

Turinys

1. Problema: priklausomybė nuo bankinio finansavimo ir alternatyvų stygius	2
1.1 Įžanga.....	2
1.2. Finansinio sverto rodiklio mažinimas	3
1.2.1 Kas yra finansinio sverto rodiklio mažinimas?	3
1.2.2 Kas lemia finansinio sverto rodiklio mažinimą?.....	3
1.2.3 Kaip bankai mažina savo finansinio sverto rodiklį?	4
1.2.4 Kokį poveikį bankų finansinio sverto rodiklio mažinimo daro SVV?.....	5
1.2.5 Bankų finansinio sverto mažinimas ES ir Lietuvoje.....	5
1.3. Kitos su bankiniu finansavimu susijusios problemos	8
2.1 Įžanga.....	10
2.2 Akcinio kapitalo priemonės	10
2.2.1 Verslo angelai	10
2.2.2 Rizikos kapitalas	11
2.2.3 Privatus kapitalas	12
2.2.4 Įmonių listingavimas.....	12
2.2.5 Crowdfunding'as.....	13
2.3 Kvazi-akcinio kapitalo priemonės	16
2.3.1 Mezaninas	16
2.3.2 Konvertuojamos obligacijos	17
2.4 Bendros kliūtys alternatyvių SVV finansavimo priemonių plėtrai	17
2.4.1 Vieno lygio pajamų iš investicijų apmokestinimas.....	17
2.4.2 Apskaitos teisinio reguliavimo pakeitimai.....	18
2.4.4 Atlyginimo mokėjimas akcijomis, darbuotojų opcionai	19
3. Bendro pobūdžio paskatos	20
4. Santrauka.....	23
5. Šaltiniai:	24
6. Priedas.....	26
6.1 Verslo angelai	26
6.2 Rizikos kapitalas	28
6.3 Crowdfunding'as	30

1. Problema: priklausomybė nuo bankinio finansavimo ir alternatyvų stygius

1.1 Ižanga

Bankinis finansavimas istoriškai yra vienas svarbiausių smulkaus ir vidutinio dydžio verslų (toliau - SVV)¹ finansavimo šaltinių Europoje. Lietuvoje, kaip ir kitose Europos Sąjungos šalyse, bankų paskolos yra labiausiai paplitusi įmonių plėtros finansavimo forma: net 70 proc. ES įmonių yra priklausomos nuo bankinio finansavimo. Tuo tarpu vos 20 proc. JAV įmonių renkasi banko paskolą kaip priimtinausią išorinio finansavimo būdą (European Commission, 2013). Dėl tvarių ir gerai veikiančių verslo plėtros finansavimo alternatyvų trūkumo, tokia didelė priklausomybė nuo finansavimo paskolomis turėtų kelti didelį nerimą dėl keleto priežasčių.

Visų pirma, Europos Sąjungos lygmens bankinio sektoriaus reguliacijos lėmė reikšmingą kreditavimo politikos pasikeitimą. Lietuvoje ir daugelyje kitų ES valstybių 2008–2009 m. bankų sektorius patyrė didelės apimties nuostolius. Buvo sugriežtinti bankų kapitalo pakankamumo reikalavimai bei nustatytas minimalus finansinio svorto rodiklis. Taip pat sumažėjo bankinių produktų paklausa, bankams tapo sunkiau finansuoti savo veiklas (EIB, 2013). Dėl šių veiksnių bankai turi sumažinti savo finansinį svortą rodiklį (*angl. leverage*) ir peržiūrėti netvaraus ekonomikos pakilimo metu taikytas skolinimo sąlygas, sugriežtinti paskolų išdavimo kriterijus. Turint galvoje, kad rizika susijusi su kreditų išdavimu smulkaus ir vidutinio dydžio įmonėms yra sąlyginai aukšta, galima tikėtis paskolų SVV išdavimo sąlygų griežtėjimo ar net tokių kreditų portfelio mažėjimo.² Verta pastebėti, kad tiek OECD, tiek Lietuvos bankas pabrėžia, kad nors kreditavimo politikos pasikeitimo padariniai gali būti juntami tik ateityje, būtina nedelsiant imtis veiksmų siekiant didinti alternatyvių verslo finansavimo priemonių pasiūlą.³

Visų antra, kredito įstaigų teikiamos paskolos ne visuomet yra optimali verslo išorinio finansavimo priemonė. Savo veiklą finansuodami išimtinai paskolomis, verslo subjektai apsiima su finansinių įsipareigojimų nevykdymu susijusias rizikas. Tokiu būdu neišnaudojami kitų finansavimo šaltinių, pavyzdžiui, rizikos ar privataus kapitalo, teikiami privalumai, tokie kaip dalijimasis rizika.

Taip pat bankų kreditai paprastai išduodami įmonėms, kurios demonstruoja stabilų augimą ir generuoja pastovius pinigų srautus. Tai reiškia, kad įmonės, kurios turi didelį augimo potencialą ir ateityje gali generuoti didelę pridėtinę vertę, bet vis dar yra ankstyvoje stadijoje, tokio tipo finansavimą gali gauti tik itin nepalankiomis sąlygomis. Bankų reikalavimai kreditą imančio asmens laidavimo asmeniniu turtu dar labiau komplikuoja kreditų išdavimą. Taip pat reikia pažymėti, kad Lietuvoje veikiančių bankų praktikoje pasitaiko atvejų, kai už juridinio asmens įsipareigojimą bankui reikalaujami laidavimai iš fizinių asmenų, kurių materialinė padėtis nėra pakankama tiems laidavimams įgyvendinti.

Galiausiai, yra pastebima, kad kreditų, ypač SVV, išdavimas smarkiai sulėtėja ar net visiškai sustoja šalies ekonomikos augimui lėtėjant ir pereinant į recesiją. Turint galvoje istoriškai didelį SVV priklausomumą nuo bankinio finansavimo ir alternatyvų stygių, toks cikliškumas yra itin pavojingas Lietuvos verslo subjektams.

Tenka pažymėti, kad alternatyvių sėkmingai veikiančių ir tvarių SVV plėtros finansavimo priemonių Lietuvoje kol kas nėra. Šiuo metu rinkoje esančios alternatyvos nemaža dalimi finansuojamos Europos Sąjungos lėšomis, kurių srautas nutrūks 2020 m. Alternatyvoms tinkamai funkcionuoti neleidžia

¹ Naudojamas LR smulkiojo ir vidutinio verslo plėtros įstatyme pateiktas apibrėžimas: darbuotojų skaičius turi būti mažesnis nei 250 ir metinės pajamos neviršyti 138 mln. Lt arba turto balansinė vertė neviršyti 93 mln. Lt.

² Wehinger, Gert (2012), "Bank deleveraging, the move from bank to market-based financing, and SME financing", *OECD Journal: Financial Market Trends*, Volume 2012/1.

³ Ten pat.

ir nepakankamas ar netinkamas teisinis reguliavimas. Pavyzdžiui, Lietuvos teisinė sistema skatina finansavimąsi paskolomis, nes palūkanas leidžiama išskaičiuoti iš apmokestinamųjų pajamų, o veiklą finansuojant akciniu kapitalu tokio tipo atskaitymų daryti nėra leidžiama. Be to, Lietuvos verslo bendruomenėje vis dar trūksta žinių apie alternatyvias finansavimo priemones, dažnai nenorima verslu dalintis su galimais investuotojais.

Neskatinant verslo subjektų ieškoti kitų finansavimo būdų ir nekuriant ir netobulinant alternatyvių priemonių, didėja grėsmė, kad ilginiui šalies smulkus ir vidutinis verslas susidurs su verslo plėtros resursų stygiu. Tai patvirtina ir Europos smulkaus ir vidutinio verslo asociacija (*angl. The European Association of Craft, Small and Medium-sized Enterprises, UEAPME*), kuri įvardina finansavimo prieinamumą kaip vieną iš opiausių problemų, su kuriomis šiuo metu susiduria SVV (2014).

1. 2. Finansinio svarto rodiklio mažinimas

1.2.1 Kas yra finansinio svarto rodiklio mažinimas?

Bankų finansinio svarto rodiklio mažinimas (*angl. deleveraging*) - tai banko kapitalo struktūros keitimo / koregavimo procesas, kuomet mažinamas skolos ir turto santykis (*angl. debt to assets ratio*). Platesnis finansinio svarto rodiklio mažinimo apibrėžimas apima ir banko balanso mažinimą, valymą ir stiprinimą pokriziniu laikotarpiu (EIB, 2013).

1.2.2 Kas lemia finansinio svarto rodiklio mažinimą?

Veiksnius, kurie lemia banko finansinio svarto rodiklio mažinimą, galima suskirstyti į tris pagrindines grupes: 1) naujos bankų reglamentavimo taisyklės; 2) finansavimo apribojimai; 3) paklausos veiksniai.

Naujos bankų reglamentavimo taisyklės

Iki 2015 metų Bazelio III nuostatos įpareigojo bankus pakelti pagrindinio pirmojo lygio kapitalo⁴ (*angl. core Tier 1 capital*) pakankamumą iki 4.5 proc. pagal riziką įvertinto turto (*angl. risk-weighted assets*). Iki 2019 metų šis rodiklis turės pakilti iki 7 proc. Bazelio III nuostatos taip pat bankams nustatė svarto rodiklio⁵ (*angl. leverage ratio*) minimumą - tikimasi, jog bankai išlaikys aukštesnius nei 3 proc. svarto rodiklius.

Bankų finansinio svarto mažinimo proceso eiga priklauso nuo to, kaip greitai Europos bankai pradės vykdyti šiuos įsipareigojimus. Europos Bankininkystės Institucijos (*angl. European Banking Authority*) duomenimis, 2012 m. vidutinis didžiųjų Europos bankų pirmojo lygio kapitalo pakankamumas siekė 10.7 proc. Tačiau, didieji Europos bankai yra gerai kapitalizuoti ir todėl šie reguliaciniai reikalavimai šiuos bankus ir jų paskolų portfelius paveiks mažiau (EIB, 2013). Tačiau Europos Investicinis Bankas (EIB, 2013) prognozuoja, jog šie reikalavimai turės didesnę įtaką mažesniems bankams - ypač tiems, kurie skolina vietiniams namų ūkiams, institucijoms bei smulkiems ir vidutiniams verslams. Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacija taip pat pabrėžia, jog Bazelio III reikalavimai apsunkins kreditavimo sąlygas bei paskolų išdavimą SVV (OECD, 2013).

⁴ Pagrindinio pirmojo lygio kapitalą sudaro akcijų savininkų kapitalas (*angl. shareholders' equity*) ir nepaskirstytas pelnas (*angl. retained earnings*).

⁵ Svarto rodiklis skaičiuojamas pirmojo lygio kapitalą padalinant iš banko vidutinio konsoliduoto turto (*angl. consolidated assets*).

Europos bankų finansavimo apribojimai

Prieš krizę dauguma Europos bankų pradėjo finansuoti savo veiklas trumpalaikiu skolinimusi iš kitų bankų ar finansinių institucijų. Krizės metu tarpbankinių paskolų rinka užsidarė, ko pasekoje bankai buvo priversti sumažinti savo veiklos mastelius. Nors Europos Centrinis Bankas padėjo sumažinti kai kuriuos finansavimo apribojimus, bankai vis dar susiduria su problemomis siekdami finansuoti savo veiklas (EIB, 2013).

Mažėjanti paklausa

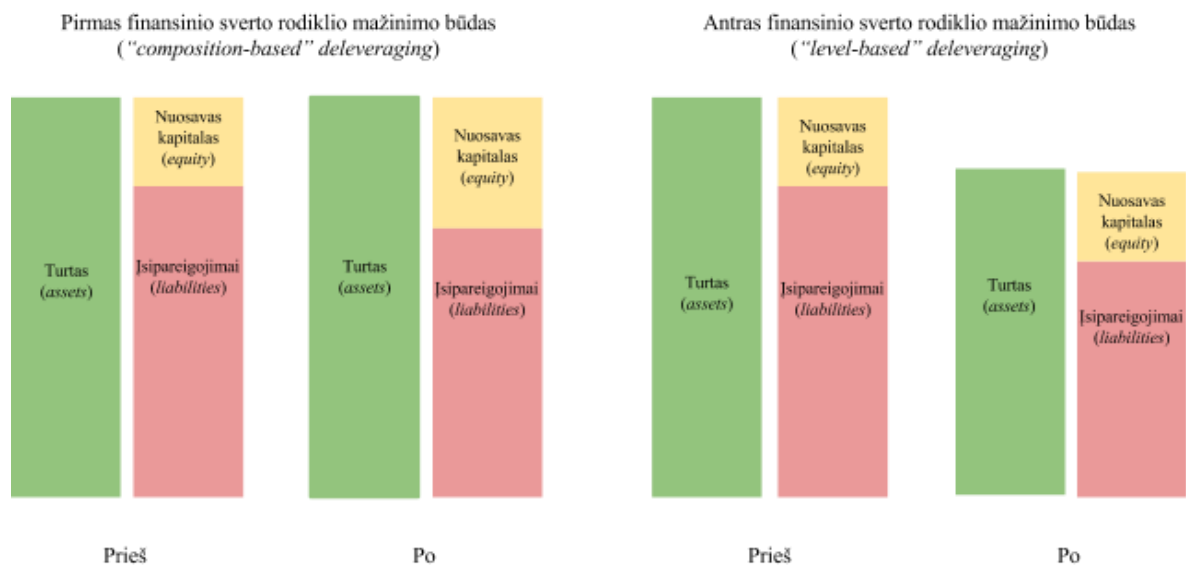
Makroekonominiai veiksniai bei investicinių galimybių traukimas lėmė mažėjančią / silpnėjančią bankinių produktų paklausą (EIB, 2013). Mažesnė paklausa leidžia bankams sumažinti įsipareigojimus (*angl. liabilities*). Dėl to sumažėja bankų finansinis sverto rodiklis.

