



Теоретико-практические коллизии в сфере цифровых финансовых инструментов и инвестиционных платформ краудфинансирования

Школик О.А., доцент кафедры социально-экономических дисциплин
Уральский юридический институт МВД России, Екатеринбург, Россия

Аннотация. В статье рассматриваются вопросы функционирования инвестиционных платформ краудфинансирования, а также вопрос размещения и оборота на них цифровых финансовых активов. В ходе исследования автор приводит характеристику отношений и форм краудфинансирования, на основе компаративного анализа краудфинансирования и коллективного инвестирования обосновывает позицию, которая опровергает допустимость распространенных подходов к квалификации краудфинансирования как формы коллективного инвестирования, а также представляет критический анализ на сущность новизны финансовых инструментов, используемых в рамках привлечения краудфинансирования.

Ключевые слова: краудфинансирование, краудинвестинг, краудлендинг, финансовые рынки, финансовые инструменты, коллективные инвестиции.

Theoretical and practical collisions in the field of digital financial instruments and crowdfunding investment platforms

Shkolik O.A., Associate Professor of the Department of socio-economic disciplines of the Ural Law Institute of the Ministry of Internal Affairs of Russia

Annotation. The article discusses the functioning of crowdfunding investment platforms, as well as the issue of placement and turnover of digital financial assets on them. In the course of the study, the author gives a description of the relations and

forms of crowdfunding, on the basis of a comparative analysis of crowdfunding and collective investment, substantiates a position that refutes the permissibility of common approaches to the qualification of crowdfunding as a form of collective investment, and also presents a critical analysis of the essence of the novelty of financial instruments used in the framework of attracting crowdfunding.

Key words: crowdfunding, crowdfunding, crowdlending, financial markets, financial instruments, collective investments.

Краудфинансирование является примером динамично развивающихся денежных перераспределительных отношений, складывающихся между частными владельцами капитала и потребителями капитала, испытывающими серьезные потребности в нем. Здесь специально употреблен неопределенный термин «потребители», что обусловлено весьма разнообразным общественно-экономическим статусом потребителей капитала, но не только. В том числе это обусловлено разнообразным целевым назначением привлекаемого капитала, а также экономической природой и правовой спецификой обязательств, возникающих или не возникающих у потребителя капитала перед его владельцем. Термин «краудфандинг» образован словосочетанием двух слов английского языка — crowd и funding, «толпа» и «финансирование» соответственно. В современной финансовой практике этот термин подразумевает способ привлечения денежных средств от круга лиц, в некоторых случаях круга неопределенного и неограниченного, посредством использования цифровых технологий, в частности посредством использования специальных электронных финансовых (в т.ч. инвестиционных) платформ (площадок).

Критериев для классификации видов и типов краудфинансирования можно выделить достаточно много [1]. Однако по базовым критериям можно классифицировать оптимальное количество их видов. В частности, с позиции такого базового критерия как экономический характер финансирования, который предопределяет цели предоставления финансирования и специфику обязательств возникающих у потребителя привлекаемых финансовых ресурсов,

краудфинансирование можно подразделить на коммерческое и некоммерческое. Коммерческое предполагает, что финансирование предоставляется собственником капитала с целью получения дохода на него, в результате чего у получателя образуются финансовые обязательства перед источником финансирования. Некоммерческое предполагает, что финансирование предоставляется в качестве материальной помощи или в качестве благотворительности. При этом, если материальная помощь предоставляется коммерческому субъекту (бизнесу), то у получателя образуются нефинансовые материальные или нематериальные обязательства. В качестве примера представим, что некоммерческое финансирование предоставляется компании на разработку какого-либо коммерческого продукта или технологии, лицо предоставившее финансирование не преследует цели получения дохода на свой капитал, т.к. заинтересовано в появлении продукта или в разработке технологии, и поэтому действует в личных или общественных интересах [2]. В этом случае источник капитала как вариант может получить право на получение экземпляра промышленного продукта из первой произведенной партии (материальное обязательство) или упоминание разработчиком о жертвователях в распространяемой информации о продукте (нематериальное обязательство). Если же финансирование осуществляется в качестве благотворительной помощи, то возникновение материальных обязательств у получателя невозможно в принципе.

С позиции другого базового критерия, коим является правовой характер обязательств возникающих у потребителя финансовых ресурсов, краудфинансирование традиционно подразделяется на краудинвестинг и краудлендинг. Первый традиционно предполагает, что источник финансирования приобретает долевые права, в результате принятия на себя долевых обязательств получателем финансирования. Иными словами, в этом случае инвестор получает долю в бизнесе или в его части, например в финансируемом проекте, в обмен на финансовые ресурсы. Второй традиционно предполагает, что между лицом, предоставляющим финансирование и лицом его

получающим складываются заемные отношения, поэтому финансируемый принимает на себя долговые обязательства, а финансирующий получает права требования по долгу, образовавшемуся из финансирования.

