

МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ

имени М.В. ЛОМОНОСОВА

ЮРИДИЧЕСКИЙ ФАКУЛЬТЕТ

На правах рукописи

Виницкая Лилия Александровна

**Правовое регулирование долгового финансирования
как способа привлечения инвестиций**

Специальность 5.1.3 Частно-правовые (цивилистические) науки

ДИССЕРТАЦИЯ

на соискание ученой степени

кандидата юридических наук

Научный руководитель:
доктор юридических наук,
доцент Белицкая А.В.

Москва – 2022

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	3
Глава 1. Категория долга и долговое финансирование как способ привлечения инвестиций: генезис, понятие и правовое регулирование	15
§ 1.1. Генезис правового регулирования категории долга.....	15
§ 1.2. Понятие и виды долга: правовой аспект.....	31
§ 1.3. Понятие и правовые основы долгового финансирования как способа привлечения инвестиций	52
Глава 2. Правовые формы долгового финансирования как способа привлечения инвестиций.....	78
§ 2.1. Понятие и виды субъектов долгового финансирования как способа привлечения инвестиций	78
§ 2.2. Правовые формы участия профессиональных инвесторов в долговом финансировании как способе привлечения инвестиций.....	110
§ 2.3. Правовые формы участия непрофессиональных инвесторов в долговом финансировании как способе привлечения инвестиций.....	145
Глава 3. Правовые средства реализации долгового финансирования как способа привлечения инвестиций.....	169
§ 3.1. Правовые средства минимизации рисков в долговом финансировании как способе привлечения инвестиций.....	169
§ 3.2. Правовые средства обеспечения интересов инвесторов при осуществлении долгового финансирования как способа привлечения инвестиций	192
§ 3.3. Правовые средства реализации долгового финансирования как способа привлечения инвестиций в рамках проектного финансирования.....	216
Заключение.....	234
Библиография	237

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы диссертационного исследования. Активное развитие долгового финансирования в мировой инвестиционной практике как способа привлечения инвестиций, который характеризуется временным и эффективным перераспределением ресурсов, способствует повсеместному использованию долгового финансирования инвесторами, так как собственных средств организаторов инвестиционного процесса практически никогда не бывает достаточно для его реализации. Современная экономика предлагает широкое разнообразие долговых инструментов, однако правовое регулирование не всегда успевает за активным развитием деловых инициатив. В настоящее время необходимо констатировать, что многие инструменты, которые успешно зарекомендовали себя в зарубежных странах, не получили необходимого, формирующего привлекательность их использования, закрепления в российском законодательстве, что нуждается в переосмыслении.

Долговое финансирование как способ привлечения инвестиций опосредуется гражданско-правовыми конструкциями, при этом включенность в процесс широкого круга субъектов, специфика инвестиционных рисков и системы их распределения неизбежно вносят изменения в классические правовые модели таких отношений. Существующие правовые средства без изменения правового режима их использования более не могут обеспечить надлежащее оформление и регулирование отношений по долговому финансированию применительно к инвестиционным отношениям, справедливое распределение рисков и ответственности между их участниками. Развитие новых форм финансирования (например, проектного, мезонинного, синдицированного кредитования, проектных облигаций, краудфандинга) требует совершенствования существующих и внедрения в право новых конструкций, позволяющих оформить специфические отношения, складывающиеся в инвестиционной сфере. Вместе с тем в научной

литературе категория долгового финансирования не рассматривается комплексно, с выявлением и учетом особенностей его отдельных правовых форм, таким инструментам не уделяется должного внимания среди проблем инвестиционных отношений, что требует проведения всестороннего исследования данного института.

Развитие российского инвестиционного законодательства последних лет связано с введением в действие федеральных законов, впервые устанавливающих комплексное правовое регулирование общественных отношений по привлечению инвестиций широкого круга частных инвесторов через инвестиционные платформы, предоставлению заемных (кредитных) средств синдикатом кредиторов, осуществлению конвертируемых займов, использованию счета эскроу при реализации проектного финансирования в сфере жилищного строительства, что нуждается в переосмыслении.

Глобальные социальные, политические и экономические изменения выявляют пробелы в правовом регулировании отношений по привлечению инвестиций посредством долгового финансирования в сфере гражданского, корпоративного, банковского законодательства, законодательства в сфере несостоятельности (банкротства) и других. Комплексное теоретическое осмысление проблем долгового финансирования как способа привлечения инвестиций необходимо для выработки обоснованных рекомендаций по совершенствованию законодательства и предложения эффективных законотворческих и практико-ориентированных решений.

Приведенные выше обстоятельства обуславливают актуальность выбранной темы диссертационного исследования.

Степень научной разработанности и теоретическая основа темы исследования. Отношения долгового финансирования широко распространены в экономическом обороте любого государства. Вместе с тем в науке остаются неразработанными проблемы правового регулирования долгового финансирования как в контексте инвестиционной деятельности, так и в сферах гражданского и предпринимательского права в целом. Несмотря на попытки многих авторов

комплексно и системно осмыслить, с точки зрения права, инвестиционные отношения, их структуру, правовое положение участников, а также отдельные применимые к ним гражданско-правовые инструменты, целостные исследования, позволяющие определить сущность долгового финансирования как способа привлечения инвестиций и его место в структуре инвестиционных отношений, до сих пор не проведены.

Среди диссертационных исследований по смежной тематике необходимо выделить работы И.А. Вдовина «Механизм правового регулирования инвестиционной деятельности (исторический и теоретико-правовой анализ)»¹, О.А. Кабышева «Предпринимательский риск: правовые вопросы»², Е.В. Тирской «Категория денежного долга в гражданском праве России»³.

В диссертационном исследовании автор использовал труды отечественных и зарубежных авторов, в том числе на иностранных языках, по вопросам правового регулирования предпринимательской и инвестиционной деятельности, предпринимательских и инвестиционных рисков, гражданско-правового регулирования институтов займа, в том числе облигационного и конвертируемого, кредита, в том числе синдицированного, корпоративных договоров, обеспечения исполнения обязательств, конкурсных отношений и ответственности в процедурах банкротства, проектного финансирования и государственного регулирования предпринимательской и инвестиционной деятельности, а также относящуюся к тематике исследования научную литературу по истории права, экономике, философии и филологии.

Существенный вклад в развитие вопросов гражданско-правового регулирования долговых отношений, теории обязательств и ответственности внесли Т.Е. Абова, М.М. Агарков, С.Н. Братусь, В.С. Ем, О.С. Иоффе, О.А. Красавчиков, Л.А. Лунц, И.А. Покровский, Р.О. Халфина, Г.Ф. Шершеневич, В.Ф. Яковлев, а также зарубежные специалисты: А. Бринц (A. Brinz), Б. Виндшайд

¹ Вдовин И.А. Механизм правового регулирования инвестиционной деятельности (исторический и теоретико-правовой анализ): дисс. ... доктора юрид. наук. Санкт-Петербург, 2002.

² Кабышев О.А. Предпринимательский риск: правовые вопросы: дисс. ... канд. юрид. наук. Москва, 1996.

³ Тирская Е.В. Категория денежного долга в гражданском праве России: дисс. ... канд. юрид. наук. Москва, 2004.

(B. Windscheid), О. Гирке (O. Gierke), Г. Дернбург (H. Dernburg), Р. Саватье (R. Savatier), С.Я. Столяр (S.J. Stoljar), Р. Сом (R. Sohm), Р. Штаммлер (R. Stammeler) и другие.

Научные проблемы правовых основ осуществления предпринимательской и инвестиционной деятельности находят отражение в трудах О.А. Кабышева, Т.А. Серебряковой, Е.М. Андреевой, О.М. Антиповой, А.В. Белицкой, В.С. Белых, А.Г. Богатырева, Г.М. Вельяминова, Е.П. Губина, В.В. Долинской, Н.Г. Дорониной, И.В. Ершовой, Л.Л. Игониной, А.Я. Курбатова, В.Н. Лисицы, А.В. Майфата, Г.Д. Отнюковой, В.Ф. Попондопуло, Н.Г. Семилютиной, О.А. Тарасенко, Е.В. Тереховой, В.А. Трапезникова, И.З. Фархутдинова, И.Ю. Целовальниковой, Дж. Шварценбергера (G. Schwarzenberger).

Исследование опирается на труды, посвященные отдельным правовым средствам долгового финансирования, таких авторов как М.И. Брагинский, Л.Ю. Василевская, В.В. Витрянский, А.В. Габов, Д.В. Добрачев, Д.В. Дождев, В.П. Грибанов, О.В. Гутников, А.В. Егоров, Л.Г. Ефимова, А.Г. Карапетов, С.А. Карелина, П.В. Крашенинников, Е.Б. Лаутс, Д.В. Ломакин, С.В. Сарбаш, К.И. Скловский, Д.И. Степанов, Е.А. Суханов, И.С. Шиткина, а также зарубежных специалистов: Т. Бахнер (T. Bachner), Б. Вебер (B. Weber), С. Гатти (S. Gatti), А. Гуд (R. Goode), А. Дамодаран (A. Damodaran), Дж. Дьюар (J. Dewar), Р. Кранстон (R. Cranston), М. Леманн (M. Lehmann), Л.С. Сили (L.S. Sealy), Ж. Тироль (J. Tirole), Э. Файт (A. Fight), Ф.Д. Флетчер (P.D. Fletcher), М. Штауб-Бисанг (M. Staub-Bisang) и других.

Эмпирическую базу диссертационного исследования составили решения Верховного Суда Российской Федерации, Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации, иных судов; постановления Пленумов Верховного Суда и Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации; материалы конкретных дел, рассмотренных зарубежными судебными органами, а также документы, проекты договоров и иные материалы деловой практики субъектов инвестиционной деятельности. В диссертации также использовались опытные и статистические данные международных организаций и объединений, государственных органов,

осуществляющих регулирование и надзор за инвестиционной деятельностью.

Объектом диссертационного исследования являются общественные отношения, возникающие в связи с правовым регулированием и осуществлением долгового финансирования как способа привлечения инвестиций.

Предметом диссертационного исследования выступают нормы российского и зарубежного права, регулирующие долговые и инвестиционные отношения, научные теории, концепции, взгляды отечественных и зарубежных ученых в области привлечения инвестиций посредством долгового финансирования, правоприменительная практика, документы, статистические и иные данные международных объединений и организаций.

Цель диссертационного исследования заключается в постановке, комплексном рассмотрении и разрешении основополагающих теоретических и практических проблем правового регулирования долгового финансирования как способа привлечения инвестиций.

Задачами диссертационного исследования, направленными на достижение поставленной цели, являются:

- выявление генезиса правового регулирования категории долга;
- определение понятия и видов долга в правовом аспекте;
- определение понятия и правовых основ долгового финансирования как способа привлечения инвестиций;
- выявление особенностей правовых статусов субъектов долгового финансирования при привлечении инвестиций;
- анализ правовых форм участия профессиональных инвесторов в долговом финансировании как способе привлечения инвестиций;
- анализ правовых форм участия непрофессиональных инвесторов в долговом финансировании как способе привлечения инвестиций;
- выявление правовых средств минимизации рисков субъектов долгового финансирования как способа привлечения инвестиций;
- определение правовых средств обеспечения интересов инвесторов при осуществлении долгового финансирования как способа привлечения инвестиций;

– анализ правовых средств реализации долгового финансирования как способа привлечения инвестиций в рамках проектного финансирования.

Методологической основой диссертационного исследования являются общенаучные и частнонаучные методы. К общенаучным методам, которые были использованы при проведении исследования, относятся: системно-структурный метод исследования, логический, всеобщий диалектический метод, синтез и анализ, индукция и дедукция, метод обобщения и систематизации. Среди частнонаучных методов были применены следующие: историко-правовой, формально-юридический, метод правового моделирования, сравнительно-правовой метод и другие. Применение историко-правового и сравнительно-правового методов позволило сопоставить выработанные в практике иностранных государств правовые инструменты и подходы к их регулированию.

Научная новизна диссертационного исследования обусловлена тем, что оно является первой в России попыткой комплексного и системного изучения правового регулирования долгового финансирования как способа привлечения инвестиций. Теоретическая разработка указанной проблемы позволила определить понятие и правовые основы долгового финансирования как способа привлечения инвестиций, раскрыть понятие и виды субъектов долгового финансирования как способа привлечения инвестиций, проанализировать существующие в России и зарубежных странах правовые формы долгового финансирования при привлечении инвестиций, выявить специфику правовых форм участия в долговом финансировании как способе привлечения инвестиций профессиональных и непрофессиональных инвесторов, выделить основные направления и пробелы в их использовании в отечественном праве, проанализировать применимые правовые средства минимизации рисков и обеспечения интересов инвесторов, а также правовые средства, используемые в рамках проектного финансирования, оценить возможности и перспективы имплементации доказавших на практике свою эффективность и успешно используемых за рубежом правовых форм долгового финансирования как способа привлечения инвестиций в России.

Положения, выносимые на защиту.

1. Долговое финансирование как способ привлечения инвестиций представляет собой подлежащие правовому регулированию отношения по предоставлению имущества, в основе которых лежит принцип условной возвратности, содержащий в себе возможность трансформации в любой момент времени без дополнительного волеизъявления сторон возвратных обязательств в невозвратные при реализации инвестиционного риска.

2. Выбор правовой формы долгового финансирования предопределяется участием в отношениях долгового финансирования при привлечении инвестиций субъектов с различным правовым статусом, которые могут быть как профессиональными (например, квалифицированные инвесторы), так и непрофессиональными (например, участники инвестиционных платформ). Обязательное участие субъекта предпринимательской деятельности (например, банка) в качестве посредника в отношениях долгового финансирования при привлечении инвестиций предполагается в случаях, когда долговое финансирование является видом предпринимательской деятельности (например, в рамках паевых инвестиционных фондов).

3. Правовые формы долгового финансирования классифицируются по различным критериям: (i) по правовому оформлению как опосредующие долговое финансирование, возникающее на основании договоров либо через применение механизма эмиссии ценных бумаг; (ii) по природе лежащих в основе правоотношений как опосредующие классическое долговое финансирование, имеющее исключительно долговую природу, или смешанное, сочетающее в себе свойства финансирования как долгового, так и долевого характера; (iii) по объему финансирования инвестиционного проекта как опосредующие основное долговое финансирование или дополнительное; (iv) в зависимости от характера взаимосвязи применимых при привлечении инвестиций инструментов как опосредующие прямое или не прямое долговое финансирование, (v) а также структурированное или неструктурированное долговое финансирование; (vi) по наличию покрытия как опосредующие обеспеченное долговое финансирование или необеспеченное;

(vii) в зависимости от установления приоритетности удовлетворения требований инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, как опосредующие субординированное или несубординированное долговое финансирование; (viii) в зависимости от объекта вложения инвестиций как опосредующие целевое или балансовое долговое финансирование; (ix) по сроку возврата имущества как опосредующие краткосрочное, среднесрочное или долгосрочное долговое финансирование; (x) в зависимости от источника получения имущества как опосредующие долговое финансирование, осуществляемое за счет собственных, заемных или привлеченных средств; (xi) в зависимости от субъекта, выступающего финансирующим лицом, как опосредующие долговое финансирование частных субъектов, публичных или квазипубличных институтов; (xii) по количеству лиц, предоставляющих имущество, как опосредующие индивидуальное или коллективное долговое финансирование.

4. Договорные правовые формы долгового финансирования в отличие от корпоративных правовых форм долевого финансирования как способов привлечения инвестиций предполагают использование как поименованных в законодательстве договоров займа, конвертируемого займа, синдицированного займа с инвестиционными условиями, так и непоименованных договоров, а также могут выступать элементами гибридных инструментов, в том числе в рамках проектного финансирования, мезонинного финансирования, размещения инфраструктурных, зеленых, социальных облигаций.

5. Правовые формы долгового финансирования как способа привлечения инвестиций включают в себя совокупность правовых норм, регулирующих отношения по размещению инвестиционных эмиссионных долговых ценных бумаг, в том числе инфраструктурных, зеленых, социальных облигаций, и формирующих специальный правовой режим (совокупность правовых средств и требований), установление которого обусловлено получением полезного эффекта в качестве основной цели финансирования, что предполагает высокий риск невозврата долга и изначальную готовность инвестора к этому.

6. Гибридными инструментами, которые сочетают в себе правовые средства долгового и долевого характера и предполагают возможность их трансформации из возвратных в невозвратные при реализации инвестиционного риска, в диссертации признаны подлежащие правовому регулированию отношения мезонинного финансирования и проектного финансирования. Опосредованные нормами права отношения мезонинного финансирования структурируются либо посредством субординации долговых обязательств (например, путем заключения межкредиторского соглашения), либо посредством конвертируемого займа. Опосредованные нормами права отношения проектного финансирования предполагают сочетание инструментов долгового и долевого характера через участие в них банка одновременно как кредитора (на основании кредитного договора, договора синдицированного кредита) и как инвестора (в качестве акционера либо участника специализированного общества).

7. В работе выявлено, что отношения долгового финансирования как способа привлечения инвестиций опосредованы в праве через совокупность норм гражданского и корпоративного законодательства, а также законодательства о банкротстве. Доказано, что инвесторы, осуществляющие долговое финансирование, в случае наличия доступа к корпоративному контролю должны нести инвестиционные риски в случае последующего банкротства реципиента инвестиций в полной мере как долевики инвесторы, так как несмотря на долговой характер обязательств, их риски вытекают из фактического корпоративного участия в обществе. В отношении инвесторов, диверсифицирующих свои риски посредством распределения вложений в долевики и долговые инструменты и не приобретающих фактическую возможность существенным образом влиять на реализацию инвестиционного проекта, правило о субординировании долговых требований в процедурах банкротства ввиду наличия особых, схожих с корпоративными, отношений с должником применяться не должно.

По итогам проведенного диссертационного исследования автором сформулированы предложения по совершенствованию законодательства в рассматриваемой сфере, в том числе следующие:

1. Необходимо законодательно закрепить понятие «зеленых», «социальных», «инфраструктурных» облигаций, определить содержание специального правового режима, подлежащего применению при привлечении инвестиций посредством облигационных займов и реализации инвестиционных проектов, направленных на достижение актуальных общественно значимых целей и соответствующего полезного эффекта, и установить корреляцию между ними.

2. Следует дополнить Федеральный закон от 26.10.2002 г. № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)»¹ нормами, регулиющими правовое положение кредитора-бенефициара по договору счета эскроу, предоставляющими последнему право отказаться от возможности получения исполнения от депонента-должника в полном объеме в случае раскрытия счета эскроу в течение шести месяцев с момента открытия конкурсного производства и принимать участие в собраниях кредиторов должника с правом голоса, либо сохранить свое приоритетное положение и не иметь возможности влиять на ход процедуры банкротства.

3. Краудлендинг предполагает допуск к процессу финансирования непрофессиональных участников инвестиционных отношений, в связи с чем следует законодательно предусмотреть критерии информированности инвесторов о рисках, сопряженных с краудлендингом, и возложить обязанности по проверке уровня осведомленности инвесторов на операторов инвестиционных платформ, например, посредством входного тестирования, необходимость проведения которого автор предлагает закрепить в статье 7 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»².

Теоретическая значимость диссертационного исследования.
Сформулированное в ходе научного исследование понятие долгового

¹ Федеральный закон от 26.10.2002 г. № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» (ред. от 21.11.2022 г.) // СЗ РФ. 28.10.2002 г. № 43. Ст. 4190. Далее – *Закон о банкротстве*.

² Федеральный закон от 02.08.2019 г. № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (ред. от 14.07.2022 г.) // СЗ РФ. 05.08.2019 г. № 31. Ст. 4418. Далее – *Закон о краудфандинге*.

финансирования как способа привлечения инвестиций, выявленная специфика правовых форм долгового финансирования как способа привлечения инвестиций и разработанная их классификация, установленные виды субъектов, участвующих в таких отношениях, призваны внести определенный вклад в развитие теории инвестиционных отношений и предпринимательского права в целом.

Теоретическое осмысление проблемы способствует восполнению ряда пробелов в науке предпринимательского права. Основанные на комплексном подходе и содержащиеся в научном исследовании положения и выводы могут быть использованы при разработке актуальных вопросов правового регулирования договоров, обеспечения исполнения обязательств, отношений несостоятельности (банкротства) и корпоративных отношений, рынка ценных бумаг, деятельности институциональных инвесторов и инвестиционных платформ, инвестиционной отношений в целом и способствовать дальнейшим общетеоретическим исследованиям проблем долгового финансирования как способа привлечения инвестиций.

Практическая значимость диссертационного исследования. Систематизированный эмпирический и теоретический материал научного исследования автора и сформулированные им предложения по совершенствованию российского законодательства могут быть учтены и применены в правотворческой деятельности законодательных и исполнительных органов государственной власти в сфере договорных отношений, отношений публично-частного партнерства, проектного финансирования, корпоративных отношений и процедур банкротства.

Достигнутые в ходе научного исследования результаты и сделанные автором выводы предназначены для содействия выработке и формированию последовательной правоприменительной практики, призванной обеспечить защиту прав инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, при реализации инвестиционных проектов, а также справедливое распределение рисков и ответственности между участниками инвестиционных отношений.

Предложенные концепции и подходы могут найти применение при подготовке и совершенствовании учебных программ, учебных и методических

пособий по теории предпринимательского права, а также в рамках специализированных междисциплинарных курсов по инвестиционному праву, несостоятельности (банкротству), корпоративному праву.

Степень достоверности и апробация результатов диссертационного исследования. Обоснованность выводов, полученных в результате исследования, и их достоверность основываются и подтверждаются изучением необходимого и достаточного количества научной литературы, нормативной правовой базы, разъяснений высших судебных инстанций и судебной практики по конкретным делам, использованной методологией исследования и примененными эмпирическими данными, получившими анализ в процессе работы над научным исследованием.

Содержащиеся в научном исследовании выводы и основные положения изложены в научных публикациях автора, четыре из которых выпущены в научных изданиях, рекомендованных для защиты в диссертационном совете МГУ.051.1 по специальности 5.1.3 Частно-правовые (цивилистические) науки.

Основные положения и выводы научного исследования нашли отражение в выступлениях автора на международных и всероссийских научных конференциях, в том числе на Симпозиуме «Реформирование инвестиционного законодательства: состояние и перспективы» в рамках X Московской юридической недели (27 ноября 2020 г.). Сформулированные выводы и научные положения использовались автором при проведении практических занятий по дисциплине «Предпринимательское право Российской Федерации (общий курс)» на юридическом факультете МГУ имени М.В. Ломоносова в 2019–2021 гг.

Диссертация подготовлена и обсуждена на кафедре предпринимательского права юридического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова.

Структура диссертационного исследования отражает логику исследования, обусловлена его объектом, предметом, поставленными целями и задачами. Научное исследование состоит из введения, трех глав, которые включают девять параграфов, заключения и библиографии.

ГЛАВА 1. КАТЕГОРИЯ ДОЛГА И ДОЛГОВОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ КАК СПОСОБ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ: ГЕНЕЗИС, ПОНЯТИЕ И ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

§ 1.1. Генезис правового регулирования категории долга

В рамках настоящей диссертации объектом исследования являются общественные отношения, возникающие в связи с правовым регулированием и осуществлением долгового финансирования как способа привлечения инвестиций, в связи с чем необходимо проанализировать генезис правового регулирования категории долга и выявить ее значение в разные исторические периоды, чтобы осознать роль долга в современных правопорядках.

Основываясь на историческом анализе юридических памятников, можно сделать вывод, что конструкция долга является одним из древнейших и базовых правовых институтов. В гражданском праве долг исторически рассматривается в нескольких дискурсах, например, в теории обязательств, деликтов, ответственности.

В **Древнем Вавилоне** долговой характер отношений между людьми складывался относительно серебра, хлеба или кунжута, при этом можно предположить, что эти объекты рассматривались как взаимозаменяемые. Например, параграф 115 Законов Хаммурапи¹ имеет следующий текст: «Если человек имеет за человеком долг хлебом или серебром...», а параграф 51: «Если у него нет серебра, чтобы вернуть долг, то он может отдать тамкару [хлеб или] кунжут в цену серебра, а также проценты на него, которое он взял у тамкара,

¹ Законы Вавилонии, Ассирии и Хеттского царства / Пер. и коммент. И.М. Дьяконова // Вестник древней истории. Москва, 1952. № 3. С. 309–311.

согласно царским установлениям». В случае с долгом в серебре была предусмотрена возможность передать в счет погашения либо годное для обработки поле (параграф 49), либо уже возделанные хлебные или кунжутные поля (параграф 50), либо сад после оплодотворения (параграф 66). При этом исследователи отмечают, что оплата в натуральной форме предполагалась только после попытки продажи урожая в целях получения серебра: «... находящийся на поле хлеб или кунжут должен взять только хозяин поля и должен вернуть тамкару серебро и проценты на него ...» (параграф 50); «Выросшие в саду финики должен взять только хозяин сада и удовлетворить тамкара серебром и процентами на него согласно своему документу, а остальные финики, выросшие в саду, должен вз[ять] только хозяин сада» (параграф 66).

Долг в Древнем Вавилоне мог предполагать **не только имущественную зависимость**: «Если человек возьмет у тамкара хлеб или серебро, а не имеет хлеба или серебра для возвращения долга, но имеет только другое движимое имущество, то он может отдать тамкару перед свидетелями, что (?) принесет, – все, что бы ни было в его руках, – и тамкар не должен отказываться, а должен принять» (параграф 96), **но и личную отработку долга рабами либо членами семьи заемщика**: «Если человек имеет на себе долг и отдаст за серебро свою рабыню ...» (параграф 119), «... если этот человек имел на себе долг до взятия замуж этой женщины, его заимодавцы не могут задержать его жену...» (параграф 151). Кроме того, в Законах Хаммурапи в середине XVIII до н. э. уже известны проценты по долгу и предпринята попытка установить их размер для сдерживания ростовщичества в количестве двадцати процентов с серебра и тридцати трех целых пяти десятых процентов с хлеба (параграф 89).

Исследователи истории государства и права отмечают, что уже в Египте неоплатные долги служили одним из источников возникновения рабской зависимости путем самопродажи¹. В Древнем Китае повсеместно встречались обычаи срочного залога детей должников с последующим обращением в рабство².

¹ История государства и права зарубежных стран: Учебник для вузов: В 2 ч. Ч. 1 / Под общ. ред. д. ю. н., проф. О.А. Жидкова и д. ю. н., проф. Н.А. Крашенинниковой. 2-е изд., стер. Москва: Норма, 2004. С. 28.

² История государства и права зарубежных стран. С. 127.

Утрата свободы и продажа должников в рабство за границу вследствие долговой кабалы послужили одним из оснований для проведения долговой реформы Солоном в Афинах в VI в. до н. э.¹

Свидетельства о широком распространении в гражданском обороте долговых отношений в Древней Индии можно встретить в тексте Законов Ману². В правовом источнике устанавливается максимальный процент по денежному и натуральному (зерно, шерсть, животные и т. д.) долгу (пункт 151 Главы VIII), предусматривается рассрочка или отработка долга безденежными должниками (пункт 229 Главы VIII), а также рассмотрение царем вместе с советниками и брахманами споров, возникающих в связи с неоплатой долга (пункт 4 Главы VIII). Исследователи полагают, что в Индии в средневековье сложился принцип о непревышении размера процентов суммы основного долга и невозможности произвольного распоряжении залогом, а также было запрещено долговое рабство³. Аналогичный подход сложился в Китае, Японии, а также в странах шариата с известными для них особенностями. Помимо базового запрещения ростовщичества (хадис 1615), Сунна содержит следующее положение: «тот, кто занял в долг, не собираясь возратить его, тот — вор» (хадис 120)⁴. Понимание долга в древних обществах являлось следствием состояния экономических отношений и общественного сознания, в которых тело и жизнь человека воспринимались объектами, «имуществом», которым он мог физически распоряжаться. Последующая трансформация общественного сознания, переход от самоорганизации и самоуправления древних обществ к большому государственному участию, отказ от господствующих установок в отношениях личность-общество-государство, влечет и трансформацию содержания категории долга.

Для определения правовой природы категории долга отдельное внимание

¹ История государства и права зарубежных стран. С. 142.

² Законы Ману / Пер. С.Д. Эльмановича, пров. и испр. Г.Ф. Ильиным. Москва: Издательство восточной литературы, 1960.

³ История государства и права зарубежных стран. С. 580.

⁴ Хадисы Пророка / пер. и коммент. Иман Валерии Пороховой; гл. ред. Мухаммад Саид Аль-Рошд. Изд. 3-е. Москва: РИПОЛ классик, 2019. С. 89.

стоит уделить памятникам **римского права**. По мнению исследователей, многие правовые порядки учли наработанный опыт и адаптировали правовые институты с учетом собственного исторического наследия и общественных потребностей. Именно в Древнем Риме можно проследить зарождение правовых механизмов стран континентальной Европы, ставших также основой для становления и развития цивилистической доктрины.

Установление первых долговых отношений было тесно связано с деликтами и контрактами. Сакральный характер первых сделок обеспечивал их выполнение сторонами. Ритуал по передаче «*aes alienum*» (дословно переводится как «чужая медь»), и будет подробнее рассмотрено в § 1.2 настоящей главы диссертационного исследования) посредством весов (либральные сделки) служил способом установления личной зависимости должника, освободиться от которой последний мог лишь возвратом такого же количества меди. Правовая связь между лицами могла быть создана только таким образом. При этом *aes* символизировала личность должника, которая первоначально выступала предметом сделки, имеющей долг как ситуационный контекст¹. Власть над «физическим телом» должника в случае невозврата долга, в том числе жестокая расправа над ним, представлялись справедливым наказанием за нарушения священной клятвы перед богами, произнесение которой сопровождало многие ритуалы.

В данный исторический период физическое тело расценивалось как один из принадлежащих человеку ресурсов. Распределение материальных благ создавало ситуацию, в которой тело могло являться единственным «имуществом», которое человек мог предложить для обмена, что было допустимо с точки зрения нравственных принципов того времени. Человеческой жизни в общественном сознании еще не была придана высшая ценность. Разработка концепции естественных прав в последующем позволит переосмыслить понимание долга, вывести из него физическую составляющую и перевести отношения в имущественную плоскость, отделить их от личности человека. Жизнь человека, его

¹ Дождев Д.В. Основание защиты владения в римском праве. Москва: Ин-т государства и права РАН, 1996. С. 93-96. Цит. по Скловский К.И. Собственность в гражданском праве. 5-е изд., перераб. Москва: Статут, 2010. С. 88.

права и свободы будут защищаться законом. Таким образом, категория долга зависит от парадигмы нравственно-законодательного восприятия приемлемого поведения участников общественных отношений.

В литературе существует позиция, согласно которой обязательственные отношения зародились не из договора, как самостоятельного источника, а в области гражданских правонарушений, в которую публичная власть не вмешивалась. Однако и **в сфере деликтов понятие долга появилось не сразу**. Обидчик был ответственен перед потерпевшим своей личностью и подлежал мщению. В этой связи представляет интерес анализ общей исторической эволюции обязательств, повлиявший на идею выделения в составе обязательства элементов долга и ответственности.

О. Гирке отмечал, что долгое время месть представляла собой единственно возможное средство защиты от совершения посягательств частного характера, в силу чего **при совершении преступления формировалась личная «обреченность» преступника потерпевшему (*haftung*)¹**. В то же время должник **еще не был обязан ни к какому исполнению, т. е. не имел какого-либо долга перед потерпевшим (*schuld*)**. Акты мести влекли определенные риски для самого потерпевшего, а также дополнительное обременение в виде необходимости кормить задержанного должника. Указанные обстоятельства способствовали тому, что стала появляться возможность откупиться от мщения с согласия потерпевшего, но это не было обязанностью и не связывало должника. Отношения между должником и потерпевшим продолжали носить личный характер. Правовая связанность между лицами появлялась в момент причинения обиды.

Законы XII таблиц² содержат описание последствий неоплаты признанного решением суда долга. Если должник не исполнял решение суда в течение 30 дней, то кредитор мог задержать его и наложить оковы (таблица III, параграф 2). В течение 60 дней должника трижды выводили на базарные дни и объявляли сумму задолженности, чтобы должник мог примириться с кредитором и оплатить долг,

¹ Gierke O. Schuld und Haftung im alteren deutschen Recht. Breslau: Marcus, 1910. Цит. по: Покровский И.А. Основные проблемы гражданского права. Москва: Статут, 1998. С. 236.

² См.: Памятники римского права: Законы 12 таблиц. Институции Гая. Дигесты Юстиниана. Москва: Зерцало, 1997.

либо другое лицо могло вступить за должника и погасить его задолженность. В противном случае должника продавали в рабство за Тибр или предавали смертной казни (таблица III, параграф 5). Кредиторы разрубали осужденного на части (таблица III, параграф 6). Такая суровая расправа, по мнению исследователей, имеет отсылку к некогда существовавшим искупительным человеческим жертвоприношениям¹.

Частная месть оказывала негативное влияние на общественную жизнь, разжигала вражду между семьями, лишало людей жизни. Овладение личностью должника было основным содержанием любых обязательств, а не способом принуждения к их исполнению². Публичная власть урегулировала этот вопрос путем запрета мести и санкционирования частных штрафов, то есть закрепила в качестве обязательного некогда добровольный порядок. И.А. Покровский пишет о том, что **первое представление о долге одного лица другому как правового явления (*schuld*) возникает лишь с установлением частных штрафов как необходимость для преступника уплатить сумму штрафа потерпевшему**³.

В IV в. до н. э. был принят Закон Петилия об отмене долгового рабства, которым было постановлено, что должник обязан отвечать по долгам своим имуществом, но не телом, а содержание в оковах в ожидании наказания допускалось лишь в отношении лиц, совершивших серьезные преступления⁴. Таким образом, имущественная ответственность заменила личную расправу над неоплатным должником («*nexi*»). На указанном этапе **идея «долга» поглощалась идеей личной «обреченности», выступала поводом для последней. Таким образом, долг представлял собой санкционированную государством необходимость уплатить сумму штрафа для освобождения должника от исполнения любых обязательств перед кредитором, которые заключались в «обречении» личности должника воле кредитора.**

¹ См.: Кофанов Л.Л. Законы XII таблиц. Пер. / Отв. ред. В.Т. Уколова. Москва: Изд-во ИВИ РАН, 1996.

² Покровский И.А. Основные проблемы гражданского права. Москва: Статут, 1998. С. 239.

³ Покровский И.А. Основные проблемы гражданского права. С. 238.

⁴ Тит Ливий. Римская история от основания города. VIII, 28 // Хрестоматия по истории Древнего Рима / Под ред. С.Л. Утченко. Москва: Соцэкгиз, 1962. С. 79.

С развитием экономического оборота обязательства претерпевают изменения, постепенно ослабевает личная ответственность должника, на первый план выходят контракты и их цель в получении определенного имущественного блага. Развитие института договора постепенно привело к тому, что правовая связь проявлялась между лицами до момента совершения правонарушения. Обязательство как ограничение свободы перестает связывать волю должника и обязывает имущество последнего. Долг теперь представляется «только как уменьшение имущества должника, а не его свободы»¹. Можно сделать вывод о том, что «обременность» (*haftung*) воли кредитора личности должника преобразовалась в «обременность» имущества должника (соответствующей его части). Исследователи данного периода описывают обязательства как средство получения из имущества должника определенной денежной суммы.

Если рассматривать «обременность» лица воле кредитора в качестве неких негативных последствий, которые лицо обязано претерпеть в силу нарушения определенной обязанности и которые не претерпело, если бы обязанность не была нарушена, можно далее обозначать эту категорию как «ответственность». На основе научных разработок в области этимологии слова *schuld* представляется возможным рассмотреть его в значении вины как субъективного чувства недолжного, неправильного. В контексте развития института ответственности в праве допустимо предположение, что первоначально для того, чтобы лицо отвечало перед потерпевшим за содеянное общество не оценивало насколько нарушитель осознавал свое недолжное поведение. Следовательно, вполне объяснимо существование феномена *haftung* вне связи с феноменом *schuld*². Дальнейшее усложнение общественных отношений повлекло необходимость оценивать поведение с точки зрения неких общих стандартов должного в тех или иных ситуациях и возможности любого другого лица осознавать этот стандарт в

¹ Stammler R., Sohm R., etc. Systematische Rechtswissenschaft. Ed. by V. G. Teubner. Die Kultur der Gegenwart. T. 2. Abt. 8. Leipzig and Berlin, 1906. P. 36. Цит. по Покровский И.А. Основные проблемы гражданского права. С. 240.

² Подробнее см.: Василевская Л.Ю. Залог как способ обеспечения исполнения натуральных обязательств // Российский юридический журнал. 2016. № 2. С. 120.

сопоставимой обстановке. В таком случае *schuld*, действительно, могло выступать предпосылкой для *haftung* в логической паре «вина – ответственность»¹.

С точки зрения Д.В. Дождева, имущественное содержание предмета обязательств становится нормой с утверждением судебного процесса *per formulas*: для того, чтобы определить сам предмет разбирательства было необходимо установить объем ответственности должника в денежном выражении (*condemnatio pecuniaria*), т. е. содержание предоставления, которое требует кредитор, было необходимо выразить в объекте, определяемом количественно² (Дигесты Юстиниана, 45. 1. 38. 17). Конфискация и принудительная продажа имущества должника практически полностью заменила личную расправу в исполнительном производстве³.

Не каждое обязательство заключается в имущественном предоставлении, а в случае совершения деликтов восстановление положения лица, существовавшего до нарушения, бывает невозможно, однако **было необходимо добиться компенсации по своей субъективной составляющей эквивалентной личной мести. В указанных целях стали использовать имущество, а впоследствии деньги, как универсальное средство обмена.** Следовательно, изменение общепринятой парадигмы повлияло на восприятие категории долга и пределов личной ответственности.

Для судебной защиты неимущественных интересов применяли специальное соглашение о денежном штрафе на случай неисполнения – *stipulatio poenae*. Объектом соглашения выступала сумма штрафа, в то время как ожидаемое поведение должника являлось отлагательным условием потестативного характера⁴. Таким образом, в случае невыполнения ожидаемых действий должник обязан был

¹ В результате работы с трудами зарубежных и российский исследователей автором сделан вывод о том, что «schuld» необходимо понимать именно как «долг». Встречающаяся в научной литературе позиция, рассматривающая «schuld» как «вину» в контексте гражданско-правовой ответственности, представляется не вполне корректной. См., например, Иванов И.С. Институт вины в налоговом праве: дисс. ... канд. юрид. наук. Москва, 2006.

² The Digest of Justinian / Translation ed. by Alan Watson. Vol. 4. Philadelphia, 1998. P. 170.

³ Дождев Д.В. Римское частное право. Учебник для вузов. Под ред. В.С. Нерсесянца. Москва: Инфра М–Норма, 1996. С. 434.

⁴ Дождев Д.В. Римское частное право. С. 435.

выплатить сумму штрафа, которая подлежала судебной защите и была обеспечена последующим принудительным обращением взыскания на имущество обязанного лица.

Таким образом, представляется что категория долга в римском праве могла рассматриваться в нескольких аспектах. Во-первых, долг как осознание недолжного, неправильного поведения, как вина, мог выступать субъективной предпосылкой ответственности. Во-вторых, долг рассматривался как возможность откупиться от акта мщения, а затем и как санкционированная государством необходимость уплатить сумму штрафа для освобождения должника от исполнения любых обязательств, а также мог выступать как объективная предпосылка ответственности. Наконец, долг представлял собой объект предоставления в обязательстве или самостоятельный объект притязания.

Общественные отношения, оформленные правовой категорией долга, лежали в основе развития многих правопорядков. Византийская Эклога содержит Титул X о займе, предоставленном в устной или письменной форме, параграф 2 которого регулирует процедуру взыскания долга и реализации предоставленного обеспечения¹. В правовом памятнике отдельно освещается важность долгового обязательства, подписанного собственной рукой должника, за неуплату которого мог последовать штраф в полном размере долга². Земледельческий закон Византии регулировал погашение долга за поле, взятого под рост (проценты), за счет половины суммы доходов, полученных с последнего за семь лет³. Составленные в IX в. и ставшие впоследствии единственным сводом византийского права Василики содержали значительное количество норм, регулирующих частные отношения, в том числе поручительство и оплату долга (книга 26)⁴.

¹ Эклога. Византийский законодательный свод VIII века / Вступ. ст., пер., коммент. Е.Э. Липшиц. Москва, 1965. С. 59.

² Эклога. С. 64.

³ Липшиц Е.Э., Медведев И.П., Пиотровская Е.К. Византийский земледельческий закон. Под ред. И.П. Медведева. Ленинград: Наука, 1980. С. 108.

⁴ История государства и права зарубежных стран. С. 485.