1.2.3 Kaip bankai mažina savo finansinio sverto rodiklį?

Bankai savo finansinius sverto rodiklius gali sumažinti keliais būdais. Pirmas būdas (*angl. “composition-based” deleveraging*) yra pakeisti banko kapitalo struktūrą didinant išorinį kapitalą (*angl. external capital*) arba nepaskirstytą pelną⁶ (*angl. retained earnings*).

Antrasis būdas (*angl. “level-based” deleveraging*) yra mažinti įsipareigojimus. Išlaikant pastovų kapitalo lygį ir sumažinant įsipareigojimus, bankas sumažina ir finansinio sverto rodiklį. Norint sumažinti įsipareigojimus, bankai turi sumažinti savo turtą (*angl. assets*). Tai bankai gali padaryti parduodami turtą (*angl. selling of assets* ir *divestment*) arba sumažindami paskolų teikimą. Pagal platesnį finansinio sverto rodiklio mažinimo apibrėžimą, bankai gali keisti savo turto sudėtį mažindami pagal riziką įvertintą turtą (*angl. risk-weighted assets*). Tokio tipo finansinio sverto rodiklio mažinimas gali turėti įtakos kredito teikimui privačiajam sektoriui (EIB, 2013). Paveikslėlis 1 parodo skirtumą tarp dviejų finansinio sverto rodiklio mažinimo būdų.

Paveikslėlis 1 Finansinio sverto rodiklio mažinimas



Šaltinis: EIB, 2013.

⁶ Nepaskirstytą pelną galima padidinti sumažinant kaštus arba dividendų išmokėjimą.

Krizės laikotarpiu yra labiau tikėtina, kad bankai rinksis antrąjį būdą, t.y. sumažins įsipareigojimus, nei didins nuosavo kapitalo lygį. Investuotojams krizės metu yra sudėtingiau įvertinti banko grynąją vertę (*angl. net worth*), todėl pakyla akcijų išleidimo (*angl. equity issuance*) kaina. Todėl Europos Investicinis Bankas daro prielaidą, kad siekdami sumažinti finansinio svarto rodiklį, bankai mažins balansą (EIB, 2013). Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacija pritaria, jog siekdami vykdyti kapitalo pakankamumo rodiklių įsipareigojimus bankai ne didins kapitalą, o mažins balansą, ko pasėkoje bankai suvaržys paskolų teikimą SVV (OECD, 2013). Mokslinėje literatūroje tiek teoriniai, tiek empiriniai modeliai patvirtina, kad bankai dažniau sumažina paskolų portfelius, negu rekapitalizuoja (Wehinger, 2014).

1.2.4 Kokį poveikį bankų finansinio svarto rodiklio mažinimo daro SVV?

Tarptautinės organizacijos vieningai sutaria, jog bankų finansinio svarto rodiklio mažinimas neigiamai paveiks SVV finansavimą, todėl politikos formuotojams yra būtina ruošti alternatyvių SVV finansavimo priemonių įgyvendinimui. Šiuo metu SVV turi ribotą prieigą prie alternatyvių, nebankinių finansavimo priemonių, todėl bankų finansinio svarto rodiklio mažinimas ženkliai labiau paveiks SVV nei didelių įmonių finansavimo prieinamumą.

Bankų finansinio svarto rodiklio mažinimas turi įtakos bankų paskolų portfelio dydžiui bei rizikingumui. Bankams mažinant paskolų portfelį ir jų rizikingumą, bankinis finansavimas tampa sunkiai prieinamas SVV. Europos Investicinio Banko 2013 metų tyrimų duomenimis⁷, bankų finansinio svarto rodiklio pasikeitimai pozityviai koreliuoja su bankų paskolų portfeliumi. Bankai, kurie sumažina savo finansinio svarto rodiklį, taip pat sumažina ir paskolų portfelį (EIB, 2013). Šis efektas yra stipresnis dideliems bankams, užsienio bankų filialams kitose šalyse (*angl. subsidiaries*), komerciniams ir investiciniams bankams bei bankams, kurie turėjo aukštą tarpbankinio finansavimo (*angl. wholesale funding*) lygį. 2007-2011 metų laikotarpiu labiausiai paskolų portfelius Europos Sąjungoje sumažino dideli bankai.

Europos smulkaus ir vidutinio verslo asociacija (UEAPME, 2011) jau 2011 metais išreiškė savo poziciją ir susirūpinimą bankų finansinio svarto rodiklio mažinimo poveikiu SVV finansavimui. Asociacija teigia, jog naujieji bankų kapitalo pakankamumo reikalavimai padidins finansavimo kaštus ir reikalaujamo užstato dydį normalų / vidutinį reitingą (*angl. normal rating*) turinčioms SVV. Tuo tarpu rizikingesniems verslams (pvz., startuoliams ar inovatyviems verslams) bus žymiai sunkiau gauti finansavimą.

1.2.5 Bankų finansinio svarto mažinimas ES ir Lietuvoje.

Norint nustatyti bankų finansinio svarto rodiklio mažinimo poveikį SVV finansavimui, reikia įvertinti kokiame finansinio svarto rodiklio mažinimo etape esame. Ekspertų vertinimu, bankų finansinio svarto rodiklio mažinimo procesas yra įpusėjęs arba dar tik ankstyvojoje stadijoje. McKinsey (2012) tyrimas įvertino 32 finansinio svarto rodiklio mažinimo atvejus dešimtyje šalių⁸ ir nustatė, jog daugumoje jų bankai vis dar yra tik ankstyvojoje finansinio svarto mažinimo stadijoje. Deloitte (2012) bankų apklausos duomenimis⁹, finansinio svarto rodiklio mažinimas užtruks dar bent penkerius metus. Europos

⁷ Europos Investicinio Banko (EIB, 2013) tyrime apžvelti visi Europos bankai naudojant duomenis iš 4 637 bankų balanso 2007-2011 metais.

⁸ JAV, Japonija, Vokietija, Prancūzija, Jungtinė Karalystė, Italija, Kanada, Ispanija, Australija, Pietų Korėja.

⁹ Tyrime dalyvavo 18 tarptautinių bankų.

Investicinio Banko tyrimas (EIB, 2013) rodo, jog Europos lygmeniu bankai neženkliai sumažino finansinio sveto rodiklius, tačiau progresas varijuoja skirtingose Europos Sąjungos šalyse.

2007-2011 metais Europos bankinis sektorius sumažino finansinio sveto rodiklį 0.27¹⁰ procentiniais punktais¹¹ (EIB, 2013). Vakarų Europoje bankai pradėjo mažinti savo finansinio sveto rodiklius 2009 metais, tačiau jie vis dar didesni nei Rytų ir Pietų Europoje. Bankai Rytų Europoje pastoviai mažino finansinius sveto rodiklius 2009-2011 metais. Europos Investicinio Banko duomenimis (2013), bankų finansiniai sveto rodikliai labiausiai sumažėjo ir yra mažiausi Rytų Europoje. Baltijos šalyse, bankai itin ženkliai sumažino finansinio sveto rodiklius: Lietuva (-2.77); Latvija (-1.74); Estija (-8.92). Lentelėje pateikiami duomenys rodo, kaip 2007-2011 metais pasikeitė ES-27 bankų sektoriaus finansinio sveto rodiklis, bankų sektoriaus dydis bei bankų sektoriaus paskolų portfelio dydis.

Lentelė 1 Bankų sektoriaus dydžio, paskolų portfelio ir finansinio sveto rodiklio pokytis

	Δ Bankų sektoriaus finansinio sveto rodiklis (procentiniai punktai)	Δ Bankų sektoriaus turtas / Bankų sektoriaus turtas ₂₀₀₇	Δ Bankų sektoriaus paskolos / Bankų sektoriaus turtas ₂₀₀₇
ES-27	-0.27	0.18	0.01
Airija	-1.50	-0.06	-0.26
Austrija	-0.08	0.17	0.05
Belgija	-0.27	-0.25	0.09
Bulgarija	-3.13	0.53	0.11
Čekija	-2.23	0.23	0.20
Danija	-1.79	0.20	-0.04
Estija	-8.92	-0.58	-0.08
Graikija	6.73	-0.01	0.11
Ispanija	0.42	0.73	-0.04
Italija	0.88	0.17	0.05
Jungtinė Karalystė	-0.89	0.13	-0.11
Kipras	2.52	0.17	0.22
Latvija	-1.74	-0.20	-0.07
Lenkija	-0.09	0.38	0.16
Lietuva	-2.77	-0.19	0.01
Liuksemburgas	-1.18	-0.01	0.05

¹⁰ vidutinis bankų finansinio sveto rodiklio pokytis ES-27 2007-2011 metais: -0.27 procentiniai punktai.

¹¹ procentinis punktas - dviejų procentinių dydžių absoliutinio skirtumo matavimo vienetas.

Malta	-0.95	0.04	0.03
Nyderlandai	-0.17	0.16	0.13
Portugalija	0.67	0.11	-0.02
Prancūzija	0.10	0.28	0.09
Rumunija	-2.02	0.16	0.07
Slovakija	-1.70	0.25	0.21
Slovėnija	0.28	0.15	0.06
Suomija	3.00	1.19	-0.17
Švedija	-0.56	0.33	0.02
Vengrija	-0.54	0.01	0.02
Vokietija	-0.44	0.09	0.08

Šaltinis: EIB, 2013.

Pastaba: Δ Bankų sektoriaus finansinio svėro rodiklis (procentiniai punktai) (angl. *Banking sector leverage (percentage points)*) - bankų sektoriaus finansinio svėro rodiklio pokytis 2007-2011 m. Δ Bankų sektoriaus turtas/Bankų sektoriaus turtas₂₀₀₇ (angl. *Banking sector total assets/Banking sector total assets₂₀₀₇*) - bankų sektoriaus dydžio pokytis 2007-2011 m. padalintas iš bankų sektoriaus dydžio 2007m. Δ Bankų sektoriaus paskolos / Bankų sektoriaus turtas₂₀₀₇ (angl. *Banking sector loans/Banking sector total assets₂₀₀₇*) - bankų sektoriaus paskolų portfelio pokytis 2007-2011 m. padalintas iš bankų sektoriaus dydžio 2007 m.

Pasak Europos Investicinio Banko, finansinio svėro rodiklio mažinimą Rytų Europoje lėmė tokie veiksniai kaip sumažėjusi bankinių produktų paklausa ir dukterinių bankų reorganizacija, o nauji reguliaciniai veiksniai turėjo mažiau įtakos.

Didelė dalis bankų Rytų Europoje (maždaug 60 proc.) yra finansuojami arba priklauso užsienio bankams (EIB, 2013). Lietuvos bankų sektoriuje vyrauja skandinaviškų bankų grupių valdomi bankai ir filialai: SEB bankas, Nordea, Swedbank, DNB bankas ir Danske Bank A/S Lietuvos filialas. 2012 m. duomenimis, šie bankai valdė maždaug 86 proc. viso Lietuvos bankų sektoriaus turto (INVEGA, 2013).

Motivinių bankų finansinio svėro rodiklio mažinimas turi įtakos dukterinių bankų finansinio svėro rodiklio mažinimui. Europos Investicinio Banko tyrimo duomenimis (EIB, 2013), dukteriniai bankai sumažino savo finansinius svėro rodiklius labiau nei vietiniai bankai. Baltijos šalyse bankinis sektorius ženkliai susitraukė, o viso bankinio sektoriaus finansinis svėro rodiklis ženkliai sumažėjo reorganizavus dukterinius bankus (EIB, 2013). Popov ir Udell (2012) studija rodo, kad dukteriniai bankai Rytų Europoje perleidžia didesnę krizės metu sukkelto šoko dalį SVV nei vietiniai bankai. Tai patvirtina ir Europos Investicinio Banko tyrimo išvados (2013).

Europos Centrinio Banko (angl. *European Central Bank, ECB*) duomenimis¹², nuo 2009 metų kredito standartai sugriežtėjo ir tuo pačiu rinkoje sumažėjo prieinamo išorinio finansavimo kiekis. Pasak

¹² Europos Centrinis Bankas vykdo SVV finansavimo apklausą (angl. *SMEs' Access to Finance Survey*). Apklausa iš viso apima 37 šalis, įskaitant ES-28. 2013 m. visos apklausos apimtis (angl. *sample size*) 14 859 įmonės; ES-28 - 13 855 įmonės; Lietuvos - 301 įmonė. Apklauskos duomenis ir ataskaitas galima rasti: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/data/index_en.htm.

EBPO, tai labiausiai paveikė mažesnes įmones (Wehinger, 2014). 2009-2013 metais ketvirtadalis euro zonos SVV susidūrė su sunkumais siekiant gauti paskolinį finansavimą iš bankų (Wehinger, 2014). Labiausiai vyraujanti finansavimo kliūtis buvo banko paskolos prašymo atmetimas. SVV dažnai nurodė, kad gavo tik dalį prašyto kredito. Dalis SVV taip pat atsisakė banko paskolos dėl didelių skolinimosi kaštų. Iki 2009 m. Lietuvoje augęs bankų paskolų portfelis privačioms įmonėms ėmė mažėti. Remiantis INVEGA studijos (2013) išvadomis, paskolų pasiūla sumažėjo dėl išaugusios skolininkų kredito rizikos bei sugriežtėjusių paskolų teikimo sąlygų.

