

## SUTELKTNIO FINANSAVIMO REGULIAVIMO EUROPOS SĄJUNGOJE ATSIKADIMO TEISINĖS PRIELAUDOS

**Eugenijus Miliukas**

Mykolo Romerio universiteto Teisės mokyklos Privatinės teisės institutas  
Elektroninis paštas eugenijus.miliukas@gmail.com

Pateikta 2020 m. rugsėjo 9 d., parengta spaudai 2020 m. lapkričio 18 d.

DOI: 10.13165/JUR-20-27-2-12

**Santrauka.** Straipsnyje analizuojamos naujo atlygintino sutelktinio finansavimo (toliau – SF) reiškinio atsiradimo priežastys, keliamos rizikos ir jų valdymas dar iki naujojo Europos sutelktinio finansavimo paslaugų verslui teikėjų reglamento<sup>1</sup> (toliau – SF reglamentas) priėmimo. SF skolinimo pagrindais veikla panaši į kredito įstaigų tarpininkavimą priimant indėlius ir išduodant paskolas, o investavimo pagrindais primena investicinių paslaugų teikimą, tačiau savo esme jos skiriasi. Atitinkamai vertinama, kokiais teisės aktais Europos Sąjungos (toliau – ES) mastu veiklos rizika reguliuota dar prieš priimant naująją SF reglamentą, aptariamos jų taikymo problemos esant naujajai finansavimo alternatyvai ir jos formoms. Taip pat apžvelgiamas kai kurių valstybių narių nacionalinis reguliavimas, lemiantis ES SF reglamentavimo fragmentaciją, kuri riboja SF veiklą ES mastu ir iškraipo konkurenciją. Ši analizė reikšminga siekiant nustatyti SF reglamento atsiradimo teisinę prielaidą, kurios neužtikrino tinkamos investuotojų apsaugos, trukdė tvariam SF veiklos ir atitinkamai ES kapitalo rinkos sąjungos vystymuisi.

1 „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>.

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

## Įvadas

Europos Komisijos (toliau – EK) skaičiavimais, 2015 m. vien ES buvo daugiau kaip 500 veikiančių SF platformų<sup>2</sup>. Atsižvelgiant į tai, kad šis naujas reiškinyss sparčiai populiarėja, kyla klausimas, kas nulėmė jo atsiradimą, kokias konkrečias rizikas ši veikla kelia ir kokiais teisės aktais ji buvo reglamentuojama prieš priimant naująjį SF reglamentą. Šio straipsnio objektas yra SF reguliavimo (SF reglamento) ES atsiradimo teisinės prielaidos. Atitinkamai straipsnio tikslas yra išanalizuoti, ar ES kredito įstaigų, kapitalo rinkų, investicinių ir mokėjimo paslaugų teikimo reglamentavimas, reguliuojantis analogišką (kapitalo grąžos generavimas) veiklą, iki SF reglamento priėmimo apėmė ir SF veiklą ir ar jo pakako identifikuotioms rizikoms valdyti. Šiam tikslui atskleisti keliami tokie uždaviniai: aptarti naujo SF reiškinio atsiradimo priežastis, identifiukuoti SF veiklos keliamas rizikas ir joms valdyti taikytiną reguliavimą ES prieš priimant SF reglamentą, taip pat glaustai apžvelgti SF reglamento *travaux préparatoires*. Straipsnyje taikomi įprasti tokiems tyrimams metodai: loginis, istorinis, sisteminis, apibendrinamasis ir kritikos.

Lietuvos teisės doktrinoje SF reguliavimui neskiriama dėmesio, o ES išskirtinai SF veiklos reglamentavimą analizuoja du mokslininkai: Guido'as Ferrarini'is ir Eugenia Macchiavello. Tam tikrus šio instituto aspektus nagrinėjo ir Sebastiaan'as Niels'as Hooghiemstra'as<sup>3</sup>, Jose'ė Manuel'is Mansilla-Fernandez'as ir kiti. Nagrinėjama tema yra nauja ir ypač aktuali dabartiniu laikotarpiu, kai ES Parlamentas 2020 m. spalio 5 d. priėmė naująjį SF reglamentą.

## 1. Priežastys, nulėmusios SF reiškinio atsiradimą

Pagal EK skelbiamus duomenis, mažos ir vidutinio dydžio įmonės (toliau – MVĮ) sudaro net 99 proc. visų verslo subjektų ES<sup>4</sup>. Taigi MVĮ sukuria esminę dalį bendrojo vidaus produkto, užimtumo ir gyventojų pajamų, todėl svarbu užtikrinti tvarų MVĮ sektoriaus finansavimą. Dažniausiai šie verslo subjektai negali pasigirti dideliais finansiniais ištekliais ar apyvartinėmis lėšomis, dėl to juos steigiant ir plėtojant veiklą atsiranda poreikis naudotis rinkoje esančiais finansavimo šaltiniais.

2 European Kommission, „Crowdfunding: Mapping EU markets and events study“ (Crowdsurfer Ltd and Ernst & Young LLP, 30 September 2015) 21, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d., [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/crowdfunding-study-30092015\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/crowdfunding-study-30092015_en.pdf).

3 Sebastiaan Niels Hooghiemstra, „The European Crowdfunding Regulation – Towards harmonization of (Equity- and lending-based) Crowdfunding in Europe?“, 03.2020, žiūrėta 2020 m. rugsėjo 1 d., [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3679142](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3679142).

4 Europos Komisija, „Vidaus rinka, pramonė, verslumas ir MVĮ“, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 23 d., [https://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/sme-definition\\_lt](https://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/sme-definition_lt).