Перевод с греческого языка отдельных глав византийской Эклоги лег в основу одного из древнейших памятников славянского права – Законъ соудьнии людьмъ, дополненного церковными епитимьями, относящимися к латинской традиции¹. Глава XIX указанного источника предписывает: «Да имать искуп его мездника», где последний термин используется для обозначения фигуры должника².

В литературе отмечается, что еще со времен ранних редакций Русской Правды в летописях находятся свидетельства об относительной развитости экономического оборота в Древней Руси и использовании абстрактных обозначений для денежной массы, служащей в качестве законного платежа³. **Русская Правда** (Троицкий список) в статье 55 уже использует слово «долзе» для описания долговых отношений: «О долзе. Аже кто многим должен будеть, а пришед гость из иного города или чужеземець, а не ведая запустить за нь товар, а опять начнеть не дати гости кун, а первии должебити начнуть ему запинати, не дадуче ему кун, то вести и на торг, продати же и отдати же первое гостины куны, а домашним, что ся останеть кун, тем же ся поделать; паки ли будуть княжи куны, то княжи куны первое взяти, а прок в дел; аже кто много реза имал, не имати тому»⁴.

Правопорядку была известна «вдача» — заем, который мог быть отработан в пользу кредитора, но по мнению М.В. Владимирского-Буданова⁵, подразумевал под собой отношения ссуды (*commodatum*, но не *mutuum*)⁶; «кабала» как письменный документ, подтверждающий долг, который обеспечивался личной свободой должника⁷. Широкое распространение получило «закупничество», так как **личный труд долгое время был наиболее доступным для должника**

¹ Максимович К.А. Паннонские юридические памятники в древнерусской книжности: дисс. ... доктора филол. наук. Москва, 2007. С. 7.

² Исаев М.А. Толковый словарь древнерусских юридических терминов: От договоров с Византией до Соборного Уложения царя Алексея Михайловича (IX–XVII вв.): Учебное пособие. 2-е изд., испр. и доп. / МГИМО МИД России. Москва: Статут, 2017. С. 110.

³ Исаев М.А. Толковый словарь древнерусских юридических терминов. С. 32.

⁴ Российское законодательство X–XX веков. В девяти томах. Т. 1. Законодательство Древней Руси. Москва: Юрид. лит., 1984. С. 68.

⁵ См.: Владимирский-Буданов М.Ф. Хрестоматия по истории русского права. В трех томах. 3-е изд. Киев; Санкт-Петербург, 1887–1889.

⁶ Правда Русская / Под ред. акад. Б. Д. Грекова. Москва; Ленинград: Изд-во АН СССР, 1940–1963. Т. II: Комментарии / Сост. Б.В. Александров и др. 1947. С. 707.

⁷ Исаев М.А. Толковый словарь древнерусских юридических терминов. С. 93.

средством погашения долга. Следовательно, парадигма, в рамках которой физическое тело воспринималось как благо, «имущество», допустимое и зачастую единственно возможное для обмена или отчуждения, прослеживается и в древнерусском обществе. В науке не выработано единого подхода к пониманию правовой природы закупнических отношений. Н.В. Качалов описал следующую особенность таких договоров: «Под именем закупа ... разумеется свободный человек, поступивший за определенную плату в услужение ... к другому свободному ... человеку. Плата выдается за купу ... господином вперед в виде займа, который ... выплачивает своей работой или службой»¹.

Упоминание об «истине» как основном теле долга нашло отражение в статье **55 Второго Московского Судебника 1550 года**: «А которой купец, идучи в торговлю, возмет у кого денги или товар, да на пути у него утерется товар безхитростно, ... и боярин обыскав, да велит дати тому диаку великого князя полетную грамоту с великого князя печятию, платити исцеву *истину* без росту»². Срок возврата долга обозначался как «зарок» (статья 73 Псковской судной грамоты)³, или как «оброк» (ст. 25). «*Полетная грамота*», в свою очередь, представляла собой запись об отсрочке оплаты долга⁴.

Проценты по долгу были представлены несколькими видами. Например, Русская Правда (Карамзинский список) содержит указания на «рез», а также на «настав», причем последний, по мнению исследователей, применялся в отношении займа жидких натуральных продуктов⁵. **Псковская судная грамота** в статье 73 для обозначения процентов использует термин «*гостинец*»: «А которому человеку на ком будет имание по записи, да и *гостинец* будет писан на записи, а придет зарок, ино ему явит господе о своем *гостинце*, ино и по зароки ему взять свой *гостинец*; а только не явит зарок господе, гостинца ино ему не взять по зароке». **Вопросы и ответы о разных случаях пасторской практики XV в.** в

¹ Качалов Н.В. Предварительные юридические сведения для полного объяснения Русской Правды: труд. Вып. 1 / Н.В. Качалов. 2-е изд. Санкт-Петербург: Типо-Литогр, 1880. 87 с.

² Российское законодательство X–XX веков. В девяти томах. Т. 2. Законодательство периода образования и укрепления Русского централизованного государства. Москва: Юрид. лит., 1985. С. 107.

³ Российское законодательство X–XX веков. Т. 1. С. 338.

⁴ Исаев М.А. Толковый словарь древнерусских юридических терминов. С. 65.

⁵ Исаев М.А. Толковый словарь древнерусских юридических терминов. С. 118.

разделе 77 содержат указание на «*прибыток*»¹: «А рожь в *насы* давать? ... Ино аще без *прибытка* дают, ино польза есть им от Бога»; а также на «*насыт*», применительно к сыпучим веществам². Исторические памятники содержат указания на «*присоп*»³. Встречаются также термины «*наддача*»⁴ и «*наклад*»⁵.

Приведенная выше статья 55 Русской Правды (Троицкий список) описывает **ситуацию, при которой реализуется требование кредиторов об уплате долгов – «должебити»**. На протяжении длительного периода времени в истории российского государства существовала специальная процедура взыскания долга, а в последствии и исполнения других обязательств, применяемая по приговору суда. При «*правеже*» должника истязали до оплаты долга. В литературе отмечается, что несмотря на то, что в XVI–XVII веках предпринимались попытки законодательно ограничить дозволенные пределы его применения, например, месяцем пыток за сто рублей долга, после чего получение платежа в денежной форме считалось невозможным и должника отдавали кредитору «головой до искупа»⁶, правеж как способ принудительного исполнения обязательств с 1628 года⁷ предусматривал возможность дворян избежать личной расправы посредством выставления на истязания вместо себя своих крепостных крестьян. По мнению исследователей, правеж стал заменяться на исправительные работы во времена Петра I⁸, но существовал вплоть до эпохи правления Екатерины II. Несмотря на то, что освобождение дворянства от телесных наказаний связано со становлением привилегированности этой социальной группы, отказ от членовредительских способов взыскания долга соответствовал общей тенденции развития государства,

¹ Упоминание слова встречается и в духовной грамоте Великого князя Дмитрия Донского 1371 года. См.: Духовные и договорные грамоты великих и удельных князей XIV–XVI вв. Москва, 1950.

² См.: Памятники Древне-Русского канонического права (памятники XI–XV в.). Часть первая. Санкт-Петербург, 1880.

³ Исаев М.А. Толковый словарь древнерусских юридических терминов. С. 153.

⁴ Наместничьи, губные и земские уставные грамоты Московского государства / Изд. под ред. прив.-доц. А.И. Яковлева. Москва: Ист.-филол. фак. Имп. Моск. ун-та, 1909. С. 95.

⁵ Исаев М.А. Толковый словарь древнерусских юридических терминов. С. 118.

⁶ Дмитриев Ф.М. История судебных инстанций и гражданского апелляционного судопроизводства от Судебника до Учреждения о губерниях / Соч. Ф. Дмитриева. Москва: Унив. тип., 1859. С. 272.

⁷ Исаев М.А. Толковый словарь древнерусских юридических терминов. С. 149.

⁸ Турова М.С. Совершенствование законодательства об административных правонарушениях: проблемные вопросы применения должностными лицами ФССП России полномочий административной юрисдикции и пути их решения // Юстиция. 2020. № 1. С. 47.

как и, например, замена смертной казни каторгой, что было обусловлено не только необходимостью использовать человеческий труд, но и развитием правовой системы. Вместе с тем «неоплатимый долг» составлял преступление против народной торговли и предусматривал уже уголовное наказание¹.

В Западной Европе свидетельства о сложившемся порядке долговых отношений можно встретить в **Салической правде**. «Если должник не пожелает выплатить по обязательству он, сверх обозначенного в обязательстве *долга*, присуждается к уплате 15 сол.» (параграф 1 главы L)², кредитор «должен явиться в дом должника и просить об уплате долга, а также призвать должника на суд «так что после каждого призыва на судебное разбирательство или назначения срока долг увеличивается на три сол.» (параграф 2 главы L). В правовом источнике достаточно подробное внимание уделено займу. Параграф 1 главы LII закрепляет, что «если кто даст другому займы что-либо из своих вещей и тот не пожелает ему возратить ... то сверх долга и тех девяти сол., которые narосли вследствие трех напоминаний, должник присуждается к уплате 600 ден., что составляет 15 сол.»³. Согласно разделу CXXXIV Эдикта остготского короля Теодориха в случае требования кредитором процента, превышающего установленного законом размер, он терял право на получение долга⁴.

В литературе нашла отражение позиция, что средневековому праву Франции были известны долговые обязательства, основанные на *mutuum* – римской формуле займа, и несмотря на то, что взимание процентов было под запретом в каноническом праве, церковь как основной займодавец в государстве активно получала их на практике, в том числе за счет «*мертвых залогов*» земельных участков в свою пользу⁵. **Первые хартии города Сент-Омера** в XII в. запечатлели сложившийся обычай **придания денежному долговому обязательству**

¹ Статьи 231, 273 Устава благочиния или полицейского 8 апреля 1782 года / Российское законодательство X–XX веков: Законодательство периода расцвета абсолютизма. В девяти томах. Т. 5 / Отв. ред.: Индова Е.И.; Под общ. ред.: Чистяков О.И. Москва: Юрид. лит., 1987. С. 382, 386.

² Салическая правда / Пер. Н. П. Грацианского; под ред. В.Ф. Семенова. Москва, 1950. С. 127.

³ Салическая правда. С. 129.

⁴ Эдикт Теодориха / Пер. И.А. Дворецкой // Ученые записки Московского государственного педагогического института им. В.И. Ленина. Москва, 1964. С. 181.

⁵ История государства и права зарубежных стран. С. 410.

юридической силы за счет свидетельских показаний. В случае неоплаты в установленный срок кредитор мог задержать имущество должника или даже его самого до погашения долга (пункт 2)¹. Заметим, что в правовых памятниках Коммуны Падуи XIII в., например, можно встретить такое **наказание за неоплату долгов**, как изгнание: если долг был перед коммуной, то должнику запрещалось появляться в коммунальном дворце и ближайших улицах, осужденным за частные долги – не позволялось находиться в городе и его окрестностях². Несмотря на то, что изгнание не предполагало истязания и физической ответственности должника перед кредитором, оно имело под собой личную, физическую форму ответственности, хоть и перед обществом. **Великий мартовский ордонанс 1357 года** описывает сложившуюся в обществе проблемную ситуацию, вызванную повсеместными злоупотреблениями и отсутствием единообразного толкования права при взыскании долга через суд³.

Свидетельства об исковой защите долга встречаются в **Кларендонских конституциях 1164 года короля Англии Генриха II**, предусматривающих разбирательство таких споров королем⁴. Исследователи отмечают, что в процессе борьбы с экспансией церковных судов в сфере светских споров принимались правовые акты, запрещающие церковным судам рассматривать «тяжбы об имуществе и долгах»⁵. Положения **Великой хартии вольностей** на основе укоренившегося в правопорядке долгового механизма совершенствуют положения о поручительстве и порядке обращения взыскания на имущество должника. Статья 9 Хартии устанавливает, что земли и доход с них могут быть захвачены только лишь при недостаточности движимого имущества должника для удовлетворения направленных к нему долговых требований⁶.

¹ Хрестоматия по истории Средних веков / Под ред. Н.П. Грацианского и С.Д. Сказкина. В 3 т. Т. 1. Москва, 1949. С. 369.

² Хрестоматия памятников феодального государства и права стран Европы / Под ред. В.М. Корецкого. Москва, 1961. С. 526, 527, 538.

³ Хрестоматия по истории государства и права зарубежных стран: В 2 т. / Отв. ред. д. ю. н., проф. Н.А. Крашенинникова. Т. 1: Древний мир и Средние века / Сост. О.Л. Лысенко, Е.Н. Трикоз. Москва: Норма, 2007. С. 530.

⁴ Памятники истории Англии XI–XIII вв.: рус. и лат. тексты Великой хартии вольностей и др. документов / Пер. и введ. акад. Д.М. Петрушевского. Москва: Соцэкги, 1936. С. 76.

⁵ История государства и права зарубежных стран. С. 452.

⁶ Памятники истории Англии XI–XIII вв. С. 100.

Отношения, основанные на долге, поступательно получали закрепление и регулирование в праве. Статут о купцах 1283 года констатировал отсутствие закона, позволяющего торговцам, продающим свой товар в долг, получить оплату в назначенное время за счет привлечения публичной власти. Оформление долгового обязательства происходило в присутствии мэра города и королевского клерка и скреплялось печатями. В случае просрочки «мэр немедленно должен распорядиться о продаже движимого имущества должника ... на сумму, равную сумме долга по оценке добрых людей», а вырученная сумма подлежала немедленной уплате кредитору; «... если должник совсем не имеет движимого имущества, за счет которого может быть взыскан весь долг, он должен быть арестован и находиться в тюрьме до тех пор, пока он не заключит соглашения с кредитором [об уплате долга]»¹.

Второй Вестминстерский статут 1285 года в разделе XVIII содержит сведения о двух известных способах защиты присужденного в курии короля долга: в отношении должника кредитор мог «получить приказ о взыскании шерифом долга из недвижимого и движимого имущества» или «потребовать, чтобы шериф передал ему по описи» оцененное в законном порядке движимое имущество должника «за исключением его быка и скота для плуговой запряжки, а также половину его земли на срок, пока не будет взыскан долг при продаже по разумной цене и в разумном размере...»².

В Англии существовали «долговые тюрьмы», куда помещались неплательщики по долгам и в которых применялось членовредительство. Между тем, как и во многих средневековых государствах, такие методы уже рассматривались не как искупление долга, а как принуждение к его оплате, уголовное наказание преследовало цель устрашения населения. Таким образом, описанные в источниках права долговые отношения и закрепленный порядок их регулирования отражали складывающийся в обществе экономический строй и господствующие идеи.

¹ Хрестоматия памятников феодального государства и права стран Европы. С. 213.

² Вестминстерские статуты / Пер. с лат. и старо-фр. Е. В. Гутновой; Всесоюз. ин-т юрид. наук М-ва юстиции СССР. Москва: Юрид. изд-во, 1948. С. 73.

Выводы. Трансформация общественных отношений влияет на восприятие пределов личной ответственности. Идея долга, ранее поглощенная идеей личной «обреченности», находит свое новое отражение в возможности добиться имущественной компенсации субъективных стремлений мести. Постепенное ограничение государственного вмешательства в частную имущественную сферу граждан способствует развитию экономических отношений. Обязательство как ограничение свободы перестает связывать волю должника. Такая тенденция развивалась дальше, и в последующем становление концепций естественных прав, распространение идей гуманизма и признание личных (гражданских) прав человека привели к тому, что рассматриваемый личный элемент сохранился в некоторых гражданско-правовых обязательствах и не допускает перемену участвующих в них лиц, однако реальной способности понудить должника к исполнению гражданско-правового обязательства в натуре больше не предусматривается, принудительные работы применяются в качестве карательно-исправительных мер в уголовно-исполнительной сфере. Восприятие категории долга обществом зависит от общепринятой парадигмы пределов личной ответственности и отражает ее изменения.

§ 1.2. Понятие и виды долга: правовой аспект

Категорию долга можно рассматривать в нескольких аспектах. Прежде всего, это базовая этическая категория, выражающая нравственную обязанность личности в отношении других людей и общества в целом, исходящую из внутреннего побуждения. В долговом праве, по мнению Ф. Ницше, находятся истоки моральных понятий совести, вины, долга и его священности¹.

В литературе отмечается, что теоретическое осмысление категории долга восходит еще к стоической школе. Рассуждения Марка Туллия Цицерона об обязанностях и используемая им терминология долгое время выступали основополагающими для философов и культурологов. Мыслитель уделил особое внимание такому явлению, характеризующемуся добропорядочным поведением и действиями, в основе которых лежит осознание своей обязанности, долга, как «*officium*»². В средневековье учение о долге было поставлено на рельсы христианской мысли благодаря Амвросию Медиоланскому и получило телеологическое обоснование в трудах Фомы Аквинского. Теологическое осмысление категории долга проведено в работах Августина. Уильям Оккам видел обоснование долга в свободной божественной воле. Представители школы естественного права рассматривали категорию долга и с точки зрения морального аспекта, и с точки зрения политического аспекта.

Т. Гоббс особое внимание уделял «верноподданическому долгу», проистекающему из договоренности с верховной властью с согласия лица и для его защиты,³ и разработал контрактную версию долга, согласующуюся с социально-договорной теорией государства. Такие договоренности обязательны для соблюдения, поскольку, по мнению Д. Юма, они осознаны как искусственное

¹ Ницше Ф. Полемическое сочинение «К генеалогии морали» // Сочинения в 2-х томах. Т. 2. Москва: Мысль, 1990. С. 445.

² Цицерон М.Т. О старости; О дружбе; Об обязанностях / Цицерон. Пер. с латин. и коммент. В.О. Горенштейна. Изд. подгот. В.О. Горенштейн и др. Репринт. воспроизведение текста изд. 1974 г. Москва: Наука, 1993.

³ Гоббс Т. Левиафан, или Материя, форма и власть государства церковного и гражданского. Москва: Мысль, 2001.

изобретение общества; моральные правила установлены в интересах каждого члена общества, и именно чувство долга является единственным возможным мотивом исполнять обещания¹.

И. Кант, опираясь на нравственный закон в форме категорического императива, указывал, что понятие долга содержит в себе с известными субъективными ограничениями понятие доброй воли², «долг есть необходимость поступка из уважения к закону»³. Философ видел в качестве долга для всех разумных существ каждый поступок, основанный на моральной необходимости (т. е. обязательности, принуждении), а не на привлекательном самом по себе образе действий⁴. Развивая учение, Г.В.Ф. Гегель писал, что нечто является долгом, когда должно быть исполнено из моральных соображений, а то, что можно требовать от человека на основании права, представляет собой обязанность⁵. Содержание долга составляет отношение человека к другим как существенная и необходимая его особенность⁶. Гегель выделял долженствования разного рода: обязанности перед собой, обязанности перед семьей – долг родителей перед детьми, детей перед родителями, между братьями и сестрами, обязанности перед государством, как долг каждого перед целым, а также обязанности перед другими – долг всеобщего человеколюбия, благоразумия и вежливости. Критическому осмыслению абстрактные и «безличные» идеи долга и добродетели Канта позднее подверглись в трудах Ф. Ницше, отмечавшего губительность и разрушающий эффект, который оказывают на человека действия без удовольствия при смешении своего долга с пониманием долга вообще, в состоянии «автомата долга»⁷. С одной стороны, долг в понимании необходимости безусловному следованию социальным правилам может рассматриваться лишь как подавление или понуждение личности. В то же время в литературе отмечается, что психологический долг есть осознание

¹ Юм Д. Трактат о человеческой природе, или попытка применить основанный на опыте метод рассуждения к моральным проблемам. Пер. С.И. Церетели // Юм. Д. Соч.: в 2 т. Т. 1. Москва: Мысль, 1965. С. 674, 680.

² Кант И. Сочинения: в 6 т. / Академия наук СССР, Институт философии. Т. 4. Ч. 1. Москва: Мысль, 1965. С. 232.

³ Кант И. Указ. соч. С. 236.

⁴ Кант И. Указ. соч. С. 408.

⁵ Гегель Г.В.Ф. Работы разных лет: 2 т. Т. 2. / Сост., общ. ред. А.В. Гулыги. Москва: Мысль, 1971. С. 54.

⁶ Гегель Г.В.Ф. Указ. соч. С. 61.

⁷ Ницше Ф. Антихрист. Проклятие христианству. Указ. соч. С. 639.

необходимости совершения определенных действий, сформированное моральным идеалом¹.

Исследователи относят нравственный долг к главным механизмам внутренней регуляции поведения, наряду со свободой воли. Личность является активным носителем конкретных моральных обязанностей перед обществом, осознает их и деятельно претворяет в жизнь. Долг рассматривается как отношение личности к обществу, как превращение требования нравственности, которое относится ко всем людям в равной степени, в личную задачу для отдельного конкретного индивида, поставленную перед ним, исходя из его положения в сложившейся ситуации². Рассмотрением должного как того, что выражает требования нравственности в форме предписаний, и проблемой долга занимается такой раздел этики как деонтология³.

Этическая категория долга обозначается на латинском языке как *obligation*, *officium*, в английском языке *obligation*, *duty*, во Франции это *obligation*, *devoir*, на греческом языке как *δέον* и как *dovere* на итальянском⁴. В то же время русское слово «долг» кроме «обязанности» имеет значение «чего-то, взятого в займы» и часто употребляется в контексте *денежного долга*. В литературе отмечается, что семантика данного слова позволяет «вскрыть исторические корни и социально-коммуникативный контекст его морального значения»⁵.

Таким образом, были рассмотрены подходы к пониманию долга представителями философии, психологии, социологии и других общественных наук. Вместе с тем в рамках правового исследования категория долга представляет интерес как правовая конструкция.

Как было обосновано в § 1.1 настоящей главы диссертационного исследования, в римском праве категория долга понималась в нескольких аспектах: как вина и субъективная предпосылка ответственности; как возможность или последующая необходимость откупиться от акта мщения или исполнения любых

¹ Гусейнов А.А., Апресян Р.Г. Этика: Учебник. Москва: Гардарики, 2000. С. 201.

² Словарь по этике / Под ред. А.А. Гусейнова и И.С. Кона. 6-е изд. Москва: Политиздат, 1989. С. 81.

³ Словарь по этике. С. 69.

⁴ Новая философская энциклопедия. Том первый. А–Д. Коллектив авторов. Москва: Мысль, 2010. С. 137.

⁵ Новая философская энциклопедия. Там же.

обязательств, как объективная предпосылка ответственности, а также как объект предоставления в обязательстве или самостоятельный объект притязания.

Эволюцию категории «долга» в римском праве можно проследить с термина «*aes alienum*», что дословно переводится как «чужая медь» и определялось в Дигестах Юстиниана (50. 16. 213) как «то, что мы обязаны другим людям»¹. Представляется, что «*aes alienum*» – «чужая медь» рассматривалась как нечто, не принадлежащее лицу, подлежащее передаче по требованию владельца, то, что должно было мыслиться, осознаваться как чужое.

Субъективное отношение к *aes* как к *alienum* формирует тесную связь «чужой меди» с понятием *culpa* в его первоначальном значении как осознанием или чувством недолжного, которое, вероятнее, в последствии приобрело смысл «ответственности за недолжное», встречающийся в сохранившихся письменных источниках. Неслучайно «*lata culpa*» как грубая халатность, т. е. не осознание того, что осознают все, изучалась Ульпианом в одном контексте с *aes alienum*. А.И. Солопов в отношении этимологии латинского слова *culpa* пришел к выводу, что первоначально будучи экономическим понятием², оно могло иметь значение долга, выраженного в денежном или ином материальном эквиваленте, и затем трансформировалось в этическое понятие «чувство вины»³. С точки зрения автора, латинское слово *culpa* является однокоренным для общегерманского *skal* со значением «быть должным кому-либо, задолжать», и, следовательно, для готского *skal*, древневерхненемецкого *skal*, немецкого *sollen* и английского *shall*, для литовского *skol`a* «долг (денежный)», а также для отглагольного существительного *skuldi* (общегерманское), к которому восходит древневерхненемецкое *sculd(a)* и немецкое *schuld*⁴. В литературе указывается, что готское *skula*, употребляемое к должнику, имело общее обозначение тех, «кто имеет долги», и для отдельной характеристики задолженности как имеющей денежный характер в языке

¹ The Digest of Justinian. P. 466.

² Автор предполагает, что этим возможно объяснить употребление в Законе XII таблиц иного латинского термина (*fraus*) для обозначения вины.

³ Солопов А.И. Этимология и первоначальное значение латинского *culpa* // Древнее право. Ivs antiquvm. Москва: Спарк, 1998. № 1 (3). С. 83.

⁴ Солопов А.И. Указ. соч. С. 82.

присутствуют кельтские заимствования и выражение *dulgis skulan*¹. Таким образом, различные термины, обозначающие долг или переводимые как таковой, в языках мира имеют присущие историко-культурные особенности и могут быть наполнены неодинаковым смысловым содержанием.

Исследователи приходят к выводу, что если *aes alienum* могло использоваться в Древнем Риме для обозначения правового факта того, что одно лицо взяло что-либо у другого лица в долг², то *debeo* (*debere*), хотя и имеет схожее значение, но все же в таком контексте встречается нечасто³. *Debere* означает, что лицо удерживает нечто, что принадлежит другому, и необязательно из факта займа, поэтому должно его отдать; т. е. удерживает что-либо в ущерб правам или имуществу другого лица. Э. Бенвенист отдельно отмечает, что *debeo* используется для описания случаев, когда кто-либо должен вернуть другому то, что второму причитается, но удерживается первым и при этом не было взято в долг. В тексте Институций Гая употребляются такие термины как «*debitum*» в качестве долга⁴, «*non debitum*» как нечто недолжное, не причитающееся⁵, «*debitor*» как должник⁶.

Развитие английского обязательственного права связано с эволюцией норм общего права и исковых форм защиты нарушенных прав, одной из первых среди которых был иск «*action of debt*». В литературе отмечается его повсеместное

¹ Бенвенист Э. Словарь индоевропейских социальных терминов. Пер. с фр./Общ. ред. и вступ. сл. Ю. С. Степанова. Москва: Прогресс-Универс, 1995. С. 136.

² Параграф 163 Книги второй Институций Гая = *Gai Institutionum commentarii quattuor*: текст, пер. с лат., коммент. / Под общ. ред. проф. Д.В. Дождева. Текст на рус. и лат. яз. Москва: Статут, 2020: *Scio quidem divum Hadrianum etiam maiori XXV ann veniam dedisse, cum post aditam hereditatem grande aes alienum, quod aditae hereditatis tempore latebat, apparuisset*», что в переводе означает: «Мне известно, что божественный Адриан дал поблажку и тому, кто старше 25 лет, когда после вступления в наследство обнаружился большой долг, который в момент принятия наследства был скрыт».

³ Бенвенист Э. Указ. соч. С. 133.

⁴ Параграф 124 Книги третьей Институций Гая: «...*Pecuniam autem creditam dicimus non solum eam, quam credendi causa damus, sed omnem, quam tum, cum contrahitur obligatio, certum [esset] debitum iri, id est quae sine ulla condicione deducitur in obligatione*», что переводится как «Денежным же долгом мы называем не только то, что было дано с целью установления обязательства, но все, что при заключении обязательства определенно должно стать долгом, то есть то, что безусловно вводится в обязательство».

⁵ Параграф 91 Книги третьей Институций Гая: «*Is quoque, qui non debitum accepit ab eo, qui per errorem solvit, re obligatur; nam proinde ei condici potest si paret eum dare oportere, ac si mutuum accepisset*», что переводится как «тот, кто получил недолжное от того, кто исполнил по ошибке, тоже обязывается в силу получения вещи; ведь против него можно подать кондикционный иск с интенцией «если выяснится, что он должен дать» точно так же, как если бы он получил заем».

⁶ Параграф 182 Книги четвертой Институций Гая: «...*et recte: plurium enim interest, utrum ex delicto aliquis an ex contractu debitor sit*», что переводится как «...И правильно, ведь имеет большое значение, является ли кто-то должником из деликта или из контракта».

распространение уже к середине XVII в. Исследователи приходят к выводу, что такой иск имел широкий реституционный характер, что позволяло предъявить его в отношении всех видов фиксированных сумм, будь то деньги, причитающиеся по контракту, такие как цена проданных товаров или ссуды, деньги, подлежащие выплате по судебному решению или в силу обычая, или деньги, причитающиеся в случае отказа от рассмотрения спора¹. **К XIV в. можно было выделить две основные долговые исковые формы: долг из обязательства (*debt upon obligation*), который возникал, в том числе, из ковенантов (особых письменных соглашений) или бондов (письменных денежных обязательств), и долг из контракта (*debt sur contract*), возникающий из неоплаты цены или вознаграждения (неисполнения встречного обязательства), когда контракт уже был выполнен истцом. Встречается и третий вид долга, возникающий из договора, облеченного в публичный акт (*contract of record*), по которому должник признавал свой долг в суде, что позволяло шерифу наложить штраф в случае неисполнения обязательств. Такое быстрое обеспечение исполнения обязательств имело важное практическое значение² и дополнялось инструментами, закрепленными в Статутах о купцах (1283 и 1285 годов), позволяющими арест должника и продажу его имущества в случае необходимости.**

В связи с тем, что *action of debt* был основным, как и первоначальным, иском для всех фиксированных сумм, ковенант рассматривался скорее как доказательство, чем как фактический источник долга³. Это также объясняет получившее в дальнейшем распространение правило, исключающее компургацию (очищение от обвинения путем присяги), поскольку сама письменная запись доказывала наличие задолженности. Исследователи отмечают, что именно эти обстоятельства подготовили почву для феноменального роста штрафных санкций, по крайней мере, для соглашений, имеющих финансовые последствия.

В источниках встречается информация о следующем порядке использования бондов. Должник обязывался под печатью выплатить кредитору неустойку в

¹ Stoljar S.J. A History of Contract at Common Law. Canberra: Australian National University Press, 1975. P 7.

² Plucknett T.F.T. The Legislation of Edward I / Geoffrey Cumberlege ed. Oxford: Clarendon Press, 1949. P. 140.

³ Stoljar S.J. Op. cit. P. 11.

случае невыполнения определенного условия – уплаты в установленный срок фактически полученной от кредитора суммы – и в этом случае он соглашался «утратить» облигацию, то есть становился ответственным за полный штрафной долг. Для кредитора такой бонд имел и другие преимущества. Поскольку бремя доказывания лежало на должнике, именно он должен был продемонстрировать полное выполнение условия, которое было строго истолковано против него. Неустойка при этом могла устанавливаться даже в два раза больше суммы основного долга, рассматривалась как компенсационная, а не ростовщическая, и давала кредитору, по отношению к которому принято обязательство, мощное обеспечение *in terrorem* (для устрашения) против должника. В литературе встречается позиция, что именно тогда, когда в семнадцатом веке право справедливости начало освобождать от штрафных санкций, не позволяя кредитору возместить большую компенсацию, чем его фактические убытки, бонды утратили популярность в гражданском обороте.

Затем кредитор имел быструю процедуру приказа об аресте лица или его имущества в обеспечение гражданского иска, в соответствии с которой должник мог быть арестован по вызову в суд или объявлен вне закона (изгнан), если с ним нельзя было связаться. Объявление должника «вне закона» имело важное значение в контексте совместных обязательств, так как позволяло взыскать задолженность полностью с одного из должников, предполагая, что остальные не смогут погасить долг. Этот процесс был введен **Вестминстерским статутом об измене 1352 года**¹, расширившим действие приказа *capias* в отношении *action of debt*, однако не распространившим его на долг из ковенанта².

Следующим видом обязательства, из которого мог возникнуть долг, имеющий исковую защиту в Англии, является *scriptum obligatorium* – документ за печатью, в котором должник признает свою задолженность в определенной сумме и заявляет о своей готовности выплатить этот долг либо своему кредитору, либо его правопреемнику или поверенному лицу. Это обязательство, содержащееся в

¹ The Statutes. Revised edition. Vol. I. Henry III to James II. A. D. 1235/6 - 1685. London: Eyre, 1870. P. 432.

² Milsom S.F.C. Historical Foundations of the Common Law. London: Butterworth, 1969. P. 218.

письменной форме, представляло собой фактически неопровержимое доказательство, лишаящее должника права отрицать свой долг. Генри дэ Брактон описывал правовое обоснование следующим образом¹: «если должник пишет, что он занял деньги, он связан написанным документом независимо от того, были ли деньги переданы или нет, и ему не будет позволено возражать, что деньги не были переданы вопреки его письму, потому что *он написал, что он в долгу*»². *Scriptum obligatorium* позволяли переуступку средств, поэтому были отчуждаемы, однако в литературе присутствует точка зрения, что они не являлись оборотными инструментами в строгом смысле слова, так как надлежащим образом не предоставляли держателю лучшего титула, поэтому не были прямыми предшественниками более поздних переводных векселей. Они имели свое отдельное происхождение от *bills* – документированного счета, подлежащего оплате, которые купцы начали использовать в XVI в., но преимущественно в XVII в.

Существенный вклад в развитие контрактного права в Англии внесла идея *causa debendi* — так называемая «**причина долга**», **встречное предоставление, по которому возник долг**. Существенное значение *causa debendi* имела для определения формы иска. Вопрос о том, возникнет ли задолженность за услуги, оказанные в соответствии с ковенантом, оставался без разрешения до XIV в.³ Иск по долгу из контракта надлежало применять к наиболее обычным и часто полностью неформальным сделкам, которые были исполнены одной стороной и поэтому требовали взыскания либо ссуженных денег, либо стоимости проданных товаров, или арендной платы за землю, или согласованного вознаграждения за оказанные услуги. Общий принцип тогда заключался в том, что долг будет выплачиваться за фиксированное вознаграждение при условии, что согласованная выгода или услуга за услугу уже были предоставлены, поскольку как только одна из сторон произвела исполнение, существование контракта под печатью больше не

¹ См.: Bracton H. De legibus et consuetudinibus Angliæ. Ed. by G. E. Woodbine. Vol. 1. New Haven: Yale university press; London: Oxford university press, 1915.

² Stoljar S.J. Op. cit. P. 10.

³ Stoljar S.J. Op. cit. P. 11–13.

считалось существенным. В данном случае *quid pro quo* – «услуга за услугу» – обозначал признанный ранее принцип *causa debendi* и как таковой стал отличительной чертой долга из договора.

Никакой исковой долг не мог возникнуть без согласованного обмена денег на вещи или услуги. *Quid pro quo* раскрывал реальный и двусторонний характер контрактов и устанавливал взаимность в отношении сторон. **Долг должен был возникнуть в полном объеме**, то есть одна из сторон должна была фактически выполнить все договоренности, частичное исполнение не предоставляло исковой защиты. Кредитор также не мог получить взыскание, если стороны прямо не определили сумму обмена, согласовав фиксированную цену за конкретное исполнение. Важным элементом выступала выгода, которая должна была быть предоставлена должнику лично, что исключало ответственность за поставленные товары или услуги, оказанные незнакомцу, даже если исполнение было произведено по просьбе ответчика и в связи с его обещанием выплатить причитающуюся сумму. Например, продавец не мог предъявить иск о взыскании долга при продаже несуществующих вещей именно потому, что без *quid pro quo* продажа была недействительной.

В литературе отмечается, что *debt sur contract* играл решающую роль в истории английских контрактов, в то время как *debt upon obligation* в случае ковенантов не получил такого широкого распространения, однако *bills* долгое время имели важное значение в практике гражданского оборота¹. Указанные обстоятельства объясняются тем, что ковенант как обязательство в большей степени воспринимался через идею одностороннего обещания, или дара, безвозмездной помощи, нежели как идея взаимных выгод. Отсюда следовало, например, что если название долга в иске отличалось от наименования, указанного в *bills*, расхождение было бы фатальным, в отличие от случая долга из контракта, где подобное расхождение не привело бы к отказу в иске, поскольку там, как было описано выше, письменный документ был только доказательством условий сделки

¹ Stoljar S.J. Op. cit. P. 14.

между двумя сторонами¹.

Исторически *action of debt* с его явным реституционным характером был тесно связан с *action of detinue* — иском о неправомерном владении вещью, используемым в ситуации, когда одно лицо утверждало, что имеет лучшее право на непосредственное владение ею, чем текущий владелец. В ранней форме *action of debt* использовался и для предъявления такого требования. В этой ранней форме долга из незаконного удержания имущества в судебном приказе ответчику предписывалось вернуть деньги или движимое имущество, в отношении которых истец был несправедливо лишен владения. В судебных спорах можно встретить включение в *causa debendi* для *action of debt*, помимо продажи или ссуды денег, ссуду взаимозаменяемых вещей, депонирование вещей или передачу их в пользование, а также все операции, которые явно предполагают возврат конкретного движимого имущества². Разделение средств правовой защиты денег и других вещей произошло в XIV в.: *action of detinue* стал применяться для истребования определенных вещей (или их стоимости) независимо от того, заявляет ли требования покупатель или поклажедатель, в то время как **долг продолжал применяться только для взыскания денег**. Соответственно, в судебном приказе *deforciat* был заменен на *debet* и *detinet*, а в отказе в удовлетворении требований — *non tenetur* на *non debet* и *non detinet*, соответственно.

Долг из незаконного удержания рассматривался как своеобразный компромисс, поскольку казалось неправильным утверждать, что вещи, представляющие собой арендную плату или цену, были «удержаны» ответчиком до инициирования судебного разбирательства, поскольку это подразумевало, что истец «владел» этими вещами, хотя на самом деле ранее он не имел в отношении них никаких прав. Новый вариант оставался частью *debt*, а не *detinue*, поскольку истец требовал выплаты причитающихся денежных средств, а не возврата принадлежащей ему вещи. Правовое регулирование институтов начало приобретать различия, одним из которых стала возможность освобождения от

¹ Stoljar S.J. Op. cit. P. 15.

² Glanvill J. Tractatus de legibus et consuetudinibus regni Anglie / G. D. G. Hall ed. London: Selden Society, 1965. Book x. Chap. 3.

ответственности хранителя в случае гибели вещи в следствие неизбежного несчастного случая, в то время как эти обстоятельства не влияли на ответственность заемщика¹. Расхождения усилились с развитием института *detinue*, вследствие которого расширилось его применение в отношении третьих лиц, например, в направлении *trover* – присвоение находки – или в отношении лица, которое получило бы вещь в свои руки, если бы другое лицо, незаконно удерживающее вещь, отказалось вернуть ее законному владельцу.

Таким образом, долг в системе общего права мог возникнуть из ковенанта, представляющего собой консенсуальный договор за печатью, допускающий исковую защиту независимо от предварительного встречного предоставления, а также из незаконного удержания чужой вещи или контракта, которые имели реальный характер и исключали существования длящихся обязательств. Иски из контрактов не возникали до момента установления долга полным выполнением *quid pro quo*, что влекло такие последствия как возможность лица, принявшего на себя определенные обязанности, отказаться от их исполнения при готовности отказаться от получения окончательного платежа в его пользу, а также возможность лица отказаться от оплаты, поскольку, опять же, никакой долг не может материализоваться до тех пор, пока не будет получена вся выгода². Данные обстоятельства создавали много трудностей и явились одним из толчков к развитию правового регулирования договоров купли-продажи, института *assumpsit* (иска об ущербе, основанного на неисполнении обязательства), позволяющего преодолеть реальные ограничения долга и возместить ущерб, причиненный получателю обещания (ковенанта), доктрины *consideration* (встречного удовлетворения), деликтов, *action on the case* (иска о взыскании убытков) и др.

Генезис правового регулирования категории долга, описанный в § 1.1 настоящей главы диссертационного исследования, предопределен ее многозначностью. Как было отмечено ранее, в литературе в наиболее общем

¹ Milsom S.F.C. Op. cit. P. 229.

² Stoljar S.J. Op. cit. P. 16.

понимании долг определяют как **любую обязанность**, возникающую из нравственного или юридического обязательства, основанием для которого могут выступать как общественное мнение, так и договор и закон¹. Долг является **субъективным явлением**, возникновение которого зависит от воли индивида, его осознания и готовности к исполнению². Категория долга существует в морально-этической психоэмоциональной сфере³. О.Н. Ермолова отмечает, что **долг отражает отношения между обществом и индивидом**, сложившиеся за тысячелетия, при которых чувство долга выступает субъективным связующим элементом между ними⁴.

В доктрине гражданского права **категория «долг» нередко отождествляется с категорией «обязанности»**⁵. Указанную позицию можно встретить в трудах О.С. Иоффе, полагающего, что долгом именуется **любая обязанность в обязательстве**⁶. Г. Дренбург указывает, что долг как существующая или потенциальная обязанности лица исполнить что-либо присутствует в каждом обязательстве⁷. М.М. Агарков, развивая указанную идею, приходит к выводу, что **долг представляет собой ответственность**, и эти категории соотносятся между собой как разные аспекты одного и того же явления⁸. И.А. Покровский, описывая обязательства с точки зрения некоторой связанности воли должника, определенного психического принуждения, рассматривал их в качестве **частной нормы поведения должника в интересах кредитора** и применил к ним категорию «долга» – некоторого специального «долженствования»⁹. Как **обязанность к определенному поведению** долг определил исследователь римского права

¹ Коллекторская деятельность: основы правового регулирования / И.А. Аксенов, А.Н. Береснев, В.А. Гуреев и др.; под ред. В.А. Гуреева, И.А. Аксенова, А.Н. Береснева. Москва: Редакция «Российской газеты», 2018. Вып. 23. С. 7.