1.3. Kitos su bankiniu finansavimu susijusios problemos

1.3.1 Paskolinio finansavimo trūkumai

Tinkamiausio verslo plėtros finansavimo būdo pasirinkimas priklauso nuo tokių faktorių kaip įmonės veiklos specifika, augimo stadija, kurioje yra įmonė, jos valdytojų požiūrio ir supratimo apie įvairius finansavimo instrumentus. Lietuvoje dominuojantis SVV finansavimo būdas yra kredito įstaigų teikiamos paskolos. Pagrindinis tokio finansavimo minusas yra tas, kad verslas įsipareigoja paskolą gražinti laiku su palūkanomis nepriklausomai nuo verslo veiklos rezultatų. Tokiu būdu įmonės akcijos nėra „skiedžiamos“ ir akcininkai išlaiko pilną įmonės kontrolę, tačiau tuo pačiu metu visiškai prisiima su finansinių įsipareigojimų nevykdymu susijusias rizikas.

Ignoruodami kitas finansavimo alternatyvas verslininkai praleidžia progą pasinaudoti jų teikiamais privalumais. Pavyzdžiui, finansuojant įmonę akciniu kapitalu, būtų išvengiama periodiškų paskolos gražinimo ir palūkanų mokėjimų, taip pat būtų pasidalijama veiklos rizika su naujaisiais akcininkais.

1.3.2 Neproporcingi fizinių asmenų laidavimai už juridinių vienetų įsipareigojimus

Lietuvoje veikiančiuose komerciniuose bankuose šiuo metu taikoma praktika, kai iš kreditus imančių juridinių asmenų (įskaitant ir smulkias bei vidutines įmones) yra reikalaujama asmeninio laidavimo už juridinių asmenų prievoles. Tokia praktika visų pirma ydinga dėl to, kad fiziniam asmeniui laiduojant už įmonės prievoles iš esmės yra paneigiamas ribotos akcininkų atsakomybės principas - įmonei negalint vykdyti savo įsipareigojimų, šie tampa asmenine įmonės savininko prievole.

Tačiau didžiausia problema yra ta, kad laidavimai ne visada būna ekonomiškai pagrįsti, t.y. pasitaiko atveju, kai bankai net nevertina laiduotojų turinės padėties, o laiduotojai laiduoja neturėdami pakankamai neįkeisto ar kitaip neapsunkinto asmeninio turto. Tai puikiai iliustruoja Vilniaus apygardos teismo sprendimas, kuriame išaiškinta, kad lizingo bendrovė, kuri reikalaujama pasirašyti laidavimo sutartį, net nevertino laiduotojų turinės padėties ir galimybės įvykdyti prievoles už įmonę, pati turi prisiimti riziką, jeigu laiduotojas prievolės negali įvykdyti (Vilniaus apygardos teismo 2012-05-04 sprendimas c.b. Nr. 2-1257-798/2012).

Remiantis Lietuvos banko statistika, fizinių asmenų laidavimai už SVV subjektams išduodamas paskolas yra itin dažnas reiškinys (žr. Lentelę 2). SVV paskolų su fizinio asmens laidavimu gavėjų skaičius – su išimtimi pasaulinės finansų krizės metais - pastoviai augo nuo 367 gavėjų 2003 m. iki net 5,240 gavėjų 2014 m. Tą pačią tendenciją galima pastebėti žiūrint į per metus naujai išmokėtų paskolų su fizinių asmenų laidavimu skaičių.¹³

Itin neramina duomenys dėl vėluojamų gražinti paskolų su fizinių asmenų laidavimais. 2007 m. 60-90 dienų vėluojamų gražinti paskolų su asmeniniais laidavimais buvo 34, bet 2008 m. skaičius pašoko

net iki 308, o 2009 m. – net iki 621. Ne tokia drastiška, bet vis tiek panaši tendencija galioja ir virš 90 dienų vėluojamų gražinti paskolų skaičiui: 30 paskolų 2007 m., net 200 paskolų 2008 m. ir net 396 paskolos 2009 m.¹⁴

Lentelė 2 Informacija apie kredito įstaigų suteiktas paskolas su fizinių asmenų laidavimais

Metas	Naujų išmokėtų paskolų skaičius per metus, vnt.		Paskolų gavėjų skaičius per metus		60-90 dienų vėluojamų gražinti paskolų likučiai (per metus)		Virš 90 dienų vėluojamų gražinti paskolų likučiai (per metus)	
	Iš viso	Su fizinių asmenų laidavimu	Iš viso	Su fizinių asmenų laidavimu	Visų juridiniams asmenims suteiktų paskolų	Iš jų su fizinių asmenų laidavimu	Visų juridiniams asmenims suteiktų paskolų	Iš jų su fizinių asmenų laidavimu
2003	15.335	210	9.949	367	6	0	7	0
2004	19.167	475	12.104	699	16	3	11	3
2005	23.032	1.751	14.461	1.506	19	7	20	7
2006	30.540	4.038	17.621	2.614	31	12	37	12
2007	41.952	6.157	20.690	4.068	67	34	62	30
2008	27.924	4.053	21.800	4.902	727	308	415	200
2009	7.249	1.191	21.010	4.812	1.797	621	968	396
2010	6.377	839	19.833	4.741	624	321	394	189
2011	10.363	1.328	19.011	4.819	5.012	806	3.617	420
2012	12.025	1.475	18.608	4.989	3.528	822	2.708	700
2013	13.638	1.636	18.682	5.192	1.605	460	1.135	309
2014	7.568	1.161	17.925	5.240	727	264	577	196

Šaltinis: Lietuvos bankas.

Sudėtinga įvertinti, kuri dalis fizinių asmenų laidavimų yra neproporcingi ir ekonomiškai nepagrįsti, nes tokio pobūdžio duomenų surinkimas yra itin komplikuoatas. Tačiau pats fizinių asmenų laidavimų už juridinių vienetų paskolas dažnumas verčia atkreipti papildomą dėmesį į šią praktiką. Remiantis Lietuvos bankų klientų asociacijos ir Lietuvos banko rekomendacijomis, būtina imtis priemonių užkirsti kelią ekonomiškai nepagrįstiems fizinių asmenų laidavimams.

1.3.3 Paskolinio finansavimo cikliškumas

Bankų paskolų pasiūla ir paklausa smarkiai varijuoja priklausomai nuo ekonomikos augimo ciklų. Iš pasiūlos pusės, ekonomikai augant ir bazinei palūkanų normai būnant sąlyginai žemai, bankai taiko mažiau griežtus paskolų išdavimo kriterijus, nei kad ekonomikai lėtėjant ir pereinant į recesijos stadiją.¹⁵ Europos Komisijos užsakymu atlikta ekonometrinė studija parodė, kad ekonomikos ciklai turi reikšmingą ir didelę įtaką bankinių paskolų pasiūlai. Kitais žodžiais tariant, bankų skolinimas SVV subjektams ekonominės stagnacijos ar recesijos metu itin sulėtėja.¹⁶

Tokias įžvalgas patvirtina ir paskolų išdavimo statistika Lietuvoje. Naujai išmokėtų paskolų SVV 2007 m. buvo apie 42 tūkstančius, bet jau 2008 m. jų sumažėjo iki 28 tūkstančių, o 2009 m. iki kiek daugiau nei 7 tūkstančių (žr. Lentelę 2).

Tai, kad bankinių kreditų išdavimas smarkiai sulėtėja ekonominio sunkmenčio metu, itin smarkiai atsiliepia Lietuvos SVV ypač turint galvoje istoriškai didelę priklausomybę nuo bankinio finansavimo ir gerai veikiančių alternatyvų stygių.

2. Bankiniam finansavimui alternatyvios priemonės: problemos ir siūlomi sprendimai

2.1 Įžanga

Šiame skyriuje aptariamos smulkaus ir vidutinio verslo (SVV) plėtros finansavimo priemonės, kurios yra alternatyvos šiuo metu dominuojančiam paskoliniam finansavimui. Aprašomos priemonės padalintos į dvi kategorijas pagal įsiskolinimo tipą: akcinio kapitalo (nuosavybės) priemonės, kur verslui suteiktos lėšos gražinamos įmonės akcijomis, ir kavzi-akcinio (hibridinės) priemonės, kurios turi tiek alternatyvios skolos, tiek nuosavybės priemonių savybių. Skyriuje taip pat pateikiamos rekomendacijos nukreiptos į alternatyvių finansavimo priemonių veikimo gerinimą.

2.2 Akcinio kapitalo priemonės

2.2.1 Verslo angelai

Verslo angelų investicijos yra akcinio kapitalo finansavimo forma, kur dažniausiai individualūs asmenys ryžtasi investuoti savo lėšas į konkrečias kompanijas, teikti joms mentorystę bei verslo kontaktus ir mainais už tai gauna sutartą dalį įmonės akcijų. Verslo angelai investuoja į projektus, verslo idėjas arba jaunas jau veikiančias įmones ankstyvoje kūrimosi stadijoje, dar vadinamose *pre-seed*, *seed* ir *early start-up*. Šis plėtros kapitalo finansavimo būdas užpildo svarbią spragą tarp lėšų prisitraukimo iš šeimos bei draugų ir profesionalių rizikos kapitalo fondų investicijų.

Verslai gali gauti pavienes arba sindikuotas investicijas, kurių metu į jas investuoja keli verslo angelai. Investuodami per verslo angelų fondus, investuojantys asmenys pasirenka konkrečią įmonę ar įmones, kurioms skiria lėšas. Šis procesas skiriasi nuo investavimo į rizikos ar privataus kapitalo fondus, kur investicijos paskirstomos visam fondo valdomų įmonių portfeliui fondo valdytojų nuožiūra. Tokio tipo investicijas teikia verslo angelų fondai, verslo angelų tinklai, privatūs asmenys.

Lietuvoje verslo angelų finansavimą teikia "Verslo Angelų fondas I", įkurtas 2010. Fondą įsteigė Europos investicijų fondas, o valdo UAB „MES INVEST“ ir UAB „Strata“ konsorciumas. Iki šiol fondas investavo naudodamas ES struktūrinių fondų lėšas iš Europos Komisijos ir Europos investicijų bankų

¹⁵ European Commission: Enterprise and Industry, 'Cyclicality of SME finance'.

¹⁶ Ten pat.

grupės iniciatyvos JEREMIE kartu su privačių investuotojų lėšomis. Investicijų dydis svyruoja nuo 86 320 iki 1 381 000 litų į vieną bendrovę. Taip pat, kartą per savaitę teikiamos konsultacijos investicijas gavusių įmonių valdytojams. Fondas investuoja tiesioginio akcinio kapitalo (*angl. straight equity*) arba konvertuojamų obligacijų būdu.¹⁷

Trukdžiai verslo angelų fondų veiklos plėtrai Lietuvoje

a) Kitaip nei investuojant į privatų kapitalą, kur investuojamos lėšos paskirstomos visam fondo portfeliui, verslo angelai investuoja į konkrečias įmones, todėl susiduria su nepalankiomis sąlygomis mokėdami pelno mokesčių, nes negali pelno prieaugio kompensuoti nepasisekusios investicijos nuostoliais.

b) Oficialios “verslo angelo” sąvokos neapibrėžimas gali atbaidyti tiek potencialias portfelio įmones, tiek investuotojus.

Siūlomas sprendimas¹⁸

Šie Pelno mokesčio pakeitimai padėtų spręsti šią problemą ir skatinti investicijas:

a) Dėl galimybės verslo angelams sumažinti mokėtiną pelno mokesčių patirtais nuostoliais iš investicijų į kitą SVV.

b) Oficialus sąvokos “verslo angelas” įvedimas į LR teisės aktus.

2.2.2 Rizikos kapitalas

Rizikos kapitalo investicijos yra akcinio kapitalo finansavimo forma, kur fondai investuoja į *start-up* stadijos didelį augimo potencialą turinčias kompanijas, teikia joms mentorystę bei verslo kontaktus ir mainais už tai gauna sutartą dalį įmonės akcijų. Rizikos kapitalo fondai investuoja trečiųjų šalių investuotojų (*angl. third-party investors*) lėšas į įmones, kurios per daug rizikingos tam, kad gautų banko paskolą ar kapitalo rinkų finansavimą.

Lietuvoje rizikos kapitalo fondai veikia komanditinės ūkinės bendrijos forma. Paprastai fondų valdytojai lėšas prisitaukia iš pensijų fondų, draudimo kompanijų, privačių asmenų, labdaros fondų, fondų fondo (*angl. fund of funds*) ir kitų. Lietuvoje rizikos kapitalo fondai investuoja naudojasi ir Europos Komisijos ir Europos investicijų bankų grupės iniciatyvos JEREMIE lėšomis. Šios lėšos leidžia sumažinti investavimo riziką. Anot rizikos kapitalo fondų atstovų, be valstybės pagalbos šios investicijos į *start-up* stadijos įmones Lietuvoje nevyktų, nes šalies rinka yra per maža norint prisitraukti stambius užsienio institucinius investuotojus. Lietuvoje veikiančios pensijų fondai į vietinius rizikos kapitalo fondus neinvestuoja.

Rizikos kapitalo investicijas Lietuvoje teikia šie fondai: Practica Capital, Nextury Ventures, Litcapital, Baltcap.