Pasaulio bankas išskiria šias verslo finansavimo stadijas ir jų šaltinius: *steigimo stadija*, kai naudojamos asmeninės ir artimųjų (giminaičių, draugų) lėšos, kurių poreikis siekia iki 50 tūkst. Jungtinių Amerikos Valstijų (toliau – JAV) dolerių; *vystymo etapas*, kai iki 1 mln. JAV dolerių pasitelkiamos bankų paskolos; *plėtros etape* nuo 1 mln. JAV dolerių įsitraukia rizikos kapitalo fondai, verslo angelai, akcijų rinkos, galiausiai instituciniai investuotojai<sup>5</sup>. Kaip išskiria EK ir Europos Centrinis Bankas, net 57 proc. MVĮ finansavimo lėšų vystymo etape sudaro paskolos iš išplėtotų bankų tinklų ES<sup>6</sup>. Vis dėlto pastarojo dešimtmečio įvykiai lėmė bankų paskolų portfelio mažėjimą ir MVĮ buvo priverstos ieškoti alternatyvaus vystymo etapo finansavimo šaltinio. Taigi atsirado naujas reiškinys, kai MVĮ finansuojamos per SF platformą interneto vartotojų lėšomis. Tai nulėmė dvi esminės aplinkybės: technologijų inovacijos ir 2008–2009 m. pasaulio finansų krizė<sup>7</sup>. Toliau aptarsime šias aplinkybes.

### 1.1. Technologijų inovacijos

Technologinės inovacijos susietos su interneto tinklu, dar kitaip vadinamos *Web 2.0*, proveržis 2006 m. Jungtinėje Karalystėje reiškia pasikeitusią technologiją, leidžiančią interneto vartotojams dalyvauti kuriant interneto svetainių turinį (pvz., *Vikipedija* ar *eBay*) ir plėtoti pavienius socialinius santykius ar jų tinklus per didelius atstumus – tarp jų ir finansinius<sup>8</sup>. Antai naudojamosi internetu MVĮ gali teikti informaciją potencialiems skolintojams ar investuotojams ir sudaryti finansavimo sandorį, nors juos skirtų kelios jurisdikcijos.

---

5 Finance and Private Sector Development Department, „Crowdfunding’s Potential for the Developing World“ (Washington, DC: World Bank, 2013) 14, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 23 d., <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/17626>.

6 Europos Komisija, „Kapitalo rinkų sąjungos kūrimo veiksmų planas“, „Komisijos komunikatas Europos Parlamentui, Tarybai, Europos ekonomikos ir socialinių reikalų komitetui ir Regionų komitetui“, Briuselis, COM/2015/0468, 8, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 23 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468>; International Organization of Securities Commissions (IOSCO), „New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments“, 2015, 34, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 23 d., [https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/new-approaches-to-sme-and-entrepreneurship-financing/relevance-of-financing-types-for-smes-eu28-ecb-ec-safe-survey-2014-firms\\_9789264240957-graph3-en](https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/new-approaches-to-sme-and-entrepreneurship-financing/relevance-of-financing-types-for-smes-eu28-ecb-ec-safe-survey-2014-firms_9789264240957-graph3-en).

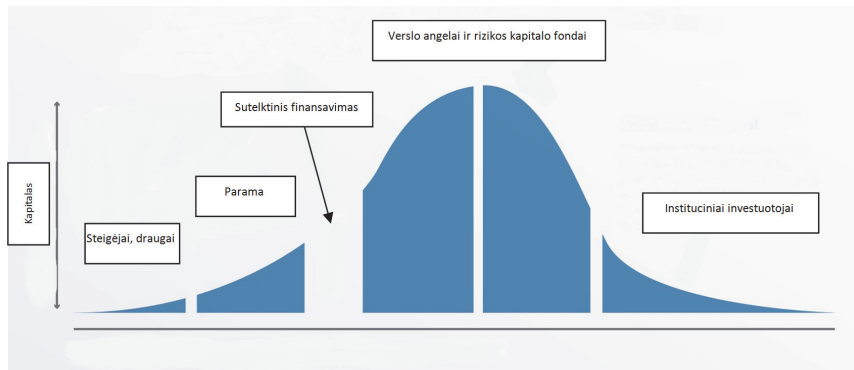
7 International Organization of Securities Commissions (IOSCO), „Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast“, Staff Working Paper: SWP3/2014, 14, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 23 d., <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>.

8 *Ibid.*

## 1.2. Pokrizinio laikotarpio finansų sektoriaus reguliavimo griežtinimas

2008 m. krizė lėmė nepasitikėjimą finansų institucijomis ir atitinkamai reguliavimo reformas ES, tokias kaip *Bazel III*<sup>9</sup> ir IV, dėl to buvo sugriežtinti reikalavimai, keliami bankų sektoriui: kapitalo pakankamumo, testavimo nepalankiausiomis sąlygomis ir rinkos likvidumo rizikos reguliavimo<sup>10</sup>. Finansinių priemonių rinkų direktyvos<sup>11</sup> (toliau – MiFID II) reforma lėmė griežtesnius reikalavimus dėl investuotojų interesų apsaugos, finansinių rinkų funkcionalumo skaidrumo ir interesų konfliktų prevencijos. 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 MVĮ vystymo etape nebeįstengė gauti iš bankų finansavimo palankiomis sąlygomis<sup>12</sup>. EK 2015 m. atlikto tyrimo duomenimis, net 13 proc. smulkių ir vidutinių įmonių paraiškų bankų paskoloms gauti ES buvo atmetama<sup>13</sup>. Kapitalo rinkos MVĮ ir anksčiau (iki naujojo MiFID II) nebuvo patrauklios dėl rinkos dalyvių nepasitikėjimo kapitalo rinkomis pokriziniu laikotarpiu ir didelių finansinių priemonių platinimo kaštų. MVĮ pradėjo ieškoti alternatyvių finansavimo šaltinių, tad kilo idėja pasinaudoti interneto teikiamu privalumu ir pritraukti lėšų iš didelio kiekio interneto vartotojų, kad ir mažomis sumomis, tesiekiančiomis 10 eurų. Atitinkamai atsirado naujas reiškinys – SF, kai interneto platformoje viešai paskelbtą projektą finansuoja su tuo projektu nesusiję finansuotojai paskolos forma arba įsigyja projekto savininko išleistas finansines priemones. Pasaulio bankas vaizdingai atskleidžia, kaip finansavimo stygius pasireiškė MVĮ finansavimo struktūroje pokriziniu laikotarpiu, kurį siūlo užpildyti SF platformų veikla (žr. 1 pav.).