Новации в области российского финансового и инвестиционного законодательства, направленные на правовую организацию и регулирование отношений в сфере функционирования инвестиционных платформ краудфинансирования явились причиной бурного научно-теоретического обсуждения специфики и перспектив развития новых форм и способов размещения частного капитала в российской экономике.

Большинство исследовательских взглядов представителей теоретической науки и практической деятельности оказалось весьма схожим и однонаправленным. В частности, с момента разработки и принятия Федерального закона от 02.08.2019 г. № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»¹ и Федерального закона от 31.07.2020 г. № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»², научный дискурс развивается вокруг идеи о том, что данные акты ознаменовали новую эру инвестиционных отношений, которые имеют место между инвестором, как владельцем капитала, и предпринимателем, как экономическим субъектом, нуждающимся в финансовых ресурсах и получающего их через капиталовложения первого.

Характер новизны начинающейся эры объясняется адептами данной идеи в разрезе вольной характеристики устоявшихся финансово-правовых категорий, с учетом тех социально-экономических тенденций, которые наблюдаются на протяжении предшествующих 10-15 лет. То есть дискурс сводится к тому, что на созданной правовой базе государство учреждает новые финансовые инструменты, тем самым делая очередной вклад в построение новой (цифровой)

¹ Далее – Закон об инвестиционных платформах.

² Далее – Закон о цифровых финансовых активах.

экономики [3]. Более того, при исследовании вопросов реализации инвестиционных процессов, посредством проведения операций с цифровыми инструментами/активами³ через новые инвестиционные платформы, нередко исследователи не гнушаются употреблять применительно к цифровым активам термин «феномены». Между тем выражая несогласие с такими подходами хочется обратить внимание, что критерии новизны и феноменальности цифровых финансовых инструментов весьма неоднозначные и дискуссионные, как впрочем и вопрос о том, каково в действительности развивающееся движение экономики — происходит революционное построение цифровой экономики или все же под влиянием социально-экономических тенденций, обусловленных высокими темпами информатизации и цифровизации общества, осуществляется естественный переход к цифровой экономике.

Для объяснения авторской позиции сначала обратимся к правовым нормам, которые определяют номенклатуру цифровых инструментов / активов. Например, согласно Закону об инвестиционных платформах, инвестирование с их использованием может осуществляться ограниченным количеством способов. Первый – в рамках долгового финансирования, т.е. путем предоставления займов. Второй – в рамках секьюритизированного долевого или долгового финансирования, т.е. путем приобретения эмиссионных ценных бумаг. При этом здесь есть четыре фундаментальных ограничения: ценные бумаги должны размещаться с использованием инвестиционной платформы; эмитентами ценных бумаг не могут являться кредитные или некредитные финансовые организации; в качестве объектов инвестирования не могут выступать структурные облигации; а также в качестве объектов инвестирования не могут выступать эмиссионные ценные бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов. Третий способ инвестирования – путем приобретения утилитарных цифровых прав, к коим относятся: право требовать

³ Термины «цифровые инструменты» и «цифровые активы» здесь и далее употребляются в обобщенном смысле и подразумевают всю номенклатуру активов, предусмотренных в Законе об инвестиционных платформах и Законе о цифровых финансовых активах, за исключением цифровой валюты.

передачи материальных объектов собственности (вещей); право требовать передачи нематериальных активов, представленные исключительными правами на результаты интеллектуальной деятельности, а также право использования результатов интеллектуальной деятельности; право требовать выполнения работ и/или оказания услуг. В свою очередь, если мы обратимся к Закону о цифровых финансовых активах, то мы увидим, что оными признаются цифровые права, выпуск, учет и обращение которых возможны только путем внесения записей в информационную систему на основе распределенного реестра, а также в иные информационные системы. При этом цифровые права квалифицируемые как цифровые финансовые активы, могут включать в себя либо денежные требования, либо возможность осуществления прав по эмиссионным ценным бумагам, либо права участия в капитале непубличного акционерного общества, либо право требовать передачи эмиссионных ценных бумаг. По совокупности характеристик, приведенных из Закона об инвестиционных платформах и Закона о цифровых финансовых активах следует, что утверждение об учреждении «новых» финансовых инструментов является явно ошибочным, поскольку утилитарные цифровые права, цифровые финансовые активы, займы и эмиссионные ценные бумаги являются абсолютно понятной и широко известной совокупностью имущественных и обязательственных прав, трактуемых в финансовой теории как активы. Что же действительно нового в данных финансовых инструментах, так это качественно иная нематериальная (цифровая) форма, которая имеет фундаментальное, определяющее значение при их выпуске, реализации и обращении. И если применительно к криптовалюте⁴, как уникальному феномену криптофантиков, безусловно можно применить характеризующий эпитет «новый финансовый инструмент», то к цифровым финансовым активам безусловно нельзя. Опять же это обусловлено тем, что криптовалюта, даже с поправкой на интеллектуально и материально не осязаемую «фундаментальную стоимость», лежащую в ее основе, весьма

⁴ Подразумевается необеспеченная криптовалюта, в т.ч. ее разновидность – стейблкоины.

