a limitation of the secondary market, i.e. it is more difficult for investors to dispose of their investment. Therefore, it is necessary to assess whether an inexperienced investor understands and can assume the risks associated with the investment in question.
7. By comparing the regulation of the European Union and the United States of America, it was determined that the regulation of the European Union has certain advantages for investors. For example, in the United States, two regulatory models are possible: at the federal level, where the crowdfunding portal can distribute the securities in all states, or otherwise, individual states are allowed to set their own local regulations, where crowdfunding service is offered only to residents of that state. The European Union has a single level of regulation that applies throughout the community, which does not confuse investors about the protections available to them. Also, in the European Union, there is no limit on the investor's investment amount or it is not prohibited to transfer one's investment for one year. In fact, it is encouraged here to transfer one's investment or loan to another entity through the bulletin board. In addition, crowdfunding in the form of loans is not distinguished in the United States and there is no possibility to provide loan portfolio management services.

### **Recommendations**

1. The Lithuanian legislator unreasonably limited the possibility of public distribution of shares of private limited liability companies through the crowdfunding platform, although Regulation 2020/1503 does not prohibit this. This position should be changed considering the fact that there are member states that do not provide for such a restriction and such shares may be distributed throughout the member states, including in Lithuania, in appropriate cases. Accordingly, Article 2, Part 4 of the Law on Companies of the Republic of Lithuania should be supplemented with the following sentence: "Distribution of private limited liability companies through

a crowdfunding platform, in accordance with Regulation (EU) 2020/1503 of the European Parliament and the Council of October 7, 2020 on European crowdfunding services for business providers, which amends Regulation (EU) 2017/1129 and Directive (EU) 2019/1937, is not considered to be a public offering of securities”.

2. Regulation 2020/1503 could, analogously to the United States, establish the institute of a “discussion board”, where potential investors can share their opinions about investments in relevant projects or ask questions to project owners through a platform managed by a crowdfunding service provider. Alternatively, consider “testing the waters” institute, when project owners may publish their projects and ask the opinion of potential investors in order to see if it is possible to raise the necessary amount before deciding to use crowdfunding.

## LIST OF SCIENTIFIC PUBLICATIONS RELATED TO THE THESIS

1. „Legal Preconditions for the Emergence of Crowdfunding Regulation in the European Union“, Jurisprudencija, Mykolas Romeris University, No. 27(2) (2020), <https://ojs.mruni.eu/ojs/jurisprudence/article/view/6369/5329>
2. „Regulation of Crowdfunding in the USA and the EU: a Comparative Analysis“, Jurisprudencija, Mykolas Romeris University, No. 28(2) (2021), <https://ojs.mruni.eu/ojs/jurisprudence/article/view/6862>

## PRESENTATIONS IN SCIENTIFIC EVENTS

„Legal Bases for the Regulation of Crowdfunding in the European Union“ at international conference „*Challenges for the Evolving Financial and Credit System*“, Banking University of Lvov, Ukraine, 8 of April 2021

## SCIENTIFIC PLACEMENT

1 of September 2021– 1 of December 2021, Business and Finance Law Division, Università degli Studi di Genova, Italy

# CURRICULUM VITAE

**Name, Surname** Eugenijus Miliukas

## **Education**

---

2008–2010 Master's degree studies, Civilis Law, Mykolas Romeris University  
2004–2008 Bachelor's degree studies, Law and Governance, Mykolas Romeris University

## **Experience**

---

2021–2022 Senior Legal Counsel (Trading & Wealth Management), Revolut Group  
2018–2021 Lawyer (Investment Services), Swedbank AB  
2015–2018 Lawyer (Investment Services), Danske Bank A/S  
2014–2015 Lawyer, AB bank ir brokerage company FINASTA  
2009–2014 Associate Lawyer, attorney's at law Virginijos Žukienės office

## **Academic activity**

---

2022 up to date Lector, Private Law Institute, Mykolas Romeris University  
2010–2013 Lector, Business Law Division, Mykolas Romeris University

## **Additional information**

---

2009 Internship, World Trade Organisation, Geneva, Switzerland  
2009 First place winner of National Insolvency Law Competition, Start 2009, ESLA  
2007 "Novation: Theory and Practice", *Justitia: Journal of Law Science and Practice*, No. 4(66)

**Miliukas, Eugenijus**

SUTELKTNIO FINANSAVIMO REGLAMENTAVIMAS: INTERESŲ BALANSAS: DAKTARO DISERTACIJA. – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2023. 192 p.