- 
- 9 Basel Committee on Banking Supervision, „Strengthening The Resilience Of The Banking Sector – Consultative Document“, Bank of International Settlement, December 2009, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 23 d., <https://www.bis.org/publ/bcbs164.pdf>; Bank of International Settlement, „International Framework For Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring – Consultative Document“, 2009, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 23 d., <https://www.bis.org/publ/bcbs165.pdf>.
  - 10 Simon Gleeson, „International Regulation of Banking: Capital and Risk Requirements“, 2<sup>nd</sup> edit. (2012) 27–32; Taip pat išsamiai apie krizės priežastis ir padarinius žr. Phillip Coggan, „The Money Machine: How the City works“, 7th edition (Penguin Books, London, 2015), 31–40.
  - 11 „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>.
  - 12 „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=CELEX:52018PC0099>.
  - 13 European Kommisson, „Green paper: Building a Capital Markets Union“, 2015.02.18., COM(2015), 14, žiūrėta 2020 m. rugsėjo 1 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52015DC0063&from=lt>.



1 pav. Galima finansavimo teikėjų struktūra MVĮ finansavimo cikle<sup>14</sup>

## 2. SF keliamos rizikos ir jų reguliavimo poreikis

SF alternatyva turi daugybę privalumų: pagalba ekonomikos augimui teikiant santykinai pigius ir lengvai prieinamus finansavimo srautus MVĮ vystymo etape; užpildyta bankų apleista rizikingų paskolų niša, o tai skatina konkurenciją, mažina finansuotojų kaštus ir didina jų grąžą; investicinių portfelių diversifikavimas; patogumai atlikti investicijas neišėjus iš namų ir kt.<sup>15</sup> Vis dėlto šis naujas reiškinys kelia nemažai rizikų, kurios savo prigimtimi yra analogiškos esamam išvystytam finansų sektoriui<sup>16</sup>. Toliau ir aptarsime šias rizikas.

*Nemokumo rizika* – investavimas per SF platformas į MVĮ jų veiklos pradžioje yra rizikingas, nes, pagal statistinius duomenis, yra net 50 proc. tikimybė, kad MVĮ žlugs per pirmuosius penkerius savo veiklos metus<sup>17</sup>. Atitinkamai ši rizika kompensuojama didesne grąža investuotojams, tačiau dažniausiai nepateikiamas įkaitas ir projekto nemokumo atveju tikimybė atgauti investuotas sumas yra menka<sup>18</sup>.

14 World Bank, *supra note*, 5: 16.

15 IOSCO, *supra note*, 7: 21–22. Su išsamia naudos ir rizikų analize ekonomikos perspektyvoje galima susipažinti: IOSCO, *supra note*, 6.

16 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).

17 IOSCO, *supra note*, 7: 23.

18 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).

SF platformos žlugimo rizika – SF platformos tarpininkavimo veikla taip pat gali būti nutraukta, dėl to kreditoriai gali nukreipti savo reikalavimus į SF platformos turimą, taigi ir finansuotojų lėšas, jei jos nėra segreguotos, kaip finansų maklerių įmonių atveju, kai išieškojimas pagal maklerio įmonės įsipareigojimus negali būti nukreiptas į klientų turimą<sup>19</sup>.

Sukčiavimo atvejai – ši rizika pasireiškia dėl įgimto interneto anonimiškumo<sup>20</sup>. Tariama SF platforma gali surinkti dideles pinigų sumas iš patiklių finansuotojų ir pradingti su visais pinigais. Kredito įstaigos autorizuojamos priežiūros institucijos, laikosi atitikties reikalavimų, įskaitant pinigų plovimo ir terorizmo finansavimo prevencijos taisyklių, privatumo ir asmens duomenų apsaugos, užtikrina kibernetinę saugą, o tai suteikia patikimumą esamai finansų sistemai.

Informacijos asimetrija ir kokybė – SF palūkanos finansuotojams yra didesnės nei siūlomų bankų indėlių, tačiau finansavimo kaina MVĮ yra mažesnė nei tradicinių bankų paskolų atsižvelgiant į taikomus papildomus suvaržymus. Tai reiškia, kad SF platformose finansuojami projektai yra rizikingesni ir finansuotojai turėtų tai įsivertinti<sup>21</sup>. Neatskleidžiant galimų rizikų arba pateikiant per daug išsamius finansinius duomenis apie projekto savininko kreditingumą, finansuotojas gali jų nesuprasti ir susidaryti klaidingą įspūdį apie investicijų patikimumą<sup>22</sup>.

Finansuotojo rizika – dėl minėto interneto teikiamo anonimiškumo finansavimo veikla gali užsiimti nepakankamą patirtį ir žinių kiekį investavimo srityje turintys finansuotojai, pasirinkti neadekvačias investicijas ir taip netekti visų savo santaupų<sup>23</sup>. Be to, remiantis atliktais empiriniais tyrimais, internetiniams finansuotojams būdingas minios sindromas ir perdėtas optimizmas šališkai vertinti teikiamą informaciją apie atliekamas investicijas<sup>24</sup>. Atitinkamai ir projekto savininkas bei SF platformos administratorius

- 
- 19 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, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0593&from=en>.
  - 20 Edoardo D'ippolito, Matteo Musitelli ir Antonella Sciarone Alibrandi, „Protecting Crowdfunders: Is a MiFID-Mimicking Approach Appropriate?“, *European Company Law* 13, 1 (1.1.2016): 30, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 26 d., <https://www.deepdyve.com/lp/kluwer-law-international/protecting-crowdfunders-is-a-mifid-mimicking-approach-appropriate-eBYjp4G0jy>.
  - 21 IOSCO, *supra note*, 7: 21–22.
  - 22 Koren M. Jo, Shuo Yang, „Is there crowd wisdom in accounting? Evidence from 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).
  - 23 Guido Ferrarini ir Eugenia Macchiavello, „Investment-Based Crowdfunding: is MiFID II Enough?“, In *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, Editors Danny Busch ir Guido Ferrarini (London: Oxford University Press, 2017), 664.
  - 24 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>.

turėtų būti suinteresuoti turėti patikimą finansuotoją, kuris ateityje patyrus nuostolių nekels reikalavimų grąžinti finansavimo lėšas, argumentuodamas savo žinių stoka<sup>25</sup>.

*Interesų konfliktas* – SF platformos administratorius (jo akcininkai, vadovai ar darbuotojai) gali būti suinteresuotas bet kokia kaina įtraukti jį į siūlomus projektus, taip siekdamas padidinti savo pajamas, nors minėtas projektas yra labai rizikingas arba neatitinka finansuotojų investavimo profilio ar rizikos apetito.

