

Правовое регулирование краудфандинга в США

Аннотация. В статье рассматриваются положения действующего краудфандингового законодательства Соединенных Штатов Америки с целью обособления особенностей соответствующего локального правового регулирования. Рассматриваются акты и положения, регулирующие основные распространенные формы краудфандинга, в частности Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS), Закон о ценных бумагах 1933 г. (The Securities Act of 1933), и обозначается сфера их регулирования. Выделяются государственные органы, прямо или косвенно осуществляющие регулятивные функции в отношении рассматриваемой сферы, включая Бюро финансовой защиты потребителей (CFPB), Федеральную торговую Комиссию (FTC), Министерство юстиции США, Управление по ценным бумагам (SEC). Приводятся основные требования, предъявляемые к участникам рынка краудфандинговых услуг, правила допуска участников на соответствующий рынок, а также применимые ограничения инвестиционного характера. Отмечается, что, несмотря на существование федерального краудфандингового регулирования, отдельные штаты вводят в действие собственные краудфандинговые положения нормативно-регулятивного характера.

Ключевые слова: США, Конгресс, право, правовое регулирование, законодательство, Закон JOBS, краудфандинг, регулирование, инвестиции, инклюзивность.



**Георгий Георгиевич
ШАПОШНИКОВ,**

соискатель кафедры
финансового права
Университета имени
О.Е. Кутафина (МГЮА)
**shaposhnikovgg@
gmail.com**
125993, Россия, г. Москва,
ул. Садовая-Кудринская, д. 9

DOI: 10.17803/2311-5998.2022.96.8.141-147

GEORGY G. SHAPOSHNIKOV,

applicant at the Department of Financial Law
of the Kutafin Moscow State Law University (MSAL)
shaposhnikovgg@gmail.com

9, ul. Sadovaya-Kudrinskaya, Moscow, Russia, 125993

Crowdfunding regulation in USA

Abstract. The article discusses the provisions of the current crowdfunding legislation of the United States of America in order to isolate the features of the relevant local legal regulation. The acts and regulations governing the main common forms of crowdfunding, in particular the Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS), The Securities Act of 1933, are considered, and the scope of their regulation is indicated. There are government agencies that directly or indirectly carry out regulatory functions in relation to the area under consideration, including the Consumer Financial Protection Bureau

© Г. Г. Шапошников, 2022

(CFPB), the Federal Trade Commission (FTC), the United States Department of Justice, Securities and Exchange Commission (SEC). The main requirements for participants in the crowdfunding services market, the rules for admitting participants to the relevant market, as well as applicable investment restrictions are given. It is noted that despite the existence of federal crowdfunding regulation, individual states enact their own crowdfunding regulatory provisions.

Keywords: USA, Congress, law, legal regulation, legislation, JOBS law, crowdfunding, regulation, investments, inclusivity.

Развитие краудфандингового законодательства на территории США связано с интересом к краудфандинговым платформам, получившими развитие вследствие финансового кризиса в 2007—2008 гг. В 2009 г. была создана краудфандинговая платформа Kickstarter, ориентированная в первую очередь на проведение краудфандинг-кампаний в форме вознаграждения (donative crowdfunding).

Для целей правового регулирования краудфандинг разделен:

- на краудфандинг в форме пожертвования (donative crowdfunding);
- потребительский краудфандинг (consumption interest crowdfunding);
- краудфандинг в форме потребительского кредитования (consumer lending crowdfunding);
- краудфандинг в форме предоставления займа и краудфандинг ценных бумаг (securities crowdfunding), который принято называть краудфандингом в форме инвестиций¹.

Представляется возможным дать краткую характеристику каждой из заявленных форм:

1. *Краудфандинг в форме пожертвования* — форма краудфандинга, возникшая в США одной из первых, представляет собой один из видов благотворительной деятельности и финансовой поддержки частных лиц или организаций. Примерами таких краудфандинговых платформ являются GoFundMe и Patreon. Бэкер (спонсор) вправе пожертвовать деньги частному лицу, благотворительной или коммерческой организации посредством краудфандинговой платформы, используя сеть Интернет.

Следует отметить, что в США отсутствует специальное законодательное регулирование благотворительного краудфандинга, а краудфандинговые пожертвования физических лиц в пользу иных лиц не обеспечены соответствующей правовой основой. Одновременно на операции, осуществляемые на таких платформах, распространяется законодательство штата по борьбе с мошенничеством, которое закрепляет ответственность физических лиц — организаторов сбора средств, в частности, если краудфандинговая кампания инициирована с целью введения бэкеров в заблуждение.