Trukdžiai rizikos kapitalo fondų veiklos plėtrai Lietuvoje

- Konvertuojamųjų obligacijų palūkanų apmokestinimas, kai jos nėra faktiškai gautos labai nepalankus investicijų skatinimui.
- Galimybės turėti nepriskirtų akcijų (*angl. unassigned shares*) ar opciono (*angl. option*) nebuvimas.

¹⁷ Šaltinis: KŪB ‘Verslo angelų fondas I’, <<http://www.mesinvest.lt/index.php/verslo-angelu-fondas-i/53>>.

¹⁸ Kelios iš užsienio šalių, kuriose taikomos mokesstinės lengvatos ir specialios programos investicinei veiklai skatinti¹⁸: Didžioji Britanija, Suomija, Italija, Prancūzija, Šveicarija, Liuksemburgas, Vokietija, Airija. Detalesnius investicijas skatinančių programų Didžiojoje Britanijoje ir Suomijoje galima rasti Priede 6.1.

- Reikalavimas vienos akcijų emisijos metu visoms akcijoms nustatyti tą pačią kainą.
- Kelių lygių pelno apmokestinimas ir neapibrėžtas investicinio fondo juridinis statusas.
- Nėra galimybės atskaityti dalies akcinio kapitalo nuo apmokestinamųjų pajamų ir taip sumažinti pelno mokestį.
- Kolektyvinių investavimo subjektų turto valdymo paslaugų apmokestinimas.
- Neapibrėžta, kokiais apskaitos standartais turi vadovautis kolektyvinio investavimo subjektai.
- Privataus akcijų platinimo (*angl. private placement*) neapibrėžtumas.

Tokiose šalyse kaip Didžioji Britanija, Danija ir Norvegija norint paskatinti rizikos kapitalo plėtrą taikomos tiek mokestinės lengvatos, tiek ir ko-investavimas kartu dalinantis riziką su privačiais investuotojais. Detalesniu šių paskatų aprašymus galima rasti Priede 6.2.

2.2.3 Privatus kapitalas

Privataus, kaip ir rizikos, kapitalo investicijos yra akcinio kapitalo finansavimo forma. Privataus kapitalo fondai investuoja į plėtros ir tvaraus augimo (*angl. expansion and sustained growth*) stadijoje esančių nelistinguojamų įmonių kapitalą. Privataus kapitalo investicija ir akcijų perdavimas atliekami profesionalaus investuotojo, kuris aktyviai kontroliuoja bendrovę ir motyvuoja jos vadovus, siekdamas kuo didesnės grąžos pasitraukęs iš įmonės po apibrėžto laikotarpio.

Paprastai į fondus lėšos pritraukiamos iš institucinių ir privačių investuotojų. Kaip ir rizikos kapitalo fondai, privataus kapitalo fondai Lietuvoje veikia komandinės ūkinės bendrijos forma. Valstybės parengtų skatinamųjų priemonių specialiai privačiam kapitalui skatinti kol kas nėra. Konsultacijų metu apklausti privataus kapitalo fondų atstovai neidentifikavo konkrečių reguliacinių ar mokestinių trukdžių fondų. Pagrindinės kliūtys privataus kapitalo fondų plėtrai Lietuvoje yra trečiųjų šalių (*angl. third party*) investuotojų stygius dėl rinkos mažumo ir nedidelis investicijoms tinkamų įmonių skaičius.

Privataus kapitalo investicijas teikia privataus kapitalo fondai. Lietuvoje pagrindiniai rinkos dalyviai yra Baltcap, Litcapital. Invalda, SEB Listed Private Equity, Hortus Investment Banking ir kiti.

2.2.4 Įmonių listingavimas

Listingavimas gali būti apibrėžtas kaip įmonių dalyvavimas akcijų biržoje, išleidžiant naujas akcijas arba esamiems akcininkams parduodant dalį akcijų naujiems investuotojams, siekiant prisitraukti kapitalo į verslą. Tradicinėse Europos Sąjungos akcijų biržose dalyvauja tik stambios įmonės dėl komplikų rinkos reguliavimo ir aukštų patekimo į rinką barjerų (didelių dalyvavimo kaštų ir pan.). Nepaisant to, siekiant prisitraukti privataus kapitalo, vertybinių popierių rinka gali pasitarnauti ir rizikos kapitalo fondų investicijas gavusioms smulkioms ir vidutinėms įmonėms. Į tokias įmones investavusiems rizikos kapitalo fondams akcijų birža gali tapti viena iš investicinės strategijos pozicijų, leidžianti viešai platinti akcijas. Alternatyvios, augančioms įmonėms pritaikytos, vertybinių popierių rinkos atsiradimas papildomai paskatintų rizikos kapitalo fondų investicijas į SVV ir taip padidintų kapitalo pasiūlą šiems verslams.

Skandinavijos valstybėse, Didžiojoje Britanijoje, Vokietijoje ir kitose šalyse jau veikia alternatyvios vertybinių popierių rinkos (*angl. alternative markets*), specialiai pritaikytos SVV listingavimui. Nuo tradicinių akcijos biržų šios rinkos skiriasi tuo, jog norinčioms į rinką įsitraukti įmonėms taikomi mažesni reikalavimai ir žemesni dalyvavimo mokesčiai. Tokie dalyvavimo akcijų biržoje privalumai kaip prieiga prie investuotojų, informacijos sklaidimo kanalai ir kt. alternatyviojoje

rinkoje išlieka nepakitę. Naudojantis sėkmingu Skandinavijos šalių pavyzdžiu, NASDAQ OMX biržų grupė Lietuvoje yra įkūrusi alternatyviają First North akcijų biržą.

Dalyvavimo alternatyviojoje rinkoje privalumai smulkioms ir vidutinėms įmonėms

- Maksimalus finansavimo galimybių išnaudojimas (listingavimą galima derinti su rizikos ar privataus kapitalo investicijomis).
- Pritraukus lėšas, esami akcininkai išlaiko įmonės kontrolę.
- Galimybė išleisti papildomas akcijų emisijas ir obligacijas.
- Įmonės žinomumo ir patikimumo didinimas.
- Pirmas žingsnis link dalyvavimo tradicinėje akcijų biržoje.
- Privalomas įmonės skaidrumas (skatina šešėlinės ekonomikos traukimąsi).

Problemos, su kuriomis susiduria First North

- Silpna investuotojų į First North bazė. Tą dalinai lemia apribojimai instituciniams investuotojams, draudžiantys investuoti į šią rizikingesnę ir mažiau likvidžią nei tradicinę rinką.
- Per trumpas rizikos kapitalo fondų gyvavimas Lietuvoje. Ateities perspektyvoje rizikos kapitalo fondai galėtų rinktis viešą prekybą akcijomis kaip išėjimo iš įmonės strategiją.
- Pasirengimo kaštai įmonei, norinčiai dalyvauti First North.
- Nepakankamas First North ir kitų finansavimo alternatyvų žinomumas.
- Neigiamas įmonių vadovų ir esamų akcininkų požiūris į viešumą.

2.2.5 Crowdfunding'as

Prisitraukiant kapitalą crowdfunding'o būdu, didelis investuotojų/aukotojų skaičius mažomis sumomis finansuoja jauną besikuriančią (rečiau - jau veikiančią, tačiau plėtros siekiančią) įmonę. Siekdamas prisitraukti kuo platesnį investuotojų ratą, įmonės dažniausiai aktyviai naudojami internetinės žiniasklaidos priemonėmis bei internetinėmis crowdfunding platformomis.

Europos Komisijos ir kitų tarptautinių organizacijų teigimu, crowdfunding'as gali užpildyti bankų paskolų negalinčių gauti ir rizikos kapitalo finansavimui nepasiruošusių *seed* ir *stat-up* augimo stadijos įmonių finansavimo spragą. Finansavimas crowdfunding'u skirstomas į pagrindinius keturis tipus, priklausomai nuo lėšas gaunančios įmonės įsipareigojimų investuotojams/aukotojams.

Lentelė 3 Crowdfunding'o tipai ir veikimo principai

Crowdfunding tipas ¹⁹	Veikimas
Aukojimu paremtas crowdfunding'as (<i>angl. Donation-based crowdfunding/peer-to-peer online fundraising</i>)	Lėšų gavėjas nėra teisiškai įpareigotas grąžinti gautos sumos; verslo rėmėjas nesitiki finansinės ar materialinės grąžos; lėšų prisitraukimas paremtas aukojimo/dovanojimo principu.
Akcinis crowdfunding (<i>angl. Equity-based crowdfunding</i>)	Paprastai labai ankstyvoje augimo stadijoje esančios įmonės registruotų vertybinių popierių pardavimas investuotojams. Dažniausiai tai akcijos arba konvertuojamos obligacijos.
Apdovanojimu paremtas crowdfunding (<i>angl. Reward-based crowdfunding</i>)	Verslo rėmėjai/aukotojai tikisi, kad lėšų gavėjas atsiskaitys už suteiktą paramą apčiuopiamu (ne piniginiu) atlygiu arba produktu. Paprastai naudojamas įmonių, kurios gamina arba ruošiasi gaminti materialius ir apčiuopiamus produktus.
Skolinimu paremtas crowdfunding (<i>angl. Lending based /Revenue/Profit sharing crowdfunding</i>)	Lėšų gavėjai prisiima pareigą grąžinti investuotus pinigus su anksčiau sutartomis palūkanomis. Taip pat, mokėjimų dydis gali tiesiogiai priklausyti nuo įmonės pajamų arba pelno.

Šaltinis: L.Collins, R.Swart, B.Zhang, December 2013, *The Rise of Future Finance, The UK Alternative Finance Benchmarking Report*.

Šiuo metu Lietuvoje įmonių finansavimas crowdfunding būdu nėra teisiškai reglamentuotas. Lietuviškos šalyje veikiančios crowdfunding'o platformos taip pat nėra, tačiau turint omenyje itin mažą rinkos dydį, naudingiausia būtų sudaryti palankias sąlygas tarptautinių platformų veiklai Lietuvoje arba individualiam kapitalo prisitraukimui crowdfunding būdu. Dalyvavimas tarptautinėse crowdfunding platformose leistų Lietuvoje registruotoms įmonėms prisitraukti kapitalo tiek iš vietinių, tiek ir iš tarptautinių smulkiųjų investuotojų ir didinti jų žinomumą. Specifinis reguliavimas labiausiai reikalingas skolinimu paremtam ir aciniam crowdfunding.²⁰

Pagrindinės kliūtys crowdfunding'o plėtrai Lietuvoje

- Draudimas vienos emisijos metu pardavinėti akcijas skirtingomis kainomis.
- Esamiems acininkams atsisakant pirmumo teisės į akcijas, kuriomis prekiaujama, įmonės direktorius privalo kiekvieną kartą indetifikuoti, kam šios akcijos parduodamos. Crowdfunding'o atveju šią praktiką įgyvendinti yra sunku todėl, kad dažniausiai nėra žinoma, kas investuos į įmonę dviejų ar trijų mėnesių laikotarpyje.
- Nėra su crowdfunding susijusių apibrėžimų, tokių kaip "equity based crowd-funding", "donation based crowd-funding", "crowd-funder".
- Neapibrėžta, kas gali užsiimti crowdfunding ir kokios taikomos taisyklės.
- Registru centre trūksta įmonės įstatų keitimo funkcijos crowdfunding tikslais, galimybės registruoti crowd-funder'į, kai perkamos konvertuojamos obligacijos, o ne akcijos.

²⁰ Detalesnį Didžiosios Britanijos priimto crowdfunding'o reguliavimo aprašymą galima rasti Priede 6.3.

- Trūksta informacijos apie galimybę prisitraukti kapitalo crowdfunding būdu, naudojantis elektroniniu parašu ir atitinkamai keičiant įmonės įstatus.
- Lietuvoje registruotos įmonės negali dalyvauti tarptautinėse crowdfunding platformose, todėl, kad toms platformoms sunkiai ir brangiai prieinama informacija apie teisinę aplinką šalyje.

Siūlomi pakeitimai crowdfunding sąlygoms Lietuvoje gerinti

- **AKCINIŲ BENDROVIŲ ĮSTATYMAS**

Pritaikyti įstatymus individualiam crowd-funding'ui per savo kanalus ir per platformas:

- a. Pakoreguoti Akcinių bendrovių įstatymą (http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=478878), 6 skirsnį, 50 straipsnį (Išstatinio kapitalo didinimas.)
 - i. Viena emisija keliomis skirtingomis kainomis, arba bet kokia kaina akcininkų susirinkime patvirtintame ruože (pvz. 1-5mln. LTL pre-money valuation), tam tikroje bendroje sumoje (pvz., iki 500 tūkst. LTL);
 - ii. Norint įvertinti neprofesionalaus investuotoju apsaugą, galima pridėti sąlygą, kad negalima pardavinėti akcijų neprofesionaliam akcininkui, o būtina pardavinėti konvertuojamąsias obligacijas/opcionus. Akcijos vertę juose numatytų profesionalus investuotojas tam tikru momentu (pavyzdžiui angel/series A/series B), tų momentų apibrėžimą pateikiant formoje pagal rinkos standartus (pvz. <https://angel.co/valuations>) ir tokiu atveju būtų nustatomas tik neprofesionalaus investuotojo investavimo momentu jam priskiriamas nuolaida (*angl. discount*) (pavyzdžiui akcijas gautų su 50proc. nuolaidą, kuri realizuotų dvigubai didesnę grąžą series A investicijų metu);
- b. Pastaba. Reikia atitinkamai pakoreguoti ir dalį kitų skirsnių/straipsnių:
 - i. Suteikti atitinkamas teises vadovui finansavimo metu;
 - ii. Supaprastinti pirmumo teisės išpirkti akcijas atsisakymą akcininkų balsavimu. Šiuo metu esami akcininkai gali atsisakyti pirmumo teisės į parduodamas akcijas, tačiau įmonės direktorius turi kiekvieną kartą informuoti akcininkus, koks konkretus asmuo nori investuoti. Crowdfunding atveju šią praktiką įgyvendinti yra sunku, todėl, kad dažniausiai nėra žinoma, kas investuos į įmonę dviejų ar trijų mėnesių laikotarpyje. Šios sąlygos panaikinimas būtų rizikingas didelėms kompanijoms, todėl siūlome pridėti išimtį jaunoms kompanijoms, kur investuotojams sutikus būtų galima tam tikram laikui atsisakyti pirmenybės iki momento kol nauja priimta investicija pasieks jų nurodytą ribą.