Įvardytų rizikų valdymas kredito įstaigų ar finansų maklerių įmonių veiklos atveju yra detalai reglamentuojamas, tačiau kyla klausimas, ar šis reguliavimas apima ir SF veiklą, kuri labai panaši skolinant indėlininkų lėšas ir leidžiant finansines priemones. Tai ir bus toliau nagrinėjama.

### 3. SF reguliavimas ES mastu

ES reguliavimas dar prieš priimant naująjį Reglamentą buvo nepakankamas ir ydingas atsižvelgiant į SF veiklos specifiką. Be to, valstybių narių nustatytas reguliavimas fragmentuotas, stabdo tarpvalstybinę SF veiklą. Siekiant tai pagrįsti reikia atskirai aptarti skolinimo ir investavimo pagrindais veikiančių SF modelių veiklos reglamentavimą. Nors jų abiejų bendras bruožas tas pats – siekti kapitalo grąžos, tačiau savo specifiškai jie skiriasi<sup>26</sup>. Be to, aptariamas ir mokėjimų paslaugų teikimo reglamentavimas bei jo sąveika su SF, valstybių narių priimti vietiniai reguliavimai.

#### 3.1. Skolinimo pagrindais grįstas SF modelis

Skolinimo pagrindais veikiantis SF modelis labai panašus į kredito įstaigų veiklą. Abiem atvejais kredito įstaiga ir SF platforma yra tik tarpininkas tarp indėlininkų arba finansuotojų ir projektų savininkų. Skirtumas pasireiškia tuo, kad kredito įstaiga verčiasi indėlių ar kitų grąžintinių lėšų priėmimu iš visuomenės ir paskolų teikimu *savo sąskaita*, kaip tai numatyta, Kapitalo reikalavimų direktyvoje<sup>27</sup> ir Reglamento Nr. 575/2013<sup>28</sup> 4(1) straipsnyje. Antai bankas gali disponuoti kliento sąskaitoje esan-

25 Eugenia Macchiavello, *supra note*, 18: 537.

26 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): 5, žiūrėta 2020 m. spalio 27 d., [https://papers.ssrn.com/sol3/cf\\_dev/AbsByAuth.cfm?per\\_id=1399009](https://papers.ssrn.com/sol3/cf_dev/AbsByAuth.cfm?per_id=1399009).

27 „Europos Parlamento ir Tarybos 2013 m. birželio 26 d. direktyva (ES) Nr. 2013/36/ES dėl galimybės verstis kredito įstaigų veikla ir dėl rizikų 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>.

28 „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 2020 m. rugsėjo 1 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0575&from=EN>.

čiomis lėšomis su sąlyga, jeigu užtikrina kliento teisę netrukdomai disponuoti tomis lėšomis. Tai reiškia, kad banko klientas perduoda pinigų banko disponavimui ir įgyja reikalavimo teisę atgauti ekvivalentišką sumą<sup>29</sup>. Panaši samprata yra ir indėlio sutarties atveju, tik čia indėlininkas negali laisvai disponuoti lėšomis, kol nesueina indėlio terminas, ir jam už tai mokamos sutartos palūkanos. Atitinkamai kredito įstaigoms taikomi kapitalo, fraktalinio rezervo, kapitalo buferių ir indėlių draudimo reikalavimai. Tai ir lemia šių įstaigų patikimumą<sup>30</sup> – turėdamos pakankamai kapitalo, kredito įstaigos gali padengti investuotojų nuostolius<sup>31</sup>. SF platformos nepriima pinigų iš finansuotojų ir jų neskolina projekto savininkams – finansavimo lėšos tiesiogiai perduodamos finansuotojų projektų savininkams, o SF platformos tik suteikia finansuotojų ir projektų savininkų kontaktavimo tašką (angl. *meeting point*)<sup>32</sup>. Atitinkamai SF platformos veikla nepatenka į minėto Reglamento Nr. 575/2013 veikimo sritį ir pagal ES Indėlių garantijų sistemų direktyvos<sup>33</sup> 2 straipsnio 1 dalies 3 punktą šioms lėšoms netaikomas indėlių draudimas. Taigi tiek mokslininkai, tiek pati EK priešė prie išvados, kad skolinimo tarpininkavimo veiklos reguliavimas ES nenustatytas ir aptartos rizikos išlieka<sup>34</sup>.

29 „Lietuvos Respublikos civilinio kodekso patvirtinimo, įsigaliojimo ir įgyvendinimo įstatymas“, 6.913 str. 2 d., *Valstybės žinios*, 2000, Nr. VIII-1864.

30 Georgio Barba Navaretti, Giacomo Calzolari, Alberto Franco Pozzolo, „Fintech And Banks: Friends or Foes?“, *European Economy, And The Real Sector 2* (2017): 16, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d., <https://european-economy.eu>.

31 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).

32 European banking Authority (EBA), „Opinion of the European Banking Authority on communications to supervised entities regarding money laundering and terrorist financing risks in prudential supervision“, EBA-Op-2019-08, 24.7.2019, 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>.

33 „Indėlis – kredito likutis, atsiradęs dėl sąskaitoje paliktų lėšų arba dėl laikinų situacijų, susidariusių dėl įprastų bankinių sandorių, kurį kredito įstaiga turi gražinti pagal taikomas teises 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, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0049&from=EN>.

34 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, Forthcoming* (21.3.2020): 9, žiūrėta 2020 m. rugsėjo 2 d., [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3594353](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3594353); taip pat European Commission, „Communication From the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions“, *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, Brussels, 30.9.2015, COM(2015) 468, 8, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 27 d., [http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf).



### 3.2. Investavimo pagrindais grįstas SF modelis

Investavimo pagrindais veikiantis SF modelis, kai per platformą platinami, perleidžiami vertybiniai popieriai, patenka į Prospekto direktyvos<sup>35</sup> ir Reglamento Nr. 2017/1129<sup>36</sup> reguliavimo sritį, priklausomai nuo to, ar tenkinami oficialaus siūlymo dydžio ir / ar investuotojų skaičiaus reikalavimai. Prospektų taisyklės netaikomos vertybinių popierių emisijoms, kurių vertė neviršija 1 mln. eurų, o prospekto rengti nereikia, jei siūlymo bendra 12 mėnesių vertė yra mažesnė negu 8 mln. eurų ir siūlymas vyks vienoje valstybėje narėje (t. y. nebus taikoma pranešimo procedūra pagal Reglamento 25 straipsnį)<sup>37</sup>. Atsižvelgiant į tai, kad SF veikloje naudojami vertybiniai popieriai<sup>38</sup> neplatinami reguliuojamoje rinkoje, šiai veiklai netaikoma ir Manipuliacinio rinka direktyva<sup>39</sup>.

