

© 2019 **Бортников Сергей Петрович**  
**Bortnikov Sergey Petrovich**

доктор юридических наук

Doctor of Law

Самарский государственный экономический  
университет

Samara State University of Economics

E-mail: serg-bortnikov@yandex.ru



УДК 342

## **ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ КРАУДФАНДИНГА КАК ФОРМЫ МОБИЛИЗАЦИИ КАПИТАЛА** **LEGAL REGULATION OF CROUDFUNDING AS FORMS OF CAPITAL MOBILIZATION**

**Ключевые слова:** краудфандинг, эмиссия, инвестор, потребитель.

**Keywords:** crowdfunding, emission, investor, consumer.

В статье рассматриваются особенности правового регулирования краудфандинга в России, а также в Великобритании и США. Институт исследуется в многообразии практик заключения контрактов: например, "долевые" краудфантеры инвестируют в акции, тогда как "поощрительные" краудфантеры получают продукцию производства авансом. Автор обращает внимание на то, что краудфандинг занимает положение между существующими режимами законодательства о ценных бумагах и законодательства о договорах с потребителями. Отмечается, что закон о защите прав потребителей в Великобритании (но не в США) вводит обязательные условия, которые препятствуют разделению рисков при вознаграждении в краудфандинге, в то время как закон США о ценных бумагах предписывает затратное раскрытие информации. В статье делается предположение, что краудфандинг при относительной легкости мобилизации средств неограниченного круга лиц создает реальные риски для инвесторов, а классические методы регулирования рынка и эмиссии ценных бумаг и подходы потребительского права в исследуемых отношениях неэффективны.

The article considers the peculiarities of the legal regulation of crowdfunding in Russia, as well as in the United Kingdom and the United States. The Institute is investigated in the variety of contracting practices: for example, "equity" crowd-funders invest in shares, while "incentive" crowd-funders receive production products in advance. The author draws attention to the fact that crowdfunding takes a position between the existing regimes of securities legislation and consumer contracts legislation. It is noted that the Consumer Protection Act in the UK (but not in

the US) imposes mandatory conditions that prevent risk sharing in crowdfunding rewards, while the US Securities Act prescribes costly disclosure. The article suggests that crowdfunding, with the relative ease of raising funds of an unlimited number of persons, creates real risks for investors, and classical methods of regulation of the market and issue of securities and approaches of consumer law in the investigated relations are ineffective.

Компаниям, только начинающим свою деятельность, или не имеющим постоянного денежного потока (кэш-фло), трудно получить финансирование. Существует также масса иных факторов дефицита финансирования большого числа организаций.

Определение источников финансирования является также важнейшей задачей и в муниципальных или межмуниципальных проектах. Применение механизмов финансирования проектов и программ способствует повышению эффективности использования бюджетных средств в решении задач территориального развития. Определение источников мобилизации средств является важнейшей задачей не только для частного бизнеса, но и для публичных субъектов. Вместе с тем, важно, чтобы такие программы и проекты реализовывались не только муниципальными образованиями одного субъекта Российской Федерации, но и муниципальными образованиями разных субъектов РФ.

Одним из самых демократичных форм источников финансирования стартапов можно назвать "общественное финансирование" или "краудфандинг". Как следует из названия, речь идет о привлечении капитала от неопределенного числа лиц, каждое из которых, как правило, отдает небольшую сумму. Несмотря на длительную историю "общественного финансирования" проектов именно интернет снизил расходы на сбор средств таким образом, содействуя распространению информации о небольших проектах. Использование "крауд финансирования" растет экспоненциально [1]. Это чуть более шестой части суммы, полученной во всем мире за счет первоначальных публичных предложений (IPO) на фондовых рынках в том же году [2].

Деятельность по организации публичного финансирования (краудфандинга) состоит в том, что на специально организованной цифровой платформе в сети Интернет обеспечивается доступ лицам, желающим получить инвестиции (краудфандеру) в свой проект для заключения договора с инвесторами. Результатом этой деятельности является передача денежных средств инвестором краудфандеру. У последнего при этом возникают соответствующие обязательства перед инвесторами.

Выгода "крауд финансирования" для получателя средств не нуждается в объяснении хотя бы потому, что средства мобилизуются. Его использование для тех, кто предоставляет финансирование, менее очевидно. Спонсоры, как правило, инвестируют в проекты лишь небольшие суммы. По российскому закону в сумме не более 600 тысяч рублей в год. Особенностью "крауд финансирования" является обращение к неискушенным инвесторам, потребителям, имеющим такие особенности как ограниченные ресурсы, неискушенность в оценке перспектив развития бизнеса, спонтанное принятие инвестиционных решений, обусловленность поведения психологией толпы. Эти риски вызывают опасения у регуляторов во всем мире.