² Мордовец А.С. Социально-юридический механизм обеспечения прав человека и гражданина. Саратов: Изд-во Сарат. ВШ МВД РФ, 1996. С. 233.

³ Евстифеев Д.М. Конституционный долг личности и правомерное поведение // Российский юридический журнал. 2018. № 6. С. 7.

⁴ См.: Ермолова О.Н. Ответственность в гражданском праве // Гражданское право. 2008. № 3.

⁵ Саватье Р. Теория обязательств. Москва: Прогресс, 1972. С. 37.

⁶ Иоффе О.С. Советское гражданское право. Курс лекций: Общая часть. Право собственности. Общее учение об обязательствах: Учебное пособие / Отв. ред. А.К. Юрченко. Ленинград: Изд-во Ленингр. ун-та, 1958. С. 370.

⁷ Дренбург Г. Пандекты. Т. 2: Обязательственное право. Москва, 1911. С. 3.

⁸ Агарков М.М. Обязательство по советскому гражданскому праву. Москва: Юрид. Изд-во НКЮ ССР, 1940. С. 44, 94.

⁹ Покровский И.А. Основные проблемы гражданского права. С. 236.

Д.В. Дождев¹. В доктрине высказана позиция о том, что долг не предоставляет кредитору какой-либо власти понудить должника совершить предоставление, поэтому долг может быть определен лишь как долженствование такого поведения².

Категория «долга», как частный вид ответственности, взаимосвязана с категорией «свободы» в философии права. Идея свободы личности разрабатывалась представителями школы естественного права, воспринималась как фундаментальная человеческая ценность в ракурсе либертарно-юридической аксиологии и в настоящее время считается основополагающим культурным базисом в России и за рубежом³. В научной литературе отмечается, что свобода является обязательной предпосылкой юридической ответственности как вида социальной ответственности. Ответственность невозможна без свободы воли и свободы выбора вариантов поведения⁴. Сознательная деятельность человека предполагает соединение в себе как в целом двух сторон – свободы и ответственности⁵.

Исследователи **теории гражданских правонарушений** отмечают, что поскольку правоотношения между деликвентом и потерпевшим возникают лишь после совершения нарушения, то справедливо говорить о том, что содержание обязательства должника заключается в ответственности, и о том, что долг в такой ситуации отсутствует⁶. С.Н. Братусь, придерживаясь позиции, что юридическая ответственность представляет собой опосредованное актом принуждения исполнение обязанности, пришел к выводу, что содержанием деликтного правоотношения на стороне нарушителя выступает необходимость возместить ущерб⁷. При таком подходе **говорить об отсутствии элемента долга в деликтных**

¹ Дождев Д.В. Римское частное право. С. 428.

² Diestelkamp B. Die Lehre von Schuld und Haftung // Studien zur Rechtswissenschaft des neunzehnten Jahrhunderts. Bd. 6. Wissenschaft und Kodifikation des Privatrechts im 19. Jahrhundert / H. Coing, W. Wilhelm (Hgs.). Frankfurt am Main, 1982. S. 23, 24. Цит. по: Тололаева Н.В. Пассивные солидарные обязательства: российский подход и континентально-европейская традиция: монография. Москва: Статут, 2020. С. 99.

³ См.: Нерсесянц В.С. Философия права: Учебник для вузов. Москва: Норма, 2005.

⁴ См.: Жуков В.Н. Право и свобода: плюрализм подходов // Право и государство: теория и практика. 2020. № 6. С. 29–33.

⁵ Косолапов Р.И., Марков В.С. Свобода и ответственность. Москва: Политиздат, 1969. С. 72.

⁶ См.: Халфина Р.О. Общее учение о правоотношении. Москва: Юр. лит., 1974. 340 с.; Иоффе О.С. Избранные труды по гражданскому праву: из истории цивилистической мысли. Гражданское правоотношение. Критика теории «хозяйственного права» / О.С. Иоффе. 4-е изд. Москва: Статут, 2020.

⁷ Братусь С.Н. Юридическая ответственность и законность (Очерк теории). Москва: Юрид. лит., 1976. С. 93–94.

правоотношениях представляется несправедливым. Как содержание деликтной ответственности в виде обязанности по возмещению вреда долг в рамках деликтных правоотношений определяет Л.В. Кузнецова. Такой долг представляет собой следствие деликта и возникает на стороне деликтвента¹. Тем не менее, существование обязательств неискowego характера (*obligationes naturales*), известных еще в римском праве, в которых есть долг, но нет ответственности², позволяет предположить **взаимосвязанный, но не взаимозависимый характер элементов долга и ответственности** в правоотношениях. Демонстрируя различия между долгом и ответственностью, Н.В. Тололаева приводит пример ответственности наследников по долгам наследодателя, каждый из которых будет отвечать лишь в размере стоимости перешедшего к нему имущества, и возникнет ситуация, когда размер долга как полное первоначальное обязательство наследодателя будет не совпадать с ограниченным размером ответственности наследника³.

К необходимости разграничения понятий «быть обязанным» и «быть должным», ранее используемых в качестве синонимов и составляющих единую концептуальную базу в теории обязательств, пришел в своих трудах А. Бринц, который указал, что **долг принимает во внимание намерения и носит этический характер**, в то время как для обязательства воля должника как и предоставление, которое совершается только по воле должника, не имеют значения, ведь оно связывает кредитора и личность должника в ее физическом проявлении⁴.

В литературе отмечается, что в российской правовой науке существует **узкое и широкое понимание категории долга**. В первом случае она рассматривается как **регулятивная обязанность денежного характера**, в то время как во втором случае речь идет об **основном содержании обязательства**, основной

¹ Кузнецова Л.В. Спорные вопросы деликтной ответственности // Меры обеспечения и меры ответственности в гражданском праве: сборник статей / Рук. авт. кол. и отв. ред. М.А. Рожкова. Москва: Статут, 2010. С. 28.

² Покровский И.А. Основные проблемы гражданского права. С. 241.

³ Тололаева Н.В. Указ. соч. С. 99.

⁴ Brinz A. Der Begriff obligatio // Zeitschrift für das Privat-und öffentliche Recht der Gegenwart. Bd. I. 1874. S. 11–18, 26–40. Цит. по: Паккиони Д. Понятие обязательства: от Ф.К. фон Савиньи до Германского гражданского уложения / Древнее право: Научно-практический журнал. №. 2 (34). Москва: ИД В. Ема, 2016. С. 193–194.

задолженности¹. Такой подход прослеживается в судебной практике, когда в решениях отражается позиция о том, что возмещение убытков не является денежным долгом². О.В. Савенкова приходит к выводу, что в широком смысле слова к денежному долгу помимо обязанностей регулятивного характера следует относить и охранительные обязанности, например, по возмещению убытков. С.В. Сарбаш, указывая на отсутствие четких критериев отличия долга и ответственности в современном гражданском праве, объясняет некоторое смешение этих понятий случаями, когда речь идет про **основной долг** и **неосновной долг** – дополнительные требования, такие как убытки или неустойка, которые возникают в связи с основным долгом и нарушением основной обязанности и имеют характер негативных последствий, и когда образуются логические пары: «*основной долг – неосновной долг*», «*основной долг – ответственность*»³.

И.А. Покровский отмечал, что еще римские юристы утверждали, что должником является тот, у кого могут быть взысканы деньги. Позицию, что **традиционное понимание долга как обязанности должника денежного характера является узким**, поддерживает О.Е. Блинков⁴. В научной литературе высказывается точка зрения, согласно которой денежное обязательство как таковое является «фикцией цивилистики», так как **о долговых отношениях возможно говорить лишь из договора займа или кредита. Во всех остальных правоотношениях**, в том числе договорных, основанных на соглашениях о купле-продажи, подряда и т. д., а также из факта неосновательного обогащения или деликта, **речь идет не о долге, а о возмещении материальных, моральных и иных издержек кредитора**, так как *лицо не может вернуть то, что никогда не*

¹ Савенкова О.В. Проценты на убытки: теоретические и правовые предпосылки // Меры обеспечения и меры ответственности в гражданском праве: сборник статей / Рук. авт. кол. и отв. ред. М.А. Рожкова. Москва: Статут, 2010. С. 18.

² См.: определение Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 30.12.2013 г. № ВАС-4687/13 по делу № А51-2382/2012 // СПС «КонсультантПлюс»; определение Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 12.12.2012 г. № ВАС-16568/12 по делу № А17-6563/2011 // СПС «КонсультантПлюс».

³ Практика рассмотрения коммерческих споров: Анализ и комментарии постановлений Пленума и обзоров Президиума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации / А.В. Ерш, А.А. Маковская, Л.А. Новоселова и др.; под ред. Л.А. Новоселовой, М.А. Рожковой. Москва: Статут, 2007. Вып. 1. С. 52.

⁴ Блинков О.Е. Ответственность наследников по долгам наследодателя (практические соображения) // Нотариус. № 1. 2004. С. 1.

брало¹. Представляется, что такая позиция может быть справедлива лишь при поверхностном рассмотрении современных моделей правоотношений и не учитывает исторического смысла.

Несмотря на то, что эволюционно более раннее содержание категории долга, действительно, предполагает необходимость и «долженствование» возврата именно чужого имущества, с позицией авторов, настаивающих на ограничении сферы определения долговых отношений лишь кругом заемных или кредитных обязательств, трудно согласиться. Случаи неосновательного обогащения, деликтов предполагают, что какое-то благо (будь то имущественное, или неимущественное) принадлежало кредитору, по зависящим от должника причинам выбыло у него и подлежит возврату или восстановлению. **Посягательство должника может рассматриваться как присвоение такого блага, и, следовательно, оно или его имущественный эквивалент является благом кредитора, но находится во власти должника.** В договорах купли-продажи долг как таковой возникает при переходе права на имущество без фактической передачи вещи. Теоретическое моделирование правоотношений позволяет представить процесс возникновения долга в ситуации, когда отсутствовало предварительное встречное предоставление. Например, в силу наступления определенной обществу совокупности юридических фактов утрата или не приобретение одних благ кредитором в результате действий или бездействий должника рассматривается как их присвоение и нахождение в его власти должника, в составе его имущественной массы, в том числе и будущей. Поэтому даже проценты по денежному обязательству или неустойка могут иметь долговую природу.

Некоторые авторы полагают, что **правовая категория долга имеет подчиненную категорию денежного долга²**. Савиньи обозначал ее как *wertschuld* и определял в качестве обязательства предоставить некоторую ценность, которая выражается в неопределенном количестве денежных единиц³. Л.А. Лунц писал, что

¹ См.: Садыков Реналь Р., Садыков Ришат Р. Инкассо: момент исполнения // ЭЖ-Юрист. 2006. № 12.

² Тирская Е.В. Категория денежного долга в гражданском праве России: автореферат дисс. ... канд. юрид. наук. Москва, 2004. 27 с.

³ Цит. по: Лунц Л.А. Деньги и денежные обязательства в гражданском праве. Изд. 2-е, испр. Москва: Статут, 2004. С. 46, 213.

обусловленный определенной суммой денежных единиц долг составляет основной вид денежного обязательства¹. Д.В. Добрачев определяет денежный долг как обязанность должника, не влекущую дополнительного обременения, выплатить кредитору определенную или определимую сумму денежных знаков². Автор утверждает, что денежное обязательство может возникнуть не только как долговое, и предлагает классификацию денежных обязательств на *охранительные* и *регулятивные*, а также на *самостоятельные* и *зависимые*. Д.В. Добрачев считает возможным выделить группы денежных обязательств, где обязанность по оплате денежных знаков существует изначально, т. е. денежный долг как таковой, и где является производной, возникшей из неденежного обязательства в результате его трансформации. Автор также рассматривает категорию основного денежного долга, определяет ее как денежную обязанность должника, возникшую в результате получения встречного предоставления, исполнение которой направлено на прекращение основного регулятивного обязательственного правоотношения и не связана с дополнительным обременением³. Представляется, что предложенный Д.В. Добрачевым подход заслуживает поддержки. На основе проведенного в рамках диссертационного исследования анализа категории долга полагаем, что сформулированное определение денежного долга не противоречит и соответствует сути исследуемой категории.

Категория долга может рассматриваться, с одной стороны, как элемент содержания правоотношения регулятивного или охранительного характера – как *обязанность*, любого содержания, либо *обязанность вернуть причитающееся* другому лицу; с другой стороны, как *содержание обязанности* денежного характера, либо *обязанности, основанной на договорах займа, кредита*; наконец, как *негативные последствия, имущественный (денежный) эквивалент компенсации, ответственность за неисполнение обязанности*. Кроме того, в литературе отмечается, что категория долга используется и для

¹ Лунц Л.А. Указ. соч. С. 109.

² Добрачев Д.В. Денежные обязательства: тенденции развития доктрины и судебной практики. Москва: Инфотропик Медиа, 2015. С. 107.

³ Добрачев Д.В. Соотношение гражданско-правовых категорий денежного долга и убытков: автореф. дисс. ... канд. юрид. наук. Ростов-на-Дону, 2013. С. 34.

обозначения **обязанности вернуть вещь законному владельцу**, возникающей у лица, таковым не являющимся¹. Представляется справедливым замечание А.В. Галкина, что категория долга имеет различное значение и в отдельно взятых отраслях права².

Проведенное исследование позволяет выделить существенные элементы категории долга, которые бы дали возможность среди представленных выше многочисленных проявлений ее значения определить базовые, образующие черты. **Долг представляет собой необходимость вернуть нечто, причитающееся другому лицу, и, следовательно, характеризуется возвратностью.** Данный признак связан с тем, что кредитор не утрачивает правовую связь с объектом долга, а должник не приобретает его, объект долга по-прежнему остается для должника чужим. Объект долга может быть неимущественного характера, и поскольку вернуть его в натуре не всегда представляется возможным, используется универсальный имущественный эквивалент предоставления.

При сопоставлении долга с **заемными правоотношениями, обладающими помимо признака возвратности еще и признаком срочности**, представляется вполне обоснованным установление срочности возврата такого долга и закрепление в статье 818 Гражданского кодекса РФ³ подхода, в соответствии с которым долг, возникший из других оснований, может быть новирован в заемное обязательство.

Кроме того, **в разных правоотношениях возвратность может иметь различные объем и содержание.** Например, как отмечается в литературе, в заемных отношениях возвратность предполагает передачу имущества такого же вида и в случаях, когда вместо подлежащих возврату денежных средств передается иное имущество⁴, такие отношения следует охарактеризовать как отношения мены

¹ Рясенцев В.А. Ответственность наследников по долгам наследодателя // Социалистическая законность. Москва: Известия, 1981. № 3. С. 43–45. Цит. по: Блинков О.Е. Указ. соч. С. 2.

² Галкин А.В. Понятие налоговой задолженности по российскому законодательству // Финансовое право. 2009. № 10. С. 2.

³ Гражданский кодекс Российской Федерации (части первой) от 30.11.1994 г. № 51-ФЗ (ред. от 25.02.2022 г.) // СЗ РФ. 05.12.1994 г. № 32. Ст. 3301. Далее – *Гражданский кодекс РФ*.

⁴ Белицкая А.В., Лаутс Е.Б. Принципы возвратности, платности и срочности в контексте правовой квалификации инвестирования и заемных обязательств // Банковское право. 2022. № 2. С. 24.

или купли-продажи¹. На квалификацию правоотношений также может влиять соотношение объема предоставлений. Полагаем, что, исходя из целевого содержания основания возникновения долговых отношений, **возвратность, по общему правилу, предполагает эквивалентный характер предоставлений. В случае если их экономическое содержание отличается, то правовая эквивалентность может быть установлена путем создания юридической фикции по воле лиц, участвующих в правоотношениях.**

В научной литературе поднимается проблемы условных обязательств и «мерцающей» каузы в них, суть одной из которых общими словами может быть описана через принципиальную возможность исключить вечную неопределенность сторон и формы устранения такой подвешенности в правоотношениях². В контексте данной тематики для целей настоящего исследования представляется заслуживающим внимания вывод А.Г. Карапетова о том, что, опираясь на принцип договорных отношений, а именно свободу договора, стороны обязательства вправе определить условия реализации правовых возможностей и форму исчезновения неопределенности³. Представляется, что по аналогии с синаллагматическими условными обязательствами для долговых правоотношений такими формами могут быть, например, возврат долга (предоставленного блага) или трансформация в предоставление, не основанное на принципе возвратности.

Таким образом, стороны долговых правоотношений вправе создать **подвешенность реализации принципа возвратности как в части объема, подлежащего возврату, так и в части формы разрешения неопределенности – трансформации правоотношений.**

Указанная правовая возможность сторон имеет особое значение для

¹ Договорное и обязательственное право (общая часть) постатейный комментарий к статьям 307–453 Гражданского кодекса Российской Федерации / В.В. Байбак, Р.С. Бевзенко, О.А. Беляева и др.; отв. ред. А.Г. Карапетов. Москва: М-Логос, 2017. Электронное издание. Редакция 1.0. С. 823.

² Сделки, представительство, исковая давность: постатейный комментарий к статьям 153–208 Гражданского кодекса Российской Федерации / В.В. Байбак, Р.С. Бевзенко, С.Л. Будылин и др.; отв. ред. А.Г. Карапетов. Москва: М-Логос, 2018. Электронное издание. Редакция 1.0. С. 108. Автор комментария к статье 157 Гражданского кодекса РФ – А.Г. Карапетов.

³ Карапетов А.Г. Условные права и обязанности: обзор проблемных вопросов применения ст. ст. 157 и 327.1 ГК РФ // Вестник экономического правосудия Российской Федерации. 2017. № 6. С. 102.

применения долговых инструментов при привлечении инвестиций и понимания правовых процессов, которые их сопровождают. **Инвестиционный риск ставит возвратность долга в состояние неопределенности, «мерцания», и при реализации форм исчезновения подвешенности правоотношений сторон либо принцип возвратности кристаллизуется в своем классическом проявлении, либо происходит трансформация правоотношений, где первоначальный долг (предоставление) не является возвратным.**

При этом безвозвратное предоставление может использоваться как инструмент распределения рисков между сторонами правоотношений, и, в частности, инвестиционных правоотношений. В литературе поддерживается принципиальная правовая возможность безвозмездного предоставления как инструмента распределения рисков даже между коммерческими юридическими лицами¹.

В любом случае, долговое правоотношение может трансформироваться в отношения по возмездному предоставлению возможности получить инвестиционный доход, что представляет собой классическое инвестиционное правоотношение. Гражданская объектоспособность указанной возможности в настоящее время обсуждается юридическим сообществом, где исследователи приводят аргументы, в том числе со ссылками на сложившуюся судебную практику, в пользу того, что риски / шансы могут иметь отдельную имущественную ценность и поэтому способны выступать самостоятельным предметом сделок².

Представляется, что описанные механизмы кристаллизации и трансформации принципа возвратности долга возможно отнести и на отношения конвертируемого займа³, которые, по справедливому замечанию С.Ю. Филипповой, можно описать как альтернативное обязательство общества-заемщика⁴. При наступлении определенных договором условий

¹ Карапетов А.Г. Условные права и обязанности. С. 103.

² Валиев Р.Р. Имущественное положение сторон условно-отлагательного обязательства // Закон. 2020. № 7. С. 157–177.

³ Будут рассмотрены подробнее в главе 2 настоящего диссертационного исследования.

⁴ Научно-практический комментарий к Федеральному закону «Об обществах с ограниченной ответственностью»: в 2 томах. Т. 1 / под ред. И.С. Шиткиной. Московский гос. ун-т им. М. В. Ломоносова, Юридический фак. Москва: Статут, 2021. С. 333. Автор комментария к статье 19.1 – С.Ю. Филиппова.

кредитор обладает правовой возможностью кристаллизовать принцип возвратности в классической форме и требовать возврата заемных средств, либо трансформировать долговые отношения в отношения участия в уставном капитале, т. е. трансформировать содержание принципа возвратности долга и требовать передачи имущественного эквивалента – доли участия в уставном капитале.

Выводы. Долг может рассматриваться как **опосредованная нормами права обязанность вернуть причитающееся другому лицу** и не ограничивается обязанностями денежного характера. **Категория долга в гражданском праве представляет собой базовую обязанность, характеризующуюся возвратностью**, которая при дополнении ее другими признаками может образовывать конкретные виды обязательств, например, обладающие срочностью займы или дополненные публичным элементом банковского регулирования кредиты, **и имеет широкий имущественный характер**. Вместе с тем наибольший интерес для настоящего диссертационного исследования представляют именно денежные долговые обязанности, что будет обосновано далее.

Возвратность долга может быть поставлена под условие – в состояние подвешенности, «мерцания», в случае наличия в отношениях сторон инвестиционного риска, и при реализации форм устранения неопределенности правоотношений сторон **принцип «условной» возвратности** кристаллизуется в своем классическом проявлении, либо происходит трансформация правоотношений в невозвратные.

§ 1.3. Понятие и правовые основы долгового финансирования как способа привлечения инвестиций

В научной литературе исследователями отмечается, что исторически термин «финансы» (*finance*), имеющий происхождения от латинских слов «*financia*» (доход, наличность) и «*fini.*» (конец), используемых для обозначения документа, подтверждающего уплату долга по сделке и срока платежа по ней, начинает встречаться в XVI–XVII вв. и в конце этого периода понимался в европейских странах как совокупность всего денежного хозяйства государства. В России термин стал использоваться в XVIII в. и употреблялся в достаточно узком смысле в качестве государственных финансов вплоть до начала XX в. Впоследствии термин «финансы» стал использоваться более широко и включать в себя финансы предприятий, т. е. хозяйствующих субъектов, что было вызвано развитием предпринимательства, его акционерных форм, становлением разнообразных финансовых институтов, аккумулирующих и перераспределяющих свободные денежные средства, постепенным взаимопроникновением банковского и промышленного капиталов¹.

В современном французском языке «*finances*» переводится как *денежные средства*. В английском языке термин также выражает *деньги или другие ликвидные ресурсы*². В России под денежными средствами понимаются наличные денежные средства в валюте Российской Федерации или в иностранной валюте, а также безналичные денежные средства, в том числе электронные денежные средства³. Следовательно, **наблюдается тенденция, в соответствии с которой синонимом термину «финансы» выступают «денежные средства», включающие в себя**

¹ Романовский М.В. и др. Финансы, денежное обращение и кредит: Учебник: под ред. М.В. Романовского, О.В. Врублевской. Москва: Юрайт-Издатель, 2006. С. 53, 54.

² «Finance», Merriam-Webster.com Dictionary, Merriam-Webster. URL: <https://www.merriam-webster.com/dictionary/finance>.

³ Пункт 1 постановления Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 07.07.2015 г. № 32 «О судебной практике по делам о легализации (отмывании) денежных средств или иного имущества, приобретенных преступным путем, и о приобретении или сбыте имущества, заведомо добытого преступным путем» // РГ. 13.07.2015 г. № 151.

как наличные деньги, так и другой наиболее ликвидный в современных реалиях ресурс – безналичные денежные средства.

В современной литературе понятие «финансы» рассматривается в трех аспектах. В контексте публичной власти термин финансы может применяться для обозначения **административных отношений**, возникающих в связи с созданием, использованием и распределением фондов денежных средств, используемых для целей реализации государством и местным самоуправлением своих функций. Такие отношения осуществляются посредством привлечения, использования и распределения денежных средств, поэтому имеют безэквивалентный, распределительный и строго денежный характер¹. Финансы могут рассматриваться не только как отношения, но и как **совокупность фондов денежных средств**, привлеченных органами публичной власти. Наконец, третий подход к пониманию исследуемого явления предполагает **включение в его объем денежных потоков, денежных ресурсов и денежных фондов, аккумулируемых в рамках хозяйственных правоотношений субъектов частного права (физических и юридических лиц)**, а также **отношения, возникающие в процессе создания, использования и распределения таких фондов**². Е.В. Ваймер отмечает, что финансы, являющиеся экономической категорией, необходимо рассматривать с этой точки зрения **как процесс движения денежных средств**³. М.В. Романовский и Ф.Г. Юсифов определяют финансы в качестве **системы денежных стоимостных отношений**, возникающих в связи с формированием и использованием денежных фондов при распределении и перераспределении валового внутреннего продукта⁴.

В юридической науке категория финансов наиболее разработана в сфере финансового права. Тесная связь с категорией государственного хозяйства определила существование **узкого и широкого подхода** к пониманию финансов в данной сфере. Некоторые исследователи считали эти понятия равнозначными и описывали финансы исключительно в качестве общего состояния государственных

¹ Ваймер Е.В. Понятие, сущность и современное назначение финансов // Финансовое право. 2020. № 12. С. 3.

² Глотов и др.; под ред. Ю.А. Чиханчина, А.Г. Братко. Серия «Бакалавр и магистр. Академический курс». Москва: Юстицинформ, 2018. Т. 1. С. 277.

³ Ваймер Е.В. Указ. соч. С. 2.

⁴ Романовский М.В и др. Финансы, денежное обращение и кредит. С. 54.

средств, в том числе расходов¹, либо же, оставаясь в русле публично-правовой тематики, сопоставляли финансы как государственные средства с финансовым хозяйством как способом управления ими². Широкий подход к пониманию финансов рассматривает в качестве таковых не только доходы и расходы, но и управление ими как публичными субъектами, так и частными лицами, и оперирует категориями централизованных и децентрализованных финансов, соответственно³. Для целей настоящего исследования наиболее релевантным представляется рассмотрение финансов с точки зрения метафизического аспекта в их статическом состоянии в соответствии с нашедшей отражение в научной литературе позиции, согласно которой финансы рассматриваются **как совокупность фондов денежных средств, денежных ресурсов и денежных потоков государства, муниципальных образований и хозяйствующих субъектов**⁴.

Объем понятия финансов необходимым образом предопределяет содержание понятия финансирования. В правовой науке не сформировалось единого подхода к пониманию этой категории. В российском правовом порядке легального определения институту также не дано. Конституция Российской Федерации в статье 124 устанавливает основы финансирования судов, а также содержит нормы, регулирующие деятельность федеральных и региональных органов государственной власти⁵. В административном праве предусмотрено предупреждение, выявление и пресечение финансирования терроризма⁶. Положения о финансировании референдумов, выборов, избирательных компаний содержатся в избирательном законодательстве⁷. Гражданское право регулирует

¹ Берендтс Э.Н. Русское финансовое право. Санкт-Петербург, 1914. С. 9.

² Янжул И.И. Основные начала финансовой науки: Учение о государственных доходах. Москва: Статут, 2002. С. 45.

³ Тропская С.С. Понятие «финансы» и предмет финансового права в дореволюционной литературе // Финансовое право. 2012. № 11. С. 3.

⁴ Соколова Э.Д. Правовое регулирование финансовой деятельности государства и муниципальных образований. Москва: Юриспруденция. 2009. С. 19.

⁵ Конституция Российской Федерации (принята всенародным голосованием 12.12.1993 г. с изменениями, одобренными в ходе общероссийского голосования 01.07.2020 г.) в редакции Закона РФ о поправке к Конституции РФ от 14.03.2020 г. № 1-ФКЗ «О совершенствовании регулирования отдельных вопросов организации и функционирования публичной власти» // СЗ РФ. 16.03.2020 г. № 11. Ст. 1416.

⁶ См.: Федеральный закон от 07.08.2001 г. № 115-ФЗ «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма» (ред. от 14.07.2022 г.) // СЗ РФ. 13.08.2001 г. № 33 (часть I). Ст. 3418.

⁷ См.: Федеральный закон от 12.06.2002 г. № 67-ФЗ «Об основных гарантиях избирательных прав и права на участие в референдуме граждан Российской Федерации» (ред. от 28.06.2022 г.) // СЗ РФ. 17.06.2002 г. № 24. Ст. 2253.

финансирование под уступку денежного требования¹, а также финансирование деятельности акционерного общества в сфере корпоративных правоотношений².

Категория финансирования имеет широкое распространение в сфере публичного права, наибольшее развитие получила в науке финансового права, давно **приобрела важное значение для участников инвестиционных отношений, однако остается не разработанной в трудах гражданско-правовой направленности.** В бюджетной сфере Ю.А. Крохина рассматривает финансирование в качестве распределительных отношений³. Н.Н. Ровинский определил финансирование как отпуск средств⁴. Н.И. Химичева и Е.В. Покачалова, развивая это положение, дополняют определение указанием на то, что финансированием является отпуск, урегулированный нормами права, или выделение государственных или муниципальных денежных средств для развития и деятельности организаций, учреждений и предприятий сообразно их функциям и задачам, предоставляемое на невозвратной и безвозмездной основе⁵. О.Н. Горбунова также отмечает, что предоставленные для осуществления уставной деятельности от государства денежные средства учреждения и организации используют на безвозвратной основе⁶. На безвозмездный и безвозвратный характер финансирования как предоставления денежных средств обращает внимание и Э.Д. Соколова⁷. Государственные и муниципальные фонды денежных средств могут быть выделены и распределены либо с применением метода финансирования, не предполагающего возмездность и возвратность, либо методом кредитования (т. е., по мнению автора, возмездность и возвратность исключают финансирование). Представление о том, что категория финансирования описывает именно безвозвратное предоставление государством в разных формах денежных

¹ См.: Глава 23 Гражданского кодекса РФ.

² См.: Федеральный закон от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (ред. от 07.10.2022 г.) // СЗ РФ. 01.01.1996 г. № 1. Ст. 1. Далее – *Закон об акционерных обществах*.

³ Крохина Ю.А. Финансовое право России: учебник / Ю.А. Крохина. 4-е изд., перераб. и доп. Москва: Норма: Инфра-М, 2011. С. 39.

⁴ Цит. по: Андреева Е.М., Радько А.В. Радько А.В. Понимание категории «финансирование» в различных областях российского права // Ленинградский юридический журнал. 2016. № 3. С. 144.

⁵ Химичева Н.И., Покачалова Е.В. Финансовое право / Отв. ред. д. ю. н., проф. Н.И. Химичева. Москва: Норма, 2005. С. 363.

⁶ Финансовое право: Учебник / Под ред. проф. О.Н. Горбуновой. Москва: Юрист, 1996.

⁷ Соколова Э.Д. Указ. соч. С. 127.

средств организациям, предприятиям и учреждениям для осуществления их операционной деятельности нашло определенную поддержку у представителей экономической теории¹.

Представляется, что изложенный выше подход опирается на историческое становление и развитие категории финансов, в чем, несомненно, является справедливым. Государственные финансы, в первую очередь, связаны с выполнением основных государственных функций, для чего формируются и используются общественные денежные фонды, и предполагают расходное (безвозвратное) употребление централизованно аккумулированных благ. Вместе с тем относительно самостоятельной наукой о финансах выступает финансовый менеджмент, изучающий общественные отношения, связанные с созданием и использованием наиболее рациональных форм применения капитала и денежных потоков в интересах отдельного хозяйствующего субъекта, а не всего общества, в процессе кругооборота средств². Следовательно, финансирование может быть опосредовано не только нормами публичного права, но и частного, и иметь не только невозвратный характер. Недостатком сформулированных исследователями определений является их необоснованное сужение, они не учитывают всей сферы применения финансирования на современном этапе развития общественных отношений, и поэтому являются некорректными.

В литературе высказывается и противоположная точка зрения о том, что финансирование может предполагать предоставление денежных средств на началах возмездности и возвратности³. Например, статья 6 Бюджетного кодекса РФ предусматривает такую форму финансирования проектов как целевой иностранный кредит⁴. Содержание статьи 3 Закона о публично-частном партнерстве⁵, закрепляющее определение «*финансирующего лица*» как

¹ Бабашкина А.М. Государственное регулирование национальной экономики: Учебное пособие. Москва: Финансы и статистика, 2003. С. 54.

² Романовский М.В и др. Финансы, денежное обращение и кредит. С. 54.

³ Карасева М.В. Финансовое право. Общая часть: Учеб. Москва: Юристъ, 2000. С. 22.

⁴ Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 г. № 145-ФЗ (ред. от 21.11.2022 г.) // СЗ РФ. 03.08.1998 г. № 31. Ст. 3823. Далее – *Бюджетный кодекс РФ*.

⁵ Федеральный закон от 13.07.2015 г. № 224-ФЗ «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

юридического лица либо объединения двух и более юридических лиц, действующего без образования юридического лица по договору о совместной деятельности, предоставляющего заемные средства частному партнеру для реализации соглашения на условиях возвратности, платности, срочности, позволило некоторым исследователям прийти к логичному выводу, что **кредитование представляет собой разновидность финансирования**¹ – с чем, на наш взгляд, справедливо согласиться.

На основе статей 6 и 226.1 Бюджетного кодекса РФ А.В. Радько и Е.М. Андреева заключают, что с точки зрения законодателя, **финансирование предполагает именно «предоставление», оплату денежных обязательств**². Исследователи не признают включение в объем категории финансирования возможности зачета встречных требований, акцентируя внимание на том, что передача некоторых видов ценных бумаг или **перечисление денежных средств являются органическим признаком исследуемого явления**³. Для целей настоящей диссертации необходимо применить расширительный подход к определению финансирования и исходить из того, что оно **заключается не только в непосредственном предоставлении денежных фондов, но и в отсрочке или временном отказе от истребования последних у финансируемого лица** с тем, чтобы оно могло использовать предназначенные для оплаты товаров, работ или услуг средства для удовлетворения первоочередных нужд инвестиционного проекта.

Финансирование предполагает достижение разнообразных полезных эффектов. Ю.Б. Фогельсон предложил определение, отражающее эту сущностную черту. По мнению ученого, **традиционно финансирование рассматривается как обеспечение необходимыми финансовыми ресурсами реализации какого-либо проекта или программы**⁴. К аналогичному выводу приходит А.В. Белицкая,

Федерации» (ред. от 11.06.2022 г.) // СЗ РФ. 20.07.2015 г. № 29 (часть I). Ст. 4350. Далее – *Закон о публично-частном партнерстве*.

¹ Андреева Е.М., Радько А.В. Указ. соч. С. 144.

² Андреева Е.М., Радько А.В. Указ. соч. Там же.

³ Андреева Е.М., Радько А.В. Указ. соч. С. 146.

⁴ Андрианов А.Ю., Валдайцев С.В., Воробьев П.В. (и др.). Инвестиции: Учебник для бакалавров / Отв. ред. В.В. Ковалев, В.В. Иванов, В.А. Лялин. 2-е изд., перераб. и доп. Москва: Проспект, 2013. С. 34.

которая полагает, что финансирование подразумевает под собой некую направленность на решение за счет финансовых вложений конкретных задач, что отличает его от инвестирования, рассчитанного на получение прибыли¹. В свою очередь, о соотношении инвестирования и финансирования в доктрине высказана противоположная позиция о том, что первая из названных категорий по своей сути является разновидностью второй². На наш взгляд, рассматриваемые явления не следует противопоставлять между собой, так как инвестирование может осуществляться, среди прочего, и посредством финансирования. Подробнее категория инвестирования будет рассмотрена далее в настоящем параграфе диссертационного исследования.

Таким образом, **финансирование необходимо определить в качестве непосредственного предоставления денежных средств, а также изменения срока их истребования по другим основаниям у финансируемого лица, для достижения определенного результата или решения конкретной задачи.** Опираясь на проведенный исторический анализ полагаем обоснованным не ограничивать объем категории «финансирование» в контексте долгового финансирования предоставлением только денежных средств, но констатируем, что в настоящее время при привлечении инвестиций предметом предоставления выступают именно денежные средства, как наиболее ликвидное имущество и универсальный эквивалент для обмена. **Долговое финансирование основано на принципе возвратности предоставленного или неистребованного имущества.**

Активная инвестиционная деятельность является важным фактором финансовой устойчивости и стимулом для экономического роста и социального развития общества. Для того, чтобы выявить особенности долгового финансирования как способа привлечения инвестиций, необходимо определить и разграничить такие явления как *инвестирование* и *инвестиционная деятельность*. С точки зрения экономических процессов механизм **инвестирования** обладает следующими содержательными характеристиками. Во-первых, он предполагает

¹ Белицкая А.В. Финансирование развития – новое направление в банковской практике: правовой аспект // Банковское право. 2017. № 4. С. 24.

² Андрианов А.Ю., Валдайцев С.В., Воробьев П.В. (и др.). Указ. соч. С. 34.

уменьшение имущественной массы инвестора за счет передачи составляющих ее благ другому лицу, выступающему организатором инвестирования (либо реципиентом инвестиций), в целях получения дохода с этого имущества. Во-вторых, получение вознаграждения инвестора предполагается в будущем, т. е. происходит значительный временной разрыв между лишением благ и поступлением дохода. В-третьих, у инвестора отсутствуют гарантии получения вознаграждения в будущем, на него в определенной степени относятся риски потери вложенных в инвестиционных целях благ. Наконец, величина дохода инвестора не может быть заранее определена или известна. Таким образом, **процесс инвестирования непременно связан с факторами риска и времени**¹.

В правовой науке не выработалось единого понимания «инвестиции», «инвестирования» и «инвестиционной деятельности». Повсеместно наблюдается смешение этих категорий, что подлежит осмыслению и требует разработки стройного понятийного аппарата. Экономическое содержание категории инвестиции **как действия, процесса по вложению капитала** в России, например, нашло отражение в Законе об иностранных инвестициях², где статья 2 определяет иностранную инвестицию в качестве «вложения иностранного капитала» в объект предпринимательской деятельности на территории России в виде оборотоспособных объектов гражданских прав, в том числе денег, ценных бумаг, иного имущества и имущественных прав, имеющих денежную оценку результатов интеллектуальной деятельности, услуг и информации. Схожее определение иностранной инвестиции содержится в статье 2 Закона Бразилии о порядке использования иностранного капитала³. Сторонниками такого подхода выступают О.М. Антипова, которая описывает инвестиции в качестве отношений экономического характера, опосредующих начало движения капитала⁴, А.В. Ведерников, который рассматривает инвестиции как «процесс по

¹ Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. Москва: Инфра–М, 2001. С. 979.

² Федеральный закон от 09.07.1999 г. № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» (ред. от 14.07.2022 г.) // СЗ РФ. 12.07.1999 г. № 28. Ст. 3493. Далее – *Закон об иностранных инвестициях*.

³ Lei № 4.131, de 3 de Setembro de 1962, «Disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior e dá outras providências». URL: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4131-Compilada.htm.

⁴ Антипова О.М. Правовое регулирование инвестиционной деятельности (анализ теоретических и практических проблем). Москва: Волтерс Клувер, 2007. С. 55.

перемещению» имущественных и иных ценностей¹, В.Н. Кокин², В.В. Гуцин и А.А. Овчинников, определяющие инвестиции как «распоряжение» принадлежащими инвестору объектами гражданского права³. В литературе отмечается, что капитал, используемый в инвестиционном процессе, должен принадлежать инвестору на праве собственности⁴. Представляется, что инвесторы могут иметь и иные права в отношении объектов гражданских прав, позволяющие осуществлять их вложение. Многообразие субъектов инвестиционных отношений позволяет в качестве аргумента привести деятельность институциональных инвесторов, которые исходя из смысла и буквы актуального правового регулирования в большинстве случаев не являются собственниками используемых ими привлеченных средств, но являются инвесторами в классическом понимании этого слова.

Нестройность правовых теорий, смешивающих понятия инвестиции, инвестирования и инвестиционной деятельности⁵, критикуется В.Н. Лисицей⁶. В литературе обнаруживается и другое представление, в настоящий момент являющееся превалирующим в научном сообществе. Согласно этому подходу в качестве инвестиции надлежит рассматривать сами **объекты гражданских прав, которые инвестор вкладывает в предпринимательскую или иную деятельность в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта**. Указанная позиция нашла отражение в работах Т.А. Серебряковой⁷,

¹ Ведерников А.В. Иностранные инвестиции в Российской Федерации. Правовые аспекты: автореф. дисс. ... канд. юрид. наук. Екатеринбург, 2004. С. 8.

² Кокин В.Н. Защита прав инвестора при недропользовании на условиях соглашения о разделе продукции в Российской Федерации: дисс. ... канд. юрид. наук. Москва: Изд-во МГУК, 2002. С. 45.

³ Гуцин В.В., Овчинников А.А. Инвестиционное право. Учебник. Москва: Эксмо, 2006. С. 72.

⁴ Schwarzenberger G. Foreign Investments and International Law. London: Stevens, 1969. P. 18; Богатырев А.Г. Инвестиционное право. Москва: Рос. Право, 1992. С. 9.