¹ См. по данному вопросу также: Актуальные проблемы блокчейн-технологий в финансовом праве : учебное пособие / отв. ред. Е. Ю. Грачева, Л. Л. Арзуманова. М. : Норма, 2021. С. 64—66.

2. *Потребительский краудфандинг* существует в рамках классификаций², основными типами его признаются краудфандинг в форме предпродажи и в форме вознаграждения.

Краудфандинг в форме предпродажи ориентирован на предоставление авансового финансирования бизнесу или предпринимателю в целях проведения исследований, разработок, производства, маркетинга, распространения предложения о продаже нового продукта или услуги. После того как продукт или услуга доступны к предоставлению, спонсор получает его или приобретает приоритет в его приобретении.

В условиях осуществления краудфандинга в форме вознаграждения бэкеры в обмен на денежный взнос получают предмет, цель предоставления которого сводится к развитию бизнеса или проекта (например, футболка с логотипом, толстовка, сумка и т.п.). Такой предмет не является конечным результатом проведения краудфандинг-кампании, а бэкер, направляя свой вклад, не закладывает в первоначальную цель получение такого предмета.

В обоих случаях, как и в условиях осуществления благотворительного краудфандинга, инвестор не получает финансовой выгоды.

Потребительский краудфандинг в Соединенных Штатах, главным образом, регулируется федеральным законодательством, а также актами штатов о защите прав потребителей и недобросовестной торговой практике.

3. *Краудфандинг в форме потребительского кредитования, или P2P-краудфандинг.* В результате финансового кризиса 2008—2009 гг. потенциальным участникам кредитного рынка стали отказывать в получении банковских кредитов. Заемщики преодолели затруднения посредством краудфандинга в форме потребительского кредитования, известного как одноранговое (P2P) или рыночное кредитование. Платформы P2P генерируют доход, получая процент от суммы кредита (в качестве единовременного сбора) с заемщика и комиссию за обслуживание кредита (или фиксированную годовую плату либо единовременный процент от суммы кредита) от инвесторов.

Учитывая правовую природу транзакций, осуществляемых на платформах, краудфандинг в форме потребительского кредитования рассматривается как деятельность по кредитованию. В этой связи ответственность в сфере регулирования такого кредитования потенциально входит в компетенцию государственных регуляторов, включая Бюро финансовой защиты потребителей (CFPB), Федеральную торговую комиссию (FTC), Министерство юстиции США, Управление по ценным бумагам (SEC) и федеральные банковские регуляторы.

Также в 2008 г. Комиссией по ценным бумагам США принято решение о регулировании зарождающейся индустрии однорангового кредитования. Предложенная механика предполагала, что в полномочия SEC войдет контроль кредитно-инвестиционных отношений, а CFPB и FTC — деятельность заемщика. В последующие годы сообщество рассматривало и вопросы о замене такого двойственного подхода консолидированным, включая подкрепление освобождением платформ P2P-кредитования от сферы регулирования федеральными законами о ценных

² Joan MacLeod Heminway. The Legal Regulation of U. S. Crowdfunding: An Organically Evolving Patchwork, Research Paper #335, 2017.



бумагах. Ряд авторов отмечают³, что двойственная система регулирования совершенствуется по мере того, как Комиссия по ценным бумагам и биржам вносит поправки в действующие законодательные правила.

Более того, в 2013 г. SEC ввело Правило 506(c), позволившее P2P-платформам не проходить процедуру регистрации SEC при условии, что краудфандинговые платформы удостоверяются при наличии у кредиторов статуса «аккредитованный инвестор»⁴.

Выход на рынок P2P-кредитования стал доступным после принятия Положения о краудфандинге в 2016 г. Ярким примером могут служить компании-заемщики, которые вправе привлечь до 1 млн долларов США в течение 12 месяцев от аккредитованных и неаккредитованных инвесторов с учетом инвестиционных лимитов и требований к раскрытию финансовой отчетности. Положение о краудфандинге позволяет платформам находить заемщиков и кредиторов на рынке, без условия для платформы по регистрации ценных бумаг.

Таким образом, регулирование рынка P2P-краудфандинга обладает спецификой, которая проявляется в том, что на первоначальных этапах формирование P2P-краудфандингового рынка имело двухуровневый характер, однако со временем большее влияние получила SEC. Под руководством Комиссии по ценным бумагам были приняты нормы, ориентированные на упрощение доступа к рынкам услуг однорангового кредитования. Правило 506(c) и Положение о краудфандинге способствуют упорядочению рыночных процедур, поскольку большая роль в них уделяется вопросам раскрытия и проверки информации об участниках рынка P2P-кредитования со стороны краудфандинговых платформ.