- **VERTYBINIŲ POPIERIŲ ĮSTATYMAS:**

- a. Pakoreguoti vertybinių popierių įstatymą individualiam crowd-funding'ui per savo kanalus ir per platformas: (http://www3.lrs.lt/pls/inter2/dokpaieska.showdoc_l?p_id=442439)
- c. Pakoreguoti apibrėžimus (emitentas, viešas pasiūlymas ir kt.) bei pridėti naujus ("equity based crowd-funding", "donation based crowd-funding", "crowd-funder")
- d. Pridėti skirsnį "Vertybinių popierių platinimas crowdfunding'o tikslais individualiai ir platformose"
 - i. Pridėti sąlygas, kuriomis apibrėžiama, kas gali užsiimti crowdfunding (tai iš dalies apibrėžia Antro skirsnio, ketvirto straipsnio, antro punkto, šeštas papunktis; - jis apibrėžia, kad netaikomi "viešo siūlymo reguliavimai"; bei Antro skirsnio, penkto straipsnio, antro punkto visi papunkčiai – jie teigia, kad nereikia ruošti valstybės institucijų tikrinamo "prospekto")

- ii. Siūlomas apibrėžimas: “crowd-funding’ą gali vykdyti Bendrovės, kurių bendras akcinis kapitalas ir kreditas nesiekia 1mln. EUR; bendros metinės pajamos nesiekia 5mln. EUR; kt. Apribojimai);
 - iii. Vykdam crowd-funding’ą platformose, rekomenduojama remtis Jungtinės Karalystės teise.
- REGISTRŲ CENTRAS: pridėti įstatų keitimo funkciją crowd-funding tikslais;
 - a. Visos pataisos, kurios būtų priimtos įstatymuose, turėtų aiškiai matytis dokumentų pavyzdžiuose šitoje sistemoje;
 - b. Šiuo metu galima keisti įstatus naudojantis E-parašu, tačiau trūksta atitinkamų su crowdfunding susijusių punktų, kurie procesą labai supaprastintų.
 - i. Įgaliojimų crowdfunding užsiimančios įmonės vadovui apibrėžimas
 - ii. Crowd-investuotojo registravimas vertybinių popierių sąskaitoje ir registrų centre (ekvivalentas akcininkui, tik šiuo atveju perkami opcionai/konvertuojamosios obligacijos);
 - VERSLI LIETUVA:
 - a. Teikti informaciją apie galimybes prisitraukti investicijas crowdfunding būdu, naudojant e-parašą ir atitinkamai pakeičiant įmonės įstatus;
 - c. Viešai publikuoti paruoštus opcion’ų/obligacijų šabloninius aprašymus, atitinkančius galiojančius įstatymus. Naudojantis šiais šablonais būtų galima sutaupyti laiko, pakeičiant tik skaičius ir pašalinant konkrečiam atvejui neaktualiems punktams.
 - NUSTATYTI CROWDFUNDING PRIŽIŪRINČIĄ INSTITUCIJĄ
 - a. Lietuvos Bankas arba Registrų centras

2.3 Kvazi-akcinio kapitalo priemonės

2.3.1 Mezaninas

Mezaninas (*angl. mezzanine*) apima tiek skolos tiek ir akcinio kapitalo finansavimo būdų bruožus. Mezanino finansavimas gali būti teikiamas skirtingais finansiniais instrumentais (*angl. subordinated debt, profit participation certificates, and equity warrants*), kurie skiriasi rizikos ir grąžos lygiais. Finansuojantis mezaninu, skolintojas (investuotojas) duoda įmonei užstato nereikalaujančią paskolą, kuri suteikia jam teisę negrąžintą skolą paversti akcijomis.

Kitaip nei finansuojant įmonės plėtrą skolinantis, mezaninas suteikia galimybę pasidalinti verslo riziką ir grąžą tarp įmonės valdytojų ir investuotojų. Palyginus su rizikos kapitalu, finansavimas mezaninu yra pigesnis ir palieka daugiau kontrolės įmonės įkūrėjams. Investuotojai dažniausiai siekia, jog visos įmonės skolos būtų išmokėtos laiku ir nenori įsigyti daugiau nei 3-5% įmonės akcijų bei dalyvauti jos valdyme. Įmonei taikomi reikalavimai prieš investuojant dažnai būna panašiai griežti į keliamus rizikos kapitalo investicijas prisitraukti siekiančioms įmonėms.

Mezanino finansavimas tinkamiausias vėlesnėje verslo vystymosi stadijoje esančioms vidutinio dydžio įmonėms, kai turėdamos teigiamą pajamų srautą ir stabilią poziciją rinkoje jos nori toliau plėstis ir tam reikalingas papildomas kapitalas. Mezaninas gali būti naudojamas kaip papildomas elementas norint maksimizuoti plėtros finansavimą, jau pasinaudojus rizikos kapitalo, privataus kapitalo ar verslo angelų

fondų lėšomis, listingavimu ar kitomis finansavimo priemonėmis ir neturėtų tapti pagrindinių įmonės finansavimo būdu.

Mezanino finansavimą gali teikti privataus kapitalo fondai, specializuoti mezanino fondai, investiciniai bankai. Lietuvoje mezanino finansavimą teikia UAB “Capitalia” ir UAB “CreditFirm”. Ateityje verslui Lietuvoje turėtų atsirasti galimybė gauti mezanino finansavimą su valstybinių lėšų dalyvavimu, nes 2012m. Baltijos inovacijų fondas pasirinko “BPM Mezzanine” kaip fondų valdytoją, kuris investuos lėšas mezanino forma.

Galimos valstybės paskatos²¹:

- Investuoti į SVV netiesiogiai (per fondus).
- Fondų fondo struktūra: valstybinis investuotojas sukuria investavimo strategiją, pasirenka fondus, į kurios investuos, kartu su kitais privačiais arba instituciniais investuotojais investuoja į fondą. Pats fondas pasirenka įmones, kurioms teiks investavimą.
- Įprasta fondo struktūra: valstybinis investuotojas sukuria investavimo strategiją ir kartu su kitais privačiais ar instituciniais investuotojais įkurią fondą. Pats fondas pasirenka įmones, kurioms teiks investavimą.
- Investuoti į SVV tiesiogiai: valstybinis investuotojas sukuria finansinį instrumentą, nustato dalyvavimo kriterijus, tiesiogiai finansuoja SVV per mezanino paskolas arba garantijas.

2.3.2 Konvertuojamos obligacijos

Konvertuojamos obligacijos yra populiarios ir naudojamos Verslo angelų, privataus ir rizikos kapitalo fondų investicinėje veikloje, gali būti pritaikytos ir listinguojamoms bendrovėms. Tai yra su pelno uždirbimu susieta paskola be užstato, kur įmonei nesugebant gražinti paskolos, ji konvertuojama į akcijas. Paskolos palūkanas įmonės moka tik išpirkimo metu. Tai skiriasi nuo bankinių paskolų, už kurias palūkanos mokamos visu paskolos išsiėmimo laikotarpiu. Tačiau savininkų išpirktų konvertuojamųjų obligacijų palūkanos yra apmokestinamos pelno mokesčio tikslais, nepaisant to, kad įmonė jų neišmoka tol kol neišpirks obligacijų (tai gali užtrukti 4-5 metus).

2.4 Bendros kliūtys alternatyvių SVV finansavimo priemonių plėtrai

2.4.1 Vieno lygio pajamų iš investicijų apmokestinimas

Esama situacija Lietuvoje

Mokestinė aplinka alternatyvaus kapitalo finansavimo priemonėms (rizikos, privačiam kapitalui) nėra iki galo sureguliuota, nes tam tikri kolektyvinio investavimo subjektai (rizikos ir privataus kapitalo fondai) susiduria su tokiais problemomis kaip kelių lygių pelno apmokestinimas, neapibrėžtas investicinio fondo juridinis statusas ir kt. Apskritai, kolektyvinio investavimo subjektų mokestinė aplinka Lietuvoje nėra konkurencinga lyginant ją su geriausiai reguliuotomis ir populiariausiomis kolektyvinio investavimo lokacijomis, pavyzdžiui, Liuksemburgu, Olandija ar Estija.

²¹ ADB–OECD Study on Enhancing Financial accessibility for SMEs: Lessons from Recent Crises

<http://www.oecd.org/cfe/smes/adb-oecd-study-enhancing-financial-accessibility-smes.pdf>

EIF, Mezzanine Facility for Growth

http://www.eif.org/what_we_do/resources/mezzanine/index.htm

Siūlomas sprendimas

Norint kelti mokestinės aplinkos konkurencingumą ir mažinti atsilikimą nuo šalių lyderių, būtina patobulinti mokestinį informuotiesiems investuotojams skirtų kolektyvinio investavimo subjektų (IISKIS) reguliavimą taip, kad jis tinkamai reguliuotų ir alternatyvių subjektų, t.y. rizikos ir privataus kapitalo fondų (taip pat ir pensijų fondų, kurie nėra klasifikuojami kaip KIS), veiklą. Reforma galėtų remtis apmokestinimo išimtimis, sukuriant tik vieną investicinių pajamų apmokestinimo lygmenį visoje investicijų per IISKIS grandinėje, t.y. fizinio asmens lygyje. Remiantis Lietuvos banko siūlymais, rekomenduotini šie pakeitimai:

- a. IISKIS gaunamų visų rūšių investicinių pajamų neapmokestinimą (išsk. pajamas iš tikslinių teritorijų);
- b. investicinio fondo statuso išgryninimą dvigubo apmokestinimo išvengimo sutarčių taikymo tikslais;
- c. už administracinių prievolių (informacijos teikimo, mokesčio išskaičiavimo iš investuotojo pajamų ir kt.) vykdymą atsakingo subjekto - valdymo įmonės ar investicinės bendrovės aiškų įtvirtinimą teisės aktuose;
- d. dalyvavimo išimties taisyklės ir Pelno mokesčio įstatyme numatytos lengvatos taikymą IISKIS pelno perskirstymui ir akcijų (vienetų, dalių) pardavimo pajamoms;
- e. turto valdymo paslaugų teikiamų IISKIS (nepriklausomai nuo jo juridinės formos) neapmokestinimas PVM.

2.4.2 Apskaitos teisinio reguliavimo pakeitimai

Esama situacija Lietuvoje

Nėra aišku, ar kolektyvinio investavimo subjektai (KIS), kurie nepatenka į Buhalterinės apskaitos įstatymo baigtinį ūkio subjektų sąrašą, ir kurie nėra juridiniai asmenys (pvz., investiciniai fondai, pensijų fondai), yra laikytini ūkio subjektais. Toks teisinis neaiškumas palieka erdvės interpretacijoms, ar KIS, kurie nėra juridiniai asmenys, turėtų būti traktuojami analogiškai kaip ir ūkio subjektai, ir kokiais apskaitos standartais (verslo ar tarptautiniais) turėtų vadovautis, jei jų vertybiniais popieriais būtų prekiaujama reguliuojamose rinkose.²²

Anot Lietuvos banko, dėl esamo teisinio neapibrėžtumo susiklosčiusi situacija lemia, kad praktikoje subjektų, kurių vertybiniai popieriai įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje, apskaita tvarkoma ir finansinės ataskaitos sudaromos laikantis skirtingų reikalavimų.

Siūlomas sprendimas

Remiantis KIS subjektų siūlymais ir Lietuvos banko rekomendacijomis, šie pakeitimai turėtų supaprastinti apskaitos tvarkymo teisinį reguliavimą ir padaryti jį aiškesnį:

- a. tikslinti teisės normas, susijusias su ūkio subjekto sąvoka; KIS ir pensijų fondams, kurie nėra juridiniai asmenys, turėtų būti taikomos analogiškos, kaip ir nustatančios apskaitos reikalavimus ūkio subjektams, Buhalterinės apskaitos įstatymo nuostatos;
- b. keisti Buhalterinės apskaitos įstatymą nustatant, kad apskaitą tvarkyti vadovaujantis tarptautiniais apskaitos standartais privalo ne visi ūkio subjektai, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, o tik tie, kurie turi pareigą rengti konsoliduotąsias finansines ataskaitas;

²² Lietuvos bankas, "Dėl kolektyvinio investavimo subjektų ir pensijų fondų apskaitos teisinio reguliavimo".

c. specialiuosiuose teisės aktuose pakaktų bendro pobūdžio nuorodos, kad apskaita tvarkoma ir finansinės ataskaitos sudaromos LR įstatymų ir kitų teisės aktų nustatyta tvarka, o konkretūs tam tikrų subjektų apskaitos tvarkymo reikalavimai būtų nustatyti Buhalterinės apskaitos įstatyme;

d. visi ūkio subjektai, kuriems ES arba LR teisės aktuose nenustatyta imperatyvi pareiga taikyti verslo arba tarptautinius apskaitos standartus, galėtų pasirinkti, kuriais apskaitos standartais vadovaujantis tvarkyti apskaitą.