⁵ Например, см.: Майфат А.В. Особенности инвестирования в предпринимательскую деятельность: вопросы теории и правоприменения. Екатеринбург, 2001. С. 5–7.

⁶ Лисица В.Н. Правовое регулирование инвестиционных отношений: теория, законодательство и практика применения: монография. Новосибирск: Рекламно-издательская фирма, 2011. С. 153.

⁷ Серебрякова Т.А. Регулирование инвестиционной деятельности: финансово-правовой аспект: дисс. ... канд. юрид. наук. Саратов, 2002. С. 25.

П.В. Сокола¹, С.С. Жилинского², И.В. Ершовой³ и других и закреплена законодательно в статье 1 Закона о защите и поощрении капиталовложений⁴, статье 1 Закона об инвестиционной деятельности в РСФСР⁵, статье 1 Закона об инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений⁶, в статье 6 Бюджетного кодекса РФ, а также, например, на международном уровне в статье 3 Соглашения стран СНГ о сотрудничестве в области инвестиционной деятельности⁷, в Соглашении между Правительством СССР и Правительством Соединенного Королевства Великобритании и Северной Ирландии о поощрении и взаимной защите капиталовложений 1989 года⁸, а также в Конвенции об учреждении Многостороннего агентства по гарантиям инвестиций⁹. Исходя из этой отправной точки, следует согласиться с А.В. Белицкой и Е.Б. Лаутс, указывающих на то, что **процесс движения капитала представляет собой инвестирование, но не инвестиции**¹⁰.

А.Г. Богатырев и В.В. Долинская отмечают, что объекты гражданских прав приобретают статус инвестиций при заключении гражданско-правовых

¹ Сокол П.В. Инвестиционный договор как гражданско-правовая форма инвестирования в жилищное строительство: автореф. дисс. ... канд. юрид. наук. Волгоград, 2002. С. 6, 7.

² Жилинский С.С. Понятие «инвестиции» в современном российском законодательстве // Законодательство. Москва, 2005. № 3. С. 74

³ Ершова И.В. Предпринимательское право: Учебник. Москва: Юриспруденция, 2009. С. 443

⁴ Федеральный закон от 01.04.2020 г. № 69-ФЗ «О защите и поощрении капиталовложений в Российской Федерации» (ред. от 21.11.2022 г.) // СЗ РФ. 06.04.2020 г. № 14 (часть I). Ст. 1999. Далее – *Закон о защите и поощрении капиталовложений*.

⁵ Закон РСФСР от 26.06.1991 г. № 1488-1 «Об инвестиционной деятельности в РСФСР» (ред. от 26.07.2017 г.) // Ведомости СНД и ВС РСФСР. 18.07.1991 г. № 29. Ст. 1005. Далее – *Закон об инвестиционной деятельности в РСФСР*.

⁶ Федеральный закон от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» (ред. от 14.03.2022 г. с изм. и доп., вступ. в силу с 01.09.2022 г.) // СЗ РФ. 01.03.1999 г. № 9. Ст. 1096. Далее – *Закон об инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений*.

⁷ Соглашение стран СНГ от 24.12.1993 г. «О сотрудничестве в области инвестиционной деятельности» // Бюллетень международных договоров. 1995. № 4. Для России документ не вступил в силу и применялся с 24.12.2019 г. по 04.03.2020 г. до издания распоряжения Президента Российской Федерации № 84-рп «О прекращении временного применения Соглашения о сотрудничестве в области инвестиционной деятельности» // СЗ РФ. 11.03.2002 г. № 10. Ст. 996.

⁸ Соглашение между Правительством Союза Советских Социалистических Республик и Правительством Соединенного Королевства Великобритании и Северной Ирландии о поощрении и взаимной защите капиталовложений (заключено в г. Лондоне 06.04.1989 г.) // Ведомости ВС СССР. 23.10.1991 г. № 43. Ст. 1179.

⁹ Конвенция об учреждении Многостороннего агентства по гарантиям инвестиций / Заключена в г. Сеуле в 1985 г. // Международно-правовые основы иностранных инвестиций в России. Сборник нормативных актов и документов. Москва: Юридическая литература, 1995. С. 197–276. Россия ратифицировала документ. См.: Постановление Верховного Совета Российской Федерации от 22.12.1992 г. № 4186-1 «О ратификации конвенции об учреждении многостороннего агентства по гарантиям инвестиций» // Ведомости СНД и ВС РФ. 07.01.1993 г. № 1. Ст. 22.

¹⁰ Белицкая А.В., Лаутс Е.Б. Инвестирование и кредитование: сравнительно-правовой анализ. // Законодательство. 2012. № 4. С. 47.

договоров, т. е. с момента их вовлечения в инвестиционный процесс¹. Е.Ю. Ушакова также предлагает рассматривать в качестве инвестиций уже отчужденные инвестором объекты гражданских прав.

Отсутствие в российском законодательстве общего определения инвестиций является фактором возникновения различных научных взглядов на природу исследуемого явления в праве. В сложившейся судебной практике нашла отражение позиция, что понятие инвестиций может обозначать разнообразные отношения между участниками гражданского оборота, поскольку **не имеет общепризнанного или строго юридического содержания**². Понятие инвестиций будет изменяться в зависимости от целей и содержания нормативного акта³. Отсутствует и общепризнанное международное определение инвестиций, а те подходы, что даны закреплены конвенционально, не охватывают всего явления и формулируются исключительно для целей конкретного документа⁴.

Закономерным следствием недостаточной научной разработки является отсутствие в правовой доктрине и законодательном регулировании общего подхода к определению инвестиционной деятельности. **Иностранные правовые порядки нечасто предлагают законодательную дефиницию инвестиционной деятельности, ограничиваясь перечислением инструментов инвестирования.** Например, в США в силу историко-правовой традиции термин *securities* применяется не столько для обозначения ценных бумаг в привычном континентально-правовом понимании, сколько для выражения конкретных правовых связей, правоотношений между лицами, посредством которых возникает

¹ Долинская В.В., Богатырев А.Г. Дивиденды и инвестиции по праву России и Германии // Законы России: опыт, анализ, практика. 2012. № 6. С. 42.

² См.: постановление Президиума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 02.07.2013 г. № 1039/13 по делу № А51-11274/2012 // СПС «КонсультантПлюс»; постановление Президиума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 05.02.2013 г. № 12444/12 по делу № А32-24023/2011 // СПС «КонсультантПлюс»; постановление Президиума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 24.01.2012 г. № ВАС-11450/11 по делу № А40-124539/09-54-801 // СПС «КонсультантПлюс»; постановление Президиума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 06.09.2011 г. № 4784/11 по делу № А40-133603/09-122-977 // СПС «КонсультантПлюс»; постановление Арбитражного суда Северо-Кавказского округа от 24.10.2016 г. № Ф08-7641/2016 по делу № А53-26011/2015 // СПС «КонсультантПлюс»; постановление Арбитражного суда Центрального округа от 06.07.2015 г. № Ф10-2001/2015 по делу № А36-5209/2014 // СПС «КонсультантПлюс»; постановление Арбитражного суда Московского округа от 17.02.2015 г. № Ф05-9021/2014 по делу № А41-65961/13 // СПС «КонсультантПлюс».

³ Карро Д., Жюйар П. Международное экономическое право. Москва: Междунар. Отношения, 2002. С. 333.

⁴ Вельяминов Г.М. Международное экономическое право и процесс: Учебник. Москва: Волтерс Клувер, 2004. С. 356.

инвестиционный интерес одного из них в деятельности / предприятии другого¹. Закон о ценных бумагах США 1933 года (*Securities Act of 1933, Sec. 2 (1)*)² содержит **причисление инструментов**, посредством которых создаются отношения, имеющие в качестве содержания инвестиционный интерес: векселя, акции, казначейские акции, свопы с ценными бумагами, фондовые фьючерсы, необеспеченные облигации, долговые свидетельства, сертификаты о наличии интереса или об участии в соглашении о распределении прибыли, подписные сертификаты, инвестиционные контракты, сертификаты участия в голосующем трасте, долевой неделимый интерес в праве на нефть, газ или в праве на другие минеральные ресурсы, сделки стрэдл, колл, пут, опцион или привилегию в отношении иностранной валюты или любой *security* или вообще любой интерес или инструмент, общеизвестный как *security* и т. д.³ Исследователи отмечают, что Конгресс США намеренно избежал точной дефиниции, сохраняя возможность определить в качестве *security* финансовые сделки различного характера⁴. Однако правоприменители столкнулись с необходимостью выработки критериев для отнесения инвестиционных правоотношений к институту *security*. Верховный суд США в деле SEC⁵ vs W.J. Howey Co. в 1946⁶ году на примере инвестиционного контракта определил признаки инвестиционного характера таких отношений. Требования заключаются в том, что инвестор вкладывает (1) деньги или иное имущество (2) в совместное предприятие с лицом, получающим инвестиции, и (3) рассчитывает на получение прибыли, (4) исходя из деятельности такого предприятия или третьих лиц. Несомненно, что **подход законодателя США соотносится с сущностными механизмами системы общего права, тем не менее, оставляет неопределенность для участников гражданского оборота и**

¹ Пенцов Д.А. Понятие «security» и правовое регулирование фондового рынка США. Санкт-Петербург: Юрид. центр Пресс, 2003. С. 46.

² URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>.

³ Пенцов Д.А. Указ. соч. С. 122.

⁴ Бирюков Д. О некоторых аспектах правового регулирования фондового рынка США // Рынок ценных бумаг. 2007. № 3. С. 67.

⁵ The Securities and Exchange Commission (SEC) – Комиссия по ценным бумагам и биржам США.

⁶ SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293, 298–99, 66 S. Ct. 1100, 1102–03, 90 L. Ed. 1244 (1946).

существенную зависимость последних от судебного усмотрения¹.

В России отсутствует единообразное нормативное закрепление исследуемого института. В соответствии с положениями Закона об инвестиционной деятельности в РСФСР инвестиционная деятельность представляет собой **вложение инвестиций**, или инвестирование, и **совокупность практических действий по их реализации**². В сфере капитальных вложений законодатель к определению добавляет целевой элемент – **направленность на получение прибыли и (или) достижение иного полезного эффекта**³. Инвестиционная деятельность в виде приобретения и передачи имущества в лизинг составляет предмет лизинговой деятельности и урегулирована Законом о финансовой аренде (лизинге)⁴.

В научной литературе законодательные определения получили поддержку. Правоведы выделяют в качестве образующих элементы вложения инвестиций и совершения практических действий, в том числе имеющие бессрочный или долгосрочный характер⁵, а также направленность на полезный экономический или социальный результат⁶. Н.Г. Доронина и Н.Г. Семилютина отмечают, что целью отчуждения имущества инвестора другому лицу выступает получение прибавочного продукта за счет последующего использования такого имущества

¹ См., например, дело SEC V. Edwards (02-1196) 540 U. S. 389 (2004) 300 F. 3d 1281, опубликованное на сайте Верховного суда США. URL: <https://www.supremecourt.gov/opinions/03pdf/02-1196.pdf>. Высший судебный орган установил инвестиционный характер отношений и признал соглашение о купле-продаже таксофонов, передаваемых в последующем в обратную аренду продавцу с выплатой вознаграждения покупателю в фиксированном размере, инвестиционным контрактом.

² Пункт 2 статьи 1 Закона об инвестиционной деятельности в РСФСР.

³ Статья 1 Закона об инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений.

⁴ Статья 2 Федерального закона от 29.10.1998 г. № 164-ФЗ «О финансовой аренде (лизинге)» (ред. от 14.07.2022 г.) // СЗ РФ. 1998. № 44. Ст. 5394. Далее – *Закон о финансовой аренде (лизинге)*.

⁵ Бублик В.А. Гражданско-правовое регулирование внешнеэкономической деятельности в РФ: проблемы теории, законодательства и правоприменения. Екатеринбург: Изд-во УрГЮА, 1999. С. 111–112, 128.

⁶ Потапова Ю.В. Правовое регулирование инвестиционной деятельности в субъектах Российской Федерации: автореф. дисс. ... канд. юрид. наук. Москва, 2003. С. 12; Афанасьева Е.Г., Белицкая А.В., Вайпан В.А. и др. Предпринимательское право Российской Федерации: Учебник / Отв. ред. Губин Е.П., Лахно П.Г. 3-е изд., перераб. и доп. Москва: Норма. Инфра-М, 2017. С. 647; Аганина Р.Н., Андреев В.К., Андреева Л.В. и др. Предпринимательское право: Правовое сопровождение бизнеса: учебник для магистров. Отв. ред. Ершова И.В. Москва: Проспект, 2017. С. 670; Терехова Е.В. Инвестиционное право: публично-правовые начала: Учебное пособие. Москва: РГУП, 2015. С. 23; Лапина Е.П. Инвестиционная деятельность: правовой аспект // Право и бизнес: сборник I Ежегодной международной научно-практической конференции, приуроченной к 80-летию со дня рождения профессора В.С. Мартемьянова. Москва: Юрист, 2012. С. 545; Отнюкова Г.Д. Правовое регулирование инвестиций и инвестиционной деятельности в условиях членства РФ в Таможенном союзе, ЕврАзЭС и ВТО // Право ВТО. 2014. № 1. С. 53; Дмитриева Г.К., Ершова И.В., Карташов А.В., Шахназаров Б.А. Правовое регулирование внешнеэкономической деятельности в условиях вступления Российской Федерации во Всемирную торговую организацию: монография / Под ред. Дмитриевой Г.К. Москва: Норма. Инфра-М, 2013. С. 85.

для развития производства¹.

Некоторые исследователи находят включение целевого характера инвестиционной деятельности излишним. В.Н. Лисица считает, что для правовой дефиниции значимы только те действия, которые имеют юридические последствия. Автор приходит к выводу о том, что закрепление в качестве определения необходимости осуществления практических действий также нецелесообразно, так как с точки зрения юриспруденции такие действия могут быть признаны сделками ввиду их направленности на достижение определенного правового результата, в ином же случае практические действия интереса не представляют. В.Н. Лисица полагает, что инвестиционная деятельность заключается в сделках, влекущих возникновение, изменение и прекращение гражданских правоотношений, и может быть использована как равнозначное категориям «инвестирование» и «вложение инвестиций» понятие².

С инвестированием как процессом вложения оборотоспособных объектов гражданских прав отождествляет инвестиционную деятельность и Н.И. Клейн, которая определяет последнюю как направленную на размещение имущества и денежных средств с целью получения прибыли деятельность³. Развивая эту идею, А.В. Майфат заключает, что само использование инвестиций не является инвестированием, такую деятельность нельзя рассматривать как инвестиционную, поскольку правовой режим деятельности, которой занимается получивший инвестиции субъект: строительной, производственной, торговой и т. д., будет включать в себя как составную часть правовой режим использования полученного имущественного блага⁴. В трудах автора находит поддержку позиция Н.Г. Семилютиной, рассматривающей инвестирование в качестве акта отчуждения

¹ Доронина Н.Г., Семилютина Н.Г. Обзор законодательства об иностранных инвестициях // Право и экономика. Москва: Юстицинформ, 2003. № 3–4. С. 81.

² Лисица В.Н. Правовое регулирование инвестиционных отношений: теория, законодательство и практика применения: монография. С. 186.

³ Предпринимательское право. Курс лекций / Авиллов Г.Е., Авиллов Г.Е., Брагинский М.И., Доронина Н.Г., и др. / Отв. ред. Н.И. Клейн. Москва: Юрид. лит., 1993. С. 143.

⁴ Майфат А.В. Инвестор: понятие, статус, деятельность // Современное право. Москва: Новый Индекс, 2005. № 10. С. 8.

имущества¹, соглашаясь с которой А.В. Майфат отмечает, что основой инвестирования представляются договоры, по которым производится передача инвестором права собственности на имущество в пользу другого лица².

Смещение понятий инвестиционной деятельности и инвестирования, имеющих разный смысловой объем, может привести к неточностям толкования и сложностям применения положений законодательства. Следует согласиться с А.В. Белицкой, предлагающей разделять эти понятия³. При сопоставлении указанных категорий представляется важным также провести черту между содержанием инвестиционной деятельности и предпринимательской деятельностью. Г.Д. Отнюкова полагает, что в случае, когда предпринимательская и инвестиционная деятельность осуществляются одним лицом, возможно говорить о том, что инвестиционная деятельность поглощается предпринимательской и является ее важнейшим элементом. В ситуации, когда такие активности реализуются разными лицами, инвестиционная деятельность выступает предшественником предпринимательской, а предпринимательская деятельность является продолжением инвестиционной⁴. О.В. Гутников указывает, что инвестиционная деятельность направлена на вложение собственных средств в чужую предпринимательскую деятельность, и поскольку инвестор не совершает активных действий в этой сфере, а все усилия по получению дохода отнесены на лицо, получившее инвестиции, то даже некоммерческим организациям должно быть разрешено получать такой доход и заниматься инвестиционной деятельностью⁵.

Определенные сложности в данном дискурсе представляют участники инвестиционного процесса – физические лица, которые осуществляют вложения принадлежащих им имущественных благ на нерегулярной и непрофессиональной

¹ Семилютина Н.Г. Инвестиции и рынок финансовых услуг: проблемы законодательного регулирования // Журнал российского права. Москва: Норма, 2003. № 2. С. 31.

² Майфат А.В. Признаки инвестирования и юридическая конструкция инвестирования // Налоги (газета). 2006. № 22. С. 2.

³ Афанасьева Е.Г., Белицкая А.В., Вайпан В.А. и др. Предпринимательское право Российской Федерации. С. 648.

⁴ Аганина Р.Н., Андреев В.К., Андреева Л.В. и др. Указ. соч. С. 671.

⁵ Гутников О.В. Корпоративная ответственность в гражданском праве: монография. Москва: ИЗиСП, КОНТРАКТ, 2019. С. 69.

основе. Такие инвесторы, как правило, не зарегистрированы в качестве индивидуальных предпринимателей, поэтому некоторые авторы полагают, что признание инвестиционной деятельности в качестве предпринимательской непременно повлечет исключение из участия в инвестиционных отношениях физических лиц, равно как некоммерческих организаций и публично-правовых образований, что не согласуется с экономическим содержанием инвестиций и прямо противоречит положениям Закона об инвестиционной деятельности в РСФСР и Закона об инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений¹.

Отсутствие требования государственной регистрации в качестве инвестора не должно ограничивать возможность распространения на его деятельность правового режима предпринимательства. Несмотря на то, что это является важным этапом в формировании статуса предпринимателя, государственная регистрация не относится к существенным признакам предпринимательской деятельности². По нашему мнению, логично, что **категории инвестирования и инвестиционной деятельности должны быть разделены.** В случае, когда вложение имущественной ценности не осуществляется субъектами предпринимательской деятельности, не имеет регулярного характера и не направлено на систематическое получение прибыли, уместно говорить о том, что в данном случае лицо производит инвестирование. В силу того, что научный подход подразумевает под деятельностью периодически совершаемую каким-либо субъектом совокупность отдельных действий³, в случае **когда процесс инвестирования соответствует всем существенным признакам предпринимательской деятельности,** то есть действия являются самостоятельными, осуществляемыми на свой риск и направленными на систематическое извлечение прибыли, **следует говорить об инвестиционной деятельности**⁴. Описанное **соотношение инвестиционной деятельности как**

¹ Антипова О.М. Указ. соч. С. 23.

² Афанасьева Е.Г., Бакшинская В.Ю., Беренштейн И.В. и др. Предпринимательское право Российской Федерации: Учебник / Отв. ред. Губин Е.П., Лахно П.Г. 2-е изд., перераб. и доп. Москва: Норма. Инфра-М, 2010. С. 34.

³ Майфат А.В. Инвестор: понятие, статус, деятельность. С. 6.

⁴ Афанасьева Е.Г., Белицкая А.В., Вайпан В.А. и др. Предпринимательское право Российской Федерации. С. 647.

вида предпринимательской находит поддержку в академической литературе¹. В свете вышесказанного именно институциональные инвесторы, обладающие исключительной правоспособностью, могут быть признаны инвесторами в самом смысле этого слова и осуществляют предпринимательскую деятельность в рассматриваемой сфере. **Инвестиционная деятельность – это деятельность инвесторов на протяжении всего инвестиционного процесса, включающая этапы подготовки инвестиций, реализации инвестиционного проекта и управления им.**

В процессе правоприменения в России **инвестиционная деятельность сопоставляется с долговыми правоотношениями и в некоторых случаях даже противопоставляется им.** Такая ситуация, в первую очередь, связана с практикой налоговых органов в контексте определения налоговой базы по налогу на прибыль организаций. Отношения из договоров займа между аффилированными лицами часто перекавалифицируются в отношения инвестирования в предпринимательскую деятельность заемщика² или в его уставный капитал³. В литературе отмечается необходимость выработки на законодательном уровне критериев, позволяющих установить реальный экономический характер отношений и отграничить договоры займа и договоры инвестирования⁴. Вместе с тем полагаем, что **формулируемая в теории и практике правоприменения дихотомия является отчасти ложной.**

Действительно, классические долговые обязательства, к которым Налоговый кодекс РФ⁵ относит независимо от способа их оформления займы, кредиты, коммерческие и товарные кредиты, банковские счета, банковские вклады и иные

¹ Вдовин И.А. Механизм правового регулирования инвестиционной деятельности (исторический и теоретико-правовой анализ): дисс. ... доктора юрид. наук. Санкт-Петербург, 2002. С. 117; Благов Д.А. Правовое регулирование отношений в сфере осуществления предпринимательской деятельности на территории особых экономических зон: автореф. дисс. ... канд. юрид. наук. Москва, 2010. С. 11; Муравьев Б.В. Инвестиционное обязательство в строительстве: дисс. ... канд. юрид. наук. Москва, 2001. С. 37.

² Постановление Арбитражного суда Дальневосточного округа от 29.11.2016 г. № Ф03-5480/2016 по делу № А16-343/2016 // СПС «КонсультантПлюс».

³ Постановление Арбитражного суда Дальневосточного округа от 27.12.2017 г. № Ф03-4749/2017 по делу № А51-25978/2016 // СПС «КонсультантПлюс».

⁴ Ахметшин Р.И., Енгуразова С.Ю. Займы или инвестиции? Новая попытка обойти правила недостаточной капитализации // В кн.: Правила для бизнеса – 2018: Уроки судебных дел: Сб. / Сост. М.В. Завязочникова; Под ред. С.Г. Пепеляева. Москва: Статут, 2018. С. 257. Цит. по: Лебедев К.К. Инвестиционный контракт: понятие и место в системе договорного права // Конкурентное право. 2020. № 4. С. 33.

⁵ Пункт 1 статьи 269 Налогового кодекса Российской Федерации (части второй) от 05.08.2000 № 117-ФЗ (ред. от 21.11.2022 г.) // СЗ РФ. 07.08.2000. № 32. Ст. 3340. Далее – *Налоговый кодекс РФ*.

заимствования, с точки зрения экономического содержания обязательно предполагают **возвратность** полученного имущества (его эквивалента) независимо от экономических результатов его использования заемщиком¹. Именно **возвратность тела долга, независимая от экономической эффективности использования имущества**, составляет основной квалифицирующий признак заемного правоотношения. В то же время специфику инвестиционной деятельности составляет инвестиционный риск², который предполагает возможность не только неполучения отдачи от вложений в полном объеме, но и потери вложений или их обесценивания, то есть **возвратность имущества не гарантируется и зависит от экономических результатов его использования** лицом, получившим инвестиции.

Сложности в определении правовой природы отношений могут возникать при использовании сторонами сделки условий о выплате займодавцу части доходов или доли в прибыли заемщика. Заем может иметь безвозмездный или возмездный характер. В литературе отмечается, что вознаграждение за предоставление займа может быть независимым от экономических результатов деятельности заемщика, то есть устанавливаться в виде процента, или носить переменный характер. В случае, когда участие в прибыли предполагается в качестве вознаграждения займодавца, но не как условие о возврате тела долга, такие отношения О.М. Иванов справедливо допускает квалифицировать как заемные. В противном случае условие о возвратности не будет выполнено³.

Инвестиционная деятельность предполагает **осуществление практических действий по реализации инвестиций**. В свою очередь, у займодавца отсутствует обязанность совершать практические действия по получению заемщиком прибыли за счет полученного в собственность имущества, практические действия займодавца могут быть связаны только с договором займа. Инвестиционную

¹ Байбак В.В., Иванов О.М., Карапетов А.Г. и др. Заем, кредит, факторинг, вклад и счет: постатейный комментарий к статьям 807–860.15 Гражданского кодекса Российской Федерации. С. 42. Автор комментария к статье 807 Гражданского кодекса РФ – А.Г. Карапетов.

² Подробнее вопрос об инвестиционном риске будет рассмотрен в § 3.1 диссертационного исследования.

³ Байбак В.В., Иванов О.М., Карапетов А.Г. и др. Заем, кредит, факторинг, вклад и счет: постатейный комментарий к статье 807–860.15 Гражданского кодекса Российской Федерации. С. 287. Автор комментария к статье 809 Гражданского кодекса РФ – О.М. Иванов.

составляющую в отношениях образует не столько контроль над целевым использованием переданного на реализацию проекта имущества, как например, в случае с целевым займом, но участие в управлении объектом, созданным (модернизированным) реципиентом инвестиций, в процессе получения прибыли за счет использования имущества. Для того, чтобы целевой заем влиял на квалификацию отношений как инвестиционных, его условия должны предусматривать не просто договорный информационный гражданско-правовой контроль, а право совершать сделки и иные практические действия с объектом инвестирования.

В этой связи представляет справедливым замечание К.К. Лебедева о том, что цель долгового правоотношения заключается в движении имущества «туда и обратно», в то время как для инвестиционных отношений основными задачами представляются содействие успешной реализации проекта и получение в будущем дохода или иного полезного эффекта¹. Вместе с тем действия по достижению поставленной инвестором цели могут быть опосредованы разными правовыми инструментами, способствование осуществлению проекта может заключаться в предоставлении денежных средств или иного имущества, в том числе и на *возвратной* основе.

Е.Б. Лаутс и А.В. Белицкая отмечают необходимость опираться на экономический смысл и природу отношений при квалификации оформляющего их договора в качестве инвестиционного. Авторы справедливо указывают, что заем может быть признан инвестиционным только в случае, если такие отношения основаны на возможности полной потери вложенных средств, не предполагают их реальной возвратности, срочности или платности таких отношений, характеризуются наличием титула на объект инвестиций, систематическим осуществлением вложений, сопровождающимся практическими действиями, с целью получения прибыли или достижения иного полезного эффекта².

Представляется, что само по себе наличие принципа возвратности в

¹ Лебедев К.К. Инвестиционный контракт: понятие и место в системе договорного права. С. 33.

² Белицкая А.В., Лаутс Е.Б. Разграничение инвестиционных и заемных обязательств для целей налогообложения: правовой аспект // Банковское право. 2022. № 1. С. 37.

отношения займа не может являться демаркационной линией между их классическим и инвестиционным содержанием¹. Полагаем, что в данном случае следует говорить о том, что реализация принципа возвратности долговых обязательств в инвестиционных отношениях характеризуется неопределенностью, «мерцанием», и поставлена под условие, наступление которого не зависит от воли инвестора.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что противопоставление долговых отношений и инвестиционных является не вполне корректным, **долговые отношения могут опосредовать инвестиционные**. Следовательно, ключевыми моментами, на которые следует обращать внимание при квалификации правоотношений, являются признаки инвестиционной деятельности в фактических взаимоотношениях сторон: их наличие или отсутствие. **Долговые отношения могут как иметь инвестиционный характер** (тогда речь идет о долговом обязательстве, опосредующем привлечение инвестиций), **так и не иметь его** (классическое долговое обязательство).

Как было отмечено выше, **участие инвестора в инвестиционных отношениях может опосредоваться различными правовыми механизмами**. Долговое финансирование (*debt financing*) является одним из способов привлечения инвестиций наряду с долевым финансированием (*equity financing*) и смешанным финансированием (*hybrid financing*). Именно долговое финансирование наиболее часто используется компаниями (как стартапами, так и долго функционирующими предприятиями) в целях расширения или выхода из тяжелых экономических ситуаций², а также для финансирования сделок слияния и поглощения (*M&A*). В таких случаях предоставление средств осуществляется на возвратной основе с выплатой процентов на полученную сумму и установленной комиссии за организацию финансирования³. Страны мусульманского права имеют ограничения

¹ См. Белицкая А.В., Лаутс Е.Б. Принципы возвратности, платности и срочности в контексте правовой квалификации инвестирования и заемных обязательств // Банковское право. 2022. № 2. С. 24–31.

² Hussain, J., Millman, C., Matlay, H. SME financing in the UK and in China: a comparative perspective. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 2006. Vol. 13. № 4. P. 584–599.

³ Tirole J. *The Theory of Corporate Finance. Illustrated Edition*. USA: Princeton University Press, 2006. P. 80.

на возможность установления процентов¹, а в некоторых европейских правовых порядках установлены пороговые значения для процентной ставки. Тем не менее, указанные обстоятельства не препятствуют нарастающему в них распространению механизмов долгового финансирования.

В научной литературе предложены различные описания долгового финансирования в зависимости от того, какую форму оно приобретает, будь то векселя, банковские, синдицированные, субординированные, бюджетные кредиты, облигационные займы, мезонинное и проектное финансирование и другие инструменты. А. Дамодаран отмечает, что исследуемый **институт направлен на увеличение прибыльности бизнеса**, в первую очередь связан с возмещением понесенных на его организацию затрат, и затем с накоплением получающегося излишка и распределением прибыли среди учредителей².

Использование механизмов долгового финансирования при привлечении инвестиций **предполагает структурированный вид** таких сделок **исходя из предпринимательской природы инвестиционной деятельности**. Основные поставщики денежных средств в сфере долгового финансирования – например, банки, страховые организации, инвестиционные и суверенные фонды – разрабатывают и внедряют бизнес-модели, позволяющие своевременно перераспределять ресурсы между секторами экономики, распределять риски между участвующими в структурированной сделке субъектами и минимизировать их.

Интересы кредитора в долговом финансировании, как правило, обеспечиваются залогами активов компании или третьих лиц, гарантиями, поручительствами, т. е. носят **обеспеченный характер**, и в случае дефолта по возврату долга или уплате очередных платежей, кредитор может инициировать процедуру обращения взыскания на заложенное имущество, доставляющую значительный дискомфорт должнику, который рискует потерять сам бизнес и

¹ Вишневикий П.Н. Договор трансграничного займа: право и практика. Москва: Инфотропик Медиа, 2018. С. 20.

² Damodaran A. Applied Corporate Finance. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1999. P. 289.

связанные с ним некоммерческие активы¹.

Таким образом, **сущностные черты долгового финансирования** как способа привлечения инвестиций, а именно его **возвратный характер, отличают его от долевого финансирования**, формирующегося за счет участия инвестора в проекте путем вложения в акционерный (складочный) капитал собственных средств. Кроме того, в сравнении с долевыми механизмами в долговом финансировании **процедуры контроля долгового инвестора за осуществлением инвестиционного проекта имеют ограниченный, но упрощенный характер**, так как круг договорных инструментов влияния на принятие решений, очерченный еще на стадии заключения сделки, по общему правилу, предоставляет кредитору возможность оперативно получать информацию и предпринимать необходимые для защиты своих интересов меры, не вмешиваясь в операционную деятельность объекта финансирования и не препятствуя ее осуществлению. В контексте инвестиционной деятельности **механизмы долгового финансирования как способа привлечения инвестиций носят структурированный и обеспеченный характер, присущие им схемы минимизации рисков формируют ключевые отличительные качества²**.

В Законе об инвестиционной деятельности в РСФСР³ среди источников финансирования инвестиционной деятельности названы собственные финансовые ресурсы⁴ (самофинансирование), заемные⁵ (*debt capital*) и привлеченные⁶ (*attracted fund, raised money*) финансовые средства. Несмотря на то, что понятия «**заемные средства**» и «**привлеченные средства**» часто используют как синонимы, так как они *представляют собой виды долговых ресурсов*, необходимо отметить, что **механизмы их привлечения и возврата различны**, что заставляет инвестора

¹ Bichsel R., Blum J. Capital regulation of banks: Where do we stand and where are we going? Journal Swiss National Bank. Quarterly Bulletin, 2005. Vol. 4. P. 42–51.

² Виноцкая Л.А. Перспективы развития правового регулирования долгового финансирования инвестиционной деятельности // Пробелы в российском законодательстве. 2021. № 3. С. 205–212.

³ Статья 2, статья 8 Закона об инвестиционной деятельности.

⁴ Законодатель отнес к ним накопления юридических лиц и граждан, прибыль, страховые возмещения, амортизационные отчисления и другие.

⁵ Среди них Закон перечисляет банковские кредиты, облигационные займы, бюджетные кредиты и другие инструменты.

⁶ Это паевые и иные взносы юридических лиц, граждан, членов трудовых коллективов, а также средства, получаемые от продажи акций.

делать выбор между ними при структурировании инвестирования или использовать их в совокупности.

Экономический механизм заемного и привлеченного финансирования практически идентичен, так как фактически средства предоставляются в пользование должнику на разного рода условиях возвратности и срочности, однако с правовой точки зрения привлечение инвестиций из этих источников не только регулируется различными законодательными актами, но и имеет значимые отличия в правовой природе. Как было отмечено выше, поставщиками заемного финансирования в сферу инвестиционных проектов в основном, хотя и с некоторыми исключениями, являются банки, что вносит **ограничивающий публично-правовой элемент регулирования**, характерный для рынка банковских услуг¹. **Привлеченные средства обычно связаны с рынком ценных бумаг**, на котором осуществляют свою деятельность как индивидуальные, так и коллективные инвесторы, действующие со спекулятивной целью.

Долговое финансирование как способ привлечения инвестиций является рамочным понятием и проявляется в праве через разные механизмы и их сочетания, в силу чего необходимо провести **классификацию** его правовых форм.

Инвесторы могут привлекать долговое финансирование как под конкретный проект (**целевое долговое финансирование**), так и «**балансовым**» способом без адресной привязки. Долговое финансирование по сроку возврата средств может быть **краткосрочным, среднесрочным и долгосрочным**, однако в контексте инвестиционных проектов практическую значимость имеют только «длинные» деньги. В зависимости от источника получения средств долговое финансирование может быть представлено **собственными средствами** организаторов инвестиционного проекта (спонсоров), **заемными и привлеченными средствами** банков, институтов развития, инвестиционных фондов, пенсионных фондов и других институциональных инвесторов. Лицами, предоставляющими долговое финансирование, могут выступать **частные субъекты, либо публичные или квазипубличные институты**. По количеству лиц, предоставляющих средства,

¹ Белицкая А.В., Лаутс Е.Б. Инвестирование и кредитование: сравнительно-правовой анализ. С. 43–53.

долговое финансирование можно классифицировать на **индивидуальное** и **коллективное**, осуществляемое синдикатом кредиторов.

В зависимости от характера взаимосвязей применимых инструментов финансирования при привлечении инвестиций следует определять **структурированное** (проектное финансирование) или **неструктурированное** долговое финансирование, а также **прямое** и **непрямое** (коммерческий кредит). По наличию покрытия можно выделить **обеспеченное** долговое финансирование и **необеспеченное**. Последний случай применительно к инвестиционным проектам возможен при субординировании долговых обязательств нескольких кредиторов, отсюда следующее основание для деления инструментов долгового финансирования на **субординированные**, при которых старшие кредиторы имеют приоритет в удовлетворении своих требований перед младшими кредиторами, и на **инструменты, не устанавливающие соподчинение долговых обязательств должника** перед несколькими кредиторами.

Механизмы долгового финансирования могут иметь **исключительно классическую долговую природу**, либо **сочетать в себе свойства финансирования и долгового, и долевого характера (гибридное финансирование)**. По объему финансирования инвестиционного проекта следует выделить **основное долговое финансирование** (банковское кредитование, займы, облигации) и **дополнительное** (субсидии, конвертируемые займы и др.). По правовому оформлению долговое финансирование может возникать **на основании договоров**, либо **через применение механизма эмиссии ценных бумаг**.

Дополнительно стоит отметить, что *долговым финансированием деятельности самого инвестора* являются правоотношения, возникающие в связи с аккумулярованием им денежных средств на основе принципов возвратности и срочности для осуществления деятельности по вложению инвестиций в целях возможного получения дохода в будущем. Инвестор привлекает долговые средства на договорной основе и разделяет со своими контрагентами лишь некоторые предпринимательские риски, такие отношения не имеют инвестиционного характера.

Выводы. В рамках привлечения инвестиций финансирование предназначено для достижения разнообразных эффектов от деятельности инвестора на протяжении всего инвестиционного процесса, включая этапы подготовки инвестиций, реализации инвестиционного проекта и управления им. Осуществление инвестором вложения инвестиций опосредуется правовыми инструментами долевого, долгового и смешанного характера, в связи с чем необходимо рассматривать в качестве долгового **финансирования как способа привлечения инвестиций подлежащие правовому регулированию отношения по предоставлению имущества, в основе которых лежит принцип условной возвратности, содержащий в себе возможность трансформации в любой момент времени без дополнительного волеизъявления сторон возвратных обязательств в невозвратные при реализации инвестиционного риска.**

Возвратный характер отличает долговое финансирование от других видов финансирования: долевого и смешанного. Долговые отношения могут как не иметь инвестиционного характера (долговые правоотношения), так и иметь его (тогда речь идет о долговом правоотношении, опосредующем инвестиционные отношения). То есть не каждое долговое правоотношение является инвестиционным, и не каждое инвестиционное правоотношение выступает долговым.

При этом экономическое содержание инвестиционных отношений предполагает реализацию риска полной потери денежных средств, за счет чего критерий возвратности долгового финансирования как способа привлечения инвестиций, несмотря на предоставленную правовой формой долговых правоотношений возможность истребования имущества, в некоторых случаях может оказаться фактически неисполнимым. Применение долговой правовой формы предназначено для митигации инвестиционного риска, но не позволяет исключить его полностью.

Правовые формы долгового финансирования классифицируются по различным критериям: (i) по правовому оформлению как опосредующие долговое финансирование, возникающее на основании договоров либо через

применение механизма эмиссии ценных бумаг; (ii) по природе лежащих в основе правоотношений как опосредующие классическое долговое финансирование, имеющее исключительно долговую природу, или смешанное, сочетающее в себе свойства финансирования как долгового, так и долевого характера; (iii) по объему финансирования инвестиционного проекта как опосредующие основное долговое финансирование или дополнительное; (iv) в зависимости от характера взаимосвязи применимых при привлечении инвестиций инструментов как опосредующие прямое или не прямое долговое финансирование, (v) а также структурированное или неструктурированное долговое финансирование; (vi) по наличию покрытия как опосредующие обеспеченное долговое финансирование или необеспеченное; (vii) в зависимости от установления приоритетности удовлетворения требований инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, как опосредующие субординированное или несубординированное долговое финансирование; (viii) в зависимости от объекта вложения инвестиций как опосредующие целевое или балансовое долговое финансирование; (ix) по сроку возврата имущества как опосредующие краткосрочное, среднесрочное или долгосрочное долговое финансирование; (x) в зависимости от источника получения имущества как опосредующие долговое финансирование, осуществляемое за счет собственных, заемных или привлеченных средств; (xi) в зависимости от субъекта, выступающего финансирующим лицом, как опосредующие долговое финансирование частных субъектов, публичных или квазипубличных институтов; (xii) по количеству лиц, предоставляющих имущество, как опосредующие индивидуальное или коллективное долговое финансирование.

ГЛАВА 2. ПРАВОВЫЕ ФОРМЫ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ КАК СПОСОБА ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ

§ 2.1. Понятие и виды субъектов долгового финансирования как способа привлечения инвестиций

Инвестиционная деятельность может осуществляться в разных сегментах экономики и в зависимости от объектов вложения быть, например, производственной и реализовываться за счет предоставления имущественных благ для приобретения основных средств, финансовой на рынке ценных бумаг и инновационной, реализуемой посредством участия в достижении научно-технических результатов¹. Для целей настоящего исследования и установления круга лиц, участвующих в долговом финансировании как способе привлечения инвестиций, представляется необходимым выделить категории **субъектов инвестиционной деятельности, субъектов отношений по инвестированию и участников процесса финансирования инвестиционной деятельности.**

В литературе не сформировано единообразного понимания круга субъектов инвестиционной деятельности. Сформулирована позиция, согласно которой инвестиционную деятельность следует определять через субъектов, выступающих в качестве инвесторов: государства, муниципальные образования, физических и юридических лиц². По мнению А.В. Майфата, инвестиционную деятельность осуществляют **институциональные инвесторы**³, к числу которых автор относит

¹ Аюпов А.З., Бергер Е.В., Холкина М.Г. Комментарий к Федеральному закону от 09.07.1999 № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» (постатейный) // СПС «КонсультантПлюс». 2012. С. 42.