спорный, но действительно новый, ранее невиданный инструмент для инвестирования, в то время как цифровые финансовые активы — это понятные классические активы и обязательства в пока еще не полностью осознанной обществом цифровой форме.

Вместе с тем, действительно важным аспектом новизны, которое приносит нормативно регулируемое краудфинансирование, является то, что на российском финансовом рынке образуется новый сектор, участники которого действуют не только абсолютно легально, но и находятся под государственной защитой специализированного государственного органа. И феномен в данном случае заключается в том, что этот сектор существенно расширяет потребительские границы отечественного финансового рынка как с точки зрения объектов инвестирования, так и с точки зрения расширения категорий инвесторов присутствующих на нем [4]. То есть, во-первых, доступ к организованному финансовому рынку в целях привлечения капитала в бизнес получают те экономические субъекты и в тех формах, которые до юридического внедрения краудфинансирования были институционально отрезаны от финансового рынка. Ярким примером в данном случае является возможность привлечения капитала непубличными акционерными обществами путем размещения акций посредством инвестиционной платформы. Во-вторых, прямой доступ к организованному финансовому рынку получают мелкие розничные инвесторы, ведь в отличие от биржевого фондового рынка, где они вынуждены инвестировать опосредованно через брокера или доверительного управляющего, здесь они самостоятельно и с меньшим минимальным капиталом отбирают объекты инвестирования и осуществляют с ними инвестиционные операции.

Нужно отметить, что в области теоретической науки и практической деятельности, заблуждение о новизне финансовых инструментов, посредством которых привлекается краудфинансирование, является не только не единственным, но и не является самым серьезным с точки зрения негативных последствий. Наиболее неблагоприятным аспектом в теории и практике функционирования инвестиционных платформ краудфинансирования, является

ошибочная квалификация краудфинансирования как формы коллективных инвестиций.

Коллективные инвестиции есть система инвестирования посредством использования специализированных финансовых институтов, основанных на принципе объединения капитала частных инвесторов в рамках единого инвестиционного портфеля, которая функционирует на единых регулятивных принципах. Разберем приведенное определение по составным элементам, характеризующим сущность коллективных инвестиций. Прежде всего, обратим внимание на специализированные финансовые институты, как сущностный элемент коллективного инвестирования. Данный сегмент финансового рынка представлен особой номенклатурой небанковских финансовых организаций, одна часть из которых является системообразующими субъектами, например акционерные инвестиционные фонды и негосударственные пенсионных фонды, а другая часть составляет инфраструктуру рынка коллективных инвестиций, например специализированные депозитарии. Главный идейный принцип коллективных инвестиций состоит в объединении капитала частных инвесторов в рамках единого инвестиционного портфеля, который находится в распоряжении, под управлением и на хранении указанных специализированных финансовых организаций. Из этого уже следуют другие сущностные отличительные черты коллективных инвестиций: во-первых, коллективный инвестор отделен от инвестиционного процесса — он не участвует в принятии инвестиционных решений, его инвестиционная воля ограничивается инвестиционной декларацией; во-вторых, схема коллективного инвестирования предполагает распределение между ее участниками рисков инвестирования и обязательств, образующихся в процессе инвестирования. Иными словами, квалификация любой разрозненной совокупности индивидуальных инвесторов, условно объединяемых квалифицирующим лицом в группу (коллектив) на основании такого критерия как совпадение объекта инвестирования, является критической ошибкой. С позиции данной ошибки любое акционерное общество, с количеством акционеров более одного, будет квалифицироваться как форма

коллективного инвестирования. И таким образом, индивидуальный инвестор размещающий свой капитал посредством инвестиционных платформ краудфинансирования не может являться коллективным инвестором. Его капитал не объединяется в рамках единого (коллективного) портфеля со средствами других инвесторов, т.е. его инвестиционный портфель индивидуален, как и индивидуален его риск. Более того, согласно положениям Закона об инвестиционных платформах, инвестиционные операции на них осуществляются путем принятия инвестором инвестиционного предложения от лица, привлекающего инвестиции. В свою очередь принятие этого предложения осуществляется путем выражения инвестором своей воли. Иными словами, индивидуальный краудинвестор самостоятельно принимает инвестиционные решения и проводит инвестиционные операции на платформе краудфинансирования.