2.4.3 Laidavimų bankams teisiniai santykiai

Siūlomas sprendimas

Remiantis Lietuvos bankų klientų asociacijos ir Lietuvos banko rekomendacijomis, reikėtų peržiūrėti laidavimų reglamentavimą ir jį papildyti norma, kad laiduoti už kreditą gali tik toks fizinis asmuo, kurio finansinė padėtis yra pakankamai gera tam laidavimui įgyvendinti. Tai turėtų užkirsti kelią bankams prašyti neproporcingų laidavimų, kuomet fizinis asmuo laiduoja suma, kuri yra didesnė nei jo neįkeistas ar kitaip neapsunkintas turtas.

2.4.4 Atlyginimo mokėjimas akcijomis, darbuotojų opcionai

Esama situacija Lietuvoje

Atlyginimo akcijomis mokėjimas Lietuvoje yra gana naujas ir retai pasitaikantis reiškinys, tačiau jau yra tai darančių įmonių (pavyzdžiui, Swedbank).²³ Nors įmonės akcijų opcionai (angl. *Employee Stock Options*) yra žymiai dažniau naudojami užsienio kapitalo įmonėse ir lietuviškos įmonės vis dar retai praktikoje taiko šią darbuotojų motyvacinę priemonę, LR teisinę bazę pritaikyti opcionų naudojimui reikia jau dabar. Ypatingai dėl to, kad opcionai yra svarbus instrumentas startuoliams, kurie siekia paskatinti talentingus darbuotojus prisijungti prie komandos.

Egzistuoja keli teisiniai aspektai, kurie apsunkina opcionų taikymą praktikoje. Pirma, LR akcinių bendrovių įstatymas neleidžia įmonei turėti nepriskirtų akcijų, o tai neleidžia įmonėms atidėti akcijų ateities darbuotojams (angl. *option pool*). Tai kelia nepatogumų startuoliams, nes apsunkinamas rizikos kapitalo investicijų pritraukimas.²⁴ Antra, dėl teisinio neaiškumo įmonėms ir jų teisininkams tenka praleisti daug laiko ieškant teisinių būdų opcionams įforminti. Dažnas sprendimo būdas - sudaryti preliminarįją sutartį, tačiau tokios sutartys negali būti įgyvendintos “per prievartą”, jos tik numato galimą nuostolių atlyginimą.²⁵ Reikia pažymėti, kad opcionų, kaip priemonės motyvuoti būsimus kompanijos darbuotojus, įgyvendinimas nėra reglamentuotas LR teisės aktuose.

Siūlomas sprendimas

Visų pirma, opcionas, kaip priemonė motyvuoti būsimus kompanijos darbuotojus, turėtų būti apibrėžtas LR teisės aktuose, nurodant procedūras, kaip jį vykdyti, ir numatant užtikrinimo priemones, kad opciono gavėjas (šiuo atveju - darbuotojas) galėtų išsireikalauti sutartą akcijų dalį atėjus opciono įgyvendinimo laikui (angl. *option maturity date*).

Taip pat, LR akcinių bendrovių įstatyme turėtų būti numatyta, kad įmonei vykdant akcijų opcioną (angl. *employee stock option*), būtų galima padaryti niekam nepriskirtų akcijų atidėjimą (angl. *option pool*).

²³ Swedbank, “2011 m. pranešimas apie “Swedbank Investicijų Valdymas”, UAB atlyginimų politiką”.

²⁴ Tai patvirtino Vincent Jacobs, dirbantis rizikos kapitalo investicijas atliekančioje įmonėje Kima Ventures (Prancūzija), kuri, kartu su Practica Capital, investavo 200 000 eurų į Lietuvoje veikiančią startuolį “TrackDuck”.

²⁵ Teisininko Andriaus Iškausko iš teisininkų kontoros AAA Law komentaras.

2.4.5 Akcijų privatus platinimas (angl. *private placement*)

Situacija Lietuvoje

Neviešas vertybinių popierių platinimas yra akcijų emisijos būdas, kai įmonės siūlo savo vertybinių popierių keletui investuotojų (pvz., bankams, draudimo kompanijoms, pensijų fondams ar kt.), ir tai daroma neviešai, t.y. nepasitelkiant viešosios apyvartos tarpininkų.²⁶

LR teisės aktuose privatus platinimas nėra aiškiai atribotas nuo *viešojo* obligacijų platinimo, privataus platinimo sąvoka nėra aiškiai apibrėžta, taip pat nėra apibrėžti neviešo platinimo būdai, sąlygos ir tvarka. Konkrečiai, LR akcinių bendrovių įstatyme (ABI) tik nurodoma, kad akcijų siūlymas UAB akcininkams, darbuotojams ir kreditoriams nėra laikomas viešu siūlymu, o LR ūkio ministerijos pateiktame Vertybinių popierių įstatymo (VPI) aiškinime nurodoma, kad “neviešu obligacijų platinimu būtų laikomas toks jų platinimas, kuris nepatenka į VPI įtvirtintos vertybinių popierių viešojo siūlymo sąvokos rėmus”²⁷.

Siūlomas sprendimas

Siekiant teisinio aiškumo dėl privataus akcijų platinimo, rekomenduotina LR teisės aktuose aiškiai apibrėžti privataus platinimo sąvoką, aiškiai ją atskirti nuo viešojo vertybinių popierių platinimo reglamentavimo. Taip pat labai svarbu aiškiai apibrėžti ir išdėstyti neviešo vertybinių popierių platinimo būdus, sąlygas ir tvarką.

3. Bendro pobūdžio paskatos

3.1 Įžanga

Šioje dalyje aptariamos priemonės, kurios turėtų padėti populiarinti bankinio finansavimo alternatyvas. Trumpai aptariami siūlomi reguliaciniai pakeitimai ir Europos Sąjungos fondų rolė.

3.2 Paskatų aprašymas

3.1 Menamų palūkanų atskaitymas (angl. *notional interest deduction*)

Menamų palūkanų atskaitymas yra mokesstinė paskata, kuri leistų įmonėms, nepriklausomai nuo jų dydžio, pramonės šakos ar teikiamų paslaugų, dalį savo akcinio kapitalo (*angl. equity*) atskaityti nuo apmokestinamųjų pajamų ir taip sumažinti mokėtiną pelno mokestį.

Kam reikalingi menamų palūkanų atskaitymai?

Lietuvos mokesstinėje sistemoje numatyta, kad kreditą gavusi įmonė gali už tą kreditą mokėtinas palūkanas atskaityti nuo apmokestinamųjų pajamų. Tuo tarpu finansuojant verslą akcinio kapitalo forma, tokios mokesstinės lengvatos nėra taikomos. Tokia praktika skatina naudojimąsi tradiciniais finansavimo būdais, didina verslo įsiskolinimą, kelia su pertekliniu įsiskolinimu susijusias rizikas.²⁸

Leidimas Lietuvos verslams atskaityti menamas palūkanas atneštų dvejopą naudą. Pirma, tai suvienodintų finansavimo skolintu ir akciniu kapitalu apmokestinimą, t.y. būtų panaikintas preferencinis

²⁶ Reuters Financial Glossary, glossary.reuters.com.

²⁷ LR Ūkio ministerijos raštas, “Dėl obligacijų emisijų reglamentuojančių teisės aktų”.

²⁸ Lietuvos bankas, “Dėl alternatyvių verslo finansavimo priemonių skatinimo”.

finansavimo skola traktavimas. Taip būtų sudarytos palankios mokestinės sąlygos Lietuvos privataus ir rizikos kapitalo rinkų vystymuisi, kadangi finansavimas skola taptų ne daugiau patrauklus nei finansavimas skolintu kapitalu. Antra, verslo subjektai patirtų tiesioginę naudą, nes finansavimas akciniu kapitalu yra ne tik alternatyva sunkiai prieinamam tradiciniam finansavimui, bet ir suteikia galimybę pasidalinti verslo rizika.

Kaip vyktų atskaitymai?

Atskaitomos palūkanos būtų apskaičiuojamos pagal formulę *kvalifikuotas akcinis kapitalas metinė norma* × *metinė norma*. Kvalifikuotas akcinis kapitalas (angl. qualifying equity) apima jau apmokėtą akcinį kapitalą, share premiums, rezervą, nepaskirstytą pelną ir kapitalo subsidijas nurodytus įmonės balanse praėjusio mokestinio laikotarpio pabaigoje. Metinė norma (angl. annual rate) nustatoma remiantis vidutine valstybės vertybinių popierių palūkanų norma, tačiau konkretūs skaičiavimo metodai nustatomi pačių Europos Sąjungos šalių. Pavyzdžiui, Belgijoje metinė norma skaičiuojama imant prieš dvejus mokestinius metus buvusią trečiojo ketvirčio vidutinę Belgijos valstybinių vertybinių popierių normą.²⁹

Pavyzdžiai užsienyje

Menamų palūkanų išskaičiavimas nėra vien tik teorinė mokestinė paskata. Belgijoje menamų palūkanų išskaičiavimas buvo reglamentuotas 2013-ais metais, Italijoje tai buvo padaryta dar 2012-iais. Nors Belgija ir Italija yra pirmaujancios šalys, panašios iniciatyvos vyksta ir kitose ES šalyse, pavyzdžiui, menamas palūkanas jau galima išskaityti įmonėms iš tam tikrų Šveicarijos kantonų.³⁰

Siūlomas sprendimas

Remiantis geraisiais Italijos ir Belgijos pavyzdžiais, tarptautinių organizacijų (tokių, kaip PwC ar EY) ir Lietuvos banko rekomendacijomis ir tuo, kad daugelis ES valstybių šiuo metu bando reglamentuoti menamų palūkanų atskaitymus, Lietuvoje tokių atskaitymų reglamentavimas yra labai svarbus ir turėtų būti įvykdytas kuo įmanoma greičiau.

Tikėtina, kad suvienodintas finansavimo skolintu ir privačiu kapitalu apmokestinimas paskatins Lietuvos verslus svarstyti alternatyvas tradiciniams finansavimo būdams, pastūmės juos dalintis verslo rizika finansuojantis kapitalu, sudarys sąlygas tvariam rizikos ir privataus kapitalo rinkų vystymuisi ir mažins verslų priklausomybę nuo vis sunkiau prieinamo skolinto kapitalo.

3.2 ES parama alternatyviam finansavimui

Esama situacija Lietuvoje

Parama alternatyviam finansavimui šalyje gali būti teikiama iš ES struktūrinių fondų, skirtų Lietuvai arba Europos Komisijos kontroliuojamų programų, tokių kaip COSME (teikia paskolines garantijas ir akcinio kapitalo investicijas.) ir Horizon 2020 (nukreipta į mokslinius tyrimus ir inovacijas). Naujose struktūrinių fondų priemonės nebeliks 100% valstybės paramos, visose priemonės bus dalinamasi rizika su privačiais subjektais. Tikėtina, kad numatomų rizikos kapitalo ir investicijų skatinimo priemonių apimtis bus nemažesnė nei šiame finansavimo periode. Taip pat yra galimybė, jog bus galima kombinuoti struktūrinių fondų lėšas su Europos Komisijos programų lėšomis.

²⁹ EY, “Notional Interest Deduction: What it could mean for your company’s effective tax rate”.

³⁰ Swiss Corporate Tax Reform III, <http://www.internationaltaxreview.com/>

Finansinių instrumentų būdu investuotos struktūrinių fondų lėšos, grįžusios į INVEGA investuojamos į Baltijos inovacijų fondą (BIF, *angl. Baltic Innovation Fund*). Į šį fondą lygiomis dalimis investuoja Lietuva, Latvija ir Estija, o didžiausia lėšų dalimi prisideda Europos investicinis fondas (*angl. European Investment Fund*). Fondo tikslas yra skatinti akcinio kapitalo investicijas į augimo potencialą turinčias SVV. Alternatyvus plėtros finansavimas SVV pasieks per BIF atrinktų fondų investicijas. BIF lėšos investicijose negali sudaryti daugiau nei 49,9% investuojamo kapitalo.

BIF veikia kaip fondų fondas ir jo veika susideda iš:

- Investicijų į rizikos ir privataus kapitalo bei mezanino fondus;
- Ko-investavimo pasidalinant riziką kartu su verslo angelais, instituciniais investuotojais ir kt.

Naujajame periode veikiančios ES struktūrinių fondų priemonės, susijusios su alternatyviu SVV finansavimu

Kointvest LT

Tikslas: pradedančių ir jaunų, sparčiai augančių įmonių skatinimas sumanios specializacijos srityse.

Kaip tai veiks: fondų lėšomis bus prisidedama prie privačių investuotojų ir taip pasidalinama rizika tiesiogiai investuojant į konkrečias įmones. Investicijų grąža valstybei bus 6% nuo investuotos sumos, o likęs prieaugis atiteks privatiems investuotojams, taip paskatinant jų dalyvavimą rinkoje. Grąžos valstybei dalis gali dar sumažėti, prisitraukiant papildomų privačių investicijų.