² Аюпов А.З., Бергер Е.В., Холкина М.Г. Указ. соч. Там же.

³ Майфат А.В. Инвестирование: способы, риски, субъекты: монография. Москва: Статут, 2020. С. 102.

и **коллективных инвесторов**. Ряд ученых придерживаются позиции, что субъектами инвестиционной деятельности могут быть не только предприниматели¹. Инвестиционный характер **партнерских банков** – финансовых институтов, основанных на правовых принципах шариата, позволяет исследователям выделять их в качестве субъектов инвестиционной деятельности². К отдельным субъектам инвестиционной деятельности в литературе относят участников специальных проектов, стороны контрактов, соглашений и резидентов особых территорий и зон³, а также **участников соглашений о государственно-частном партнерстве**: публичных партнеров (Российскую Федерацию, субъектов Российской Федерации и органы местного самоуправления), частных партнеров (юридических лиц и индивидуальных предпринимателей) и финансирующих лиц, предоставляющих заемные средства⁴. А.В. Белицкая также указывает на складывающуюся тенденцию выделения **финансирующей организации** в качестве самостоятельного субъекта инвестиционной деятельности⁵. В отношении реципиента инвестиций сформировалась позиция, согласно которой в связи с тем, что он использует полученные средства для осуществления своей основной деятельности и при этом распоряжение инвестициями не составляет постоянного самостоятельного направления таковой, он не может быть отнесен к субъектам инвестиционной деятельности.

В российском законодательстве круг субъектов инвестиционной деятельности определяется исходя из целей регулирования конкретного

¹ Ершова И.В., Иванова Т.М. Предпринимательское право: Учебное пособие. Москва: Юриспруденция, 1999. С. 228; Елизарова Н.В., Харитонов А.В. Комментарий к Федеральному закону от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» (постатейный) // СПС «КонсультантПлюс». 2011. С. 9; Курбанов Р.А. Правовое регулирование иностранных инвестиций в нефтяной и газовой промышленности. Москва: Юриспруденция, 2005. С. 170.

² Шестакова К.С. Место банков в системе субъектов инвестиционной деятельности // Предпринимательское право. 2018. № 1. С. 76.

³ Леднева Ю.В. «Стабилизационная оговорка» в налоговом праве // Финансовое право. 2020. № 6. С. 20.

⁴ Щерблетов А.А. Правовое регулирование инвестиционной деятельности в РФ // Право и общество в условиях глобализации: перспективы развития: Сб. науч. трудов / Под ред. В.В. Бехер, Н.Н. Лайченковой. Вып. 4. Саратов: Социально-экон. ин-т (филиал) РЭУ им. Г.В. Плеханова, 2016. С. 344.

⁵ Афанасьева Е.Г., Белицкая А.В., Вайпан В.А. и др. Предпринимательское право России: итоги, тенденции и пути развития: монография / Отв. ред. Е.П. Губин. Москва: Юстицинформ, 2019. С. 556. Глава 11. Инвестиционное право и политика. Автор главы – А.В. Белицкая.

нормативного правового акта. Закон об инвестиционной деятельности в РСФСР устанавливает, что субъектами таковой выступают юридические и физические лица, в том числе иностранные, международные организации и государства и относит к ним **инвесторов, заказчиков, исполнителей и поставщиков, пользователей объектов инвестиционной деятельности**, а также посреднические, страховые, банковские организации и **других участников инвестиционного процесса**¹.

Закон об инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений перечисляет инвесторов, заказчиков, подрядчиков, пользователей объектов капитальных вложений, но использует более объемную категорию «**другие лица**»². Выделение субъектов инвестиционной деятельности основано на функциональном критерии, при этом законодатель предусмотрел возможность таких лиц совмещать функции двух или нескольких субъектов. Закон о накопительно-ипотечной системе жилищного обеспечения военнослужащих устанавливает перечень **субъектов отношений по формированию и инвестированию** накоплений в целях жилищного обеспечения³.

О субъектах отношений по инвестированию упоминается в Законе о финансировании выплат за счет средств пенсионных накоплений⁴. Примечательно, что в сфере инвестирования средств для финансирования накопительной пенсии законодатель разделяет **субъектов отношений по формированию и инвестированию** средств пенсионных накоплений и **участников, вовлеченных в такой процесс**⁵.

Основы законодательства об инвестиционной деятельности в СССР предлагали разделять субъектов инвестиционной деятельности на **инвесторов** и

¹ Статья 2 Закона об инвестиционной деятельности в РСФСР.

² Статья 4 Закона об инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений.

³ Статья 6 Федерального закона от 20.08.2004 г. № 117-ФЗ «О накопительно-ипотечной системе жилищного обеспечения военнослужащих» (ред. от 04.11.2022 г.) // СЗ РФ. 23.08.2004 г. № 34. Ст. 3532. Далее – *Закон о накопительно-ипотечной системе жилищного обеспечения военнослужащих*.

⁴ Статья 11 Федерального закона от 30.11.2011 г. № 360-ФЗ «О порядке финансирования выплат за счет средств пенсионных накоплений» (ред. от 26.05.2021 г.) // СЗ РФ. 05.12.2011 г. № 49 (ч. 1). Ст. 7038. Далее – *Закон о финансировании выплат за счет средств пенсионных накоплений*.

⁵ Статья 4 Федерального закона от 24.07.2002 г. № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной пенсии в Российской Федерации» (ред. от 14.07.2022 г.) // СЗ РФ. 29.07.2002 г. № 30. Ст. 3028.

участников, первые из них принимали решения о вложении привлеченных, заемных или собственных средств, а вторые обеспечивали осуществление инвестиций¹.

В результате предпринятой российским законодателем попытки урегулировать развивающиеся в рамках цифрового пространства экономические отношения в правовом поле получили отражение новые участники инвестиционных отношений. Закон об инвестиционных платформах относит к ним **оператора инвестиционной платформы**, осуществляющего деятельность по организации привлечение инвестирования, т. е. оказывающего услуги по привлечению инвестиций с использованием инвестиционной платформы (предоставлению лицу, привлекающему инвестиции, доступа к инвестиционной платформе для заключения договора инвестирования) и услуги по содействию в инвестировании (предоставлению инвестору доступа к инвестиционной платформе для заключения договора инвестирования)². Законодательное закрепление получила категория **лица, привлекающего инвестиции**, что способствует становлению единой терминологии в рамках инвестиционных отношений.

Ключевой фигурой инвестиционной деятельности является инвестор. С.В. Львова отмечает, что этот субъект обладает особым юридическим статусом, но четкого определения понятия на законодательном уровне не сформулировано³. Закон об инвестиционной деятельности в РСФСР определяет, что инвестором является лицо, осуществляющее **вложения** в форме инвестиций собственных, привлеченных или заемных средств и **обеспечивающее их целевое использование**⁴. Нормативно закреплено, что инвестор может выполнять функции любого другого участника инвестиционной деятельности, например, кредитора,

¹ Статья 4 Основ законодательства об инвестиционной деятельности в СССР, приняты Верховным Советом СССР 10.12.1990 г. № 1820-1 // Ведомости СНД СССР и ВС СССР. 1990 г. № 51. Ст. 1109. Документ фактически утратил силу на территории России после принятия Закона об инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений.

² Статья 2 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» (ред. от 31.07.2020 г.) // СЗ РФ. 05.08.2019 г. № 31. Ст. 4418. Далее – *Закон об инвестиционных платформах*.

³ Львова С.В. Квалифицированный инвестор: опыт, реальность и перспективы: монография. Москва: Юстицинформ, 2020. С. 5.

⁴ Статья 2 Закона об инвестиционной деятельности в РСФСР.

вкладчика, заказчика или покупателя. Капитальные **вложения** с использованием собственных и (или) привлеченных средств осуществляют инвесторы в понимании Закона об инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений¹. Подход к инвесторам как к **лицам, принимающим решения о вложении**, встречался в Основах законодательства об инвестиционной деятельности в СССР.

От содержания категории «инвестор» зависит объем применения прав и обязанностей по международным инвестиционным соглашениям. Это определение также может иметь основополагающее значение для признания юрисдикции арбитражных судов, учрежденных в соответствии с инвестиционными соглашениями, поскольку сфера применения *rationae personae* может напрямую зависеть от того, что означает «инвестор», т. е. быть инвестором государства-участника договора является необходимым условием реализации права предъявить иск².

В научной литературе точка зрения, с перспективы которой инвестор рассматривается как **субъект инвестиционной деятельности**, осуществляющий вложения, получила поддержку со стороны таких авторов как В.Н. Лившиц, Т.А. Серебрякова, Р.Г. Попова, В.В. Бочаров. А.В. Габов, в свою очередь, выразил позицию, что лицо становится инвестором с момента проявления деятельной заинтересованности в приумножении имущества³. Н.Г. Семилютина относит инвестора к **участникам инвестирования**, которые приобретают свой статус лишь при размещении ресурсов в целях получения дохода⁴.

В качестве субъекта гражданского права, **осуществляющего вложения или намеревающегося вложить** собственные, заемные или привлеченные средства на свой риск в объекты экономической деятельности в целях получения прибыли или достижения полезного эффекта **без возможности самостоятельного, т. е. прямого, участия в деятельности принимающего инвестиции лица**, определяет

¹ Статья 4 Закона об инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений.

² International Investment Law: Understanding Concepts and Tracking Innovations. OECD, 2008. P. 9. URL: <https://www.oecd.org/investment/internationalinvestmentagreements/internationalinvestmentlawunderstandingconceptsandtrackinginnovations.htm>.

³ Габов А.В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. Москва: Статут, 2011. С. 485.

⁴ Семилютина Н.Г. Инвестиции и рынок финансовых услуг. С. 36.

инвестора М.Г. Холкина¹. Об **отсутствии правовой возможности участвовать в использовании инвестиций у инвестора** как субъекта, передающего свое имущество другому лицу в собственность в целях получения дохода от его предпринимательской или иной деятельности, пишет А.В. Майфат². Автор отмечает, что право на получение прибыли у инвестора возникает на основании специального правоотношения между ним и лицом, получившим инвестиции, но не в силу участия в создании такой прибыли. Ровно как и дополнительная правовая защита инвестора может быть обусловлена только отсутствием возможности управлять деятельностью, приносящей доход.

В США суды сформулировали доктрину «покупки бизнеса», на основании которой они не предоставляют защиту, предусмотренную нормами *Securities Act 1933*, лицам, приобретшим пакет акций компании такого размера, который предоставляет им право на управление компанией. Получение дохода таких покупателей больше не зависит от действий других лиц, вследствие чего у них отсутствует риск потери вложенных средств из-за опрометчивых решений органов управления компании, поэтому их покупка пакета акций не является инвестированием³.

По общему правилу, к инвесторам можно относить физических и юридических лиц, а также публично-правовые образования и международные организации. Закон об инвестиционной деятельности в РСФСР определяет, что правоспособностью инвестора могут обладать российские и иностранные граждане, юридические лица (в том числе предприятия), предпринимательские объединения, государства, уполномоченные на управление публичным имуществом органы государственной и муниципальной власти, международные организации, а также объединения инвесторов в целях совместного инвестирования⁴. Закон об инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений выделяет российских инвесторов, среди которых называет физических

¹ Холкина М.Г. Защита прав инвесторов на рынке ценных бумаг: Научно-практическое пособие // СПС «КонсультантПлюс». 2014. С. 13.

² Майфат А.В. Инвестор: понятие, статус, деятельность. С. 7.

³ Steinberg Marc I. *Securities Regulation*. Sixth Edition. New Providence, NJ: LexisNexis, 2013. P. 53–55.

⁴ Статья 2 Закона об инвестиционной деятельности в РСФСР.

лиц, юридических лиц, объединения последних на основании соглашения о совместной деятельности, органы местного самоуправления и государственной власти, и иностранных инвесторов – исключительно субъектов предпринимательской деятельности. Данный нормативный правовой акт исключает из сферы регулирования индивидуальных предпринимателей и их простые товарищества, юридических лиц.

С одной стороны, **обобщенное указание на иностранных субъектов предпринимательской деятельности включает в инвестиционные отношения в сфере строительства лиц и образования, не известных российскому правопорядку, однако создает широкую дискрецию для правоприменителей и недостаточную защиту прав таких иностранных инвесторов.** Установление в законе приоритета регулирования международных договоров в отношении иностранных инвесторов в связи с ограничивающей их круг дефиницией не компенсирует утрату базовых гарантий при осуществлении инвестиционной деятельности. С другой стороны, рядовые граждане являются непрофессиональной и слабой стороной инвестиционных отношений, что в перспективе может сформировать у них неадекватные ожидания и создать дополнительную нагрузку на российскую судебную систему.

Закон о защите и поощрении капитальных вложений в некоторой степени восполняет описанную выше недостаточность перечня инвесторов, включая в него объединения физических и юридических лиц, но конкретизирует, что такие субъекты должны осуществлять инвестиционную или хозяйственную деятельность¹. Нормативный правовой акт специально исключил из круга инвесторов публично-правовые образования, которые рассматриваются как субъекты, предоставляющие меры государственной поддержки и обеспечивающие соблюдение стабилизационной оговорки. Закон использует абстрактное понятие иностранного инвестора, развернутое описание которого представлено в Законе об иностранных инвестициях. К таковым относятся юридические лица и иностранные организации, не являющиеся юридическими лицами, неподконтрольные

¹ Статья 1 Закона о защите и поощрении капитальных вложений.

российским гражданам или юридическим лицам, правоспособность которых определяется правом государства, в котором они учреждены, а также иностранные граждане, не имеющие российского гражданства, лица без гражданства, постоянно проживающие за пределами России, правоспособность и дееспособность которых определяются в соответствии с законодательством государства их постоянного места жительства, а также международные организации и иностранные государства¹.

На рынке ценных бумаг законодатель очерчивает область участников отношений, разделяя их на непрофессиональных и профессиональных (брокеров, дилеров, доверительных управляющих, инвестиционных консультантов, депозитариев, держателей реестра), и применительно к инвесторам², к которым относит физических и юридических лиц, инвестирующих в эмиссионные ценные бумаги, выделяет **квалифицированных инвесторов**: профессиональных участников рынка ценных бумаг, кредитные организации, акционерные инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, управляющие компании инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, страховые организации, клиринговые организации, фонды поддержки субъектов малого и среднего бизнеса, Банк России, Агентство по страхованию вкладов, акционерное общество «Роснано»³, государственную корпорацию развития «ВЭБ.РФ»⁴, структуры доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом «Российский Фонд Прямых Инвестиций»⁵, Российскую Федерацию, международные финансовые организации⁶, международные фонды,

¹ Статья 2 Закона об иностранных инвестициях.

² Статья 1 Федерального закона от 05.03.1999 г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (ред. от 30.12.2021 г.) // СЗ РФ. 08.03.1999 г. № 10. Ст. 1163. Далее – *Закон о защите прав инвесторов на рынке ценных бумаг*.

³ Федеральный закон от 19.07.2007 г. № 139-ФЗ «О Российской корпорации нанотехнологий» (ред. от 31.05.2010 г.) // СЗ РФ. 23.07.2007 г. № 30. Ст. 3753; Постановление Правительства РФ от 07.02.2011 г. № 55 «Об утверждении устава открытого акционерного общества "РОСНАНО"» // СЗ РФ. 14.02.2011 г. № 7. Ст. 986.

⁴ Федеральный закон от 17.05.2007 г. № 82-ФЗ «О государственной корпорации развития "ВЭБ.РФ"» (ред. от 14.07.2022 г.) // СЗ РФ. 28.05.2007 г. № 22. Ст. 2562.

⁵ Федеральный закон от 02.06.2016 г. № 154-ФЗ «О Российском Фонде Прямых Инвестиций» (ред. от 02.07.2021 г.) // СЗ РФ. 06.06.2016 г. № 23. Ст. 3278.

⁶ В том числе Европейский банк реконструкции и развития, Европейский инвестиционный банк, Европейский центральный банк, Мировой банк, Международный валютный фонд.

зарегистрированные в порядке редомициляции или инкорпорации¹, а также признанных квалифицированными инвесторами в силу профессионального или практического опыта крупные коммерческие организации и физических лиц².

В литературе нашла отражение позиция, что субъектами, осуществляющими инвестиционную деятельность, являются именно институциональные, или коллективные, инвесторы. По мнению А.В. Майфата, **коллективные инвесторы выполняют роль промежуточного звена, «подушки» между индивидуальными инвесторами и реципиентами инвестиций³**. Индивидуальные инвесторы отказываются от возможности использовать имущество напрямую и передают его под управление профессионалов⁴. Автор среди коллективных инвесторов перечисляет акционерные инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, управляющие компании инвестиционных фондов, доверительных управляющих на рынке ценных бумаг, банки и инвестиционные товарищества⁵. К группе коллективных инвесторов И.З. Фархутдинов относит также страховые организации, кредитные союзы и общества взаимного страхования⁶. В литературе выделяют *специализированных* коллективных инвесторов – тех, что не осуществляют никакой иной деятельности, кроме инвестиционной, и *универсальных* коллективных инвесторов – лиц, ведущих и иную, отличную от инвестиционной, экономическую деятельность⁷.

Представляется, что только специализированные коллективные инвесторы в таком понимании могут быть определены как институциональные. А.В. Белицкая справедливо отмечает, что отождествление институциональных и коллективных инвесторов ошибочно⁸. Институциональным

¹ Федеральный закон от 03.08.2018 г. № 290-ФЗ «О международных компаниях и международных фондах» (ред. от 14.07.2022 г.) // СЗ РФ. 06.08.2018 г. № 32 (часть I). Ст. 5083.

² Статья 51.2 Федерального закона от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (ред. от 20.10.2022 г.) // СЗ РФ. 22.04.1996 г. № 17. Ст. 1918. Далее – *Закон о рынке ценных бумаг*.

³ Майфат А.В. Инвестирование: способы, риски, субъекты. С. 93.

⁴ Wymmerch E. International Securities Regulation Laws and Commentary. Dobbs Ferry, New York: Oceana Publications Inc., 1986. P. 6.

⁵ Майфат А.В. Инвестирование: способы, риски, субъекты. С. 102.

⁶ Фархутдинов И.З., Трапезников В.А. Инвестиционное право: Учебно-практическое пособие. Москва, 2006. С. 208.

⁷ Майфат А.В. Инвестирование: способы, риски, субъекты. С. 100.

⁸ Афанасьева Е.Г., Белицкая А.В., Вайпан В.А. и др. Предпринимательское право России: итоги, тенденции и пути развития. С. 556.

инвестором, по мнению автора, является юридическое лицо, выступающее профессиональным участником инвестиционных отношений и имеющее одним из основных направлений деятельности вложение чужих денежных средств для получения дохода. Институциональные инвесторы рассматриваются как специальный инструмент государственного регулирования экономики, способствующий вовлечению в инвестиционные процессы, в том числе и в публичных целях, денежных фондов частных инвесторов¹. Л.Л. Игонина определяет институциональных инвесторов как лиц, осуществляющих на профессиональной и постоянной основе деятельность финансовых посредников². Исследователи приходят к выводу, что основная цель институциональных инвесторов заключается в оказании содействия инвесторам и реципиентам инвестиций в реализации заключенных между ними сделок³.

Инвестор обладает особым правовым статусом в том плане, что даже будучи непрофессионалом опосредовано принимает участие в предпринимательской деятельности лица, привлекшего инвестиции, и разделяет с ним часть рисков⁴. Российская судебная практика приравнивает связанную с инвестированием экономическую деятельность к предпринимательской для целей применения законодательства о защите прав потребителей и сформировала позицию, в соответствии с которой рисковый характер инвестирования и его направленность на получение дохода не позволяют признать за такими отношениями потребительский характер, ведь они не связаны с приобретением гражданином товаров, работ или услуг исключительно для удовлетворения личных бытовых нужд⁵. Отсутствие у гражданина статуса индивидуального предпринимателя не

¹ Белицкая А.В. Банк как субъект реализации государственной инвестиционной политики // Банковское право. 2018. № 2. С. 46; Терехова Е.В. Инвестиционное право: публично-правовые начала. С. 75.

² Игонина Л.Л. Инвестиции: учеб. пособ. / под ред. В.А. Слепова. Москва: Экономиста, 2005. С. 58.

³ Кузнецов С.В. Понятие банка развития как финансового института развития // Юрист. 2020. № 12. С. 60.

⁴ Майфат А.В. Инвестор: понятие, статус, деятельность. С. 8.

⁵ Определение Судебной коллегии по гражданским делам Верховного Суда Российской Федерации от 27.06.2017 г. № 18-КГ17-70 // СПС «КонсультантПлюс»; определение Судебной коллегии по гражданским делам Верховного Суда Российской Федерации от 04.07.2017 г. № 18-КГ17-79 // СПС «КонсультантПлюс»; определение Судебной коллегии по гражданским делам Верховного Суда Российской Федерации от 18.07.2017 г. № 18-КГ17-83 // СПС «КонсультантПлюс».

означает, что любые сделки заключаются им для личных бытовых нужд¹.

Исходя из того, что инвестор обладает правовой возможностью участвовать в инвестиционных отношениях самостоятельно либо объединить на основании договора свои имущественные возможности со средствами других инвесторов для совместного вложения в реализацию инвестиционных проектов, полагаем, что следует говорить **о коллективном инвестировании**, но не коллективном инвесторе.

Распространение профильного термина «инвестор» на обычных граждан и организаций, для которых инвестиционная деятельность не является профессиональной, а также разница дефиниций, содержащихся в нормативных правовых актах, создают необходимость конкретизации правового статуса таких участников инвестиционных отношений. Как было описано ранее, в литературе встречается позиция, что инвестирование как процесс предполагает вложение принадлежащих инвестору имущественных благ, однако не характеризуется приложением усилий для реализации инвестиционных проектов, свойственным предпринимательской деятельности. Следовательно, для точности правоприменения необходимо сформулировать и закрепить в законодательстве систему участников инвестиционных правоотношений, в которой следует определить, что **инвестором может выступать непрофессиональный и профессиональный участник инвестиционных правоотношений. Непрофессиональный инвестор осуществляет инвестирование**, то есть действия, ограничивающиеся предоставлением другим лицам принадлежащих ему имущественных благ, поэтому его следует признать **субъектом отношений по инвестированию**. Непрофессиональный инвестор может передавать имущество в управление профессионалам и институциональным инвесторам, которые занимаются инвестированием на систематической основе и помимо простого вложения совершают практические действия по реализации инвестиционного

¹ Определение Судебной коллегии по гражданским делам Верховного Суда Российской Федерации от 27.06.2017 г. № 18-КГ17-78 // СПС «КонсультантПлюс»; определение Судебной коллегии по гражданским делам Верховного Суда Российской Федерации от 18.07.2017 г. № 18-КГ17-80 // СПС «КонсультантПлюс»; определение Второго кассационного суда общей юрисдикции от 14.01.2020 г. по делу № 88-745/2020 // СПС «КонсультантПлюс».

проекта. Такие профессиональные инвесторы выступают **субъектами инвестиционной деятельности**. Разграничение правовых статусов инвесторов позволит определить подлежащие применению правовые средства защиты их интересов, обязанности и ответственность в отношении деятельности реципиентов инвестиций.

Специфическим субъектом в процессе инвестиционной деятельности выступает **девелопер** (от англ. *development* — развитие), чья активность имеет высокий социальный эффект за счет перераспределения экономических ресурсов в отрасли, отличающейся высокой эффективностью, повышения качества и доступности недвижимости и удовлетворения спроса на нее. М.Т. Саблин признал, что девелоперская деятельность – «искусство извлечения максимальной прибыли от использования объектов недвижимости» за счет улучшения потребительских свойств объектов и увеличения их продажной или арендной стоимости¹. Как особый вид профессиональной деятельности на рынке недвижимости, состоящей в организации инвестиционного проекта и управлении им, определяет девелопмент Д.В. Гарушин². Схожей позиции в отношении сущности девелопера как лица, профессионально оказывающего услуги в процессе реализации инвестиционного проекта по организации и управлению строительством, придерживается О.Г. Ершов³.

Одна из российских федеральных целевых программ определяла девелопмент в сфере коммунальной инфраструктуры в качестве специальной рыночной деятельности, связанной с такой инфраструктурой и обустройством территорий жилищного строительства⁴. Акционерные общества с государственным участием Москвы в уставном капитале осуществляют девелоперскую деятельность в процессе реконструкции или строительства объектов недвижимости, площади которых будут в последующем использованы

¹ Саблин М.Т. Покупка квартиры в России: техника подбора, юридической проверки и проведения сделки: монография. 3-е изд., перераб. и доп. Москва: Проспект, 2017. С. 503.

² Гарушин Д.В. Соотношение и правовая квалификация договоров простого товарищества, инвестиционного и девелоперского в гражданском праве Российской Федерации // Юрист. 2007. № 8. С. 22.

³ Ершов О.Г. Существенные условия девелоперского договора в строительстве // Юрист. 2014. № 15. С. 16.

⁴ Постановление Правительства РФ от 17.09.2001 г. № 675 «О федеральной целевой программе "Жилище" на 2002-2010 годы» (ред. от 15.12.2010 г.) // СЗ РФ. 24.09.2001 г. № 39. Ст. 3770.

путем передачи в аренду или продажи неопределенному кругу лиц, т. е. не в соответствии с основным видом деятельности¹.

Закон Румынии от 01.10.2020 г. № 178/2010 «О публично-частном партнерстве» предусматривает, что в рамках этих отношений наряду с финансированием, строительством, проектированием, реконструкцией и обслуживанием, в процессе реализации публично-частного партнерства может осуществляться и девелоперская деятельность².

Закон о планировании в городах и сельской местности 1990 года Соединенного Королевства Великобритании дает дефиницию девелопменту как деятельности в сфере строительства, инженерии, землеустройства, а также иной деятельности, осуществляемой в, на, над или под землей, или как выполнению любых существенных изменений в использовании зданий или земельных участков³.

Французский законодатель предусмотрел регулирование договора на оказание девелоперских услуг (*contrat de promotion immobilière*), по которому застройщик (*promoteur immobilier*) за согласованную цену осуществляет программу строительства одного или нескольких зданий, а также самостоятельно или за согласованную плату совершает все или часть юридических, административных и финансовых операций, связанных с этим объектом⁴. В литературе отмечается, что такой целевой подход к пониманию девелопмента представляется наиболее точным и позволяет провести различия с функциями

¹ Пункт 2.2.4. Постановления Правительства Москвы от 03.07.2007 г. № 576-ПП «О порядке взаимодействия органов исполнительной власти города Москвы при реализации прав акционера по акциям, находящимся в собственности города Москвы, и принципах стратегического и оперативного планирования, организации системы контроля и оценки эффективности финансово-хозяйственной деятельности акционерных обществ, акции которых находятся в собственности города Москвы» (ред. от 31.03.2020 г.) // Вестник Мэра и Правительства Москвы. 13.08.2007 г. № 45.

² Цит. по: Публично-частное партнерство в России и зарубежных странах: правовые аспекты / С.А. Белов, Е.В. Гриценко, Д.А. Жмулина и др.; под ред. В.Ф. Попондопуло, Н.А. Шевелевой. Москва: Инфотропик Медиа, 2015. С. 170.

³ Статья 55 Закона о планировании в городах и сельской местности 1990 года (Town and Country Planning Act 1990). URL: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1990/8/contents>.

⁴ Статья 1831-1 Гражданского Кодекса Франции (Кодекса Наполеона), (Code civil). URL: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte_lc/LEGITEXT000006070721/; статья 221-1 Жилищно-строительного кодекса Франции (Code de la construction et de l'habitation). URL: <https://www.legifrance.gouv.fr/codes/id/LEGITEXT000006074096/>.

других участников инвестиционного строительства¹, например, застройщиков, заказчиков и генеральных подрядчиков.

Самое общее определение *застройщика* представлено в Градостроительном кодексе РФ, который в качестве него указывает юридическое или физическое лицо, обеспечивающее выполнение инженерных изысканий, подготовку проектной документации, снос, строительство, реконструкцию, капитальный ремонт объектов строительства². Застройщик может передать свои функции техническому заказчику. Таким образом, содержание деятельности девелопера представляется намного многограннее.

Исследователи отмечают, что суть девелоперской деятельности для иных вовлеченных в инвестиционный процесс лиц заключается в оказании девелопером содействия в заключении сделок в сфере недвижимости, предоставлении услуг по представительству и консультированию, а также в защите прав и законных интересов во взаимодействии с третьими лицами. П.А. Мазаев, классифицируя девелоперскую деятельность, выделяет, среди прочих, **инвестиционный девелопмент** – когда девелопер участвует в реализации проекта от стадии замысла до непосредственного коммерческого использования объекта, а также в зависимости от степени вовлеченности девелопера в финансирование проекта разделяет его на **рисковый** (*speculative*) и **девелопмент за вознаграждение** (*fee-*)³. В первом случае роль девелопера крайне разносторонняя по содержанию. Он инициирует инвестиционное строительство, разрабатывает схемы финансирования, привлекает средства из внешних источников, но также выступает соинвестором проекта. Девелопер обеспечивает реализацию проекта и оптимальной стратегии развития недвижимого объекта, несет ответственность перед публично-правовыми образованиями за безопасность строительства и его долгосрочный положительный социальный эффект, перед исполнителями и

¹ Чумаченко И., Дружинина К. Девелопмент недвижимости: сущность и перспективы правового регулирования // ЭЖ-Юрист. 2017. № 41. С. 10.

² Статья 1 Градостроительного кодекса Российской Федерации от 29.12.2004 г. № 190-ФЗ (ред. от 14.07.2022 г.) // СЗ РФ. 03.01.2005 г. № 1 (часть 1). Ст. 16. Далее – *Градостроительный кодекс РФ*.

³ Мазаев П.А. Гражданско-правовые средства регулирования девелоперской деятельности в Российской Федерации: автореф. дисс. ... канд. юрид. наук. Москва, 2011. С. 9.

подрядчиками за своевременность и достаточность финансирования проекта и полную оплату работ и услуг, перед инвесторами за эффективное управление вложенными ресурсами¹. В случае девелопмента за вознаграждение девелопер не соинвестирует в объект строительства и, соответственно, не участвует в распределении прибыли от его эксплуатации или реализации.

Таким образом, **девелопер может выступать субъектом инвестиционной деятельности в сфере строительства, действуя в качестве соинвестора при реализации инвестиционного проекта.** При этом успешность проекта во многом определяется профессионализмом и деловым опытом девелопера, что качественно выделяет его среди других инвесторов. В случае когда девелопер не принимает участия в финансировании, использует свои профессиональные навыки для обеспечения реализации проекта и получения вознаграждения, его деятельность не имеет характер инвестиционной, поэтому его надлежит признавать субъектом отношений по инвестированию, а к правам на доход, получаемый в результате такой деятельности, не применять правовой режим инвестиций. Участники инвестиционного процесса могут выполнять разные функции и совмещать их. Такие выводы подтверждают общее положение, что **субъекты инвестиционной деятельности должны определяться ситуативно исходя из сущности и характера совершаемых ими действий по вложению экономических ресурсов.**

Соинвесторская деятельность девелоперов является ярким примером динамической реализации такой категории участников инвестиционного проекта как **спонсоры**, т. е. непосредственные инициаторы, лица, заинтересованные в проекте, имеющие управленческий, операционный и технический опыт для его успешного развития, предоставляющие значительную сумму первоначального финансирования и сохраняющие ответственность за кредитную поддержку перед кредиторами проекта². Как правило, спонсоры получают прибыль через долевое участие за счет дивидендов либо вознаграждение по договору об осуществлении управления. Спонсоры могут предоставлять личные гарантии, связанные как с

¹ Мазаев П.А. Гражданско-правовые средства регулирования девелоперской деятельности в Российской Федерации. С. 8.

² Dewar J. International Project Finance: Law and Practice. Oxford: Oxford University Press, 2011. P. 393.

отдельными рисками, так и с погашением основного долга или завершением строительства в целом, требование о предоставлении которых связано не столько с необходимостью обеспечительного характера, сколько с гарантированием мотивированности спонсора на приложение максимальных усилий для успешности проекта¹. Первоначальные вложения спонсоров могут быть связаны с оказанием основных услуг по строительству, эксплуатации или техническому обслуживанию проекта или по продаже и маркетинговому сопровождению продукта проектной компании.

Следующим важным участником инвестиционного процесса является **лицо, привлекающее инвестиции**. В литературе отмечается, что для обозначения указанного субъекта могут использоваться термины «**реципиент инвестиций**»² или «**организатор инвестирования**»³, «**должник, собирающий денежные средства**»⁴. Закон об инвестиционных платформах обозначил в качестве лица, привлекающего инвестиции, российское юридическое лицо или индивидуального предпринимателя, получающего от оператора инвестиционной платформы услуги по привлечению инвестиций⁵. К.К. Лебедев справедливо замечает, что норма содержит пояснительную формулировку⁶. В контексте таких отношений указанные лица выступают инициаторами и главными выгодоприобретателями⁷. Как организатор инвестирования на рынке ценных бумаг, по мнению исследователей, выступает эмитент, который осуществляет выпуск и размещение среди инвесторов эмиссионных ценных бумаг⁸. Таким образом, правовой науке еще предстоит разработать теоретические аспекты деятельности данных субъектов и

¹ Fight A. Introduction to Project Finance. Oxford: Butterworth-Heinemann, an imprint of Elsevier, 2006. P. 12.

² Полякова В.Э. Краудфандинг: понятие, правовое регулирование и договорные конструкции // СПС «КонсультантПлюс». 2021. С. 2; Яценко Т.С. Проблема охраны прав инвесторов в краудфандинге: риски инвестирования и пути их преодоления // Журнал российского права. 2019. № 8. С. 63, 65.

³ Терехова Е.В. Инвестиционное право: публично-правовые начала. С. 57; Майфат А.В. Инвестирование: способы, риски, субъекты. С. 106; Удальцова Н.Г. Первичное публичное предложение (размещение) ценных бумаг: правовая природа. Москва: Инфотропик Медиа, 2012. С. 84; Гришакин Д.А. Административно-правовые методы регулирования иностранных инвестиций // Административное и муниципальное право. 2008. № 9.

⁴ Городов О.А. Приобретение утилитарных цифровых прав как новый способ инвестирования по законодательству России // Право и цифровая экономика. 2020. № 1. С. 7.

⁵ Статья 2 Закона об инвестиционных платформах.

⁶ Лебедев К.К. Инвестиционный контракт: понятие и место в системе договорного права. С. 31.

⁷ Целовальникова И.Ю. Правовое регулирование предоставления услуг с использованием инвестиционных платформ и защита прав потребителей // Современный юрист. 2020. № 3. С. 126.

⁸ Холкина М.Г. Защита прав инвесторов на рынке ценных бумаг. С. 26.

сформулировать определение.

Фигура организатора инвестирования в литературе рассматривается в двух проявлениях: прежде всего, в качестве лица, непосредственно использующего полученные инвестиции в процессе своей предпринимательской (в том числе производственной) деятельности. Исследователи приходят к выводу, что субъект, получающий инвестиции, как правило, непосредственно осуществляет ту деятельность, из которой инвесторы планируют извлечь доход и которая принесет прибыль ему самому, а не только организует процесс вложения имущественных ценностей¹. **Реципиент инвестиций стремится получить дополнительные ресурсы для осуществления своей деятельности и принимает для этих целей на себя гражданско-правовые обязательства по возврату полученной от инвесторов имущественной ценности и дополнительного полезного эффекта, преимущественно в виде материального дохода. Прирост имущества или достижение иного полезного эффекта для инвесторов достигается исключительно усилиями организатора инвестирования за счет осуществления его деятельности. Примечательно замечание А.В. Майфата, который полагает, что у инвесторов отсутствует фактическая и юридическая возможность участвовать в процессе использования вложений лицом, привлекшим инвестиции. В то же время необходимо дополнить указанное предположение тем, что инвесторы приобретают право контроля над использованием инвестированных средств².**

Г.Д. Отнюкова указывает, что предприятие лица, привлекающего инвестиции, представляет для инвестора объект инвестирования³. **Установленная нормами права возможность субъекта привлекать инвестиционные средства, а также вид таких активов и применимые механизмы (способы привлечения) зависят и от общей правоспособности лица, и от специального государственного регулирования гражданского оборота в отдельных сферах экономической деятельности.**

Так, эмитентами в Российской Федерации могут выступать только органы

¹ Майфат А.В. Инвестирование: способы, риски, субъекты. С. 111.

² Аюпов А.З., Бергер Е.В., Холкина М.Г. Указ. соч. С. 42.

³ Аганина Р.Н., Андреев В.К., Андреева Л.В. и др. Предпринимательское право. С. 676.

местного самоуправления, исполнительные органы государственной власти и юридические лица¹, поэтому индивидуальные предприниматели или участники соглашения о совместной деятельности не смогут привлечь денежные средства в рамках облигационного займа. Аккумуляция имущества посредством организации коллективного фонда и выпуска инвестиционных паев доступно только в рамках паевого инвестиционного фонда (далее – ПИФ)². Категория инвестиционного фонда (фонд акций, облигаций, смешанных инвестиций, прямых инвестиций, венчурных инвестиций, фонд недвижимости и т. д.) определяет объекты вложения имущественных благ. **Реципиент сможет получить инвестиции только от такого фонда, чья инвестиционная декларация предусматривает соответствующий объект инвестирования.** Частным партнером в соглашении о государственно-частном партнерстве, следовательно, и лицом, получающим средства от финансирующей организации, могут быть только российские юридические лица³. Из круга заемщиков по синдицированному кредиту исключаются публично-правовые образования и предпринимательские объединения, данный инструмент доступен только для индивидуальных предпринимателей и юридических лиц⁴. Негосударственные пенсионные фонды имеют возможность выпускать только обыкновенные акции⁵, в то время как привлечь их средства могут, например, компании высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики, чьи акции включены в котировальный список высшего или второго уровня российской биржи, а сами эмитенты имеют рыночную капитализацию не менее 6 миллиардов рублей⁶. Через инвестиционные

¹ Статья 2 Закона о рынке ценных бумаг.

² Глава III Федерального закона от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» (ред. от 02.07.2021 г.) // СЗ РФ. 03.12.2001 г. № 49. Ст. 4562. Далее – *Закон об инвестиционных фондах*.

³ Статья 3 Закона о публично-частном партнерстве.

⁴ Статья 2 Закона о синдицированном кредите.

⁵ Статья 4 Федерального закона от 07.05.1998 г. № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» (ред. от 28.06.2022 г.) // СЗ РФ. 11.05.1998 г. № 19. Ст. 2071. Далее – *Закон о негосударственных пенсионных фондах*.

⁶ Глава 1 Положения Банка России от 01.03.2017 г. № 580-П «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование, случаев, когда управляющая компания, действуя в качестве доверительного управляющего средствами пенсионных накоплений, вправе заключать договоры репо, требований, направленных на ограничение рисков, при условии соблюдения которых такая управляющая компания вправе заключать договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, дополнительных требований к кредитным организациям, в которых размещаются средства пенсионных накоплений и накопления для жилищного обеспечения военнослужащих, а также дополнительного требования, которое управляющая компания обязана соблюдать в

платформы, по общему правилу, субъекты инвестиционного процесса смогут привлечь средства в объеме, при котором не обязательно составлять и регистрировать проспект эмиссии ценных бумаг¹. По оценке Всемирного банка, сложилась тенденция, что государства устанавливают серьезные ограничения участия иностранного капитала в сферах транспорта и энергетики². В США возможности привлечения иностранных инвестиций ограничены для инвестиционных проектов, среди прочих, в сферах информационных технологий, продовольствия и сельского хозяйства, химической промышленности³. Во Франции правительство страны предусмотрело проверку иностранных инвестиций в одиннадцати отраслях⁴. В России предусмотрен определенный порядок привлечения иностранных инвестиций в хозяйствующие общества в более сорока пяти стратегических областях, в том числе в сфере освоения космоса⁵.

С другой стороны, **организатор инвестирования может рассматриваться как лицо, оказывающее инвестору услуги по размещению капитала**, т. е. выполняющее посреднические функции по привлечению, аккумулированию и распределению экономических ресурсов между субъектами, нуждающимися в них, и теми, кто таковыми обладает⁶. Посредники в инвестиционном процессе, например, могут оказывать содействие в размещении эмиссионных ценных бумаг путем подписки⁷, предоставлять услуги по организации привлечения инвестиций через инвестиционные платформы⁸, по инвестированию через специальные

период действия договора доверительного управления средствами пенсионных накоплений для финансирования накопительной пенсии» (ред. от 20.04.2020 г.) / Зарегистрировано в Минюсте России 23.06.2017 г. № 47127 // Вестник Банка России. 10.07.2017 г. № 56.

¹ Статья 6 Закона об инвестиционных платформах.