Данное теоретическое положение имеет большое практическое значение, поскольку как было отмечено выше отрасль коллективного инвестирования функционирует на единых регулятивных принципах. Иными словами, инвестиционный капитал коллективного инвестора размещается на одинаковых условиях и по единым правилам вне зависимости от того финансового института (некредитной финансовой организации), которому он был передан для управления. Регулятивная обособленность коллективных инвестиций предполагает то, что неверная квалификация мелкого сектора краудфинансирования как формы коллективного инвестирования потенциально внесет дисбаланс в систему регулирования большой отрасли. Например, такая неверная квалификация уже позволила отдельным исследователям расширить субъектный состав отрасли коллективных инвестиций, хотя пока только на теоретическом уровне. Так, например, некоторые из них в своих работах указывают, что особенностью правоотношений, складывающихся в рамках коллективного инвестирования, является сложный субъектный состав, к которому они относят помимо самих коллективных инвесторов и специализированных финансовых организаций еще и лиц, привлекающих

инвестиции [5]. С этим безусловно нельзя никак согласиться, т.к., во-первых, инвестиционный процесс в рамках коллективных инвестиций большей частью носит спекулятивный характер, т.е. операции предполагают переход финансовых активов из владения одного инвестора во владение другого, при этом никоим образом не вовлекая капитал в реальный сектор, что, в частности, существенно отличает коллективные инвестиции от краудфинансирования. Иными словами, здесь складываются опосредованные экономические отношения между спекулянтами, а не между инвестором и лицом, привлекающим инвестиции. Во-вторых, вся система коллективного инвестирования организована на принципе недопущения прямых правоотношений коллективного инвестора с другими инвесторами, выступающими фактическими контрагентами по инвестиционным операциям. Прежде всего, мы уже отмечали, что коллективный инвестор отделен от инвестиционного процесса, он не участвует в принятии инвестиционных решений, он не заключает инвестиционных сделок с финансовыми активами, а следовательно, он не вступает в правоотношения с продавцом/покупателем финансового актива, попадающего/выбывающего из коллективного инвестиционного портфеля. Более того, три четверти инвестиционных операций, которые разрешены к совершению инвестиционным (доверительным) управляющим со средствами коллективных инвесторов должны проводиться на основе безадресных биржевых сделок, а это в свою очередь подразумевает, что даже у управляющего не возникает правоотношений с контрагентом при проведении инвестиционной операции.

Библиографический список

1. Мухамедьярова-Левина, Т.Т. Краудфандинг как способ коллективного инвестирования / Т.Т. Мухамедьярова-Левина, В.Д. Заболотникова // Вестник университета Туран. – 2020. – № 2(86). – С. 136-140
2. Belleflamme P., Omrani N., Peitz M. The economics of crowdfunding platforms // Information Economics and Policy, Volume 33, 2015, Pages 11-28.

3. Топузова, И.Н. Новые инструменты и технологии для бизнеса: краудфандинг, криптовалюта, блокчейн - что дальше? / И.Н. Топузова, Ю.В. Лысенко // Студенческий. – 2020. – № 1-5(87). – С. 6-10.

4. Sahn M., Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. Corrigendum to «Crowdfunding: Tapping the right crowd» // Journal of Business Venturing, Volume 29, Issue 5, September 2014, Pages 610-611.

5. Папаскуа, Г.Т. Краудфандинг: понятие, виды и риски / Г.Т. Папаскуа // Актуальные проблемы российского права. – 2021. – Т. 16. – № 7(128). – С. 77-85.

References:

1. Mukhamedyarova-Levina, T.T. Crowdfunding as a way of collective investment / T.T. Mukhamedyarova-Levina, V.D. Zabolotnikova // Bulletin of the University of Turan. – 2020. – № 2(86). – Pp. 136-140.

2. Belleflamme P., Omrani N., Peitz M. The economics of crowdfunding platforms // Information Economics and Policy, Volume 33, 2015, Pages 11-28.

3. Topuzova, I.N. New tools and technologies for business: crowdfunding, cryptocurrency, blockchain - what's next? / I.N. Topuzova, Y.V. Lysenko // Student. – 2020. – № 1-5(87). – Pp. 6-10.

4. Sahn M., Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. Corrigendum to «Crowdfunding: Tapping the right crowd» // Journal of Business Venturing, Volume 29, Issue 5, September 2014, Pages 610-611.

5. Papaskua, G.T. Crowdfunding: concept, types and risks / G.T. Papaskua // Actual problems of Russian law. – 2021. – Т. 16. – № 7(128). – Pp. 77-85.

Для цитирования: Школик О.А., Теоретико-практические коллизии в сфере цифровых финансовых инструментов и инвестиционных платформ краудфинансирования / Российский экономический интернет-журнал. – 2022. – № 2. URL:

© Школик О.А., Российский экономический интернет-журнал 2022, № 2.