Siekiant nustatyti, ar taikomas MiFID II reguliavimas, reikia atsakyti į klausimus: kokios finansinės priemonės siūlomos ir kokias paslaugas teikia SF platforma? Dažniausias per SF platformą bus platinamos akcijos arba obligacijos, kuriomis neprekiuojama reguliuojamoje rinkoje. Tokios finansinės priemonės laikomos sudėtingomis pagal Investicinių įmonių organizacinių reikalavimų reglamento<sup>40</sup> 57 straipsnį, dėl to turėtų būti taikomas finansinių priemonių priimtino finansuotojams vertinimas, numatytas MiFID 25 straipsnio 2 dalyje. Jo nereikėtų tuo atveju, jei būtų užtikrinta galimybė tą priemonę laisvai perleisti viešai prieinamomis kainomis, t. y. ši

- 
- 35 „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, 31.12.2003, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 27 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:02003L0071-20180721&from=EN>.
  - 36 „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>.
  - 37 Yra ir kitos išimties, kurių baigtinis sąrašas įtvirtintas Reglamento 1 straipsnio 4 dalyje, tačiau jos nėra aktualios, kadangi neatitinka SF veiklos modelio: viešas siūlymas yra skirtas mažiau nei 150 vienos valstybės narės asmenims, kurie nėra profesionalieji investuotojai; viešo siūlymo bendra pardavimo vertė, tenkanti vienam investuotojui pagal kiekvieną atskirą siūlymą, yra bent 100 000 eurų siūlymu; siūlymas skirtas tik profesionaliesiems investuotojams.
  - 38 Jei būtų platinami ne perleidžiami vertybiniai popieriai, o kitos finansinės priemonės, kaip tai apibrėžia MiFID II I priedo C skirsnis, prospekto reguliavimas nebūtų taikomas, tačiau reikėtų užtikrinti atitiktį informacijos atskleidimo reikalavimams, numatytiems MiFID II.
  - 39 „Europos Parlamento ir Tarybos 2014/57/ES direktyva 2014 m. balandžio 16 d. dėl baudžiamųjų sankcijų už manipuliacinį rinką“, OJ L 173, 179–189, 2014 6 12, žiūrėta 2020 m. rugsėjo 1 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0057&from=EN>.
  - 40 „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>.

priemonė cirkuliuotų antrinėje rinkoje. Antrinės rinkos kūrimas SF platformų operatoriems taip pat yra nepatrauklus, nes tai jau būtų laikoma daugiašalės prekybos sistemos administravimu, o tai patenka į investicinių paslaugų teikimo apibrėžimą ir yra licencijuojama veikla (MiFID II 4(1)(19))<sup>41</sup>, be to, Europos vertybinių popierių ir rinkų institucija (toliau – ESMA) nėra linkusi pripažinti tokios sistemos daugiašaliskumo dėl pirkėjų ir pardavėjų trūkumo perleidžiant tą pačią finansinę priemonę<sup>42</sup>.

Finansinių priemonių pirkimo–pardavimo sandorio sudarymas SF platformoje atitinka investicines paslaugas, numatytas MiFID II I priedo A sekcijoje, t. y. pavedimų priėmimas ir vykdymas arba pavedimų vykdymas klientų sąskaitą. Mėginta aiškinti, kad neva SF platformos tik priima finansuotojų suinteresuotumo išraišką, o ne pavedimą, ir investavimo sandoris atliekamas tiesiogiai su projekto savininku, tačiau ESMA atkirto, jog nepaisant to, kad MiFID II nepateikia išsamaus pavedimo termino apibrėžimo, ši sąvoka interpretuojama plačiąja prasme ir tokie veiksmai patenka į jos apibrėžtį<sup>43</sup>. SF platformos nesudarinėja sandorių klientų vardu, nes toks verslo modelis taip pat patektų į MiFID II reguliavimo sritį. Priklausomai nuo informacijos pateikimo, pristatant finansuojamus projektus platformoje gali susidaryti išpūdis, jog atitinkami projektai yra rekomenduojami, o tai taip pat turi panašumų su investavimo rekomendacijų teikimo veikla, nors tiesioginių rekomendacijų ar portfelio valdymo paslaugų platformos nesiuo. Kitas būdas, kada SF platforma galėtų veikti be MiFID II licencijos, yra priklausomo agento veikla, kuris priskirtas veikti investicines paslaugas teikiančiai įmonei pagal MiFID II 29 straipsnį. Tačiau ši veiklos forma nėra patraukli, nes autorizuoti investicines paslaugas teikiantys subjektai turėtų prisiimti atsakomybę už SF platformos veiklą, o jos nėra tuo suinteresuotos<sup>44</sup>.

Patekus į MiFID II reguliavimo sritį taikomi kapitalo reikalavimai, kurie svyruoja tarp 50–730 tūkst. eurų. Šiuo atveju vienintelė galimybė to išvengti yra pasinaudoti MiFID II 3 straipsnyje pateikiama išimtimi, kai SF platformos (1) nesaugo klientų piniginių lėšų ir finansinių priemonių, (2) teikia tik pavedimų priėmimo ir perdavimo arba investavimo rekomendacijų investicines paslaugas; (3) perduoda pavedimus vykdyti tik autorizuotam subjektui ir (4) tokia veikla reguliuojama nacionaliniu lygiu. Kaip taikliai pastebėjo ESMA, toks veiklos modelis įpareigoja įtraukti papildomą

41 Simon Crow, „Scope, Authorisation and Passporting“ In *A Practitioner's Guide To MiFID II, Third Edition*, Jonathan Herbs, Simon Lovegrove (London: Sweet & Maxwell, 2018), 51–52; Dmitry Chervyakov, Jorg Rocholl, „How to make crowdfunding work in Europe“, *Policy Contribution 6* (March 2019): 7, žiūrėta 2020 m. spalio 27 d., <https://www.bruegel.org/2019/03/how-to-make-crowdfunding-work-in-europe/>.