² Investing Across Borders (IAB) 2010 Report. Investment Climate Advisory Services, World Bank Group. P. 22. URL: <http://iab.worldbank.org/~media/FPDKM/IAB/Documents/IAB-report>.

³ National Strategy for the Physical Protection of Critical Infrastructures and Key Assets. 2003. URL: https://www.dhs.gov/xlibrary/assets/Physical_Strategy.pdf.

⁴ Foreign Investment: Laws and Policies Regulating Foreign Investment in 10 Countries. GAO-08-320. February, 2008. URL: <http://www.gao.gov/new.items/d08320>; Дораев М.Г. Допуск иностранных инвесторов в стратегические отрасли экономики (правовые основы). Москва: Инфотропик Медиа, 2012. С. 80.

⁵ Статья 6 Федерального закона от 29.04.2008 г. № 57-ФЗ «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства» (ред. от 07.10.2022 г.) // СЗ РФ. 05.05.2008 г. № 18. Ст. 1940. Далее – *Закон об иностранных инвестициях в стратегические общества*.

⁶ Ефремова М.Д., Петрищев В.С., Румянцев С.А. и др. Защита прав потребителей финансовых услуг / Отв. ред. Ю.Б. Фогельсон. Москва: Норма. Инфра-М, 2010. С. 60.

⁷ Статья 38 Закона об акционерных обществах.

⁸ Оператор инвестиционной платформы по смыслу Закона об инвестиционных платформах.

интернет-платформы или консультированию по вопросам коллективных инвестиций¹. Полагаем, что в таком контексте **некоторую посредническую роль может выполнять и заказчик по смыслу российского инвестиционного законодательства**, который осуществляет реализацию инвестиционного проекта без вмешательства в деятельность других участников инвестиционного процесса², т. е. выступать как организатор инвестирования.

Исследователи данной проблематики среди гражданско-правовых конструкций, которыми могут оформляться отношения посредничества, выделяют самые разнообразные договоры: поручения, комиссии, агентирования, доверительного управления, брокерского обслуживания, транспортной экспедиции, коммерческой концессии, маклерские договоры и другие, в связи с чем представляется справедливой сформулированная А.В. Егоровым позиция, что посреднические отношения могут оформляться любыми непоименованными договорами, суть возникающих из которых отношений обладает всеми признаками посредничества³.

Исходя из понимания, сложившегося в доктрине, посредник содействует заключению сделки между заинтересованными в этом лицами, осуществляет поиск сторон и сведение их вместе, собирает и предоставляет информацию об условиях сделки⁴. По мнению М.Р. Саркисяна, посредничество выражается в предоставлении услуг в виде правомерных действий фактического и юридического характера, направленных на содействие клиентам в установлении правовых связей между ними⁵. А.В. Егоров отмечает, что основополагающим признаком посредничества выступает, среди прочих, самостоятельность осуществления посредником своих функций и его выступление в гражданском обороте в интересе

¹ Французские «*prestataire de service d'investissement*» и «*conseiller en investissement participatif*» соответственно. См.: Varbes R. Bons de caisse, minibons, blockchain... resurrection ou revolution? Droit des societes. 2016. P. 7.

² Статья 2 Закона об инвестиционной деятельности в РСФСР; статья 4 Закона об инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений.

³ Егоров А.В. Понятие посредничества в гражданском праве: автореф. дисс. ... канд. юрид. наук. Москва, 2002. С. 9.

⁴ Российское гражданское право: Учебник: В 2 т. Т. 1: Общая часть. Вещное право. Наследственное право. Интеллектуальные права. Личные неимущественные права / Отв. ред. Е.А. Суханов. 2-е изд., стереотип. Москва: Статут, 2011. С. 408.

⁵ Саркисян М.Р. Биржевое посредничество по законодательству Российской Федерации: дисс. ... канд. юрид. наук. Краснодар, 2000. С. 39.

и за счет другого лица¹. Несмотря на то, что в гражданско-правовой науке не сформировано единообразного понимания института посредничества, многие ученые сходятся в том, что даже если посредник действует от собственного имени, содержание таких правоотношений не формирует его экономический или правовой интерес, все права и обязанности так или иначе создаются, изменяются и прекращаются для принципала². Основываясь на таком подходе, полагаем, что в случае если организатор инвестирования выполняет посреднические функции и оказывает соответствующие услуги лицам, участвующим в процессе инвестирования, рассматривать его как субъекта инвестиционной деятельности возможно только в том тогда, когда его деятельность обладает всеми признаками таковой. В противном случае посредники в инвестиционных отношениях, чей основной интерес лежит не во вложении имущественных ценностей и обеспечении реализации инвестиционного проекта, а в организации взаимодействия между инвесторами, лицами, получающими инвестиции, и другими субъектами по поводу осуществления проекта или любыми иными лицами в любых иных правоотношениях, не могут рассматриваться как субъекты инвестиционной деятельности, но являются важными участниками инвестиционного процесса.

Представляется, что термин «организатор инвестирования» может приводить к смысловому смешению функций субъектов инвестиционного процесса, которые осуществляют непосредственно лица, получающие новые экономические ресурсы для реализации своей профильной деятельности, и лица, профессионально занимающиеся посреднической, координационной и организационной деятельностью в сфере инвестиций. **Следует разграничить используемые в литературе как взаимозаменяемые и применять термины «реципиент инвестиций» и «лицо, получающее инвестиции» в отношении конечного получателя инвестиционных вложений, термин «лицо, привлекающее**

¹ Егоров А.В. Понятие посредничества в гражданском праве. Там же.

² Суханов Е.А. Комментарий части второй Гражданского кодекса Российской Федерации для предпринимателей. Москва: Фонд «Правовая культура», 1996. С. 220. Цит. по: Егоров А.В. К вопросу о понятии посредника при сделках с заинтересованностью // Вестник ВАС РФ. № 5. 2002. С. 7.

инвестиции» применять к институциональным инвесторам, а категорию «организатор инвестирования» – к лицам, оказывающим посреднические, организационные услуги участникам инвестиционных отношений.

Таким образом, реципиентом инвестиций, по общему правилу, может выступать любой субъект гражданского оборота. Ограничения такой возможности могут вытекать из правоспособности лица, а также законодательно установленных целей и характера его деятельности. Субъекты, привлекающие инвестиции, также могут столкнуться с ограничениями по способу получения капитала, по его объему, по срокам использования инвестиций, по кругу субъектов-инвесторов, а также по сферам деятельности, в которых должен реализоваться инвестиционный проект.

Особое место среди субъектов инвестиционных отношений занимают **банки и другие кредитные организации**, предоставляющие подавляющий объем финансирования для инвестиционных проектов. Такие организации не являются инвесторами в традиционном понимании, однако в контексте развивающегося института проектного финансирования банки раскрываются в участии в инвестиционных проектах как квазинвесторы¹. Несмотря на то, что основным видом деятельности кредитных организаций является предоставление кредитных ресурсов, позволяющих получить прибыль с минимальными рисками, инвестиционная деятельность банков получила широкое распространение на практике и вызвала ряд дискуссионных вопросов в теории. В иностранной литературе отмечается, что деятельность таких финансовых институтов на рынке инвестиций может предполагать не только совершения классических банковских операций депозитного, кредитного, расчетно-кассового характера, но и оказание совокупности организационных и консультационных посреднических услуг, связанных с инвестициями, в виде аккумулирования средств частных и публичных инвесторов путем выпуска ценных бумаг и размещения последних среди них – так называемый «*investment banking*»².

¹ Шестакова К.С. Место банков в системе субъектов инвестиционной деятельности. С. 71.

² Мякенькая М.А. Осуществление инвестиционной деятельности банков в Российской Федерации: правовые вопросы // Предпринимательское право. 2006. № 1. С. 19.

Некоторое разграничение сфер деятельности банков на коммерческую и инвестиционную последовало в США после принятия Закона Гласа-Стиголла в 1933 году, по которому операции с ценными бумагами и долгосрочные вложения должны были осуществлять инвестиционные банки¹. Такая модель получила название **сегментированной (или американской) инвестиционно-банковской системы** и подразумевает строгое разделение области деятельности кредитных институтов: операции по предоставлению финансовых услуг, выпуску и размещению ценных бумаг отделены от классических банковских операций по привлечению средств и их размещению через кредиты, а также развитые институты страхования коммерческих и инвестиционных рисков.

В 1999 году Закон Грэма – Лича – Блайли отменил действие Закона Гласа-Стиголла². Однако исследователи отмечают, что последствия глобального финансового кризиса 2008 года стимулировали появление законодательных инициатив по возврату к сегментированной модели³. Например, в 2010 году был принят Закон Додда – Франка⁴, который закрепил необходимость ограничения для банков определенных спекулятивных инвестиционных операций (*proprietary trading activities*)⁵.

В рамках сегментированной системы основная инвестиционная деятельность банков происходит за счет приобретения размещаемых на финансовом рынке ценных бумаг, а роль долгосрочных кредитных средств в финансировании инвестиционных проектов существенно снижена.

Универсальная (германская) модель предоставляет кредитным организациям возможность совмещать банковские и инвестиционные операции и возлагает на данных субъектов финансового рынка осуществление контроля над

¹ Поллард А.М., Пассейк Ж.Г., Эллис К.Х., Дейли Ж.П. Банковское право США / Перевод с англ. Командина Г.А.; Общ. ред. и послесл. Куника Я.А. Москва: Прогресс. Универс, 1992.

² Белицкая А.В. Правовое обеспечение участия финансирующих лиц в инвестиционных проектах // Юрист. 2017. № 7. С. 31.

³ Роль кредита и модернизация деятельности банков в сфере кредитования: учебное пособие / О.И. Лаврушин, Н.И. Валенцева, И.В. Ларионова и др.; под ред. О.И. Лаврушина. 2-е изд., стер. Москва: КНОРУС, 2013. С. 129.

⁴ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act / Pub. L. № 111-203, 124 Stat. 1376. URL: <https://www.congress.gov/111/plaws/publ203/PLAW-111publ203.pdf>.

⁵ Вишневский А.А. Принцип добросовестности в зарубежном банковском праве: подходы к проблеме // Закон. 2017. № 12. С. 180.

рисками. Преимущественную роль в финансировании инвестиционных проектов в германской системе играют кредитные средства, эффективное использование которых обеспечивается посредством участия предоставивших их организаций в правах на активы получателей средств, что также отличает универсальные банки от американских, имеющих на это законодательно установленные ограничения¹.

В литературе справедливо отмечается, что возможность осуществления банками инвестиционной деятельности рассматривается как дискуссионная, поскольку основную часть их активов составляют средства, привлеченные от частных лиц, что накладывает на банковские операции, в том числе кредитование, в интересах вкладчиков особый публично-правовой режим, отличающий их от инвестирования². Принимая участие в деятельности на рынке портфельных инвестиций, кредитные организации могут сталкиваться с законодательными ограничениями, введенными для соблюдения как частных, так и публичных интересов, поэтому основной функцией банков является посредничество в процессе привлечения инвестиций через размещение эмитентами ценных бумаг и управление ликвидностью: формирование через схемы коллективного инвестирования пула активов и управление им в качестве квалифицированных инвесторов в роли управляющих компаний инвестиционных и негосударственных пенсионных фондов³.

Деятельность кредитных организаций на рынке реальных инвестиций вызывает отдельный научный интерес **в контексте реализации схем проектного финансирования, механизмы которого позволяют выявить особое место банков среди субъектов инвестиционной деятельности и инвестиционных отношений в целом.** Кредитные организации могут принимать участие в реализации проектного финансирования через предоставление кредитных денежных средств, приобретение облигаций проектной компании, выдачи банковских гарантий и предоставлении поручительств⁴. Между тем, специфика

¹ Мякенькая М.А. Указ. соч. С. 16.

² Белицкая А.В., Лаутс Е.Б. Инвестирование и кредитование: сравнительно-правовой анализ. С. 43–53.

³ Шестакова К.С. Место банков в системе субъектов инвестиционной деятельности. С. 75.

⁴ Gatti S. Project Finance in Theory and Practice, Second Edition: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects. P. 167–267.

проектного финансирования, заключающаяся в том, что у проектной компании отсутствуют какие-либо существенные активы, их еще предстоит построить и получить прибыль от деятельности в будущем¹, предопределяет **необходимость приобретения банками широкого и структурированного пакета обеспечения**. Указанные обстоятельства создают ситуацию, при которой у банка как основного кредитора формируется полный **корпоративный контроль**, в том числе посредством реализации права давать согласие на внесение изменений в уставные документы, на смену участников / бенефициаров проектной компании, права вступить в управление проектом в случае наступления определенных обстоятельств (*step-in-right option*)², что по справедливому замечанию К.С. Шестаковой означает, что **кредитная организация приобретает статус инвестора и несет инвестиционные риски потери всех вложенных средств**³.

Неклассическую роль играют кредитные организации в реализации **партнерского банкинга**, базирующегося на принципах шариата. В.В. Павлов указывает, что одна из идей исламского права, определяющая возможность получения прибыли только посредством приумножения общественного богатства, определила реальный характер деятельности исламских банков, где услуги, работы и товары имеют центральное значение в противовес деньгам⁴. **Клиент и банк выступают партнерами в общем инвестиционном проекте и разделяют инвестиционные риски**⁵, кредитная организация получает не процент по долговому обязательству, а часть прибыли.

Таким образом, **классической моделью** участия банка в осуществлении инвестиционного проекта является предоставление заемных денежных средств **в качестве кредитора** без приобретения статуса инвестора и принятия на себя инвестиционных рисков. В тоже время **в рамках инвестиционных правоотношений кредитная организация является субъектом инвестиционной деятельности на финансовом рынке в качестве**

¹ Белицкая А.В. Понятие и правовые основы проектного финансирования // Юрист. 2015. № 11. С. 31.

² Gatti S. Op. cit. P. 49, 264, 273.

³ Шестакова К.С. Место банков в системе субъектов инвестиционной деятельности. Там же.

⁴ Павлов В.В. Исламские банки в исламском финансовом праве. Москва, 2003. С. 21.

⁵ Беккин Р.И. Розничные услуги в исламском банковском деле // Банковский ритейл. 2007. № 4.

непосредственного владельца ценных бумаг или квалифицированного инвестора, управляющего фондами коллективных инвестиций, в реальном секторе в рамках партнерского банкинга, в сфере проектного финансирования как держатель облигаций проектной компании или как основной кредитор, обладающий корпоративным контролем. Выполняя роль иного участника инвестиционного процесса, кредитная организация осуществляет консультационные и посреднические услуги, в том числе андеррайтинг. Следовательно, можно выделить деятельность банков по кредитованию, составляющему основной источник финансирования инвестиционной деятельности, деятельность банков по организации привлечения инвестиций и собственно инвестиционную деятельность кредитных организаций. Вместе с тем следует отметить, что кредитование не является инвестиционной деятельностью, так как основано на принципах возвратности, платности и срочности¹, безусловный характер которых, как представляется, обеспечивается правовым режимом банковской операции, предполагающим получение обеспечения другими активами заемщика или третьих лиц.

Ключевыми субъектами, участвующими в поощрении разработки проектов, направленных на удовлетворение основных потребностей общества, особенно в менее развитых странах, выступают **публично-правовые образования**: государства и муниципалитеты. Традиционно в Европе и за ее пределами центральные правительства отвечали за планирование, финансирование, строительство и эксплуатацию крупных проектов с ограниченными возможностями вкладов частного сектора². Многие крупные частные инвесторы, например, в секторе энергетики, инфраструктуры и разработки полезных ископаемых, являлись или продолжают являться компаниями с государственным участием, а также институтами развития.

В литературе отмечается, что в рамках инвестиционных отношений

¹ См. Белицкая А.В., Лаутс Е.Б. Принципы возвратности, платности и срочности в контексте правовой квалификации инвестирования и заемных обязательств // Банковское право. 2022. № 2. С. 24–31

² Dewar J. Op. cit. P. 23.

государство может выступать как **субъект административных отношений** – публично-правовое образование в лице уполномоченных органов власти, контролер и организатор, а также как **непосредственный субъект инвестиционной деятельности** – равноправный участник гражданско-правовых инвестиционных отношений¹. Особенности участия публично-правовых образований в финансировании инвестиционной деятельности определяются их особым статусом и необходимостью выполнения социальных и экономических функций. В качестве субъекта инвестиционной деятельности такие лица призваны решать задачи общегосударственного и местного характера, а также обеспечивать эффективное использование ресурсов. Только необходимость реализации публичного интереса обуславливает инвестиционную активность государства².

Е.В. Терехова указывает, что как субъект инвестиционной деятельности государство раскрывается посредством финансовых вложений³. Важную роль в **качестве соинвесторов публично-правовые образования выполняют в проектах государственно-частного и муниципально-частного партнерства**, по которым в исключительных случаях могут осуществить прямые вложения⁴. Во Франции участие государства в качестве инвестора не всегда предполагает участие в праве собственности на создаваемые активы⁵. В России же предоставление **бюджетных инвестиций**⁶ возможно при возникновении у публично-правового образования права собственности на недвижимое имущество или объекты капитального строительства, которые созданы в результате вложения бюджетных средств, и только путем долевого участия в уставном капитале юридических лиц,

¹ Скворцова Т.А., Смоленский М.Б. Предпринимательское право: учебное пособие / под ред. Т.А. Скворцовой. Москва: Юстицинформ, 2014. С. 398; Целовальникова И.Ю. Правовое регулирование инвестиционной деятельности: монография. Москва: Юридический институт МИИТа, 2013. С. 64; Трапезников В.А. Особенности правового статуса государства как участника инвестиционных отношений. С. 110.

² Белицкая А.В. Государство как участник и регулятор инвестиционных отношений в рамках государственно-частного партнерства // Бизнес, Менеджмент и Право. 2017. № 1–2. С. 46.

³ Терехова Е.В. Финансовые вложения как инструменты инвестиционной деятельности государства (публично-правовой аспект) // Современный юрист. 2014. № 2. С. 18.

⁴ Статья 12 Закона о публично-частном партнерстве.

⁵ Аюпян О.А. Правовое регулирование инвестиций в инновационный сектор экономики (венчурных инвестиций) // Журнал российского права. 2008. № 5. С. 149.

⁶ В соответствии со статьей 79 Бюджетного кодекса РФ под бюджетными инвестициями понимаются бюджетные средства, направляемые на создание или увеличение стоимости государственного (муниципального) имущества.

реализующих инвестиционные проекты¹. Среди имеющихся в стране правовых инструментов критериями возвратности, срочности и платности характеризуется **бюджетный кредит**², используемый для поддержки уязвимых, но стратегически важных отраслей экономики, например, сельского хозяйства³.

Публично-правовые образования в рамках привлечения инвестиций посредством долгового финансирования при реализации конкретных инвестиционных проектов выполняют преимущественно вспомогательную, но значительную роль, предоставляя государственные (муниципальные) гарантии⁴, гарантии экспортных кредитных агентств⁵, субсидии, в том числе через государственные корпорации и публично-правовые компании, для возмещения затрат или недополученных доходов, а также осуществляя вложения в имущество проектной компании, не увеличивающие ее уставного капитала⁶, обеспечивая стабильность правового регулирования для инвесторов путем заключения соглашений о защите и поощрении капиталовложений⁷.

В литературе отмечается, что инвесторы могут иметь выгоду от успешной реализации инвестиционного проекта еще и постольку, поскольку это обеспечит привлечение в качестве поставщиков либо их самих, либо связанных с ними лиц, или предоставит возможность закупать продукцию, создаваемую в процессе деятельности реципиентов инвестиций.

Отдельно стоит рассмотреть таких участвующих в непосредственной реализации инвестиционного проекта субъектов как **поставщиков, подрядчиков, исполнителей услуг и покупателей**. Их основной экономический интерес заключается в получении оплаты или товаров по соответствующим договорам с проектной компанией. Тем не менее, анализ мирового опыта показывает, что

¹ Статья 79 Бюджетного кодекса РФ.

² Статья 93.2 Бюджетного кодекса РФ.

³ Лисица В.Н. Инвестиционное право. М-во образования и науки РФ. Новосибирский нац. исслед. гос. ун-т. Новосибирск, 2015. С. 371.

⁴ Статьи 115–115.1 Бюджетного кодекса РФ.

⁵ А.Ю. Тарасова под экспортными кредитными агентствами описывает структуры, осуществляющие страхование рисков экспортеров и действующие в форме специализированных государственных агентств, государственных банков, банков со смешанным или исключительно частным участием, а также частных страховых компаний. Тарасова А.Ю. Валютные операции коммерческих банков: учебное пособие. Ярославль: Канцлер, 2019. С. 62.

⁶ Статьи 78–78.4 Бюджетного кодекса РФ.

⁷ Глава 2 Закона о защите и поощрении капиталовложений.

производители оборудования, поставщики необходимой продукции в рамках реализации инвестиционных проектов также становятся инвесторами и приобретают, хоть и незначительные, доли участия в проектной компании, так как с большей легкостью способны принять на себя риски реализации проекта, чем другие частные инвесторы¹. Распространенным механизмом долгового финансирования при привлечении инвестиций от такой категории инвесторов может служить условие об отсрочке встречного предоставления по обязательствам со стороны инвестора или внесение предварительной оплаты². В России такой институт получил название **коммерческий кредит** и регулируется главой 42 Гражданского кодекса РФ³. Несмотря на то, что данный инструмент требует меньших транзакционных издержек в сравнении с классическими банковскими кредитами, позволяет проектной компании пополнить оборотные средства⁴ и использовать их для погашения основных долговых обязательств или удовлетворения прочих первоочередных нужд, его использование считается достаточно дорогостоящим⁵.

Выводы. Среди участников отношений долгового финансирования как способа привлечения инвестиций необходимо выделить **субъектов, объекты и иных участников: субъектов отношений по инвестированию, участников процесса** долгового финансирования как способа привлечения инвестиций и **субъектов инфраструктуры**.

Основными участниками инвестиционных правоотношений выступают как профессиональные, так и непрофессиональные **инвесторы**. В контексте долгового финансирования у них **отсутствует фактическая и юридическая возможность участвовать в процессе использования переданных вложений, однако им**

¹ Dewar J. Op. cit. P. 30.

² Брагинский М.И., Витрянский В.В. Договорное право. Договоры о займе, банковском кредите и факторинге. Договоры, направленные на создание коллективных образований. В 2-х томах. Кн. 5: Т. 1. Москва: Статут, 2006. С. 268.

³ Статья 823 Гражданского кодекса Российской Федерации (части второй) от 26.01.1996 г. № 14-ФЗ (ред. от 01.07.2021 г.) // СЗ РФ. 29.01.1996 г. № 5. Ст. 410.

⁴ Лебедев Д.С. Международная инвестиционная политика предприятий в схемах и таблицах: учебное пособие. Москва: Проспект, 2017. С. 79.

⁵ Weber B., Staub-Bisang M., Alfen H.W. Infrastructure as an asset class: investment strategy, sustainability, project finance and PPP / Second edition. Chichester, West Sussex: John Wiley & Sons, 2016. P. 335.

предоставляется право контроля над реализацией проекта.

Исходя из того, что долговое финансирование как способ привлечения инвестиций подразумевает правоотношения, возникающие в связи с предоставлением инвестором имущества на основе принципов возвратности реципиенту инвестиций для осуществления инвестиционного проекта, реализуемого им в рамках его предпринимательской деятельности, с разделением риска неосуществления проекта и неполучения дохода, **субъектами долгового финансирования как способа привлечения инвестиций являются непрофессиональные и профессиональные, в том числе институциональные, инвесторы, среди которых необходимо выделить спонсоров и внешних инвесторов. Долговое финансирование является неспецифическим для спонсоров, вкладывающих свои профессиональные навыки и опыт и участвующих преимущественно в уставном капитале проектной компании, тем не менее, они могут использовать дополнительные инструменты в виде предоставления займов акционеров или участников. Внешние инвесторы имеют меньшее влияние на управление проектом, но являются основными субъектами, осуществляющими долговое финансирование при привлечении инвестиций. К таковым относятся владельцы облигаций, кредиторы, наделенные корпоративным контролем, и контрагенты в случае использования коммерческих кредитов.**

Непрофессиональный инвестор осуществляет **инвестирование**, то есть действия, ограничивающиеся предоставлением другим лицам принадлежащего ему имущества, поэтому его следует признать **субъектом отношений по инвестированию**. Непрофессиональный инвестор должен обладать дополнительными гарантиями и правовыми средствами защиты интересов в инвестиционных отношениях.

Объектом долгового финансирования при привлечении инвестиций выступает реципиент инвестиций – конечный получатель инвестиционных вложений. Реципиентом инвестиций, по общему правилу, может выступать любой субъект гражданского оборота. Ограничения такой возможности могут вытекать из

правоспособности лица, законодательно установленных целей и характера его деятельности, а также быть связан со способом получения капитала, его объемом, сроками использования инвестиций, кругом субъектов-инвесторов, а также сферами деятельности, в которых должен реализоваться инвестиционный проект. Представляется, что от реципиентов инвестиций следует отграничить институциональных инвесторов и применять к ним термин «лицо, привлекающее инвестиции», и лиц, оказывающих посреднические, организационные услуги участникам инвестиционных отношений и выступающих «организаторами инвестирования».

В отношениях по поводу реализации инвестиционного проекта принимают участие и **иные лица, не относящиеся к субъектам или объектам долгового финансирования при привлечении инвестиций, но оказывающие существенное влияние на условия и возможность реализации такового, а именно публично-правовые образования** как административно-контрольные органы, в том числе предоставляющие меры государственной поддержки и обеспечивающие стабильность правового регулирования, **лица, предоставляющее обеспечение по долговым обязательствам проектной компании: гаранты, поручители, залогодатели, а также страховые организации.**

Инфраструктуру долгового финансирования как способа привлечения инвестиций составляют **посредники**, в том числе **инвестиционные платформы**, выполняющие фактические и юридические действия по заключению инвестиционных сделок между участниками отношений, а также последующих сделок для продвижения продукции проектной компании на рынке и ее реализации, **финансовые и юридические консультанты, эксперты** в разных сферах технических знаний, **реестродержатели, депозитарии и нотариусы.**

Выбор правовой формы долгового финансирования предопределяется участием в отношениях долгового финансирования при привлечении инвестиций субъектов с различным правовым статусом, которые могут быть как профессиональными (например, квалифицированные инвесторы),

так и непрофессиональными (например, участники инвестиционных платформ). Обязательное участие субъекта предпринимательской деятельности (например, банка) в качестве посредника в отношениях долгового финансирования при привлечении инвестиций предполагается в случаях, когда долговое финансирование является видом предпринимательской деятельности (например, в рамках паевых инвестиционных фондов).

§ 2.2. Правовые формы участия профессиональных инвесторов в долговом финансировании как способе привлечения инвестиций

Реализация капиталоемких проектов невозможна без привлечения инвестиций от профессиональных инвесторов. В связи с обширной практикой осуществления последними инвестиционной деятельности в настоящем диссертационном исследовании необходимо рассмотреть правовые формы их участия в долговом финансировании как способе привлечения инвестиций.

В литературе по теории права правовая форма рассматривается в контексте права как относительно самостоятельного общественного явления, имеющего свои содержания и форму¹. Все право исследуется в качестве формы общественных отношений². Высказывается позиция, что по отношению к другим факторам общественной жизни юридическая форма выражает право в целом и может выступать формой нравственных или гуманистических идеалов, государственной политики, экономического развития и т. д.³.

С другой стороны, правовая форма рассматривается как опосредующая экономические отношения определенного вида совокупность правовых норм или институтов⁴. В.Ф. Яковлев в трудах по гражданско-правовому методу регулирования общественных отношений указывал, что термин «правовая форма» может использоваться для обозначения отдельных институтов, которыми опосредуется конкретная группа отношений⁵. Автор отмечал, что общественные отношения принимают такие правовые формы, которые отличаются друг от друга, несмотря на обладание некоторым единством, что связано с отражением фактической дифференциации права на отрасли.

¹ Теория государства и права: учебник / Л.И. Спиридонов. Москва: Гардарика, 1996. С. 153.

² Иоффе О.С., Шаргородский М.Д. Вопросы теории права. Москва: Госюриздат, 1961. С. 133.

³ Керимов Д.А. Основы философии права. Москва: Манускрипт, 1992. С. 114.

⁴ Халфина Р.О. Общее учение о правоотношении. Москва: Юридическая литература, 1974. С. 80–81; Яковлев В.Ф. Гражданско-правовой метод регулирования общественных отношений. 2-е изд., доп. Москва: Статут, 2006. С. 23.

⁵ Яковлев В.Ф. Гражданско-правовой метод регулирования общественных отношений. С. 24–25.

В качестве способа выражения и существования норм материального права рассматривает юридическую форму С.В. Масалытина¹. Вместе с тем стоит согласиться с Е.П. Губиным, который справедливо отмечает, что правовая форма является многогранным явлением и может опосредовать связь между правом и нуждающимися в правовой регламентации неправовыми явлениями, и с другой стороны, представляет собой способ существования, организации и функционирования права как самостоятельного, целостного и самодостаточного явления².

В литературе отмечается, что основную часть капитала инвестиционного проекта составляют инструменты долгового финансирования³. Последние могут быть опосредованы разнообразными правовыми конструкциями. Наиболее распространенными инструментами являются разновидности заемных правоотношений. Для целей настоящего диссертационного исследования интерес представляют те из них, которые применяются при привлечении инвестиций и способствуют достижению целей их привлечения.

В силу того, что в странах с развивающейся экономикой рынок государственных долговых инструментов характеризуется относительно небольшим масштабом и высокой волатильностью, исторически сложилось так, что для предпринимателей доступно лишь **банковское кредитование**. Как было описано выше, публично-правовая природа режима осуществления банковских операций обуславливает различия банковского кредитования и инвестиционной деятельности. Для целей защиты стабильности кредитной организации и интересов вкладчиков использование привлеченных средств, по справедливому замечанию Л.Б. Лаутс и А.В. Белицкой⁴, должно обеспечивать минимизацию кредитных рисков и осуществляться с максимальной гарантией извлечения прибыли, в то время как инвестиционные отношения в силу присущих им инвестиционных

¹ Масалытина С.В. Совершенствование юридических форм государственной деятельности в процессе политико-правовой модернизации // История государства и права. 2009. № 3. С. 5–8.

² Губин Е.П. Государственное регулирование рыночной экономики и предпринимательства: правовые проблемы. Москва: Юрист, 2005. С. 164–165.

³ Davydov D. Essays on Debt Financing, Firm Performance, and Banking in Emerging Markets. Acta Wasaensia 299. Finland: Vaasan yliopisto, 2014. P. 13.

⁴ Белицкая А.В., Лаутс Е.Б. Инвестирование и кредитование: сравнительно-правовой анализ. С. 47.

рисков такой гарантии предоставить не могут. Следовательно, для целей привлечения инвестиций посредством долгового финансирования традиционное банковское кредитование может быть использовано ограниченно. Банки стремятся перераспределить несвойственные им риски и используют **кредитные деривативные сделки** в качестве инвестиционных инструментов.

Например, широкое распространение получил такой финансовый инструмент как **кредитный дефолтный своп** (*credit default swap, CDS*), позволяющий его покупателю застраховаться от кредитного события (например, дефолта по финансовым обязательствам третьей стороны) в обмен на регулярную выплату его продавцу премий¹ (платы за принятие на себя кредитного риска). Сторонами в этой сделке выступают провайдер кредитной защиты и получатель кредитной защиты. В то же время, как отмечается в литературе², в случае если получателем кредитной защиты выступит сам кредитор по долговому обязательству, событие по которому является предметом своеобразного спора между сторонами CDS, существует риск переквалификации сделки в отношении поручительства российскими налоговыми и судебными органами. Кроме того, с точки зрения английского права обеспечение надлежащего исполнения обязательств должника также не является характерным для деривативных сделок³.

Выданный кредит может быть рефинансирован банком, и принятый лицом, предоставляющим кредитную защиту по кредитному дефолтному свопу, кредитный риск может быть передан другим лицам путем заключения «договора об участии в кредитном риске»⁴ – выпуска **кредитной ноты** (*credit-linked note, CLN*) – эмиссионной ценной бумаги, по которой эмитент уступает за плату свой кредитный риск приобретателям кредитных нот и выплачивает им плату за

¹ Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов. Одобрено Советом директоров Банка России 09.11.2021 г. Москва, 2021. С. 159. URL: http://www.cbr.ru/s/ar2019_1. Подробнее о характеристиках своп-договоров см.: Указание Банка России от 16.02.2015 г. № 3565-У «О видах производных финансовых инструментов» // Вестник Банка России. 31.03.2015 г. № 28.

² Колесникова Е.Г. Обеспечительная сделка «кредитный дефолтный своп»: риск переквалификации в договор поручительства // Актуальные проблемы российского права. 2019. № 2. С. 70–75.

³ Kimball-Stanley A. Insurance and Credit Default Swaps: Should Like Things be Treated Alike? // Connecticut Insurance Law Journal. 2008. № 1. Vol. 15. P. 241–266. URL: <https://opencommons.uconn.edu/cilj/46>.

⁴ Букирь М.Я. Кредитные ноты для начинающих // Инвестиционный банкинг. 2006. № 2 (доступно в СПС «КонсультантПлюс»).

принятие такого риска (купонный доход). Кредитные ноты подлежат выкупу эмитентом в случае погашения должником заемного обязательства в сумме в размере разницы между номинальной стоимостью ноты и стоимостью обязательства после наступления кредитного события¹, но в случае дефолта владельцам нот могут быть переданы права требования к не исполнившему обязательства заемщику (например, через залог прав требований банка по кредитному договору)².

Кредитные ноты являются структурным продуктом³, который не имеет самостоятельного правового регулирования в России⁴, что вызывает немало проблем при правовой квалификации таких отношений судами. С.С. Абдулкадыров описывает кредитную ноту в качестве облигации, в которую встроен CDS⁵. В литературе высказывается и другая точка зрения. Э.Ю. Витоль и М.Л. Башкатов обращают внимание на то, что кредитная нота относится к бездокументарным эмиссионным ценным бумагам и имеет ряд отличий от классических облигаций: основной интерес приобретателей сосредоточен на получении купонного дохода, но не на возврате долга по заемному обязательству путем выплаты номинальной стоимости ценной бумаги⁶. Представляется, что подобное противоречие возникает в связи с условностью возвратного характера долгового обязательства. Тем не менее, гражданское законодательство допускает заключение условных сделок⁷, к которой можно отнести и заем, оформленный кредитной нотой. В любом случае, стоит согласиться с С.А. Карелиной и

¹ Сочнев А. Преимущества и риски кредитных деривативов // Бухгалтерия и банки. 2011. № 10. С. 58.

² Хлюстов П. Развел по нотам! Как Банк «ТРАСТ» забрал у клиентов 20 млрд рублей и почему он не должен их возвращать? // Закон.ру. 2015. 15 июня. URL: https://zakon.ru/blog/2015/06/15/razvel_po_notam_kak_bank_trast_zabral_u_klientov_20_mlr_d_rublej_i_pochemu_on_ne_dolzhen_ix_vozvrashh.

³ Витоль Э.Ю., Башкатов М.Л. К вопросу о кредитных нотах как разновидности структурного продукта // Вестник экономического правосудия Российской Федерации. 2017. № 10. С. 73.

⁴ Проект федерального закона № 385126-3 «О внесении дополнений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг"», которым предполагалось урегулировать кредитные ноты, был снят с рассмотрения Государственной Думой 24.11.2004 г.

⁵ Абдулкадыров С.С. Европейский опыт обращения ценных бумаг в России и о единстве судебной практики // Российский судья. 2013. № 8. С. 48.

⁶ Витоль Э.Ю., Башкатов М.Л. Указ. соч. С. 89.

⁷ Статья 157 Гражданского кодекса РФ; §158–163 Гражданского кодекса Германии // Bürgerliches Gesetzbuch, BGB, 18.08.1896. URL: <https://www.gesetze-im-internet.de/bgb/BGB.pdf>. ; статьи 1168–1180 Гражданского Кодекса Франции и др.

И.В. Фроловым в том, что кредитные ноты фактически представляют собой промежуточный между банковским кредитом и облигациями вид финансирования¹.

Наиболее близки к кредитным нотам **структурные облигации**², получившие регулирование в России в 2018 году³. Их особенностью является установление зависимости права владельцев на получение выплат по ним от наступления или ненаступления определенных обстоятельств⁴. При этом размер таких выплат может быть меньше номинальной стоимости структурной облигации. В литературе предлагается понимание структурной облигации в качестве условной сделки займа⁵. Вместе с тем действующее регулирование определяет заключение договора займа посредством размещения облигаций как частный случай использования такого инструмента⁶. Исходя из содержания правоотношений, структурные облигации предпочтительнее рассматривать, в первую очередь, как финансовый инструмент, включающий в себя некий производный финансовый инструмент⁷, и учитывать, что вложенные средства могут быть невозвратными для приобретателей.

Возвратность выступает сущностным признаком заемных отношений. Гражданский оборот знает примеры, когда стороны договора устанавливают объем обязательства по возврату отличным от объема предоставленного займа и определяемым, например, в качестве рублевого эквивалента суммы иностранной валюты по курсу на дату возврата или корректировки рыночной стоимости возвращаемого товара, и такие колебания не влияют на квалификацию сделки в качестве заемной. А.Г. Карапетов указывает, что при определении того, опосредует

¹ Карелина С.А., Фролов И.В. Реализация прав физических лиц – держателей кредитных нот (CLN) в проблемных банках: к вопросу о механизмах и способах защиты // Право и экономика. 2018. № 1. С. 53.

² Статья 27.1–1 Закона о рынке ценных бумаг.

³ Федеральный закон от 18.04.2018 г. № 75-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" в части регулирования структурных облигаций» // СЗ РФ. 23.04.2018 г. № 17. Ст. 2424.

⁴ В законе перечень таких обстоятельств определяется отсылкой к тем, с которыми связывают обязанности стороны производных финансовых инструментов периодически или временно уплачивать другой стороне денежные средства.

⁵ Верещагина Е.А. Структурные облигации. Платить нельзя увилывать. Нужна ли запятая? // Закон. 2021. № 10. С. 84.

⁶ Пункт 4 статьи 807 Гражданского кодекса РФ; пункт 11 части 1 статьи 2 Закона о рынке ценных бумаг.

⁷ Смирнов И., Федотов И. Структурные облигации: новый взгляд на долговые ценные бумаги // Юридическая работа в кредитной организации. 2018. № 3. С. 6.

ли договор отношения займа или является смешанным и также включает в себя элемент дарения, важное значение имеет соотношение размеров предоставлений сторон¹. Однако такой критерий является слишком субъективным и результат его применения разными лицами может иметь произвольные и непредвидимые последствия в схожих или даже идентичных случаях, что не соответствует общему стремлению к правовой определенности.

Структурные облигации, на наш взгляд, могут рассматриваться в качестве долговых инструментов при признании юридической фикции эквивалентных предоставлений (номинальной стоимости структурной облигации и размера выплаты при наступлении определенных обстоятельств), но не обладают описанным выше объемом сущностного признака заемных отношений. Они более схожи с производными финансовыми инструментами, в частности своп-договорами². Платеж по структурной облигации может отражать свойство возмездности (платности), присущее отношениям из размещения облигаций.

Кроме того, исходя из смысла действующего правового регулирования, согласно которому эмитентами могут выступать только брокеры, дилеры, кредитные организации и специализированные финансовые общества при условии, что такая эмиссия соответствует предмету и целям деятельности последних, а приобретателями таких ценных бумаг могут быть только квалифицированные инвесторы, структурные облигации не должны рассматриваться в качестве договора займа. Переквалификация отношений в случае «возвратного» платежа меньшего чем номинальная стоимость в отношения дарения неприемлема для профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих предпринимательскую деятельность. Таким образом, структурные облигации выступают высоко рисковым, но привлекательным механизмом осуществления инвестиций, особенно в контексте их использования специальной проектной компанией (англ. *special purpose vehicle, SPV*). Структурные облигации следует

¹ Байбак В.В., Иванов О.М., Карапетов А.Г. и др. Заем, кредит, факторинг, вклад и счет: постатейный комментарий к статьям 807–860.15 Гражданского кодекса Российской Федерации. С. 46. Автор комментария к пункту 1 статьи 807 Гражданского кодекса РФ – А.Г. Карапетов.

² Пункт 2 Указания Банка России № 3565-У.

отличать от **инфраструктурных облигаций**¹, которые будут рассмотрены далее в настоящей главе диссертационного исследования.

В целях диверсификации рисков законодательно предусмотрена возможность участия синдиката кредиторов в крупных дорогостоящих инвестиционных проектах². **Закон о синдицированном кредите**³ положил начало специальному регулированию предоставления заемщику денежных средств несколькими кредиторами в рамках единой договорной конструкции.