Galutiniai naudos gavėjai: didelį augimo potencialą turinčios pradedančios ir jaunos įmonės; be partnerių.

Technostartas LT

Tikslas: inovatyvių idėjų ekonominio panaudojimo ir jaunų inovatyvių įmonių (pumpurinės įmonės, spartuoliai) kūrimosi skatinimas.

Kaip tai veiks: fondų lėšomis bus investuojamos į rizikos kapitalo ar verslo angelų fondus, kurie prisitraukę dalį privačių lėšų investuos į MTEP orientuotas jaunas įmones.

Galutiniai naudos gavėjai: jaunos inovatyvios įmonės (purpurinės įmonės, spartuoliai), be partnerių.

Siūlomas sprendimas

Su SVV finansavimu susijusios priemonės, kurioms naudojamos Europos Sąjungos lėšos, yra labai svarbios didinant SVV prieinamumą prie finansinių resursų. Būtina ir toliau kaupti pinigų srautus į tuos produktus, kurie rinkos sąlygomis nefunkcionuotų. Ypatingai didelis dėmesys turėtų būti skiriamas instrumentams, kurie nukreipti į ankstyvosios stadijos įmonių finansavimą, nes šis segmentas be išorinės paramos kentėtų nuo finansinių resursų stygiaus. Taip pat labai svarbu lėšas kreipti į tuos produktus, kurie nėra vienkartiniai, t.y. subsidijoms ir vienkartinėms išmokoms. Nors tokio tipo instrumentai yra reikalingi, būtina skatinti priemones, kurios finansų inžinerijos būdų generuotų grąžą, kurie vėliau galėtų būti reinvestuoti. Taip būtų užtikrinamas instrumentų tvarumas pasibaigus Europos Sąjungos finansavimo laikotarpiui 2014-2020 m.

3.3 Kirst North akcijų biržos skatinimas ir populiarinimas

Siūlomas sprendimas

Alternatyvi SVV skirta akcijų birža First North yra visiškai pasiruošusi priimti įmones, kurios norėtų joje prekiauti savo akcijomis. Nepaisant to, dėl dalyje 2.2.4 minėtų priežasčių Lietuvoje tokia galimybė kol kas nepasinaudojo nė viena įmonė. Ne ką geriau sekasi ir alternatyviosioms biržoms Latvijoje bei Estijoje – kartu jose listingavosi tik 2 įmonės. Siekiant suaktyvinti įmonių susidomėjimą dalyvavimu tokioje finansavimo alternatyvoje ir taip išjudinti rinką, siūloma panaudoti Lietuvai skirtas 2014-20 ES struktūrinių fondų lėšas.

Rinką išjudinti būtų galima rengiant vieną ar kelis pilotinius projektus, kuriuose dalyvaujančios įmonės įvykdytų savo pirminį akcijų siūlymą (*angl. IPO*). Projekte dalyvaujančiai įmonei reikalingas akcinis kapitalas galėtų būti pritrauktas iš valstybės finansų įstaigos (kitais tariant – valstybės lėšų), rizikos kapitalo fondų ir privačių, kitų (pvz. institucinių, galinčių investuoti First North rinkoje) investuotojų First North rinkoje. Rizikos kapitalo fondai kartu su sertifikuotu patarėju galėtų organizuoti papildomo kapitalo paiešką.

Tokiu būdu būtų galima tikėtis antrinės rinkos suaktyvėjimo, įmonės turėtų pradėti ja naudotis, atsirastų naujų investuotojų, o valstybės finansavimo dalis investicijose turėtų palaiapsniui mažėti.

4. Santrauka

- Paskolinis finansavimas yra vyraujanti išorinio finansavimo priemonė smulkaus ir vidutinio dydžio įmonėms tiek Europos Sąjungos šalyse, tiek ir Lietuvoje.
- Tokia finansavimo struktūra turėtų kelti nerimą pirmiausia dėl to, kad dėl bankams taikomų reguliacinių priemonių griežtės paskolų išdavimo tvarka; tikėtina, kad mažės paskolų skirtų SVV portfelis, griežtės jų išdavimo sąlygos.
- Naudojantis vien paskoliniu finansavimu įmonių savininkai prisiima visą su įsiskolinimu susijusią riziką; tuo tarpu neišnaudojami su kitais finansavimo būdais susiję privalumai, pvz. Rizikos dalijimasis finansuojantis privačiu kapitalu.
- Bankinės paskolos nėra tinkama priemonė finansuoti jauniems, didelį augimo potencialą turintiems verslams.
- Bankų reikalaujami fizinių asmenų laidavimai už juridiniams vienetams išduodamas paskolas taip pat apsunkina paskolų SVV prieinamumą; tai ypatingai ryšku, kai reikalaujami laidavimai yra neproporcingi ir ekonomiškai nepagrįsti.
- Bankinių paskolų išdavimas itin svyruoja skirtinguose ekonomikos cikluose, o tai kelia didelę riziką SVV.
- Tvarių ir gerai veikiančių ir populiarių bankinio finansavimo alternatyvų šiuo metu Lietuvoje nėra. Būtina populiarinti ir tobulinti šiuo metu rinkoje esančias alternatyvas.
- Tinkamiausios alternatyvos Lietuvos rinkai būtų šios: verslo angelai, privatus kapitalas, rizikos kapitalas, įmonių listingavimas, crowdfunding'as ir mezanino finansavimas.
- Siekiant paskatinti šias priemones veikti efektyviau, visų pirma būtina įteisinti vieno lygio pajamų iš investicijų apmokestinimą.
- Taip pat rekomenduojama supaprastinti apskaitos teisinį reguliavimą, padaryti jį aiškesnį, ypatingai kolektyvinių investavimo subjektų atvejais.

- Rekomenduojama peržiūrėti laidavimų bankams teisinį reglamentavimą ir jį papildyti norma, kad laiduoti už kreditą gali tik toks fizinis asmuo, kurio finansinė padėtis yra pakankamai gera tam laidavimui įgyvendinti.
- Įteisinti opcioną, reglamentuoti jo įgyvendinimo mechanizmą.
- Įteisinti ir reglamentuoti akcijų privatų platinimą.
- Be to, rekomenduojama imtis šių veiksmų skatinant alternatyvių finansavimo priemonių populiarumą. Pirma, įteisinti menamų palūkanų atskaitymus iš pelno mokesčiu apmokestinamųjų pajamų.
- Antra, peržiūrėti ir patobulinti su SVV finansavimu susijusias priemones, naudojančias Europos Sąjungos struktūrinių fondų lėšas. Ypatingas dėmesys turėtų būti skirtas priemonėms nukreiptoms į ankstyvosios stadijos didelio augimo potencialo įmones ir į tas priemones, kurios generuoja finansinę grąžą, nėra vienkartinės.
- Trečia, panaudoti ES struktūrinių fondų lėšas ir bendradarbiavimą su rizikos ir privataus kapitalo fondais ir taip aktyvinti alternatyviają akcijų biržą First North.

5. Šaltiniai:

European Investment Bank (EIB, 2013), “Investment and Investment Finance in Europe”

Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD, 2013), “Financing SMEs and Entrepreneurs 2013: An OECD Scoreboard”, *OECD Publishing*;
http://www.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/financing-smes-and-entrepreneurs-2013_fin_sme_ent-2013-en.

European Commission (2013), “Green paper: Long-term financing of the European economy”;
http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9df9914f-6c89-48da-9c53d9d6be7099fb.0009.03/DOC_1&format=PDF.

European Commission (2014), “Communication on long-term financing of the European economy: frequently asked questions”
http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-238_en.htm

Wehinger, G. (2014), “SMEs and the credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature”, *OECD Journal: Financial Market Trends*, Volume 2013/2;
http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/smes-and-the-credit-crunch_fmt-2013-5jz734p6b8jg.

Wehinger, Gert (2012), “Bank deleveraging, the move from bank to market-based financing, and SME financing”, *OECD Journal: Financial Market Trends*, Volume 2012/1;
http://www.oecd.org/finance/financial-markets/Bank_deleveraging-Wehinger.pdf.

The European Association of Craft, Small and Medium-sized Enterprises (UEAPME, 2014), “Long-term finance: positive on regulation but not enough for SMEs”; http://www.ueapme.com/IMG/pdf/140327_-_pr_Long-term_finance.pdf.

The European Association of Craft, Small and Medium-sized Enterprises (UEAPME, 2011), “Next generation of European SME finance and Innovation Programmes (Contribution to the consultation on a successor programme to the CIP)”, *First issue paper from the UEAPME Secretariat*; http://www.ueapme.com/IMG/pdf/110125_CIP_SMEfinanceInnovation.pdf.

Popov, A.A. ir Udell, G.F. (2012), “Cross-border banking and the international transmission of financial distress during the crisis of 2007-2008”, *Journal of International Economics*, 87:1, 147-161.

McKinsey (2012), “Debt and deleveraging. Uneven progress on the path to growth”.

Deloitte (2012), “Capital gain, asset loss. European bank deleveraging”, *The Deloitte Bank Survey 2012*.

Ipsos MORI (2013), “2013 SMEs’ Access to Finance Survey. Analytical Report”.

INVEGA (2013), “Valstybės intervencijos poreikio finansų inžinerijos priemonių verslui forma Lietuvoje studija”.

The European Business Trade Association for Business Angels, „Seed Funds and Early Stage Market Players“

<http://www.eban.org/wp-content/uploads/2013/08/EBAN-BDO-Compendium-Fiscal-Incentives-2012.pdf>

UK Business Angel Association

<http://www.ukbusinessangelsassociation.org.uk/investors/tax-benefits>

HM Revenue & Customs

<http://www.hmrc.gov.uk/guidance/vct.htm#1>

Department for Business Innovation and Skills

<https://www.gov.uk/government/organisations/department-for-business-innovation-skills>

Capital for Enterprise

<http://www.capitalforenterprise.gov.uk/files/CfEL%20ECF%20presentation%20for%20seminar%208%20March%202013.pdf>

CleanTech Investor

<http://www.cleantechinvestor.com/portal/fundnews/3042-uk-innovation-investment-fund-established.html>

Mondaq, Denmark: Tax-Free Capital Gains From 1 January 2013 4 January 2013

<http://www.mondaq.com/x/214560/Capital+Gains+Tax/TaxFree+Capital+Gains+From+1+January+2013>

Entrepreneurship in Denmark. 2012

http://startvaekst.dk/entrepreneurshipindenmark.dk/startup_account_entrepreneur_account

World Bank 2014, „Danish Growth Fund: Expanding the risk capital market, supporting SMEs“

https://www.innovationpolicyplatform.org/sites/default/files/rdf_imported_documents/Case_Study-Danish_Growth_Fund.pdf

Denmark’s Growth Strategy. „Danish Solutions to Challenges in Growth Markets“, 2012

<http://um.dk/da/~//media/UM/Danishsite/Documents/Eksportraadet/Markeder/BRIK/Denmarks%20Growth%20-%20Danish%20solutions%20to%20challenges%20in%20growth%20markets.pdf>

Practical Law, „Private equity in Norway: market and regulatory overview”
<http://uk.practicallaw.com/9-500-9675?service=crossborder#a999277>

Deloitte, „Taxation and Investment in Norway 2011“
<https://dits.deloitte.com/Administration/ManageHomePage/Popup.aspx?ChildPage=Country%20Guides%20and%20Highlights>

Evaluation of the Danish Growth Fund, Evaluation of activities, 2010–2012 In collaboration with Gordon Murray and Marc Cowling
<http://www.damvad.com/media/95153/dgf-evaluation-final-report.pdf>
http://www.innovasjon Norge.no/no/contact-us/#.U4iCnfl_tHU

Financial Conduct Authority, „The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media.”
<http://www.fca.org.uk/your-fca/documents/policy-statements/ps14-04>

ADB–OECD, „Study on Enhancing Financial accessibility for SMEs: Lessons from Recent Crises“
<http://www.oecd.org/cfe/smes/adb-oecd-study-enhancing-financial-accessibility-smes.pdf>

EIF, „Mezzanine Facility for Growth“
http://www.eif.org/what_we_do/resources/mezzanine/index.htm

Lietuvos bankas, “Dėl alternatyvių verslo finansavimo priemonių skatinimo”

EY, “Notional Interest Deduction: What it could mean for your company’s effective tax rate”
[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Notional_Intrest_Deduction_2011/\\$FILE/NID%202011.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Notional_Intrest_Deduction_2011/$FILE/NID%202011.pdf)

Swiss Corporate Tax Reform III,
<http://www.internationaltaxreview.com/>

Lietuvos bankas, “Dėl kolektyvinio investavimo subjektų ir pensijų fondų apskaitos teisinio reguliavimo”.

Swedbank, “2011 m. pranešimas apie “Swedbank Investicijų Valdymas”, UAB atlyginimų politiką”.
http://www.swedbank.lt/files/PDF/2011_atlyginimu_politika.pdf

Reuters Financial Glossary, glossary.reuters.com.

LR Ūkio ministerijos raštas, “Dėl obligacijų emisiją reglamentuojančių teisės aktų”.

6. Priedas

6.1 Verslo angelai

Mokestinės lengvatos ir investicijas skatinančios programos užsienio šalyse.

Didžioji Britanija

Šalyje egzistuoja dvi pelno mokesčio ir kapitalo prieaugio mokesčio mažinimo programos, kuriomis gali pasinaudoti verslo angelai³¹.