Bibliogr. 136–152 p.

*Daktaro disertacijoje „Sutelktinio finansavimo reglamentavimas: interesų balansas“ analizuojamas sutelktinio finansavimo reglamentavimas Europos Sąjungos mastu. Šiame darbe atskleidžiama sutelktinio finansavimo veiklos esmė, jos santykis su kitomis panašiomis finansavimo formomis, kaip antai kreditavimas ar kapitalo rinkos. Atitinkamai nagrinėjama, kodėl buvo reikalingas specialus sutelktinio finansavimo reglamentavimas ir negalima buvo taikyti funkcinio ekvivalentiškumo principo ir šią veiklą reglamentuoti jau esamu kreditavimo ar kapitalo rinkų reglamentavimu. Atitinkamai atskleidžiama, kad Europos Sąjungoje nustatytas sutelktinio finansavimo reglamentavimas ne tik subalansuoja paslaugų teikėjų, projektų savininkų ir investuotojų interesus ir jų tarpusavio santykius, bet ir padaro tai taip, kad tai derėtų su esamu finansų ir kreditavimo rinkos reglamentavimu. Be to pagrindžiama, kad tiek investavimo ar paskolos pagrindais veikiančio sutelktinio finansavimo atvejais investuotojui taikoma apsauga yra perimta iš MIFID II taikomo tinkamumo vertinimo modelio, kuris taikomas sudėtingiausios ir rizikingiausios investavimo paslaugos portfelio valdymo atveju. Toks reglamentavimo pasirinkimas pateisinamas tuo, kad per sutelktinio finansavimo platformą platinamos investicijos yra rizikingesnės nei reguliuojamose rinkose ar indėliai kredito įstaigose, nes sutelktinio finansavimo atveju yra didelė tikimybė, kad projektas žlugs, be to egzistuoja antrinės rinkos ribotumas.*

*The doctoral dissertation “Regulation of Crowdfunding: Balance of Interests” analyses the regulation of crowdfunding at the European Union level. This paper reveals the essence of crowdfunding activities, their relationship with other similar forms of financing, such as lending or capital markets. Accordingly, it is examined why special regulation of crowdfunding was needed and the principle of functional equivalence could not be applied and regulated under existing credit or capital market regulations. Accordingly, it is revealed that the regulation of crowdfunding in the European Union not only balances the interests of service providers, project owners and investors and their interrelationships, but also does so in a way that is consistent with existing financial and credit market regulations. In addition, it is disclosed that in case of both investment or loan-based crowdfunding, the model of investor protection is taken over from suitability assessment model used in MIFID II, which is applied in most complex and risky investment services as portfolio management. This regulatory choice is justified by the fact that investments distributed through a crowdfunding platform are riskier than in regulated markets or deposits held with credit institutions, as in the case of crowdfunding the project is likely to fail and the secondary market is very limited.*

Eugenijus Miliukas

SUTELK TINIO FINANS AVIMO REGLAMENT AVIMAS: INTERES Ū BALANSAS

Daktaro disertacija  
Socialiniai mokslai, teisė (S 001)

Mykolo Romerio universitetas  
Ateities g. 20, Vilnius  
Puslapis internete [www.mruni.eu](http://www.mruni.eu)  
El. paštas [roffice@mruni.eu](mailto:roffice@mruni.eu)  
Tiražas 20 egz.

Parengė spaudai Aurelija Sukackė

Spausdino UAB „Šiaulių spaustuė“  
P. Lukšio g. 9G, 76200 Šiauliai  
El. p. [info@dailu.lt](mailto:info@dailu.lt)  
<https://siauliuspaustuve.lt>