42 Eugenia Macchiavello, *supra note*, 26: 26.

43 European Markets and Securities Authority (ESMA), „Advice On Investment Based Crowdfunding“, 18.12.2014, 16–17, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d., <https://www.esma.europa.eu/document/advice-investment-based-crowdfunding>.

44 Guido Ferraini, „Regulating Fintech: Crowdfunding and Beyond“, In *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, 2017.2), 62, žiūrėta 2020 m. spalio 27 d., <https://european-economy.eu>.

autorizuotą šalį. Nors taip ir siekiama apsaugoti investuotojus, tačiau dažnai tai nėra SF verslo modelio dalis ir kelia įkainius SF platformoms bei atitinkamai jų finansuotojams<sup>45</sup>. Be to, išpareigojimų investuotojams draudimo sistema<sup>46</sup> taikoma tik į MiFID II taikymo sritį patenkančioms investicines paslaugas teikiančioms įmonėms, o įmonės, veikiančios pagal MiFID II 3 straipsnio išimtį, nepatenka.

Taigi SF platformos veikla investavimo forma pateko į Prospekto direktyvos ir MiFID II reguliavimo sritį ir kėlė didelius atitikties ir kapitalo reikalavimus, o tai neproporcingai riboja santykinai nedidelio masto SF veiklą<sup>47</sup>, lyginant su investicines paslaugas teikiančiomis bendrovėmis, kurioms MiFID II ir buvo sukurtas. Taip pat per daug saugo investuotojų interesus ir riboja projektų savininkų galimybes<sup>48</sup>.

### 3.3. Mokėjimo paslaugų teikimas ir SF veikla

Atsižvelgiant į tai, kad SF veikloje finansuotojų pinigai perduodami projekto savininkui pasinaudojant SF platforma, galima būtų teigti, jog SF platformos atlieka veiksmus, kurie reguliuojami Mokėjimų paslaugų vidaus rinkoje direktyvos<sup>49</sup>, antai kaip su mokėjimo sąskaitos tvarkymu susijusios operacijos arba mokėjimo operacijų vykdymas. Nors pradžioje ir buvo mėginimų aiškinti, neva SF platformos neatlieka mokėjimų paslaugų „reguliariai“, kaip tai apibrėžta minėtos direktyvos 1.2 straipsnyje, galiausiai tokių interpretacijų buvo atsisakyta<sup>50</sup>. SF platformos renkasi tokį verslo modelį, kad netektų užsiimti pinigų perlaidomis, ir tam pasitelkia licencijuotas mokėjimo įstaigas<sup>51</sup>, kurios užtikrina pinigų plovimo ir terorizmo finansavimo prevencijos reikalavimų laikymąsi<sup>52</sup>. Platformos taip pat nesinaudoja galimybe rinkti ir

45 Guido Ferraini, „Regulating Fintech: Crowdfunding and Beyond“, In *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, 2017.2), 20 ir 50, žiūrėta 2020 m. spalio 27 d., <https://european-economy.eu>.

46 „Europos Parlamento ir Tarybos 1997 m. kovo 3 d. direktyva Nr. 97/9/EB dėl investuotojų kompensavimo sistemų“, OJ L84, 26.3.1997, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:31997L0009&from=EN>.

47 Manuel Mansilla-Fernández, „Institutions“, In *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, 2017.2), 42, žiūrėta 2020 m. spalio 27 d., <https://european-economy.eu>. Taip pat IOSCO, *supra note*, 7: 30;

48 Eugenia Macchiavello, *supra note*, 26: 26.

49 „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>.

50 Eugenia Macchiavello, *supra note*, 18: 564.

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

52 Guido Ferraini, *supra note*, 44: 137.

saugoti pinigus, gautus iš finansuotojų, ir vietoj jų išmokėti ekvivalentą elektroniniais pinigais, nes tai papultų į Elektroninių pinigų direktyvos<sup>53</sup> reguliavimo sritį.

### 3.4. SF reguliavimo fragmentacija ES

Nesulaukę EK veiksmų, atitinkamus teisės aktus, reguliuojančius SF veiklą, priėmė Prancūzija, Jungtinė Karalystė, Nyderlandai, Portugalija, Ispanija, Suomija ir Lietuva<sup>54</sup>. Antai Jungtinėje Karalystėje galimi pasirinkti keturi SF investavimo pagrindais veikimo modeliai, kurių vienas yra toks: SF platforma tiesiog suburia projekto savininkus su potencialiais investuotojais, o tai priežiūros institucijos nėra laikoma pavedimų vykdymu<sup>55</sup>. Ispanijoje SF veikla apibrėžiama kaip kontakto užmezgimas per internetą, kai SF platforma palengvina finansinius santykius tarp projektų savininkų ir potencialių investuotojų (angl. *facilitate financial dealings*), šitaip apeinami MiFID II reikalavimai<sup>56</sup>. Prancūzija, Italija<sup>57</sup> ir Lietuva pasirinko vidurio kelią, kai vietos reguliavimas yra paremtas aukščiau aptarta MiFID II 3 straipsnio išimtimi, t. y. pavedimai perduodami vykdyti tik autorizuotam subjektui. Atitinkamai skyrėsi ir projekto savininko pasiūlymo dydžio ribojimai: Italijoje iki 5 mln., Prancūzijoje 1 mln., Vokietijoje 2,5 mln., Ispanijoje 2 mln. (audituotos finansinės ataskaitos atveju 5 mln.) eurų. Skiriasi kapitalo reikalavimai, keliami SF platformų operatoriams: Ispanijoje 50 tūkst. eurų, Portugalijoje 60 tūkst. eurų, o Italijoje ir Prancūzijoje reikalingas tik veiklos draudimas<sup>58</sup>. Skiriasi ir investuojamų sumų dydžių ribojimai<sup>59</sup>. Valstybių narių priimti vietiniai teisės aktai sukūrė ES SF reguliavimo fragmentaciją, kai dėl skirtingo reguliavimo SF platforma negali vykdyti tarpvalstybinio finansavimo, priešingai nei autorizuotos kredito įstaigos arba investicines paslaugas teikiančios įmonės, kurioms suteikiamas veiklos pasas, galiojantis visoje ES<sup>60</sup>.

53 „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>.