Įmonių investicijų programos (*angl. The Enterprise Investment Scheme*) mokesstinės lengvatos:

- 30% pajamų mokesčio lengvata iki £ 1.000.000 investicijų per mokesčius metus.
- Atleidimas nuo kapitalo prieaugio mokesčio perleidžiant programos sąlygas atitinkančių įmonių akcijas trejų metų laikotarpyje.
- Leidimas patirtus nuostolius atimti mokant pajamų ar kapitalo prieaugio mokesčius.
- Neribotas kapitalo prieaugio mokesčių atidėjimas nuo perleidžiamo turto, kuris re-investuojamas į kitų programos sąlygas atitinkančių įmonių akcijas.
- Paveldimo turto mokesčio lengvatos programos reikalavimus atitinkančioms investicijoms.

Įmonių investicijų programos sąlygos:

- Įmonė negali būti listinguojama vertybinių popierių biržoje.
- Įmonė įsikūrusi ir nuolat veikia Didžiojoje Britanijoje.
- Bendras įmonės turtas prieš investiciją yra ne didesnis nei £15 mln. ir po investicijos ne didesnis nei £16 mln.
- Investavimo metu įmonėje dirba ne daugiau nei 250 darbuotojų.
- Įmonė nėra valdoma kitos įmonės.
- Vykdyti investiciją, atitinkančią kitas programos sąlygas.

Pradedančiųjų įmonių investicijų programos (*angl. The Seed Enterprise Investment Scheme*) mokesstinės lengvatos yra tokios pat, kaip ir pirmosios programos, išskyrus pajamų mokesčio lengvatą, kuri šiuo atveju yra 50%.

Pradedančiųjų įmonių investicijų programos sąlygos:

- Įmonė turi būti oficialiai įregistruota (arba būti registruojama artimiausiu metu).
- Įmonė turi turėti ne daugiau nei 25 pilnu etatu dirbančius darbuotojus.
- Investicijos metu, bendras įmonės turtas neturi viršyti £200 000
- Įmonės gali prisitraukti ne didesnę nei £150 000 investiciją, kuria turi pasinaudoti per artimiausius trejus metus.

Suomija

2012 metais Suomijos parlamentas patvirtino Mokesčių lengvatų investicinei veiklai aktą (*angl. Act on Tax Incentives for Investment Activities*), kuris suteikia 50% pelno mokesčio lengvatą investuojant į akcinį kapitalą (*angl. share capital*). Ši mokesstinė lengvata privačiam investuotojui gali svyruoti nuo 5000 iki 75 000 eurų, o investiciniam fonui nuo 10 000 iki 150 000 eurų. Lengvata laikoma tik Suomijoje įsikūrusioms nelistinguojamoms įmonėms, kurių metinė apyvarta neviršija 10 mln. eurų³².

³¹ UK Business Angel Association

<http://www.ukbusinessangelsassociation.org.uk/investors/tax-benefits>

³² The European Business Trade Association for Business Angels, Seed Funds and Early Stage Market Players

http://www.eban.org/finland-new-tax-incentive-for-business-angels/#.U9ZDffl_tHU

6.2 Rizikos kapitalas

Didžioji Britanija

Šalyje rizikos kapitalo fondų veikla skatinama mokestinėmis lengvatomis ir ko-investavimu.

Mokestinės paskatos:

- Imonių investicijų programa (*angl. The Enterprise Investment Scheme*)³³ saktina tiesiogines investicijas į SVV. Ji teikia 30% pajamų mokesčio lengvatą iki £ 1.000.000 investicijų per mokestinius metus, atleidžia nuo kapitalo prieaugio mokesčio perleidžiant programos sąlygas atitinkančių įmonių akcijas ir leidžia patirtus nuostolius atimti mokant pajamų ar kapitalo prieaugio mokesčius.
- Investavimo į rizikos kapitalo fondus (*angl. Venture Capital Trust*)³⁴ programa skatina netiesiogines investicijas į SVV, t.y. skatina investicijas į uždarojo tipo (*angl. closed-end*) rizikos kapitalo fondus. Asmenims, investuojantiems į rizikos kapitalo fondų akcijas taikoma 30% pelno mokesčio lengvata uždarbiui nuo išleistųjų akcijų ir jie atleidžiami nuo dividendų apmokestinimo. Taip pat yra galimybė nemokėti kapitalo prieaugio mokesčio perleidžiant savo akcijas.

Ko-investavimas:

- Įmonių kapitalo fondų programa (*angl. Enterprise Capital Funds programme*)³⁵, kurios metu valstybinės lėšos yra investuojamos į rizikos kapitalo fondus siekiant atgauti 3% grąžą. Likęs pelnas, uždirbtas iš investicijų atitenka fondų valdytojams. Kas metus programos lėšos pasiekia nuo dviejų iki trijų rizikos kapitalo fondų. Fondai, į kuriuos investuojama privalo būti privačiai valdomi ir riboto gyvavimo laiko (*angl. fixed life*), specialiai įkurti Įmonių kapitalo fondų programai ir registruoti kaip komanditinė ūkinė bendrija. Fondus, į kuriuos investuos, vyriausybė atsirenka konkurso būdu. Bent viena trečioji fondo valdomų lėšų privalo būti prisitrauktos privačios investicijos. Didžiausia į vieną fondą investuojama suma gali siekti £2 mln.
- Jungtinės Karalystės investicijų į inovacijas fondas (*angl. UK Innovation Investment Fund*)³⁶ veikia kaip fondų fondas, kurio investicijos nukreiptos į skaitmenines technologijas, gyvosios gamtos mokslus, pažangią gamybą ir švarias technologijas (*angl. clean technology*). Fondas investuoja valstybines lėšas į rizikos kapitalo fondus ir su jų valdytojais dalinasi rizika ir investicijų grąža.

Danija

Mokestinės lengvatos:

³³ HM Revenue & Customs

<http://www.hmrc.gov.uk/guidance/vct.htm#1>

³⁴ Department for Business Innovation and Skills

<https://www.gov.uk/government/organisations/department-for-business-innovation-skills>

³⁵ Capital for Enterprise

<http://www.capitalforenterprise.gov.uk/files/CfEL%20ECF%20presentation%20for%20seminar%208%20March%202013.pdf>

³⁶ CleanTech Investor

<http://www.cleantechinvestor.com/portal/fundnews/3042-uk-innovation-investment-fund-established.html>

- Nelistinguojamų įmonių akcijos nėra apmokestinamos kapitalo prieaugio mokesčiu, tačiau portfelio akcijų dividendai apmokestinami, išskyrus dukterinių įmonių ar įmonių grupės akcijas³⁷.
- Atidarant verslininko arba start-up banko *sąskaitą*, neskaičiuojami mokesčiai. Šioje sąskaitoje laikomi indėliai taip pat neapmokestinami³⁸.

Ko-investavimas:

- Danijos plėtros fondas (*angl. Danish Growth Fund, dan. Vækstfonden*)³⁹ yra valstybinis investicijų fondas, kuris investuoja į SVV akcinį kapitalą bei teikia paskolas ir garantijas. Investicijas į akcinį kapitalą fondas vykdo tiesiogiai į perspektyvias įmones, netiesiogiai, investuodamas lėšas į privačius rizikos kapitalo fondus ir į fondų fondus. Taip pat, fondas teikia sindikuotas paskolas įmonėms, kurios jau prisitraukė rizikos kapitalo investicijas. Danijos plėtros fondo, kaip pagrindinio investuotojo dėka, šalyje susikūrė apie dvidešimt penki rizikos kapitalo fondai, kurie prisitraukė virš \$3 bln. privataus kapitalo. Europos rizikos ir privataus kapitalo asociacijos duomenimis, šio fondo dėka Danija yra trečia Europoje po Didžiosios Britanijos ir Šveicarijos pagal valdomo kapitalo ir BVP santykį.
- Danijos plėtros kapitalo fondas (*angl. Danish Growth Capital fund, dan. Dansk Vaekst Kapital*)⁴⁰ yra privačiai valdomas fondų fondas, didžiąja dalimi investuojantis pensijų fondų lėšas į smulkius ir vidutinius rizikos kapitalo ir mezanino fondus. Fondo įsikūrimo metu 2011m. Danijos vyriausybė ir visi pensijų fondai sutiko paskirti \$1 bln. kapitalo investicijoms į besikuriančius SVV. Investuodamas į fondus, Danijos plėtros kapitalo fondas taip pat reikalauja prisitraukti dalį privataus kapitalo.
- Eksperto kreditų fondas (*angl. Export Credit Fund, dan. Eksport Kredit Fonden*)⁴¹ administruoja paskolų eksportui schemą, kuri SVV suteikia eksporto garantijas

Norvegija

Mokestinės lengvatos:

- Specialios mokestinių paskatų investicijoms schemas šalyje nėra, tačiau investuotojai gali pasinaudoti mokestine lengvata investuodami į nelistinguojamas įmones. Komanditinių ūkio bendrijų investuotojai Norvegijoje nėra apmokestinami pajamų mokesčiu nuo pajamų, kurias jie

³⁷ Mondaq, Denmark: Tax-Free Capital Gains From 1 January 2013 4 January 2013

<http://www.mondaq.com/x/214560/Capital+Gains+Tax/TaxFree+Capital+Gains+From+1+January+2013>

³⁸ Entrepreneurship in Denmark. 2012

http://startvaekst.dk/entrepreneurshipindenmark.dk/startup_account_entrepreneur_account

³⁹ Danish Growth Fund: Expanding the risk capital market, supporting SMEs, World Bank 2014

https://www.innovationpolicyplatform.org/sites/default/files/rdf_imported_documents/Case_Study-Danish_Growth_Fund.pdf

⁴⁰ Financial News 2011

<http://www.efinancialnews.com/story/2011-09-27/denmark-fundraising-fund-of-funds?ea9c8a2de0ee111045601ab04d673622>

DanskVakstkapital website

<http://www.danskvaekstkapital.dk/en/about-dansk-vaekstkapital/>

⁴¹ Denmark's Growth Strategy. Danish Solutions to Challenges in Growth Markets, 2012

<http://um.dk/da/~-/media/UM/Danish-site/Documents/Eksportraadet/Markeder/BRIK/Denmarks%20Growth%20-%20Danish%20solutions%20to%20challenges%20in%20growth%20markets.pdf>

uždirba iš akcijų priklausančių KŪB valdomoms kompanijoms, registruotoms Europos ekonominėje zonoje. Ši mokesčių lengvata taikoma ir užsienio investuotojams, investuojantiems Norvegijoje.⁴²

- Iki 97% gali būti nuskaičiuota nuo pajamų iš dividendų ir kapitalo prieaugio mokesčio nuo akcijų.⁴³

Ko-investavimas

- Norvegijos Prekybos ir industrijos ministerijai (*angl. Ministry of Trade and Industry*) priklauso dvi investicinės kompanijos, Innovation Norway ir Investnor, investuojančios į perspektyvias SVV. Pirmoji koncentruojasi į jūrines, transporto ir biotechnologijų kompanijas, o antroji investuoja tiesiogiai į SVV ir kartu su rizikos kapitalo fondais, skirdama ne daugiau nei 50% sindikuotos investicijos lėšų.⁴⁴

6.3 Crowdfunding'as

*Didžiosios Britanijos pavyzdys*⁴⁵:

Apdovanojimu ir aukojimu paremtas crowdfunding nėra reguliuojamas.

Akcinis ir skolinimu paremtas crowdfunding yra prižiūrimas Didžiosios Britanijos Finansinių veiksmų priežiūros institucijos (*angl. Financial Conduct Authority*) ir turi atitikti joms keliamus reikalavimus. Institucija apibrėžė ir reglamentavo prekybą nelistinguojamų įmonių skolos ir akcijų vertybiniais popieriais. Skolinimu paremtu crowdfunding užsiimančios įmonės privalo turėti minimalų pradinį kapitalą, tam, kad įgautų atsparumą finansinių rinkų svyravimams.

Reikalaujama, kad visa crowdfunding platformose talpinama informacija būtų teisinga ir neklaidinanti. rizikos susijusios su investavimu turi būti aiškiai iškomunikuotos ir pabrėžtos. Taip pat taikomi kiti sisteminiai kapitalo rezervų (*angl. capital reserves*) reikalavimai.

Priimti asmenų, galinčių investuoti apribojimai. Investuoti gali:

- asmenys, kurie buvo konsultuoti apie investavimo riziką
- asmenys, kurie klasifikuojami kaip rizikos kapitalo arba įmonių finansų (*angl. corporate finance*) atstovai
- asmenys, turintys patvirtinimą, jog yra pasiturintys (*angl. high net worth individuals*) arba patyrę investuotojai

⁴² Private equity in Norway: market and regulatory overview
<http://uk.practicallaw.com/9-500-9675?service=crossborder#a999277>

⁴³ Taxation and Investment in Norway 2011, Deloitte
<file:///C:/Users/rutaam/Desktop/SVV/Norvegija/dttl-tax-norwayguide-2011.pdf>

⁴⁴ Evaluation of the Danish Growth Fund, Evaluation of activities, 2010–2012 In collaboration with Gordon Murray and Marc Cowling
<http://www.damvad.com/media/95153/dgf-evaluation-final-report.pdf>
http://www.innovasjon Norge.no/no/contact-us/#.U4iCnfl_tHU

⁴⁵ Financial Conduct Authority, The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media.
<http://www.fca.org.uk/your-fca/documents/policy-statements/ps14-04>

- asmenys, patvirtinantys, kad investuoja ne daugiau nei 10% savo grynojo investuotino turto (*angl. net investible assets*)