В нашей стране регулирование краудфандинга как самостоятельного института ранее не осуществлялась пока в августе 2019 года не был подписан закон [8]. В Великобритании Управление по финансовому поведению (Financial Conduct Authority (FCA)) за последние несколько лет разработало и обобщило несколько обзоров порядка применения "крауд финансирования" [3]. В США Комиссия по ценным бумагам и биржам (the Securities and Exchange Commission (SEC)) разработала регламент для розничной торговли крауд фандинга, который вступил в силу в мае 2016 года [4]. Еврокомиссия также активно стремится продвигать крауд финансирование в рамках плана ЕС по рынкам капитала [5].

#### Формы контрактов краудфандинга

Использование краудфандинга возможно в различных формах контрактов, одним из которых является контракт с моделью "вознаграждения", в рамках которой финансирующие организации получают вознаграждение в виде единиц продукции, - дает как фирмам, так и финансирующим организациям обещание уменьшить экономическую неопределенность путем получения новой информации о потребительском спросе.

Используя вознаграждение крауд финансирования, производители обеспечивают определенный баланс спроса и предложения, между их продукцией и капиталом. Вместо привлечения капитала и его использовании на основе предпринимательского риска и рыночной неопределенности, они используют гарантированный спрос на единицу капитала, получая соответствующие блага уже как побочный продукт.

В другой форме контрактов с "акционерным капиталом", где спонсоры покупают акции, их ожидания основаны на оценках будущего потребления и прибыльности предприятия в целом. Инвесторы не имеют опыта ведения предпринимательства, не разбираются в фондовых операциях, что порождает реальную опасность того, что "розничные инвесторы" останутся без прибыли и своих денег.

Вознаграждение по крауд финансированию связывает финансовые рынки и рынки продуктов стартапов. Сам факт наличия продуктов производства в контракте ставит вопрос о возможности квалификации данных отношений как потребительских. В Великобритании краудфандинг подпадает под действие режима, установленного правилами ЕС по защите прав потребителей, согласно которым, среди прочего, потребители имеют возможность отменить сделку и вернуть свои деньги. Такой подход не учитывает двойственное положение инвестора как потребителей и как финансистов. Как финансисты они несут риск, связанный с завершением процесса инвестирования и выхода продукта. В США потребительские контракты лояльны к производителям и не накладывают обязательных условий на производителя. Это дает сторонам большую свободу в разработке соглашений о вознаграждении в краудфандинге. Институт вознаграждения практически отсутствует в Великобритании, но процветает в США.

Краудфандинг на акциях предполагает выпуск ценных бумаг и передачу их инвесторам, и по этой причине формально входит в сферу правового регулирования рынка ценных бумаг. Одним из центральных элементов законодательства о ценных бумагах является обязательное раскрытие информации, расходы на соблюдение которого зачастую являются непомерно высокими для небольших фирм. В отличие

от США краудфандинг на акциях процветает в Великобритании, где действует освобождение от обязательств по раскрытию информации в соответствии с Директивой о Проспектах эмиссии для небольших предложений (Prospectus Directive for small offerings). По нашему мнению, эмиссия Краудфандинга на акциях существенно отличается от традиционного контекста рынка ценных бумаг, что должно предполагать упрощенный порядок и меньшие по объему требования без обязательного раскрытия информации.

Краудфандинг имеет те же проблемы, что и общий рынок потребительского финансирования. Однако, модель правового регулирования в сфере потребительского финансирования, как правило, зависит от контекста, и плохо продуманное вмешательство, зарегулированность или формализм могут вообще уничтожить институт народного финансирования. На этом раннем этапе развития рынка мы выступаем за установление разрешительного режима регулирования. Главная задача состоит в том, чтобы найти баланс интересов предпринимателя, позволить ему легко найти нужные средства для проекта, а также защитить спонсоров, создать условия немедленного реагирования для предотвращения негативных последствий. Российский закон [8] вступит в силу еще только с 01.01.2020 года и лишь через год можно будет говорить о каких-то результатах и анализе.

#### Краудфандинг для стартапов

Большинство бизнес-стартапов терпят неудачу, поэтому финансирование стартапа - рискованное начинание. Обычно не более 5-10 % проектов становятся жизнеспособными. В стартапах еще не существует ни рынка сбыта продукции (в большинстве случаев нет даже (пока) продукта), догадками остаются показатели рентабельности и размера рынка. Большинство предпринимателей начинают с того, что вкладывают свои сбережения, используют личные или кредитные средства, средства семьи и друзей. Стартапы, как правило, не генерируют устойчивые денежные потоки для выплаты процентов и помимо залога собственной квартиры или машины не имеют ликвидных активов, которые можно было бы предложить в качестве обеспечения. Конечно ни о какой привлекательности их корпоративного долга как формы финансирования не может быть и речи, банковское кредитование для них также почти недоступно.