54 Eugenia Macchiavello, *supra note*, 16: 7.

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

56 Guido Ferrarini ir Eugenia Macchiavello, *supra note*, 23: 675.

57 Guido Ferrarini, *supra note*, 44: 62.

58 Eugenia Macchiavello, *supra note*, 26: 27.

59 Sharath Chandupatla, „Peer-To-Peer Lending and Equity-Based Crowd Funding – Status Quo and the Leap Forward“, *Nirma University Law Journal* 9, 1 (2019), 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=>

60 Rolf H. Weber, *supra note*, 31: 343.

#### 4. SF reglamento travaux préparatoires

Aukščiau aptarto reguliavimo ydingumas ir fragmentacija neliko nepastebėta EK, kuri priėmė Veiksmų planą kuriant kapitalo rinkų sąjungą<sup>61</sup>, siekdama stiprinti Europos ekonomiką, stimuliuoti investicijas, kurios kurtų darbo vietas ir skatintų vartojimą. Plane nurodoma, kad bankų paskolų portfelis mažėja, todėl būtina ieškoti finansavimo alternatyvų, ir atkreipiamas dėmesys į mažmeninio investuotojo potencialą, kuris Europoje turi reikšmingų santaupų bankuose (piniginės lėšos ir indėliai), tačiau yra menkai įtrauktas į kapitalų rinkas<sup>62</sup>. Čia taip pat buvo pabrėžta, kad reikia šalinti barjerus potencialiems mažmeniniams investuotojams pasiekti konkurencingas kapitalo rinkas ir skatinti novatoriškas verslo finansavimo formas, viena jų yra SF. EK pradinė pozicija buvo laukti ir stebėti rinkos dinamiką siekiant identifikuoti gerąją praktiką<sup>63</sup>. Pagrindinis to argumentas – SF veikla yra lokali ir santykinai maža. Be to, anksti nustačius reguliavimo priemones galėtų būti ne skatinama, o trukdoma augti šiam sparčiai besiplečiančiam novatoriškam finansavimo kanalui<sup>64</sup>. Vis dėlto netrukus EK buvo priversta keisti savo požiūrį. Tai lėmė šalių narių (Jungtinė Karalystė<sup>65</sup>, Prancūzija<sup>66</sup>), užsienio valstybių (JAV<sup>67</sup>, Kanada<sup>68</sup>, Australija<sup>69</sup>), Europos Bankų Institucijos (EBA)<sup>70</sup>,

61 European Commission, *supra note*, 34.

62 Europos namų ūkio lėšų įsitraukimas į bendrovių akcijų nuosavybę nuo 1975 m. buvusių 28 proc. rodiklio krito iki 10–11 proc. 2007 m. *Ibid*, 19; Pasaulio bankas taip pat pažymi, kad pasaulyje yra apie 344 mln. namų ūkių, kurių metinės pajamos yra mažiausiai 10 tūkst. JAV dolerių per metus ir kurie gali finansuoti atitinkamą projektą bent mažu įnašu ir iki 2025 m. taip galėtų būti investuota iki 96 mlrd. JAV dolerių. World Bank, *supra note*, 5: 10.

63 European Commission, „Report on crowdfunding in the EU Capital Markets Union“, SWD(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).

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

65 Financial Conduct Authority (FCA), „Consultation document: *The FCA’s regulatory approach to crowdfunding (and similar activities)*“, 2013, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 24 d., <https://www.fca.org.uk/publications/consultation-papers/cp13-13-fca’s-regulatory-approach-crowdfunding-and-similar>.

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

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

68 Ontario Securities Commission, „Exempt market review, staff consultation paper, considerations for new capital raising prospectus exemptions“, 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/>.

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

70 EBA, *supra note*, 32.

ESMA<sup>71</sup> ir Tarptautinės vertybinių popierių komisijų organizacijos (IOSCO)<sup>72</sup> atliekamos poveikio analizės, kuriose buvo keliamas susirūpinimas dėl aukščiau aptartų rizikų, buvusio reguliavimo ydingumo ir fragmentacijos. Taip pat įtaką darė Europos SF tinklas, kuris savo iniciatyva atliko ES valstybių narių reglamentavimo apžvalgą ir geriausios praktikos modeliu parengė SF teisinio reguliavimo gaires<sup>73</sup>. Kertinis elementas, nulėmęs EK požiūrio pasikeitimą, buvo tada, kai aukščiau aptartos rizikos pradėjo materializuotis ir žlugo pirmosios finansavimo platformos ES<sup>74</sup>.

EK 2017 m. paskelbė pradinio poveikio vertinimą dėl ES SF ir tarpusavio skolinimo reguliavimo<sup>75</sup>. EK atliko aplinkos vertinimą ir, siekdama eliminuoti SF reguliavimo fragmentaciją, pasiūlė politikos kryptį<sup>76</sup> ES, kuri leistų SF platformai pasirinkti, ar teikti SF paslaugas lokaliai valstybėje narėje pagal taikytiną nacionalinę teisę arba pagal siūlyto reglamento<sup>77</sup> reguliavimą, kuris papildomai suteiktų veiklos pasą ES mastu<sup>78</sup>. Toks modelis buvo aršiai kritikuojamas atitinkamų komitetų, nes galėtų klaidinti investuotoją dėl taikomų investuotojų apsaugos priemonių<sup>79</sup>. Taip

71 ESMA, *supra note*, 43.

72 World Bank, *supra note*, 5: 14.

73 European Crowdfunding Network, „A Framework for 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).

74 Švedijos platforma „TrustBuddy“ žlugo 2015 m., „Lendy’s“ žlugo 2019 m., JAV platforma „Lending Club“ žlugo 2016 m., Kinijos „Ezubao“ žlugo 2015 m.

75 European Commission, „Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance“, *Inception Impact Assessment*, SWD(2016), žiūrėta 2020 m. rugsėjo 1 d., <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/1166-Legislative-proposal-for-an-EU-framework-on-crowd-and-peer-to-peer-finance>.

76 Politikos pasiūlymų galimybės: 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.

77 European Commission, „Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business“, COM(2018/0113 final – 2018/048 (COD), žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 28 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52018PC0113>.

78 Executive summary of the impact assessment, „Accompanying the document Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business and Proposal for a directive of the European Parliament and of the council amending Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments“, 8.3.2018, SWD(2018) 57 final, žiūrėta 2020 m. rugpjūčio 26 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018SC0057&from=EN>.