По *договору синдицированного кредита (займа)* несколько кредиторов (*синдикат кредиторов*) обязуются согласованно друг с другом предоставить или предоставлять в собственность заемщика денежные средства в размере и сроки, предусмотренные договором для каждого кредитора, а заемщик обязуется возвратить кредиторам полученные от них денежные средства, уплатить проценты за пользование денежными средствами, а также иные платежи, если обязанность их уплаты предусмотрена договором⁴.

Рассматриваемый механизм привлекателен для финансирования инвестиционных проектов, в том числе в сфере государственно-частного партнерства, поскольку позволяет предпринимателям привлечь значительный объем финансовых ресурсов от нескольких крупных кредиторов, таких как кредитные организации, иностранные банки и международные финансовые организации, Внешэкономбанк, негосударственные пенсионные фонды, специализированные общества проектного финансирования и другие институциональные инвесторы⁵. **Субъектный состав потенциальных кредиторов значительно шире, чем при классическом банковском кредитовании.**

Специфика договора синдицированного кредитования заключается в

¹ Ребельский Н.М. Структурные облигации – новый инструмент инвестирования и привлечения финансовых ресурсов // Финансы. 2021. № 4. С. 31.

² Weber V., Staub-Bisang M., Alfen H.W. Op. cit. P. 333.

³ Федеральный закон от 31.12.2017 г. № 486-ФЗ «О синдицированном кредите (займе) и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (ред. от 22.12.2020 г.) // СЗ РФ. 01.01.2018 г. № 1 (Часть I). Ст. 70. Далее – *Закон о синдицированном кредите*.

⁴ Пункт 1 статьи 2 Закона о синдицированном кредите.

⁵ Пункты 2 и 3 статьи 2 Закона о синдицированном кредите.

отношениях, возникающих между кредиторами. Законом о синдицированном кредите предусмотрена фигура кредитного управляющего, который, будучи одним из участников синдиката кредиторов, также ведет реестр участников синдиката, учет предоставленных заемщику денежных средств каждым из них, а также *от имени и в интересах всего синдиката кредиторов* участвует в реализации обязательств заемщика: направляет последнему требования и иные юридически значимые сообщения, получает исполнение по договору и распределяет его среди участников синдиката кредиторов¹. При этом статус кредитного управляющего может получить лишь кредитная или финансовая организация, а также Внешэкономбанк, что соответствует наличию у них необходимого опыта и компетенций.

Инструмент синдицированного кредитования привлекателен для самих кредиторов, поэтому на последних возложена обязанность по уплате вознаграждения кредитному управляющему, а также возмещения понесенных им расходов пропорционально размеру предоставленных каждым участником синдиката кредиторов и не возвращенных заемщиком денежных средств².

Новеллой Закона о синдицированном кредите является закрепление возможности предоставления заемщикам услуги по организации синдицированного кредита в рамках нового **специального договора – об организации синдицированного кредита (займа)**³. Стоит отметить, что вознаграждение за оказанные услуги может быть предусмотрено и в самом договоре синдицированного кредита⁴, что позволяет каждой стороне реализовывать свои интересы при вступлении в такое соглашение. Выделение организации синдицированного кредита в качестве самостоятельной услуги имеет большое значение для налогообложения кредиторов-организаторов финансирования.

Ранее Высший Арбитражный суд Российской Федерации, поддерживая

¹ Пункты 1 и 2 статьи 4 Закона о синдицированном кредите.

² Пункт 11 статьи 4 Закона о синдицированном кредите.

³ Статья 3 Закона о синдицированном кредите.

⁴ В порядке пункта 2 статьи 425 Гражданского кодекса РФ.

решения судов нижестоящих инстанций, в определении от 11.03.2014 г. № ВАС-18562/13¹ указал, что услуги общества «Натиксис Банк» по организации привлечения финансирования общества «ГАЗ» самостоятельными не являются, а представляют собой составную часть банковской операции по выдаче синдицированного кредита. Суды, по мнению ВАС РФ, справедливо применили предусмотренное подпунктом 3 пункта 3 статьи 149 Налогового кодекса РФ освобождение от обложения налогом на добавленную стоимость при осуществлении банками банковских операций по выдаче синдицированного кредита в отношении комиссионного вознаграждения «Натиксис Банк».

Принятые законодателем положения повлияли на исход существующих дискуссий правоведов относительно природы договора синдицированного кредитования, которые возникали из-за недостаточности регулирования рассматриваемого инструмента. Как отмечает Л.А. Попкова, указанный договор содержит в себе не просто отдельные элементы кредитного договора, агентского договора, межкредиторского соглашения, элементы обеспечительных сделок (договора поручительства или договора залога), а комбинацию разнообразных обязательств, закрепленных в едином документе². Комплексная договорная структура отношений позволяет многим исследователям рассматривать, на наш взгляд справедливо, синдицированное кредитование в качестве **смешанного договора**, включающего различные элементы, например, кредитного договора и договора о совместной деятельности, или же кредитного и агентского договора, а также договора поручения³. Законодатель прямо распространил применение **правил о договоре поручения** на отношения, складывающиеся между участниками синдиката и кредитным управляющим⁴.

Наиболее обоснованной, на наш взгляд, будет являться точка зрения,

¹ Определение Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 11.03.2014 г. № ВАС-18562/13 по делу № А40-71030/2012-108-57 // СПС «КонсультантПлюс».

² Попкова Л.А. Договор синдицированного кредита: правовая природа и содержание // Законы России: опыт, анализ, практика. 2016. № 2. С. 71.

³ См. к прим.: Попкова Л.А. Указ. соч. Там же; Перепелкина Е.А. Проблемы структурирования синдицированных кредитов по российскому праву // Банковское право. 2012. № 1. С. 7–10; Иванов О.М. О свободе договора, синдицированном кредите и направлениях развития гражданского права // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА). 2017. № 1. С. 114–121.

⁴ Пункт 13 статьи 4 Закона о синдицированном кредите.

согласно которой **основным элементом рассматриваемых отношений выступает именно обязательство займа, а не кредита** (поскольку они не сводятся исключительно к деятельности в банковской сфере), хотя вполне логично исходить из существующей практики реализации синдикатов кредитными организациями.

Поскольку у каждого кредитора из синдиката возникают самостоятельные обязательства с заемщиком в отношении конкретной суммы займа, правовая связь между такими кредиторами не может рассматриваться как непременно вытекающая из договора о совместной деятельности¹, как это было принято среди исследователей этого правового инструмента.

Как было отмечено выше, синдицированное кредитование получило распространение среди правовых средств, используемых в капиталоемких проектах, в том числе инвестиционных. Под углом зрения международной деловой практики, где банк-организатор принимает на себя обязательства по предоставлению всей суммы кредита², закрепленное в российском законодательстве регулирование не представляется традиционным. Российский синдицированный заем имеет больше общего с **«клубными сделками»**, которые широко используются в зарубежном гражданском обороте и предполагают совместное участие в переговорах с заемщиком небольшого круга конкретных кредиторов, единогласно принимающих решения о структуре и условиях предоставляемого кредитного финансирования. Такого рода сделки применимы в ситуациях, когда перспективы предоставления обеспечения в отношении всей суммы займа немногобещающие и риски для индивидуального кредитора по всей сумме транша слишком велики или же когда реципиенты инвестиций предпочли бы следовать сложившимся деловым обычаям и вступить в правоотношения с конкретными кредиторами³.

В мировой практике выработано несколько механизмов синдицированного кредитования, в России предпочтение в правовом закреплении отдано лишь

¹ Пункт 3 статьи 6 Закона о синдицированном кредите.

² Weber B., Staub-Bisang M., Alfen H.W. Op. cit. P. 333.

³ Weber B., Staub-Bisang M., Alfen H.W. Op. cit. P. 334.

одному из них. Однако **стоит положительно оценить новеллу российского законодательства.** Положения Закона о синдицированном кредите **создают правовую определенность** для субъектов, участвующих в такого рода отношениях, а также предоставляют **возможность использования механизма совместного финансирования** не только кредитным организациям, но и **другим хозяйствующим субъектам.** Специальное закрепление конструкции на законодательном уровне несмотря на то, что оно отражает уже давно применяющуюся в предпринимательской деятельности практику, полагаем, должно способствовать развитию синдицированного кредитования в России.

Привлечение долгового финансирования в инвестиционные проекты происходит на всех этапах его реализации. Получить дополнительные средства возможно через **субординирование долговых обязательств** и (или) **обеспечительного интереса** из них. Готовность спонсоров уступить в приоритетности исполнения другим кредиторам при значительных собственных вложениях в инвестиционной деловой практике свидетельствует об их уверенности в экономической стабильности проекта и его будущей прибыльности. Когда у кредиторов создается видение надежности инвестиции, получить дополнительное финансирование с использованием субординирования кредитов становится легче. Более того, даже банки будут готовы уступить свой приоритет новому кредитору в случаях когда привлечение дополнительных средств позволит получить большую прибыль и при этом банк получит такой эффект не за счет собственных вложений. Классическим инвесторам высокий риск необеспеченного заимствования компенсируется повышенной доходностью.

Субординация в долговых обязательствах, прежде всего, достигается **соглашением между кредиторами,** которые могут договориться о том, что **удовлетворение требований младших кредиторов возможно только после удовлетворения требований старших кредиторов,** либо о том, что **младшие кредиторы обязаны передать все полученное от должника старшим кредиторам¹.** В первом случае устанавливается очередность удовлетворения

¹ Овсейко С. Субординированные кредиты: понятие и основные черты // Юрист. 2011. № 10. С. 18–22.

требований при несостоятельности заемщика¹. Последний вариант в английском праве реализуется через концепцию **доверительной собственности**². В России возможность заключения межкредиторского соглашения установлена статьей 309.1 Гражданского кодекса РФ, однако **на практике договорные механизмы не способны обеспечить реальный приоритет старшего кредитора**, они не проходят «банкротный тест»: создав обязательства между кредиторами, они не изменяют очередность удовлетворения требований, установленную законодательством о банкротстве³. **Старший кредитор несет риски неплатежеспособности не только должника, но и младшего кредитора.** Несмотря на то, что субординирование финансирования при привлечении инвестиций используется в экономически стабильных проектах, где для дефолтов не усматривается предпосылок, объективная картина такова, что **правовое регулирование института межкредиторского соглашения в рассматриваемой ситуации неэффективно и нуждается в переосмыслении.**

Широкое распространение на практике получила **структурная субординация**, реализуемая посредством создания **цепочки договорных и корпоративных связей через дочерние или зависимые компании**, например, через займы дочерних компаний в адрес материнской, единственными активами которой выступают акции этих дочерних компаний. Ассоциация ссудного рынка (*Loan Market Association, LMA*) среди прочих механизмов предложила следующую структуру сделки, **которая может быть заимствована для правового оформления реализации девелоперских проектов в России.** Субординирование достигается за счет создания промежуточной компании. Так, спонсор проекта выступает держателем акций дочерней компании, которая не имеет никаких других активов и финансируется за счет кредита младших кредиторов, обеспечиваемых акциями компании-внучки, денежными средствами на банковских счетах и в некоторых случаях займами от самого спонсора. Промежуточная компания

¹ Cranston R. Principles of Banking Law. Oxford: Clarendon Press, 1997. P. 357–358.

² Goode R. Legal Problems of Credit and Security. 3rd ed. London: Sweet & Maxwell, 2003. P. 56.

³ Пункт 4 постановления Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 22.11.2016 г. № 54 «О некоторых вопросах применения общих положений Гражданского кодекса Российской Федерации об обязательствах и их исполнении» // РГ. 05.12.2016 г. № 275.

является держателем акций компании-внучки, которая уже непосредственно осуществляет хозяйственную деятельность и обладает активами. Старшие кредиторы финансируют компанию-внучку и имеют приоритетное обеспечение из активов компании, поступлений от деятельности страховых выплат и т. д.

В России субординирование долговых обязательств нашло прямое применение в банковском секторе, в котором такое финансирование используется для пополнения собственного капитала кредитных организаций¹. Характерными особенностями субординированных кредитов (займов, облигационных займов, депозитов), урегулированных Законом о банках и банковской деятельности², являются их долгосрочный характер, невозможность досрочного предъявления кредитором требований: о возврате части кредита или полной суммы долга, об уплате процентов за пользование кредитом, о расторжении договора. Договор субординированного кредита по российскому праву позволяет предусмотреть право кредитной организации на односторонний отказ от уплаты процентов без возникновения финансовых санкций за неисполнение обязательства. Еще более ослабляющим положение кредитора при структурировании субординированных долговых отношений выступает правило, по которому обязательства заемщика из договора субординированного кредита могут быть прекращены в объеме, необходимом для достижения значения норматива достаточности собственных средств (капитала), в случае его снижения, а также когда Банк России осуществляет меры по предупреждению банкротства кредитной организации, предусматривающие оказание финансовой помощи. Наконец, в случае несостоятельности (банкротства) кредитной организации требования из договора субординированного кредита (займу, облигационному займу, депозиту) подлежат удовлетворению после требований всех иных кредиторов.

¹ Положение Банка России от 04.07.2018 г. № 646-П «О методике определения собственных средств (капитала) кредитных организаций ("Базель III")» (ред. от 30.06.2020 г.) // Вестник Банка России. 28.09.2018 г. № 75. Субординированные долговые обязательства определяются в качестве источников добавочного капитала основного капитала кредитной организации.

² Статья 25.1 Федерального закона от 02.12.1990 г. № 395-1 «О банках и банковской деятельности» (ред. от 14.07.2022 г.) // СЗ РФ. 05.02.1996 г. № 6. Ст. 492. Далее – *Закон о банках и банковской деятельности*.

Субординирование долговых обязательств также осуществляется через выпуск конвертируемых облигационных займов и схожих долгосрочных ценных бумаг в ситуациях, когда инвестор не хочет связывать себя рисками, присущими учредителя проектной компании. Несмотря на сохраняющийся с правовой точки зрения долговой характер, такие отношения экономически аналогичны отношениям участия учредителей в уставном капитале юридического лица или способны в них трансформироваться по воле кредитора. В зарубежной практике привлечения инвестиций такое **промежуточное (или мезонинное) финансирование** является распространенным явлением, так как позволяет получить синергетический эффект от использования положительных свойств долгового и долевого финансирования, поэтому также подлежит более глубокому анализу в рамках настоящего диссертационного исследования.

Несмотря на то, что мезонинное финансирование широко применяется в инвестиционной практике на протяжении уже нескольких десятков лет, для юридической науки это явление новое и неразработанное. Существующие подходы к пониманию мезонинного финансирования слишком узки или, наоборот, слишком широки, и не позволяют определить специфику правовых форм, с помощью которых реализуется «промежуточное финансирование».

И.О. Лаврушин описывает мезонинное финансирование в качестве способа финансового обеспечения проектов, при котором инвестор обладает совокупно и правомочиями акционера / участника, и кредитора проектной компании¹. Е.М. Петрикова отмечает, что «мезонин» является неким симбиозом финансирования собственным капиталом (англ. *equity financing*) и долгового финансирования (англ. *debt financing*)².

С правовой точки зрения мезонинное финансирование составляют долговые инструменты, которые, по общему правилу, квалифицируются в качестве субординированного старшим долговым обязательствам проектной компании процентного займа с правомочием кредитора при наступлении определенных

¹ Роль кредита и модернизация деятельности банков в сфере кредитования. С. 145.

² Петрикова Е.М. Мезонинный кредит как альтернатива проектного финансирования инвестиционных проектов // Финансы и кредит. 2013. № 28 (556). С. 39–47.

сторонами условий потребовать вместо возврата долга предоставления акций / доли участия в проектной компании¹. Мезонинные инвесторы, так же как и кредиторы, при принятии инвестиционных решений исходят из ожидаемых денежных потоков проектной компании и обеспечения выполнения ковенантов (обязательных условий договора, предоставляющих инвесторам определенные права в получении информации, в участии в управлении компанией и контроля над ее деятельностью).

В зависимости от того, какие элементы (долговые или долевого) в большей степени присутствуют в механизме мезонинного финансирования, различают промежуточное финансирование *долевого* и *долгового характера*. Последнее заключается в получении инвестором дохода в виде дивиденда (выплат текущей процентной части долга и капитализированной части) и не подразумевает участия инвестора в увеличении стоимости проектной компании. В настоящее время широкое распространение получает промежуточное финансирование, структурированное таким образом, который позволяет инвесторам получать выплаты в неденежной форме (движимым и недвижимым имуществом)². Выплаты по обязательствам мезонинного финансирования подчинены основным долговым обязательствам проектной компании. Это позволяет применять вычет при расчете налогооблагаемой базы во многих юрисдикциях.

Привлечение мезонина является распространенным явлением для спонсоров инвестиционного проекта в случаях, когда самостоятельное вложение в капитал практически невозможно или неоправданно дорогостояще, а лимит банковского кредитования исчерпан. При реализации инвестиционных проектов мезонинные кредиторы **принимают на себя часть рисков** проектной компании и, следовательно, некоторую **материальную ответственность**. Указанный подход последовательно закрепляется в складывающейся судебной практике в сфере банкротства, где суды допускают переквалификацию заемных отношений

¹ Weber B., Staub-Bisang M., Alfen H.W. Op. cit. P. 331.

² Weber B., Staub-Bisang M., Alfen H.W. Op. cit. P. 331.

аффилированных лиц в отношении по поводу увеличения уставного капитала¹. Стоит отметить, что добросовестное поведение участников инвестиционных отношений не должно рассматриваться как притворное. В российской правовой действительности необходимо признать факт существования мезонинного финансирования и **выработать критерии**, по которым будут определяться **основания ответственности** мезонинных кредиторов в случае дефолта инвестиционного проекта и **размер такой ответственности**. Необходимо не допустить необоснованного ограничения использования такого механизма в обороте и поддержать практическое воплощение положительного синергетического эффекта.

Рассматриваемый механизм мезонинного финансирования был реализован в рамках субординированных кредитов (займов, облигационных займов, депозитов) кредитных организаций, чьи положения договоров могут устанавливать осуществление мены или конвертации требований кредиторов на обыкновенные акции (доли в уставном капитале) кредитной организации². Однако значимым проблемным вопросом является то, что гибридные инструменты в России вне банковского сектора, в частности конвертируемые займы, **до июля 2021 года³ не имели надлежащей правовой обеспеченности**, что в принципе лишало их привлекательности для инвесторов.

Как отмечает Р.М. Янковский отсутствие законодательного закрепления и недостатки структур сделок в определенной степени обусловили такое положение дел⁴. Стороны инвестиционных отношений применяют механизм промежуточного финансирования через такие правовые формы как предварительный договор⁵ купли-продажи долей участия в проектной компании, договор с условием об альтернативном исполнении, право выбора которого принадлежит инвестору

¹ Определение Судебной коллегии по экономическим спорам Верховного Суда Российской Федерации от 06.07.2017 г. № 308-ЭС17-1556(2) по делу № А32-19056/2014.

² Статья 25.1 Закона о банках и банковской деятельности.

³ Федеральный закон от 02.07.2021 г. № 354-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // СЗ РФ. 05.07.2021 г. № 27 (часть I), ст. 5182.

⁴ Янковский Р.М. Конвертируемый заем: договорная модель и проблемы регулирования // Закон. 2017. № 11. С. 184-192.

⁵ Статья 429 Гражданского кодекса РФ.

(например, передача права участия в проектной компании посредством предоставления опциона на заключение договора купли-продажи доли или возврат денежных средств или)¹, трехстороннее соглашение о конвертируемом займе, сторонами по которому выступают участник проектной компании, заемщик и инвестор, соглашение о предоставлении опциона на заключение договора² купли-продажи прав участия в проектной компании, которое в лучшей мере отвечало потребностям промежуточного финансирования, так как позволяет посредством самостоятельных действий заинтересованного лица (направления нотариально удостоверенного акцепта) приобрести долю в уставном капитале общества. Кроме того, инвесторы для обеспечения реализации своих прав в отношении акций зачастую прибегали к заблаговременному оформлению передаточного распоряжения, подписанного продавцом акций,³ получению от заемщика безотзывной доверенности⁴ с правом подписания соответствующих документов.

Внесенные в Закон об акционерных обществах, Закон об обществах с ограниченной ответственностью⁵, Основы законодательства России о нотариате⁶, Закон о государственной регистрации⁷ положения установили следующий **порядок заключения конвертируемых займов непубличными хозяйственными обществами**. Прежде всего, необходимая капитализация долговых средств предполагает увеличение уставного капитала общества либо посредством дополнительного выпуска акций⁸, либо (а) путем принятия займодавца в общество и увеличения уставного капитала (за счет вклада такого

¹ Статья 308.1 Гражданского кодекса РФ.

² Статья 429.2 Гражданского кодекса РФ.

³ См.: пункт 3.9 приказа Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР России) от 30.07.2013 г. № 13-65/пз-н «О порядке открытия и ведения держателями реестров владельцев ценных бумаг лицевых и иных счетов и о внесении изменений в некоторые нормативные правовые акты Федеральной службы по финансовым рынкам» (ред. от 16.11.2018 г.) // РГ (специальный выпуск). 19.09.2013 г. № 209/1.

⁴ Статья 188.1 Гражданского кодекса РФ.

⁵ Федеральный закон от 08.02.1998 г. № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» (ред. от 16.04.2022 г.) // СЗ РФ. 16.02.1998 г. № 7. Ст. 785. Далее – *Закон об обществах с ограниченной ответственностью*.

⁶ Основы законодательства Российской Федерации о нотариате, утверждены постановлением Верховного совета Российской Федерации от 11.02.1993 г. № 4462-1 (ред. от 14.07.2022 г.) // Ведомости СНД и ВС РФ. 11.03.1993 г. № 10. Ст. 358. Далее – *Основы законодательства России о нотариате*.

⁷ Федеральный закон от 08.08.2001 г. № 129-ФЗ «О государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей» (ред. от 04.11.2022 г.) // СЗ РФ. 13.08.2001 г. № 33 (часть I). Ст. 3431. Далее – *Закон о государственной регистрации*.

⁸ Статья 32.3 Закона об акционерных обществах.

третьего лица)¹, (б) или приобретения им доли и уменьшения долей других участников, либо (в) увеличения номинальной стоимости доли займодавец и уменьшения размера долей остальных участников². Стороны договора конвертируемого займа должны получить **предварительное решение (согласие) общих собраний участников / акционеров** об увеличении уставного капитала в целях его исполнения. При этом для обществ с ограниченной ответственностью сведения о заключении договора конвертируемого займа размещаются в Едином государственном реестре юридических лиц.

Ключевое законодательное нововведение заключается в том, что займодавец может обратиться с требованием об увеличении уставного капитала к обществу **напрямую через регистратора³ или нотариуса⁴**, что позволяет реализовать предоставленное договором право вне зависимости от последующего поведения заемщика. В случае наличия у нотариуса возражений от общества с ограниченной ответственностью **решение арбитражного суда об обязанности общества увеличить уставный капитал во исполнение договора конвертируемого займа выступит основанием для государственной регистрации соответствующих изменений⁵**. Продолжительное время судебная защита инвесторов по соглашениям мезонинного финансирования в России была неэффективной, поскольку не позволяла вынести решение, замещающее волю юридического лица как, например, в рамках английского права. **Представляется, что законодательно установленная фикция принятия такого решения для целей регистрации изменений в уставе непубличного хозяйственного общества в контексте конвертируемых займов может послужить отправной точкой для развития идеи волезамещения в рамках российского корпоративного права в целом.** Отдельные аспекты применения конвертируемых займов в контексте долгового финансирования как способа привлечения инвестиций будут дополнительно рассмотрены в диссертационном исследовании на примерах краудфандинга.

¹ Статья 19 Закона об обществах с ограниченной ответственностью.

² Статья 19.1 Закона об обществах с ограниченной ответственностью.

³ Пункт 3 статьи 32.3 Закона об акционерных обществах.

⁴ Пункт 15 статьи 19.1 Закона об обществах с ограниченной ответственностью.

⁵ Пункт 20 статьи 19.1 Закона об обществах с ограниченной ответственностью.

На основе проведенного анализа автор настоящего диссертационного исследования приходит к выводу, что мезонинное финансирование является гибридным инструментом, который сочетает в себе механизмы долгового и долевого характера и предполагает возможность их трансформации из возвратных в невозвратные при реализации инвестиционного риска. Отношения мезонинного финансирования, подлежащие правовому регулированию, структурируются посредством субординации долговых обязательств (например, путем заключения межкредиторского соглашения) либо посредством конвертируемого займа. Отношения проектного финансирования, подлежащие правовому регулированию, предполагают сочетание инструментов долгового и долевого характера через участие в них банка одновременно как кредитора (на основании кредитного договора, договора синдицированного кредита) и как инвестора (в качестве акционера / участника специализированного общества).

Для финансирования капиталоемких и долгосрочных инвестиционных проектов, несмотря на наиболее гибкие условия и возможность их изменения при использовании инструментов банковского кредитования, существенное значение имеют альтернативные или дополнительные к последнему механизмы **облигационных займов**. Для организаторов инвестиционного проекта эмиссия облигаций позволяет привлечь финансирование **под более выгодный процент и на более длительный срок**, что отличает рассматриваемый инструмент в сравнении с классическими кредитными механизмами. Для инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, вложение средств посредством облигаций характеризуется приоритетностью удовлетворения их требований в случае банкротства эмитента или при уменьшении его прибыли, что позволяет **снизить риски их участия в инвестиционном проекте**.

Применение облигационных инструментов, тем не менее, в большинстве случаев приводит к неэффективному использованию денежной массы при реализации инвестиционного проекта. Так, если кредитные средства, по общему правилу, предоставляются по мере их необходимости и в требуемом объеме траншей, проценты по которым начисляются отдельно, то в случае облигационного

займа проектная компания получает всю сумму единовременно и несет **повышенное процентное бремя ее обслуживания**. Принимая во внимание то обстоятельство, что облигации размещаются среди широкого круга лиц, **учесть изменение финансового положения должника и скорректировать условия долговых отношений с кредиторами на практике фактически невозможно**.

Создание или реконструкция объектов, имеющих высокое социальное значение и требующих значительных капитальных вложений в объекты инфраструктуры, зачастую сопровождается применением мер государственной поддержки, увеличивающих кредитную привлекательность инвестиционных проектов. **Инфраструктурные облигации**¹, применяемые для целей финансирования в рассматриваемом случае, получили широкое распространение в мировой деловой практике. В США муниципалитеты, штаты и округа используют «*security*» в виде ценных бумаг для финансирования строительства конкретных объектов инфраструктуры (англ. *municipal bonds*)², исполнение по которым обеспечивается преимущественно поступлениями средств от последующей реализации таких инвестиционных проектов (англ. *revenue bonds*). Как отмечает А.В. Белицкая, при реализации инвестиционных проектов в рамках проектного финансирования основными приобретателями выпущенных в зарубежных странах инфраструктурных облигаций выступают *инвестиционные фонды*³.

ФСФР России в 2009 году предложила проект Федерального закона «Об особенностях инвестирования в инфраструктуру с использованием инфраструктурных облигаций»⁴, в котором в качестве инфраструктурной облигации рассматривается соответствующая ценная бумага, эмитируемая специализированной проектной организацией с целью привлечения денежных средств, предназначенных для финансирования создания и (или) реконструкции

¹ Подробнее см.: Абдулкадыров С.С. Понятие, содержание и сущность проектных облигаций в России и за рубежом // Международное публичное и частное право. 2014. № 4. С. 23–26.

² Например, Michigan Revised Municipal Finance Act, Public Act 34 of 2001. URL: [http://www.legislature.mi.gov/\(S\(qimi1n455rvsc22dznhcmyo\)\)/documents/mcl/pdf/mcl-Act-34-of-2001.pdf](http://www.legislature.mi.gov/(S(qimi1n455rvsc22dznhcmyo))/documents/mcl/pdf/mcl-Act-34-of-2001.pdf).

³ Белицкая А.В. Банк как субъект реализации государственной инвестиционной политики. С. 46.

⁴ Далее – *Законопроект об инфраструктурных облигациях*. Текст законопроекта размещен на сайте Экспертного совета по законодательству о государственно-частном партнерстве Комитета Госдумы по экономической политике и предпринимательству. URL: <https://www.ppp-lawrussia.ru/ekspert/es/index-es-p.htm>.

инфраструктуры, исполнение обязательств по которой обеспечено в размере и порядке, предусмотренных этим Федеральным законом¹.

Проект рассматриваемого закона предусматривает особый правовой режим деятельности специализированной проектной организации, учреждаемой в качестве хозяйственного общества² с исключительной правоспособностью, заключающейся в реализации конкретного инфраструктурного проекта и использовании (эксплуатации) соответствующего инфраструктурного объекта³.

ФСФР России предложила использовать обособление имущества и обязательств самого специализированного проектного общества от имущества, задействованного в рамках реализации инфраструктурного объекта. Денежные средства, полученные в процессе размещения инфраструктурных облигаций, должны зачисляться на *специальный инфраструктурный счет*, который защищает денежные средства инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, от обращения взыскания по обязательствам специализированной проектной организации⁴. Кроме того, устанавливается запрет на обращение взыскания на права специализированной проектной организации в отношении инфраструктурного объекта⁵. Проект устанавливает особенности эмиссии и обращения инфраструктурных облигаций⁶ (в том числе, возможность их приобретения только квалифицированными инвесторами⁷), предусматривает ограничение ответственности специализированной проектной организации⁸, предоставление государственных (муниципальных) гарантий в целях обеспечения исполнения обязательств, удостоверенных инфраструктурными облигациями⁹,

¹ Пункт 2 статьи 3 Законопроекта об инфраструктурных облигациях.

² Положения Закона об акционерных обществах и Закона об обществах с ограниченной ответственностью должны распространяться на специализированные проектные организации с учетом особенностей, установленных этим Федеральным законом, в соответствии с пунктом 4 статьи 4 Законопроекта об инфраструктурных облигациях.

³ Пункт 3 статьи 3, пункт 3 статьи 4 Законопроекта об инфраструктурных облигациях.

⁴ Статья 5 Законопроекта об инфраструктурных облигациях.

⁵ Статья 6 Законопроекта об инфраструктурных облигациях.

⁶ Глава 4 Законопроекта об инфраструктурных облигациях.

⁷ Пункт 6 статьи 22 Законопроекта об инфраструктурных облигациях.

⁸ Статья 6 Законопроекта об инфраструктурных облигациях.

⁹ Статья 18 Законопроекта об инфраструктурных облигациях.

установление льготного режима налогообложения¹. Вместе с тем, законопроект не был принят.

Предполагается, что в России инфраструктурные облигации будут выпускаться *SPV или частным партнером* в концессионных соглашениях или соглашениях о государственно-частном и муниципально-частном партнерстве, что вытекает из требования Банка России об использовании полученным по ним денежных средств на финансирование проектов по созданию и (или) реконструкции имущества (недвижимого имущества или недвижимого имущества и движимого имущества, технологически связанных между собой), которое может являться объектом концессионного соглашения или объектом соглашения о государственно-частном партнерстве или о муниципально-частном партнерстве². Правительство России активно применяет инфраструктурные облигации для социального и экономического развития регионов. Например, в апреле 2022 года состоялся первый транш финансирования строительства транспортной и инженерной инфраструктуры в новом микрорайоне города Тулы с помощью облигаций ДОМ.РФ³. Однако законодательного закрепления и специального правового регулирования инфраструктурные облигации в России не имеют.

Российское законодательство предусматривает возможность создания специализированного финансового общества и специализированного общества проектного финансирования⁴. Облигации специализированных обществ выступают аналогами ценных бумаг, получивших за рубежом название «*проектные облигации*» (англ. *project bonds*). В литературе такие облигации описывают в качестве ценных бумаг, выпускаемых проектной компанией, которой принадлежит объект инфраструктуры (построенный или строящийся) и чьи эмиссионные документы содержат ковенанты, позволяющие владельцам

¹ Глава 7 Законопроекта об инфраструктурных облигациях.

² Пункт 7.7.1 Положения Банка России от 27.03.2020 г. № 714-П «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» // Вестник Банка России. 27.05.2020 г. № 39–4. Далее – *Положение Банка России № 714-П*.

³ В Туле с помощью инфраструктурных облигаций ДОМ.РФ построят 770 тыс. кв. метров жилья // ДОМ.РФ. 1 апреля 2022 года. URL: <https://xn--d1aqf.xn--p1ai/media/news/v-tule-s-pomoshchyu-infrastrukturykh-obligatsiy-dom-rf-postroyat-770-tys-kv-metrov-zhilya/>.

⁴ Статья 15.1 Закона о рынке ценных бумаг.

облигаций (и их представителям) контролировать обстоятельства, влияющие существенным образом на денежные потоки финансируемой проектной компании. При этом выплаты по проектным облигациям осуществляются за счет поступлений от эксплуатации этого объекта инфраструктуры¹.

Компании, крупные корпорации, банки, международные организации и правительства решают стратегические задачи и финансируют инвестиционные проекты также за счет средств, привлекаемых через размещение ценных бумаг в валюте, отличающейся от валюты страны-эмитента – **еврооблигаций** (англ. *eurobonds*), которые размещаются синдикатом банков-организаторов среди институциональных инвесторов через частную подписку². Вместе с тем именно **цели деятельности размещающего облигационные займы субъекта придают такому инструменту инвестиционный характер.**

«Зеленые облигации» (англ. *green bonds*) выступают инструментами «зеленого банкинга», приобретающего все большую популярность и предназначенного для реализации проектов, направленных на охрану и сохранение окружающей среды, оказывающих положительное воздействие на экологию и соответствующих экологических стандартам и принципам, признанным международным сообществом³. Банк России указывает, что эмитенты зеленых облигаций должны использовать полученные от их размещения денежные средства на цели, связанные с финансированием и (или) рефинансированием проектов, направленных на сохранение и охрану окружающей среды, положительное воздействие на экологию и соответствующих международно признанным принципам и стандартам в сфере экологии и (или) «зеленого» финансирования⁴.

¹ Абдулкадыров С.С. Понятие, содержание и сущность проектных облигаций в России и за рубежом. С. 24.

² Байбак В.В., Иванов О.М., Карапетов А.Г. и др. Заем, кредит, факторинг, вклад и счет: постатейный комментарий к статьям 807 – 860.15 Гражданского кодекса Российской Федерации. С. 490.

³ Подробнее см.: Новикова Е.В. Зеленая экономика и зеленое право: мировые тенденции // Экологическое право. 2020. № 3. С. 13–19; Симаева Е.П. Правовое обеспечение рынка «зеленых» облигаций // Безопасность бизнеса. 2020. № 1. С. 43–46; Некрасов Г. «Зеленые» инвестиции как новый тренд в банковском секторе // Банковское обозрение. 2017. № 8. С. 90–91; и др.

⁴ Пункт 7.7.1 Положения Банка России № 714-П.

Привлекательные инвестиции, направленные на развитие социальной сферы¹ и отвечающие принципам устойчивого развития (англ. *sustainable growth*), проектные компании используют для финансирования своей деятельности выпуск «социальных облигаций» (англ. *social bonds*). В России социальные облигации предполагают использование всех полученных от их размещения денежных средств для предоставления финансирования проектам, направленным на развитие общественной жизни и соответствующим признанным на международном уровне стандартам и принципам в области социального финансирования и (или) устойчивого развития². Наряду с инфраструктурными, зеленые и социальные облигации в России имеют строго целевой характер и предусматривают право владельцев облигаций требовать досрочного погашения последних в случае нарушения эмитентом условия о целевом использовании денежных средств³.

Финансирование устойчивого развития может опосредоваться размещением облигационных займов, в основе которых лежит совокупность целей, соответствующих назначениям «зеленых», «социальных» облигаций и «облигаций устойчивого развития» (англ. *sustainable bonds*) – GSS, а также облигаций, связанных с устойчивым развитием (англ. *sustainability-linked bonds*, *SLBs*) или с ключевыми показателями эффективности (англ. *KPI*). Как отмечается в литературе, указанные инструменты являются своеобразным ответом мирового сообщества на стремительное развитие экономических отношений, которое не учитывает возможное влияние и последствия на благополучие населения и окружающую среду⁴. Концепция устойчивого развития стремится объединить и примирить самостоятельные цели: социальное развитие, защиту окружающей среды и развитие экономическое⁵. Привлечение инвестиций мирового сообщества

¹ Посредством *social bonds*, например, создается инфраструктура для исправительных учреждений, позволяющая заключенным пройти социальную адаптацию и профессиональную подготовку перед освобождением из мест заключения.

² Пункт 7.7.2 Положения Банка России № 714-П.

³ Пункты 7.5.9 Положения Банка России № 714-П.

⁴ Giráldez J., Fontana S. Sustainability-Linked Bonds: The Next Frontier in Sovereign Financing. 2021. URL: <https://ssrn.com/abstract=3829946>. Tang D.Y., Zhang Y. Do Shareholders Benefit from Green Bonds? 2018. URL: <https://ssrn.com/abstract=3259555>.

⁵ В 2015 году Генеральной Ассамблеей Организации Объединенных Наций были установлены цели в области устойчивого развития (англ. Sustainable Development Goals, SDGs), которые представляют собой набор из семнадцати взаимосвязанных глобальных целей (охватывающих экономические, экологические и социальные

посредством GSS облигаций повсеместно применяется и различными государствами¹. При этом неисполнение последними принятых на себя обязательств по достижению полезного эффекта может иметь не только репутационные риски, но и правовые последствия. Так, в 2021 году Административный суд Парижа признал Францию ответственной за недостижение целей по сокращению выбросов парниковых газов по иску четырех неправительственных организаций².

Законодательное определение «зеленых», «социальных» облигаций или «облигаций устойчивого развития», несмотря на значительный опыт их размещения, отсутствует. В зарубежной практике применяются принципы, разрабатываемые международными саморегулируемыми организациями³. Вместе с тем, применение рассматриваемых инструментов **требует установления специального правового режима**, который должен охватывать широкий круг вопросов. Например, установление особого правового статуса субъектов, привлекающих инвестиции посредством размещения зеленых, социальных, инфраструктурных облигаций, особенности правового регулирования выпуска⁴ и обращения облигаций (в том числе программы облигаций), необходимость

темы), разработанных для того, чтобы стать «схемой достижения лучшего и более устойчивого будущего для всех» к 2030 году. URL: <https://www.un.org/development/desa/disabilities/envision2030.html>.

¹ Польша стала первой страной, выпустившей облигации GSS в форме «зеленых» облигаций в 2016 году. Крупнейшее в ЕС размещение «зеленых» облигаций инициировала Италия в 2021 году.

² См.: Tribunal Administratif de Paris [Paris Administrative Tribunal], 4th section – 1st chamber, February 3, 2021, N°1904967, 1904968, 1904972, 1904976/4-1. URL: http://paris.tribunal-administratif.fr/Media/TACAA/Paris/00communiqués_de_presse/laffaireduSiecle. См. также: Ермакова Е.П. Судебные иски к правительствам и частным компаниям стран Европы о защите климата в рамках Парижского соглашения 2015 г. (Великобритания, Нидерланды, Германия, Франция) // Вестник Пермского университета. Юридические науки. 2020. № 3. С. 604–625.

³ Например, Международной ассоциацией рынков капитала (International Capital Markets Association, ICMA). См.: Принципы облигаций, связанных с устойчивым развитием / International Capital Markets Association. Sustainability-Linked Bond Principles (June 2020). URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Sustainability-Linked-Bond-Principles-June-2020-171120.pdf>. Принципы зеленых облигаций / International Capital Markets Association. The Green Bond Principles (June 2021, with June 2022 Appendix 1). URL: https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles_June-2022-280622.pdf. Принципы социальных облигаций / International Capital Markets Association. The Social Bond Principles (June 2021, with June 2022 Appendix 1). URL: https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Social-Bond-Principles_June-2022v3-020822.pdf. Руководящие принципы облигаций устойчивого развития. International Capital Markets Association. The Sustainability Bond Guidelines (June 2021). URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Sustainability-Bond-Guidelines-June-2021-140621.pdf>.

⁴ Например, см.: указание Банка России от 01.10.2021 г. № 5959-У «О внесении изменений в Положение Банка России от 19 декабря 2019 года № 706-П "О стандартах эмиссии ценных бумаг"» // Вестник Банка России. 17.11.2021 г. № 77.

раскрытия эмитентами большего объема информации, участие независимых внешних экспертов – субъектов предпринимательской деятельности (технических аудиторов¹, консультантов по экологическим вопросам, верификаторов инструментов устойчивого развития² и т. д.), удостоверяющих достаточность и достоверность раскрываемой информации, обоснованность применяемых лицом, привлекающим инвестиции, методов отбора проектов³, достоверность его отчетности, принципы и порядок проведения проверок внешними экспертами, обеспечивающие соблюдение прав и законных интересов эмитентов GSS облигаций, применение мер государственного стимулирования инвестиций (безвозмездное предоставления государственных гарантий⁴, установление льготного режима налогообложения, упрощенного порядка предоставления земельных участков в аренду, возможности применения стабилизационных оговорок, снижения административной нагрузки на эмитентов и т. д.), принципы и порядок обеспечения государственного контроля, формирование государственной инвестиционной политики, определение средств правовой защиты публичных и частных интересов при неисполнении обязательств по достижению полезных эффектов, допуск эмитентов к финансированию и обеспечению исполнения их обязательств, предоставляемому институтами развития, а также принципы и порядок осуществления последними контроля за достижением особых целей инвестиций⁵, установление связи реализации инвестиционного проекта с

¹ Статья 25 Законопроекта об инфраструктурных облигациях.