4. Краудфандинг ценных бумаг (краудфандинг в форме инвестиций). При желании инвестора осуществить финансовые вложения в бизнес-проект, в особенности при участии на онлайн-рынке, финансирование классифицируется на краудфандинг ценных бумаг или инвестиционный краудфандинг. В этих условиях применимы разные способы интернет-финансирования, к числу которых относится предложение ценных бумаг в Интернете без проведения регистрации (процедура закреплена правилами Закона о ценных бумагах 1933 г.).

Утвержденный Законом о бизнес-стартапах (Jumpstart Our Business Startups Act (далее — JOBS)) в 2012 г. и реализованный в соответствии с правилами SEC в 2016 г. краудфандинг ценных бумаг устанавливает цели⁵:

- по предоставлению предпринимателям эффективных средств привлечения начального капитала;
- обеспечению инклюзивной формы предпринимательского финансирования, которая дает возможность участникам представить проект общественности.

Перечисленные цели на первый взгляд сложно достижимы, поскольку проблематична реализация регулирования в условиях полной инклюзивности (открытости), для чего возможно рассмотреть меры, принятые в рамках формирования

³ It Ain't Broke: The Case for Continued SEC Regulation of P2P Lending Benjamin Lo, Harvard Business Law Review, August 9, 2016.

⁴ Eliminating the Prohibition Against General Solicitation and General Advertising in Rule 506 and Rule 144A Offerings, Securities Act Release No. 33-9415, 2013 WL 3817300, July 10, 2013.

⁵ Schwartz A. A. Inclusive Crowdfunding // Utah L. Rev. 2016. P. 661, 672.

регулятивного обеспечения рынка краудфандинга ценных бумаг. Такой метод онлайн-инвестирования представлялся перспективным, однако по своей природе не соотносился с традиционными правилами публичного предложения в отношении ценных бумаг, поскольку предусматривал прохождение процесса регистрации и проверки на соответствие требованиям в части публичного раскрытия информации о ценных бумагах.

Тем не менее законодательство о ценных бумагах прямо допускает исключения из требований о регистрации. Такой перечень был принят Конгрессом США в Разделе III JOBS. В свою очередь, большинство штатов, включая Колорадо и Джорджию, приняли аналогичные законы на своих уровнях. В обозначенном Законе Конгресс признал возможности роста краудфандинга и поручил SEC утвердить режим упрощенного регулирования для краудфандинговых платформ.

До перехода краудфандинга в онлайн-формат с принятием правил SEC большинство краудфандинговых проектов не предусматривали возможность владения акциями, а лишь устанавливали возможность привлечения взносов в обмен на получение выгоды в имущественной форме.

Закон, по сути, узаконил краудфандинг ценных бумаг и закрепил ограничения и правила, ужесточив денежные ограничения для компаний и инвесторов и определив ограничения на количество краудфандинговых ценных бумаг, которые инвестор вправе приобрести в течение года. Например, максимальная сумма, которую инвестор может внести, определяется по скользящей шкале в зависимости от дохода и собственного капитала. Как правило, такая сумма варьируется от 2 000 до 5 000 долларов США. Можно предположить, что цель инвестиционного ограничения заключается в том, чтобы защитить инвесторов от принимаемых обязательств.

Законом предусматривается, что транзакции могут быть проведены через финансового посредника, зарегистрированного в SEC. Финансовые посредники (платформы или порталы) информируют инвесторов о своей деятельности, с которой обязан ознакомиться каждый инвестор, подтверждая, таким образом, готовность нести риски, связанные с участием в этих кампаниях. Закон устанавливает обязанность указывать цель сбора средств и получать их в том случае, если она будет достигнута. В ходе рассмотрения предложения инвесторы вправе вернуть денежные средства в любой период времени.

Если кампания по финансированию окажется успешной, то ее организатор представляет ежегодные отчеты инвесторам и SEC до момента нахождения ценных бумаг в обращении. Кроме того, краудфандинговые ценные бумаги не могут быть переданы или проданы инвесторами в течение года с даты их покупки, если они не переданы эмитенту (аккредитованному инвестору или члену его семьи) в рамках предложения, зарегистрированного SEC.

В октябре 2013 г. SEC были опубликованы правила для общественного обсуждения. В Правилах заключена крайняя форма инклюзивности, которая потребовала от краудфандинговых платформ листинга компании, изъявившей желание быть частью краудфандинговых кампаний, что в первое время затрудняло доступ малым и средним предпринимателям на такие платформы. Однако по прошествии двух лет, в ноябре 2015 г., SEC была обнародована итоговая версия Положения о краудфандинге (Regulation Crowdfunding), ставшего Разделом III Закона и вступившего в силу 16.05.2016.