79 „Opinion of the European Economic and Social Committee on the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments – [COM(2018) 99 final – 2018/0047 (COD)]“, žiūrėta 2020 m. rugsėjo 1 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52018AE1108>; „Regulatory Secutiny Board Opinion on Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business“, Brussels, 8.3.2018 SEC(2018) 131 final, žiūrėta 2020 m. spalio 27 d., [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=PI\\_COM:SEC\(2018\)131&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=PI_COM:SEC(2018)131&from=EN).

pat galimai iškraipytų konkurenciją<sup>80</sup>. Nors ES Parlamentas pritarė šiam siūlymui su atitinkamais pakeitimais, ES Taryba pasiūlė priimti visuotinai privalomą reglamentą.

Taigi iš viso buvo paruošti trys reguliavimo projektai, o didžiausią įtaką padarė ES Tarybos įžvalgos ir galutiniai siūlymai<sup>81</sup>. Įdomiausia tai, kad pradinis reguliavimo tekstas nenumatė jokių kapitalo ar draudimo reikalavimų SF platformos operatoriui, nors antai Mokėjimų paslaugų vidaus rinkoje direktyva numato kapitalo reikalavimus informavimo apie sąskaitas paslaugų teikėjams, kurie teikia tik informacijos teikimo paslaugas. Be to, kapitalo reikalavimai yra numatyti ir kai kuriose valstybėse narėse (Ispanija, Portugalija, Suomija ir Lietuva). Nebuvo nustatyta SF platformos administratoriaus pareiga atlikti projekto savininko teisinį patikrinimą. Leistina didžiausia projekto vertė buvo iki 1 mln. eurų, nors vėliau ES Parlamentas siūlė pakelti šią ribą iki 8 mln. eurų<sup>82</sup>. Galiausiai buvo apsisota ties 5 mln. eurų riba motyvuojant tuo, kad šiuo metu dauguma valstybių narių yra nusistačiusios šią ribą pagal Prospekto direktyvos reikalavimus, nepaisant to, kad naujasis Prospekto direktyvos reikalavimas neseniai padidino šią ribą iki 8 mln. eurų.

Galiamais SF reglamentu aukščiau identifikuotos rizikos valdomos imituojant MiFID I, PRIIPS<sup>83</sup> reguliavimus, nustatant licencijavimo procesą, riziką ribojančius veiksnius (kapitalo, draudimo reikalavimai), veiklos atitikties reikalavimus, interesų konfliktų valdymą, turto saugojimo ir minimalius atidumo reikalavimus projektų savininkams, investuotojų apsaugos reikalavimus (tinkamumo vertinimas, pagrindinės informacijos dokumento teikimas) ir kt. Nepaisant to, kad naujasis reguliavimas eliminuoja identifikuotas rizikas, būtina ir toliau analizuoti, ar SF reglamentas tinkamai suderino SF dalyvių interesų balansą ir ar neturėtų būti tobulinamas.

## Išvados

1. Pokrizinio laikotarpio finansų sektoriaus reguliavimo griežtinimas lėmė banko paskolų portfelio MVĮ mažėjimą, o tai sąlygojo naujo SF reiškinio atsiradimą pasitelkiant visuomenei prieinamą išplėtotą interneto tinklą.
2. SF reglamento atsiradimo esminės teisinės prielaidos:
  - 2.1. Skolinimo tarpininkavimo veiklos reglamentavimo stygius ES, dėl to nebuvo valdomos SF veiklos keliamos rizikos;
  - 2.2. Griežtas MiFID II reguliavimas, į kurio veikimo sritį pateko ir SF investavimo pagrindais. MiFID II griežti kapitalo ir atitikties reikalavimai ne-

80 Eugenia Macchiavello, *supra note*, 16: 1.

81 Išsamiai apie visus tris pasiūlymų tekstus ir jų palyginimus žiūrėti Eugenia Macchiavello, *supra note*, 16.

82 *Supra note*, 78.

83 „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, žiūrėta 2020 m. rugsėjo 1 d., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R1286&from=EN>.

proporcingai riboja santykinai nedidelio masto SF veiklą ir užkirto kelią tolesnei jos plėtrai bei riboja MVĮ galimybes pasinaudoti papildomu alternatyviu vystymo etapo finansavimo šaltiniu;

2.3. ES reguliavimo fragmentacija, kai dėl valstybių narių nustatyto reguliavimo skirtumų SF platformos negali užsiimti tarpvalstybine SF veikla. Unifikuotas reguliavimas pagal išduodamą veiklos pasą leistų SF platformai veikti ES mastu, o tai skatintų konkurenciją.

3. Nepaisant to, kad SF reglamentas valdo identifikuotas rizikas, būtina ir toliau analizuoti, ar jis tinkamai suderino SF dalyvių interesų balansą ir ar neturėtų būti tobulinamas.

## THE LEGAL BASIS FOR CROWDFUNDING REGULATION IN THE EUROPEAN UNION

**Eugenijus Miliukas**

Mykolas Romeris University, Lithuania

**Abstract.** *This article analyses the reasons for the emergence of a new phenomenon of remunerated crowdfunding, the risks involved, and their management before the emergence of European crowd funding service providers for business regulation in EU (Crowdfunding Regulation). In accepting deposits and granting loans, the activities of loan-based crowdfunding are similar to credit institutions. Investment-based crowdfunding has certain similarities with investment services, however there are fundamental differences. The article reviews European Union regulation prior to the introduction of Crowdfunding Regulation, the covered risks posed by crowdfunding activity and problems of its application. It also reviews the national regulation of some member states, which has led to the fragmentation of EU crowdfunding regulations. The effect has been to limit such activities at EU level and distort competition. This analysis is important if regulators are to determine the legal preconditions of the Crowdfunding Regulation, which did not ensure adequate investor protection, hindered the sustainable development of SF activities and, consequently, the EU capital market union.*

**Keywords:** *Crowdfunding, Transferable Securities, Credit.*

---

**Eugenijus Miliukas**, Mykolo Romerio universiteto Teisės mokyklos Privatinės teisės instituto doktorantas. Mokslinių tyrimų kryptis: sutelktinio finansavimo reguliavimas.

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