Еще один известный источник финансирования стартапов - это венчурные капиталы и "бизнес-ангелы", инвестиционная модель которых предназначена для финансирования стартапов. Эти инвесторы уже предполагают высокий риск проекта. Они берут весь проект под контроль, зачастую несоразмерно их инвестициям и используют его для повышения качества принятия решений и смягчения угрозы несостоятельности предпринимателя. Часто требуется, чтобы инвестор находился в географической близости к объекту инвестирования для того, чтобы активно участвовать в принятии решений, осуществлять контроль, "присутствовать в проекте". Венчурные капиталисты, как правило, базируются в местах, где существуют крупные "кластеры" новых фирм, как правило, вблизи источника технологических инноваций, таких как университет, технопарк, ТОРы и пр. В Самарской области таким местом является технопарк "Жигулевская долина" [9].

Такая географическая близость не нужна для сбора средств через фондовые рынки. В отличие от венчурных капиталистов, инвесторы на фондовом рынке, вместо того, чтобы сами оценивать риски, полагаются на законодательство о ценных бумагах и репутацию андеррайтеров. Однако увеличение капитала за счет публичного предложения сопряжено со значительными фиксированными затратами, отчасти связанными с соблюдением законодательства о ценных бумагах. Стоимость выпуска проспекта IPO в сумме 1 млн. евро может потребовать миллионные стартовые расходы, что оставляет рынок ценных бумаг как средство мобилизации капитала вне досягаемости стартапов [6].

На этом фоне ограниченности доступа к финансовым ресурсам для стартапов, крауд финансирование дает возможность удовлетворить некоторую часть финансового спроса предпринимателей на денежные активы.

Следует обратить внимание на опыт Великобритании и США в регулировании отношений краудфандинга. Регулирование крауд контрактов акционерного капитала актуально не только для внутреннего рынка, но, потенциально, и в качестве модели для других юрисдикций. Большая часть содержания законодательства Великобритании о ценных бумагах вытекает из законодательства ЕС, и более половины всех платформ "крауд-эмиссии", применяемых в ЕС, реализуются и в Великобритании [7]. Хотя членство Великобритании в ЕС в настоящее время уже предreshено, большинство соответствующих правовых норм ЕС были введены в действие в рамках внутреннего законодательства Великобритании.

В свою очередь, США, где находится крупнейшее в мире венчурное инвестиционное сообщество и рынки капитала, давно признаны лидером в предоставлении финансов для инноваций.

Тем не менее, Великобритания и США придерживаются совершенно разных подходов к регулированию крауд контрактов. Великобритания, используя изъятие из законодательства ЕС о ценных бумагах, разрешающее не раскрывать информацию при эмиссии как "исключение для небольших предложений", стимулирует выпуск акций как форму заимствования, тогда как США, применяя обременительные правила раскрытия информации при выпуске акций - даже для небольших фирм - практически исключает данную форму из практики краудфандинга. Вместе с тем, вопросы выплаты вознаграждения по крауд обязательствам в Великобритании разрешаются в сфере действия правил о защите прав потребителей, чего в США попросту нет.

\* \* \* \*

1. Massolution, Crowdfunding Industry 2015 Report (2016). В России исследование по краудфандингу не проводилось.

2. Y, EY Global IPO Trends 2015 4Q, 4 (2016).

3. Федеральный закон от 2 августа 2019 г. N 259-ФЗ "О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации" // Правовая система "Гарант" (дата обращения: 22.11.2019).

4. FCA, Interim Feedback to the Call for Input to the Post-Implementation Review of the FCA's Crowdfunding Rules FS16/13 (2016). See also FCA, The FCA's Regulatory Approach to Crowdfunding over the Internet, and the Promotion of Non-Readily Realisable Securities by Other Media PS14/4 (2014).

5. SEC, Crowdfunding: Final Rule (2015) 80 Federal Register 71388 (17 CFR Parts 200, 226, 232, 239, 240, 249, 269 and 274).

6. See European Commission, Action Plan on Building a Capital Markets Union COM(2015) 468 final, 30 September 2015, 7; European Commission, Crowdfunding in the EU Capital Markets Union SWD(2016) 154 final, 3 May 2016.

7. Федеральный закон от 2 августа 2019 г. N 259-ФЗ "О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации" // Правовая система "Гарант" (дата обращения: 22.11.2019).

8. Закон Самарской области от 09.11.2005 N 198-ГД (ред. от 06.02.2015) "О государственной поддержке инновационной деятельности на территории Самарской области" (принят Самарской Губернской Думой 25.10.2005) // Правовая система "КонсультантПлюс" (дата обращения: 22.11.2019).

9. European Commission, Published Results: Consultation on the Review of the Prospectus Directive. URL: <http://ec.europa.eu/eusurvey/publication/prospectus-directive-2015?language=en>. См. также: European Commission, Consultation Document: Review of the Prospectus Directive (February 2015) 4-6.

10. ESMA, Investment-Based Crowdfunding: Insights from Regulators in the EU ESMA/2015/856 Ann 1 (2015), 2.