Впоследствии было сформулировано решение о принятии Закона, устанавливающего основу для стартапов и малых предприятий, привлекающих капитал за счет предложений ценных бумаг с использованием краудфандинга в Интернете. Закон ориентирован на привлечение средств предприятиями на публичных рынках капитала путем минимизации нормативных требований.

Новые правила SEC позволили физическим лицам инвестировать деньги в проекты, закрепили за компаниями обязанность раскрывать информацию о своих предложениях и создали нормативную базу для посредников, облегчающую проведение краудфандинговых транзакций. В Разделе III закреплён перечень исключений, который предусматривает освобождение от регистрационных требований, в частности они касаются:

- предложения эмитента до 1 000 000 долларов США за 12-месячный период;
- суммы, которую индивидуальный инвестор может выделить на краудфандинг в соответствии с освобождением, основанным на годовом доходе или собственном капитале инвестора с абсолютным максимумом 100 000 долларов США;
- раскрытия и представления информации об эмитенте, ценных бумагах в момент размещения и ежегодно после размещения (в том числе раскрытия финансовой отчетности с предоставлением налоговых деклараций, бухгалтерских документов, в зависимости от совокупной суммы краудфандингового предложения и других атрибутов предложения);
- запрета рекламы условий предложения для эмитентов и выплат компенсации или вознаграждений в пользу организаторов краудфандинговых кампаний;
- обязанности брокеров-посредников и финансовых порталов знакомить инвесторов с правилами проведения операций на краудфандинговой платформе, предупреждать о возможных рисках инвесторов, в том числе мошеннических действиях, условиях конфиденциальности, требованиях предоставления информации SEC и др.;
- брокеров-посредников и финансовых порталов по предоставлению вознаграждения промоутерам за информацию, позволяющую идентифицировать инвестора, и авторизованных посредников в целях стимулирования финансовой заинтересованности в одобрении осуществления краудфандинговых кампаний на площадке эмитента (организатора краудфандинговой кампании).

Текущий режим регулирования краудфандинга также характеризуется рядом ограничений, связанных:

- с суммами, которые могут быть привлечены предпринимателями;
- ограничениями для инвесторов;
- перечнем обязанностей, которые возлагаются на краудфандинговые платформы, поскольку последние могут участвовать в роли своеобразного гида онлайн-краудфандинга, предоставляющего информацию рекомендательного и предостерегающего характера.

В заключение проведенного исследования по формам краудфандинга в США следует обратить внимание, что история краудфандингового законодательства характеризуется поэтапным развитием — от возникновения идеи создания доступного краудфандинга для широкого круга участников, до регулируемого краудфандингового рынка в условиях существования традиционных форм рыночных отношений и с учетом развития онлайн-платформ.

Обеспечение баланса совместимости инклюзивности и мер ограничительного характера представляется комплексной задачей, позволяющей говорить о превалировании рестриктивного подхода, что, в свою очередь, свидетельствует о недоступности краудфандингового рынка. Такой шаг со стороны законодателя обосновывается потребностью повысить привлекательность краудфандингового рынка минимизацией рисков для участников, что в перспективе можно оправдать, поскольку такой подход позволяет защитить краудфандинговый рынок от недобросовестных участников.

Специфика правового регулирования краудфандинга в США дает основание сделать следующие заключения:

1. Формы краудфандинга различаются по наименованию.
2. Несмотря на введение в действие общенационального краудфандингового законодательства, некоторыми штатами приняты внутренние акты краудфандингового регулирования.
3. Важная роль в условиях осуществления краудфандинговой деятельности отводится брокерам-посредникам или специализированным порталам финансирования, от которых зависит допуск участников краудфандинговых кампаний на рынок и осведомленность участников о правилах краудфандинговой платформы и рисках, связанных с вложениями краудфандинговой природы.
4. Краудфандинг в форме пожертвования и потребительский краудфандинг не имеют специального регулирования и косвенно регламентируются общенациональными нормами и законодательством штатов, в то время как P2P и инвестиционный краудфандинг относятся к прерогативе SEC.

БИБЛИОГРАФИЯ

1. Актуальные проблемы блокчейн-технологий в финансовом праве : учебное пособие / отв. ред. Е. Ю. Грачева, Л. Л. Арзуманова. — М. : Норма, 2021. — 96 с.
2. Eliminating the Prohibition Against General Solicitation and General Advertising in Rule 506 and Rule 144A Offerings. Securities Act Release No. 33-9415, 2013 WL 3817300. July 10, 2013.
3. *Joan MacLeod Heminway*. The Legal Regulation of U. S. Crowdfunding: An Organically Evolving Patchwork. Research Paper #335, 2017.
4. *Schwartz A. A.* Inclusive Crowdfunding // *Utah L. Rev.* — 2016.