² Глоссарий терминов в области устойчивого развития Банка России. URL: <https://cbr.ru/develop/ur/faq/>.

³ Например, см.: Финансирование устойчивого развития. Банк России. 2021. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/123919/press_02072021.pdf. ВЭБ.РФ. Национальная зеленая методология и особенности ее применения. URL: <https://вэб.рф/files/?file=7d6edf308637b22d8f5b70f10537d81a.pdf>.

⁴ Например, см.: постановление Правительства Российской Федерации от 08.08.2022 г. № 1395 «О государственных гарантиях Российской Федерации по кредитам или облигационным займам, привлекаемым российскими юридическими лицами на цели развития инфраструктуры» // СЗ РФ. 15.08.2022 г. № 33. Ст. 5908; пункт 3 статьи 19 Законопроекта об инфраструктурных облигациях.

⁵ На основании распоряжения Правительства Российской Федерации от 18.11.2020 г. № 3024-р «О координирующей роли Минэкономразвития России по вопросам развития инвестиционной деятельности и привлечения внебюджетных средств в проекты устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации» Государственная корпорация развития «ВЭБ.РФ» осуществляет методологическое обеспечение формирования и развития системы инвестиционной деятельности в сфере устойчивого (в том числе зеленого) развития и привлечения внебюджетных средств в проекты развития, в том числе представление предложений о разработке и регулярной актуализации критериев проектов развития, требований к системе верификации проектов развития, подходов к оценке воздействия проектов развития на окружающую среду и климат, обеспечение информационного сопровождения в области финансирования проектов развития в соответствующих международных организациях, а также взаимодействие с международными организациями по вопросам финансирования проектов развития.

необходимостью исполнения обязательств в соответствующей области, установленных национальным законодательством и международными соглашениями¹.

Действующее правовое регулирование не отражает особенностей, описанных выше. **В России необходимо законодательно закрепить понятие «зеленых», «социальных», «инфраструктурных» облигаций, определить содержание специального правового режима, подлежащего применению при привлечении инвестиций посредством облигационных займов и реализации инвестиционных проектов, направленных на достижение актуальных общественно значимых целей и соответствующего полезного эффекта, и установить корреляцию между ними.**

Отдельный интерес в рамках настоящего диссертационного исследования представляют своеобразные аналоги облигаций в исламском мире – **сукук**. Исламское финансирование связано с ведением коммерческой и финансовой деятельности в соответствии с исламским правом, поэтому любая сделка должна заключаться и исполняться по принципам шариата. Ключевые характеристики сукук заключаются в том, что они являются **ценными бумагами, имеющими под собой реальный базовый актив**, и любая прибыль или выгода, получаемая от сукук, зависит от эффективности использования такого актива и связана с рисками, присущими владению этим активом. Так же как и традиционные облигации, сукук является ценной бумагой, которая может свободно обращаться на вторичном рынке, по которой выплачивается регулярный доход и которая подлежит погашению по истечении установленного срока. **Однако сукук не является**

¹ Например, Россия участвует в рамочной Конвенции ООН об изменении климата (РКИК), ратифицированной Федеральным законом от 04.11.1994 г. № 34-ФЗ «О ратификации рамочной Конвенции ООН об изменении климата» // СЗ РФ. 07.11.1994 г. № 28. Ст. 2927; в Киотском протоколе к РКИК, ратифицированном Федеральным законом от 04.11.2004 г. № 128-ФЗ «О ратификации Киотского протокола к Рамочной конвенции Организации Объединенных Наций об изменении климата» // СЗ РФ. 08.11.2004 г. № 45. Ст. 4378; в Парижском соглашении от 12.12.2015 г., принятом постановлением Правительства Российской Федерации от 21.09.2019 г. № 1228 «О принятии Парижского соглашения» // Официальный интернет-портал правовой информации <http://www.pravo.gov.ru>. 24.09.2019 г. Российская Федерация также ратифицировала Факультативный протокол к Конвенции о ликвидации всех форм дискриминации в отношении женщин (принят Генеральной Ассамблеей ООН 06.10.1999 г.), подписанный от имени России 08.05.2001 г. / Федеральный закон от 19.06.2004 г. № 52-ФЗ «О ратификации Факультативного протокола к Конвенции о ликвидации всех форм дискриминации в отношении женщин» // СЗ РФ. 21.06.2004 г. № 25. Ст. 2483.

оборотным долговым обязательством. Правовым основанием для получения прибыли, аналогичной купонным выплатам по обычным облигациям, выступает принадлежащая владельцу сукук доля в праве собственности на базовый актив, полученная на основании соглашения иджара¹ или мушарака². В отличие от владельца облигаций, владелец сукук принимает на себя риски финансовой успешности проектной компании как его спонсор (долевой инвестор)³.

Таким образом, от характера реализуемого инвестиционного проекта зависит вид выпускаемых облигаций, которые, имея схожую экономическую цель, в разных правовых порядках оформляются различными правовыми средствами и предусматривают разноплановый подход к распределению рисков.

Инвестиционные фонды являются неотъемлемым и эффективным инструментом инвестиционной деятельности. На основании правовой организации различают следующие виды фондов: *корпоративные* (существуют в форме акционерных обществ, менеджмент которых занимается инвестированием в ценные бумаги); *трастовые* (юридическим собственником имущества фонда выступает трасти, с которым инвесторы заключают договор, отличаются четким разграничением полномочий между попечителями фонда и управляющей компанией); *контрактные* (номинальным владельцем фонда является кастодиан, в роли которого выступает независимый депозитарий, однако имущество фонда принадлежит его кредиторам–инвесторам либо управляющему)⁴.

В Великобритании *contractual model* (или *mutual fund*) исходя из распределения прав на принятие решений между инвесторами (*investors*),

¹ Форма лизингового финансирования, в соответствии с которой использование (право пользования) актива или услуг лица сдается арендодателем в аренду арендатору за вознаграждение.

² Соглашение о совместном предприятии.

³ Шариатский стандарт № 17 / Шариатские стандарты (1–57): полный текст Шариатских стандартов Организации бухгалтерского учета и аудита исламских финансовых учреждений, утверждённых до месяца раби' аль-аввала 1438 г. х. (декабря 2016 г.) / Организация бухгалтерского учета и аудита исламских финансовых учреждений. Москва: Исламская книга, 2017. С. 315–329.

⁴ Прокудин А.А. Финансово-правовое регулирование активов и пассивов инвестиционных фондов // Административное и финансовое право: Ежегодник Центра публично-правовых исследований. Москва: АНО «Центр публично-правовых исследований», 2007. Т. 2. С. 289. Цит. по: Некрасов А.И. Основы правового регулирования деятельности инвестиционных фондов в Европейском союзе // Международное право и международные организации. 2012. № 1. С. 108.

управляющей компанией (*investment manager*) и контролирующим органом (*monitor*) характеризуется зависимостью правоспособности фонда в своей работе от управляющей компании¹, на которого возлагается ответственность за принятие решений, а сам фонд представляет собой финансовый продукт, находящийся в собственности². В контрактных фондах правила и процесс принятия решений устанавливаются правилами доверительного управления, а за соблюдением процедур следит специальный контролирующий орган. В отличие от участников корпоративных фондов инвесторы контрактных фондов ограничены в праве принятия решений. К их компетенции могут быть отнесены вопросы о заключении договоров на доверительное управление фондом, прекращение полномочий управляющего, изменение инвестиционной декларации и слияния фондов. В Германии и Японии, например, право голоса у участников контрактного фонда полностью отсутствует³.

В России контрактная модель институциональных инвесторов – *паевые инвестиционные фонды*, которым могут быть переданы в доверительное управление денежные средства⁴ в рамках долгового финансирования как способа привлечения инвестиций, так же получила широкое распространение. Среди них **закрытые паевые инвестиционные фонды** (далее – *ЗПИФ*) формируются под определенные проекты и носят долгосрочный характер⁵. Только через ЗПИФ могут быть созданы паевые инвестиционные фонды, относящиеся к категории фондов недвижимости⁶.

Инвестиционный пай ЗПИФ является неэмиссионной именной ценной

¹ Warburton A. J. Should Mutual Funds Be Corporations? A Legal & Econometric Analysis // Journal of Corporation Law. 2008. Vol. 33. № 3. P. 745–776. URL: <http://ssrn.com/abstract=1155243>.

² Wang Wallace W. Corporate Versus Contractual Mutual Funds: An Evaluation of Structure and Governance // Washington Law Review. Vol. 69. № 4. P. 927, 957. URL: <https://ssrn.com/abstract=906301>.

³ Managing Money: A Legal Guide to the World's Investment Fund Markets // International Financial Law Review. London: Euromoney, 1990. P. 101–102.

⁴ Пункт 1 статьи 13 Закона об инвестиционных фондах.

⁵ В соответствии со статьей 12 Закона об инвестиционных фондах срок действия договора доверительного управления ЗПИФ не может быть менее трех лет с начала срока его формирования.

⁶ Абзац второй пункта 2 статьи 33 Закона об инвестиционных фондах; пункт 1.3 Указания Банка России от 05.09.2016 г. № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» (ред. от 21.03.2022 г.) // Вестник Банка России. 22.11.2016 г. № 103. Категория фонда влияет на состав и структуру его активов.

бумагой, удостоверяющей определенный комплекс обязательственных прав¹ ее владельца: долю в праве собственности на имущество, составляющее ПИФ, право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления ПИФом, право на получение дохода от доверительного управления имуществом, составляющим этот фонд, если такая опция предусмотрена правилами доверительного управления, право на получение денежной компенсации при прекращении ПИФ, а также удостоверяет право владельца этого пая требовать от управляющей компании погашения инвестиционного пая и выплаты в связи с этим денежной компенсации, соразмерной приходящейся на него доле в праве общей собственности на имущество, составляющее этот фонд, в случаях, предусмотренных Законом об инвестиционной деятельности, право участвовать в общем собрании владельцев инвестиционных паев. Инвестиционный пай не имеет номинальной стоимости².

Привлекательность ЗПИФ заключается в конфиденциальности владения. После выпуска инвестиционный пай ЗПИФ подлежит учету в специализированном депозитарии, становится самостоятельным объектом оборота, и в государственном реестре недвижимости нет никакой информации о владельцах паев, так как отражаются только сведения о ЗПИФ, в который внесено недвижимое имущество.

Правила доверительного управления ЗПИФ могут устанавливать ограничения по распоряжению составляющей фонд недвижимостью для управляющей компании³. При этом соблюдение последней правил доверительного управления и действующего законодательства об инвестиционных фондах контролируется со стороны специализированного депозитария⁴, который помимо

¹ В литературе ведется активная дискуссия о правовой природе общей долевой собственности владельцев инвестиционных паев на составляющее фонд имущество. Анализ проблематики проведен В.А. Беловым, А.Х. Биджиевым, Н.Г. Дорониной, Н.Г. Лопатенковой, М.В. Плющевым, Н.Г. Семилютиной, Е.А. Сухановым и другими. На основании приведенных исследователями аргументов без подробного их изложения в рамках настоящего диссертационного исследования для его целей находим возможным согласиться с тем, что учредители доверительного управления утрачивают с переданным в управление имуществом вещно-правовую связь. Подробнее см.: Карелина С.А. Изменение правовой природы пая в целях обеспечения доступа к имуществу, составляющему паевой инвестиционный фонд // Вестник Московского университета. Серия 11. Право. 2016. № 2. С. 59–60.

² Статья 14 Закона об инвестиционной деятельности.

³ Подпункт 4 пункта 6 статьи 17 Закона об инвестиционных фондах.

⁴ Подпункт 3 пункта 1 статьи 43 Закона об инвестиционных фондах.

учета имущества фонда¹ также дает согласие на распоряжение такими активами². Владельцы инвестиционных паев ЗПИФ образуют общее собрание пайщиков, которое уполномочено принимать решения в части выбора управляющих, определения их вознаграждения, положений об инвестиционном комитете и одобрении им сделок с имуществом ЗПИФ, утверждения изменений в правила доверительного управления, определения размера причитающейся компенсации при погашении инвестиционных паев, изменения типа фонда и пр.³

При погашении инвестиционного пая ЗПИФ, предназначенного для квалифицированных инвесторов, в соответствии с правилами доверительного управления имущество фонда может быть распределено между пайщиками, и инвестор помимо денежной компенсации может получить выдел доли в праве общей собственности на него⁴.

В литературе отмечается, что организация владельческой инфраструктуры недвижимости посредством ЗПИФ предоставляет дополнительное преимущество в части перераспределения налоговой нагрузки инвестора из налога на прибыль, который не подлежит уплате до прекращения фонда или реализации инвестиционных паев⁵.

Таким образом, долговое финансирование инвестиционных проектов посредством участия в ЗПИФ имеет ряд положительных аспектов для инвесторов: управление имуществом профессиональными управляющими, участие в исполнении договора специализированного депозитария, несущего солидарную ответственность с управляющей компанией⁶, регистратора и оценщика, к субсидиарной ответственности по обязательствам которых перед владельцами инвестиционных паев привлекается управляющая компания⁷, обязательный ежегодный аудит годовой бухгалтерской отчетности⁸, возможность передать права

¹ Пункт 1 статьи 42 Закона об инвестиционных фондах.

² Пункт 2 статьи 43 Закона об инвестиционных фондах.

³ Пункт 9 статьи 18 Закона об инвестиционных фондах.

⁴ Пункт 3 статьи 32 Закона об инвестиционных фондах.

⁵ Увакина Т.В., Шведов И.О. Организация владельческой инфраструктуры объекта коммерческой недвижимости с использованием конструкции закрытого паевого инвестиционного фонда // Гражданское право. 2021. № 3. С. 36.

⁶ Пункт 5 статьи 43 Закона об инвестиционных фондах.

⁷ Пункты 3, 4 статьи 48, пункт 7 статьи 37 Закона об инвестиционных фондах.

⁸ Пункт 1 статьи 50 Закона об инвестиционной деятельности.

и обязанность по договору доверительного управления другой управляющей компанией, возможность получения дохода от управления имуществом. Вместе с тем такая конструкция не предполагает возможность инвестора напрямую влиять на реализацию проекта и принимать в нем активное участие, а также требует несения расходов на управление имуществом инвестиционного фонда и выплаты вознаграждения управляющей компании, специализированному депозитарию и другим участвующим в деятельности фонда профессиональным субъектам¹.

В контексте долгового финансирования с участием публично-правовых образований стоит отметить, что сложилась практика, при которой **государство не стремится предоставлять прямое долговое финансирование в инвестиционной сфере**. Для решения социально-экономических задач, связанных с поддержкой стратегических или значимых для обеспечения безопасности государства отраслей экономики, либо имеющих важное экономическое или социальное значение субъектов хозяйственной деятельности, либо объектов инфраструктуры, сбой в функционировании которых может породить неблагоприятные последствия, государство использует инструмент предоставления *бюджетных кредитов*, который, с позиции судей Конституционного суда Российской Федерации, является одним из способов государственного регулирования в области экономики и финансов².

Бюджетные кредиты являются инструментами долгового характера (в отличие от субсидий³ или долевого финансирования за счет бюджетных инвестиций в объекты публичной собственности⁴) и выражаются в денежных средствах, предоставляемых на условиях и в пределах бюджетных ассигнований на основании гражданско-правовых договоров⁵. Бюджетный кредит устанавливает

¹ Статья 41 Закона об инвестиционной деятельности.

² Постановление Конституционного Суда РФ от 20.07.2011 г. № 20-П «По делу о проверке конституционности положений пункта 4 статьи 93.4 Бюджетного кодекса Российской Федерации, части 6 статьи 5 Федерального закона «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации в части регулирования бюджетного процесса и приведении в соответствие с бюджетным законодательством Российской Федерации отдельных законодательных актов Российской Федерации» и статьи 116 Федерального закона «О федеральном бюджете на 2007 год» в связи с запросом Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации» // СЗ РФ. 15.08.2011 г. № 33. Ст. 4948 (Постановление).

³ Статья 78 Бюджетного кодекса РФ.

⁴ Статья 79 Бюджетного кодекса РФ.

⁵ Пункт 1 статьи 93.2 Бюджетного кодекса РФ.

условия возвратности и возмездности финансирования, получатель обязан уплатить проценты за пользование им. При утверждении соответствующего бюджета предусматриваются цели, на которые может быть предоставлен бюджетный кредит, а также ограничения по лицам-заемщикам¹.

Получение бюджетного кредита для юридических лиц затруднительно и возможно только за счет средств целевых иностранных кредитов (заимствований) или средств бюджетов субъектов Российской Федерации, на территории которых расположены районы Крайнего Севера и приравненные к ним местности с ограниченным сроком завоза грузов. Необходимым условием получения бюджетного кредита является предоставление обеспечения исполнения обязательств, имеющего высокую степень ликвидности, не менее ста процентов получаемого кредита. Кроме того, органы государственного (муниципального) финансового контроля осуществляют предварительную и последующую проверки финансового состояния заемщика, поручителей, гарантов, достаточности суммы предоставленного обеспечения, а также целевого использования бюджетных денежных средств до полного исполнения обязательств по возврату бюджетного кредита². Поскольку государство не принимает на себя специфические инвестиционные риски и не разделяет их с участниками инвестиционных проектов, бюджетный кредит не рассматривается в настоящем диссертационном исследовании в качестве инструмента долгового финансирования как способа привлечения инвестиций.

Инвестиционные проекты имеют длительный срок окупаемости, а реализация венчурных инвестиций связана с повышенными рисками потери вложений. **Участие публичных субъектов в долговом финансировании при привлечении инвестиций в общественно-значимые инвестиционные проекты обусловлено реализацией социальной функции государства, и, на наш взгляд, ограничено ее рамками.** Государства и муниципалитеты наиболее часто использует инструменты финансирования инвестиционных проектов, связанные

¹ Пункт 2 статьи 93.2 Бюджетного кодекса РФ.

² Пункты 5 и 6 статьи 93.2 Бюджетного кодекса РФ.

с предоставлением **субсидий**, в том числе из средств суверенных фондов, **бюджетных инвестиций** в недвижимость или в уставные капиталы юридических лиц. Реже публичные субъекты предоставляют **бюджетные кредиты**. Государство не может выступать профессиональным кредитором в предпринимательской практике, так как является регулятором экономической деятельности в целом и не вправе отвлекать средства из бюджета в значительных масштабах. Так как предоставление «долгих» денег также не всегда эффективно и со стороны банковского сектора, следует положительно оценить приоритет участия государства в инвестиционных проектах, в рамках которых используются инструменты коллективных инвестиций частных лиц через инвестиционные и пенсионные фонды и других институциональных инвесторов.

Выводы. Профессиональные инвесторы участвуют в привлечении инвестиций с применением долгового финансирования посредством использования банковских инвестиционных инструментов, заключения договоров синдицированного кредита (займа), субординации прав требования кредиторов к реципиенту инвестиций межкредиторским соглашением, цепочки договорных и корпоративных связей через дочерние или зависимые общества, а также через выпуск конвертируемых облигационных займов и схожих инструментов мезонинного финансирования.

Договорные правовые формы долгового финансирования в отличие от корпоративных правовых форм долевого финансирования как способов привлечения инвестиций предполагают использование как поименованных в законодательстве, так и непоименованных договоров, а также могут выступать элементами гибридных инструментов, в том числе в рамках проектного финансирования, мезонинного финансирования, и размещения инфраструктурных, зеленых, социальных облигаций.

Правовые формы долгового финансирования как способа привлечения инвестиций включают в себя совокупность правовых норм, регулирующих отношения по размещению инвестиционных эмиссионных долговых ценных бумаг, в том числе инфраструктурных, зеленых, социальных облигаций, и

формирующих специальный правовой режим (совокупность правовых средств и требований), установление которого обусловлено получением полезного эффекта в качестве основной цели финансирования, что предполагает высокий риск невозврата долга и изначальную готовность инвестора к этому.

Необходимо законодательно закрепить понятие «зеленых», «социальных», «инфраструктурных» облигаций, определить содержание специального правового режима, подлежащего применению при привлечении инвестиций посредством облигационных займов и реализации инвестиционных проектов, направленных на достижение актуальных общественно значимых целей и соответствующего полезного эффекта, и установить корреляцию между ними.

Гибридными инструментами, которые сочетают в себе правовые средства долгового и долевого характера и предполагают возможность их трансформации из возвратных в невозвратные при реализации инвестиционного риска, в диссертации признаны подлежащие правовому регулированию отношения мезонинного финансирования. Опосредованные нормами права отношения мезонинного финансирования структурируются посредством субординации долговых обязательств (например, путем заключения межкредиторского соглашения) либо посредством конвертируемого займа. Опосредованные нормами права отношения проектного финансирования предполагают сочетание инструментов долгового и долевого характера через участие в них банка одновременно как кредитора (на основании кредитного договора, договора синдицированного кредита) и как инвестора (в качестве акционера / участника специализированного общества).

§ 2.3. Правовые формы участия непрофессиональных инвесторов в долговом финансировании как способе привлечения инвестиций

Экономико-социальное развитие общества тесно связано с распространенностью и активностью малого и среднего предпринимательства. Вместе с тем недостаточное самофинансирование или невозможность привлечь кредитование ввиду отсутствия имущества, которое могло бы быть предложено в качестве обеспечения, нехватки опыта осуществления подобной деятельности, неудовлетворительных кредитного рейтинга и кредитной истории обуславливают потребность в возникновении, развитии и правовом оформлении новых способов финансирования, отличных от традиционных. В процессе развития технологий и цифровизации экономики в случае, когда получение большого объема денежных средств из одного крупного источника не доступно, наибольшую актуальность приобретают альтернативные источники финансирования, способные объединить вложения неограниченного круга лиц.

Инвесторы-физические лица, не осуществляющие инвестиционной деятельности, могут принимать участие в долговом финансировании при привлечении инвестиций посредством приобретения **облигаций**, в том числе размещаемых специализированными финансовыми обществами, **которые не предназначены для квалифицированных инвесторов** в виду их особой рискованной составляющей, а также через **закрытые паевые инвестиционные фонды**. Данные правовые конструкции подробно были рассмотрены ранее в настоящей главе диссертационного исследования.

Среди населения приобретают популярность различного рода **инвестиционные (краудфандинговые) платформы**¹. Некоторые исследователи полагают, что использование краудфандинга можно отнести еще к деятельности

¹ При подготовке настоящего параграфа была использована статья автора: Веницкая Л.А. Краудфандинг как инструмент долгового финансирования инвестиционной деятельности // Евразийский юридический журнал. 2021. № 12. С. 303–306.

писателей (философов), издававших свои произведения в XVIII–XIX вв.¹, и сбору средств на строительство постаментов для Статуи Свободы в Нью-Йорке (США)². Распространение Интернета способствовало развитию краудфандинга как одного из десяти лучших изобретений настоящего века, по мнению ряда авторов. Помимо того, что с помощью такого механизма могут быть созданы прибыли для частных инвесторов или иное финансовое вознаграждение, сетевой эффект краудфандинга позволяет использовать его как полезный инструмент для развития и предоставления социальных услуг³, для формирования конкретных общественных ценностей. Данное обстоятельство образует потенциальные преимущества государственного участия в краудфандинге.

В литературе отмечается, что одно из основных достоинств краудфандинга в сравнении с классическими инструментами финансирования инвестиционных проектов заключается в возможности проектной компании аккумулировать полезную информацию о своих продуктах и деятельности в целом и получать обратную связь с рынком, что позволяет вовремя пересмотреть свой продукт или начать работать над другим проектом. Основанная на идее обучения на практике развивающаяся область теоретических и практических знаний получила название «серийное предпринимательство» (*serial entrepreneurship*)⁴.

Инвестиционной деятельностью занимаются квалифицированные инвесторы. В то время как финансирование проекта может быть осуществлено за счет средств неограниченного круга непрофессиональных инвесторов. Технологии краудфандинга базируются на принципах коллективного инвестирования, подразумевающих под собой право инвесторов объединить усилия, собственные и привлеченные денежные средства в соответствии с законодательством на

¹ Simons O. Crowdfunding Comte. 2016. URL: <http://positivists.org/blog/archives/5959>.

² BBC Online. The Statue of Liberty and America's crowdfunding pioneer. 2013. URL: <https://www.bbc.com/news/magazine-21932675>.

³ Wenzlaff K. Civic Crowdfunding: Four Perspectives on the Definition of Civic Crowdfunding. In: Shneor R., Zhao L., Flåten BT. (eds) *Advances in Crowdfunding*. Cham: Palgrave Macmillan, 2020. P. 441–472.

⁴ He H., Bai Y., Xiao X. How Past Failure Predicts Subsequent Entrepreneurial Intention: A Comparative Study of Mainland China and Taiwan // *Sustainability*. 2020. Vol. 12. Iss. 6. P. 2331–2348.

основании договора со средствами других инвесторов в целях осуществления совместных вложений¹.

В литературе встречается точка зрения, согласно которой исторически законодательство, регулирующее выпуск и обращение ценных бумаг, стремилось стимулировать к инвестированию профессиональных (квалифицированных, аккредитованных, или «богатых» инвесторов), в то время как размещение предложений для непрофессиональных участников становилось либо чрезмерно дорогостоящим, либо вовсе оказывалось под запретом². В этой связи допуск частных инвесторов к приобретению ценных бумаг небольших компаний частных предпринимательских инициатив в Интернете является прорывным событием, но поднимает ряд вопросов о пресечении мошенничества, о необходимости и достаточности правовой защиты интересов таких инвесторов.

Как отмечалось выше, появление и повсеместное внедрение Интернета сделало доступным краудфандинг – метод привлечения средств для реализации проектов от большого количества инвесторов, который применяется онлайн³. Зарубежные авторы описывают краудфандинг как публичное предложение, в основном размещаемое через Интернет, о предоставлении финансовых ресурсов в форме пожертвований или в обмен на определенное финансовое или нефинансовое вознаграждение или на предоставление права голоса в той или иной форме для поддержания конкретных целей проектных инициатив⁴. В российской правовой литературе краудфандинг определяют как форму коллективного инвестирования, осуществляемого при посредничестве инвестиционных платформ⁵ (веб-сайтов, известных в качестве порталов финансирования и оказывающих сильное влияние на практику заключения краудфандинговых договоров). Однако в своем

¹ Афанасьева Е.Г., Белицкая А.В., Вайпан В.А. и др. Предпринимательское право России: итоги, тенденции и пути развития. С. 554. Глава 11. Инвестиционное право и политика. Автор главы – А.В. Белицкая.

² Rodrigues U. Securities Law's Dirty Little Secret // Fordham Law Review. 2013. Vol. 81. P. 3394–3396.

³ Miglo A. Crowdfunding and Bank Financing: Substitutes or Complements. Birmingham City University, 2020. P. 2. URL: <https://ssrn.com/abstract=3948361>.

⁴ Miglo A. Crowdfunding: definitions, foundations and framework. 2021. P. 4. URL: <https://ssrn.com/abstract=3760345>; Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. Crowdfunding: Tapping the Right Crowd // Journal of Business Venturing. 2014. № 29. Vol. 5. P. 585–609.

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

историческом разрезе данный инструмент предназначен для реализации концепции «вложения без посредников»¹, что означает прямое взаимодействие между инвесторами и реципиентом инвестиций без участия традиционных финансовых посредников, например, банков. Такая философия построения инвестиционных отношений потенциально способствует широкому распространению краудфандинга, выступающего более эффективным способом проведения финансовых операций, но, тем не менее, без надлежащего правового оформления таит простор для злоупотреблений и нарушений прав непрофессиональных участников правоотношений. В настоящее время приходится признать, что защита прав краудфандинговых инвесторов в наибольшей степени возможна за счет их коллективного влияния через социальные сети, нежели чем за счет наделения их правами из соответствующих договоров, носящих скорее формальный характер².

Исходя из задач, которые ставятся реципиентами финансирования, и опций, предоставляемых инвесторам, в научной литературе сформулирована следующая **классификация моделей краудфандинга**³: модель, основанная на пожертвованиях частных лиц (*donation model*); модель, предусматривающая предоставление инвестору вознаграждения (*reward model*); предварительная покупка товара (*pre-purchase*); модель, основанная на заемных отношениях (*lending model*); и модель, предусматривающая вложения в акционерный капитал реципиента инвестиций (*equity model*). В российской литературе предложено разделить обозначенные вариации механизма на краудфандинг «без вознаграждения», как форму благотворительности, при которой денежные средства направляются на достижение полезных социальных эффектов, и на краудфандинг «с вознаграждением»: «краудлендинг», осуществляемый посредством краткосрочных займов; «краудинвестинг», при котором встречным предоставлением выступает акции реципиента инвестиций; и «краудревординг»,

¹ Das. S.R. The Future of FinTech // Financial Management. 2019. Vol. 48. Iss. 4. P. 981–1007.

² Wroldsen J. Crowdfunding investment contracts // Virginia Law & Business Review Association. 2017. № 3. Vol. 11. P. 544. URL: <https://ssrn.com/abstract=2844771>.

³ Bradford C.S. Crowdfunding and the Federal Securities Laws // Columbia Business Law Review. 2012. №. 1. P. 14–15.

предполагающий предоставление инвестору доступа к услугам проектной компании и вознаграждения в виде ее продуктов¹.

Долговое финансирование как способ привлечения инвестиций может быть реализовано через набирающую популярность правовую форму краудлендинга. Исследователи определяют краудлендинг в качестве формы финансирования проектов сообществом через отказ от посредничества при выдаче займов и получение процентов по ним с использованием интернет-платформ, которые способствуют подбору инвесторов, желающих предоставить финансирование, и реципиентов, стремящихся получить такие займы². Выгоды краудлендинга заключаются в снижении транзакционных издержек, в получении инвесторами более высокой доходности, а реципиентами инвестиций финансирования с более низкими процентными ставками, нежели чем при посредничестве банков³. В литературе отмечается, что **принципиальное различие между краудлендингом и традиционным кредитованием состоит в том, что займы, полученные через интернет-платформы, не остаются на балансе платформы. Заем и связанный с ним риск, в том числе дефолта заемщика, фактически децентрализованы и относятся на инвесторов⁴.**

Как было отмечено выше, ключевую роль в процессе краудфандинга выполняют **краудфандинговые платформы**, которые в зависимости от контекста могут представлять собой как отдельного субъекта экономической деятельности в определенной организационно-правовой форме, так и веб-сайт, объединяющий компании, ищущие финансирования, и инвесторов, имеющих средства для инвестирования⁵. В случае краудфандинга с вознаграждением платформы обычно предлагают два типа кампаний: «*все или ничего*» (*All-Or-Nothing, AON*) и «*бери все, что получишь*» (*Keep-It-All, KIA*). В первом случае реципиент инвестиций сможет

¹ Папаскуа Г.Т. Краудфандинг: понятие, виды и риски. Там же; Банк России. Развитие альтернативных механизмов инвестирования: прямые инвестиции и краудфандинг (доклад для общественных консультаций). Москва, 2020. URL: http://www.cbr.ru/Content/Document/File/112055/Consultation_Paper_200811.pdf.

² Pignon V. Regulation of Crowdlending: The Case of Switzerland // Journal of Applied Business and Economics. 2017. Vol. 19. Iss. 2. P 44–49.

³ Haentjens M., De Gioia-Carabellese P. European Banking and Financial Law: 2nd edition. Routledge, 2020. P. 191.

⁴ Corcoran D. An Examination of Consumer and SME Credit, with a Particular Focus on the Growth and Regulation Surrounding Crowdlending and Peer-to-Peer Lending Platforms. 2021. URL: <https://ssrn.com/abstract=3965755>.

⁵ Miglo A. Crowdfunding: definitions, foundations and framework. P. 7.

получить финансирование только после того, как сумма будет предоставлена инвесторами в полном объеме. *KIA* предполагает, что инициатор краудфандинговой кампании получит всю собранную сумму независимо от достижения намеченной цели по объему финансирования¹.

В литературе отмечается, что становление и развитие краудфандинговых платформ напрямую связано с общим уровнем культуры и предпринимательской деятельности в стране, а **краудлендинг связан с уровнем конкуренции в финансовой и банковской сфере**, что подчеркивает прямые и косвенные связи между соперничающими друг с другом традиционными способами долгового финансирования при привлечении инвестиций и краудфандингом².

В отличие от традиционного долгового финансирования, когда должник обычно взаимодействует с одним крупным кредитором, как, например, банк, в случае краудлендинга реципиент инвестиций устанавливает правоотношения с несколькими или множеством инвесторов, и это может создать иной алгоритм разрешения ситуации в случае несостоятельности проектной компании³. В связи с этим **правовое регулирование краудлендинга должно предусматривать механизмы установления приоритетности и порядка удовлетворения требований кредиторов в процессе банкротства на случай, если проектная компания, помимо неисполненных долговых обязательств, имеет незавершенные краудфандинговые проекты**⁴. В свою очередь, как будет описано ниже, действующая в России правовая модель AON позволяет избежать неблагоприятных последствий банкротства реципиента инвестиций, поскольку не предусматривает возникновения права проектной компании требовать передачи денежных средств инвесторов до полного сбора запрашиваемой в инвестиционном предложении суммы.

¹ Cumming D. J., Leboeuf G., Schwienbacher A. Crowdfunding models: Keep-It-All vs. All-Or-Nothing // *Financial Management*. 2019. URL: <https://ssrn.com/abstract=2447567>.

² Dushnitsky G., Guerini M., Piva E., Rossi-Lamastra C. Crowdfunding in Europe: determinants of platform creation across countries // *California Management Review*. 2016. № 58. Vol. 2. P.44–71.

³ Miglo A. Crowdfunding: definitions, foundations and framework. P. 6.

⁴ Более подробно о дискуссии см.: Tamburro A. Far From Madding Crowd: Crowdfunding a Small Business Reorganization // *Emory Bankruptcy Developments Journal*. 2018. Vol. 34. P. 521–559.

Представляется немаловажным рассматривать применение моделей краудфандинга в срезе поэтапного финансирования¹. Как правило, к привлечению капитала посредством краудфандинга прибегают начинающие компании (проекты), что предполагает высокую вероятность совершения последующих раундов инвестирования². Наиболее ярко данный тезис может быть проиллюстрирован схемами финансирования венчурных проектов: первый, так называемый «посевной», раунд начинается с вложений собственных средств инициатора проекта, полученных в том числе от круга друзей и семьи; в последующем по мере роста компания пробует привлечь средства бизнес-ангелов и предлагает венчурным инвесторам долевое участие в проекте³. Каждый последующий раунд финансирования связан с установлением новых прав и преференций для новых инвесторов, которые могут ухудшать правовое положение прежних. Таким образом, **правовое регулирование краудфандинга должно предусматривать адекватные правовые средства защиты интересов инвесторов на случай проведения новых этапов финансирования проектной компании.**

В наибольшей степени описанная проблема относится к долевым инвесторам⁴, что в контексте правовых средств защиты с лучшей стороны характеризует долговое финансирование. Тем не менее, **краудлендинг обладает рядом преимуществ для стартапов.** Наделение инвесторов корпоративными правами сопряжено со сложностью принятия многих корпоративных решений, начиная с назначения органов управления и заканчивая заключением крупных сделок и возможностью отчуждения акций /долей компании третьим лицам и условиями такового, с ресурсозатратностью рассмотрения требований участников / акционеров, проведения общих собраний, утверждения и предоставления

¹ Wroldsen J. The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd // Vanderbilt Journal of Entertainment and Technology Law. 2013. Vol. 15. Iss. 3. Art. 3. P. 611–622.

² Gilson R.J. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience // Stanford Law Review. 2003. Vol. 55. P. 1067–1103.

³ О правовых инструментах финансирования стартапов см.: Молотников А., Янковский Р. Конвертируемый заем и перспективы его имплементации в российскую правовую систему // Актуальные проблемы предпринимательского права / под ред. А.Е. Молотникова. Москва: Стартап, 2015. Вып. IV. С. 104–111.

⁴ Wroldsen J. Op. cit. P. 611–622.

отчетности и документации, а также с рисками предъявления исковых требований как к самому обществу, так и к директорам за любое предполагаемое нарушение фидуциарных обязанностей¹. Поскольку кредиторы по заемным обязательствам не имеют корпоративных прав участников / акционеров, привлечение долгового финансирования создает большую обеспеченность интересов учредителей стартапов, так как снимает затраты и риски, описанные выше. Несмотря на то, что компания принимает на себя договорные обязательства по возврату долга и уплате вознаграждения за пользование денежными средствами, которые могут в некоторой степени потенциально ограничивать свободу ведения деятельности и устанавливать требования к поддержанию капитала компании на определенном уровне, доходность таких инвестиций ограничена, а в случае роста компании долевым инвесторам получили бы прибыль, которая может существенно превышать проценты, выплачиваемые долговым инвесторам. При этом более простая таблица капитализации компании (*company's capitalization table*) с меньшим количеством участников / акционеров увеличит привлекательность для привлечения дополнительного финансирования в новых раундах².

Правовое регулирование механизма краудфандинга идет по пути его признания и ускоренного развития. В 2012 году Конгресс США принял Jumpstart Our Business Startups Act³ (*JOBS Act, Закон о быстром запуске бизнеса*), раздел III которого получил название «Закон о краудфандинге». Для выполнения требований данного раздела в 2016 году Комиссия по ценным бумагам и биржам США приняла новый Регламент краудфандинга⁴ в соответствии с Законом о ценных бумагах США 1933 года и Законом о фондовых биржах 1934 года (*Securities Exchange Act of 1934*)⁵. *JOBS Act* позволил создать легальную возможность предпринимателям привлекать инвестиции в стартапы посредством продажи ценных бумаг, в том числе долговых, через краудфандинговые платформы.

¹ Schwartz A.A. Op. cit. P. 1482–1489.

² Schwartz A.A. Ibid.

³ Jumpstart Our Business Startups Act, Pub. L. № 112-106, 126 Stat. 306 (2012).

⁴ Securities and Exchange Commission Rules and Regulations. Crowdfunding. 17 CFR Parts 200, 227, 232, 239, 240, 249, 269, and 274/ Release Nos. 33-9974; 34-76324; File № S7-09-13. RIN 3235-AL37. URL: <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf>.

⁵ URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>.

Комиссия по ценным бумагам и биржам установила многочисленные требования к раскрытию информации, которые должны соблюдать предприниматели в данной сфере. При этом предусмотрены ограничения как для реципиентов инвестиций, которые могут привлечь не более 1 миллиона долларов в течение двенадцати месяцев, так и в отношении инвесторов: от каждого лица компания вправе получить от двух до ста тысяч долларов (или сумму в эквивалентном отношении к определенному проценту) в течение двенадцати месяцев в зависимости от годового дохода инвестора или его чистой прибыли (в случае получения финансирования от компаний)¹. Более того, краудфандинговый механизм привлечения инвестиций может быть реализован исключительно через брокеров-дилеров или веб-сайты-посредники, зарегистрированные в SEC в качестве порталов финансирования (*funding portals*), к которым также предъявляются многочисленные требования законодательных и подзаконных нормативных правовых актов².

На базе *JOBS Act* и Регламента краудфандинга SEC в инвестиционной практике США сложилось несколько правовых моделей участия краудфандинговых инвесторов в финансировании проектных компаний: приобретение обыкновенных акций (*common stock*), привилегированных акций (*preferred stock*), предоставление процентных займов (*interest-bearing loans*), конвертируемых долговых обязательств (*convertible debt*), участие в распределении доходов (*revenue-sharing*) и получение опционов на приобретение доли участия / акций компании (*future equity*)³.

Наибольший интерес относительно предмета настоящего исследования представляют **конвертируемые механизмы краудлендинга**. Один из американских венчурных фондов – 500 Startups, разработал типовую форму соглашения под названием *KISS (Keep It Simple Security)*⁴, представляющего собой

¹ JOBS Act, Sec. 302 (a).

² См. например: Schwartz A.A. Crowdfunding Securities // Notre Dame Law Review. 2013. Vol. 88. № 3. P. 1457–1466; Bradford C.S. The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled // Securities Regulation Law Journal. 2012. Vol. 40. №. 3. P. 195–249.

³ Wroldsen J. Op. cit. P. 606–610.

⁴ URL: <http://500.co/kiss/>.

упрощенную версию договора конвертируемого займа (*convertible debt contract*). По условиям этого соглашения реципиент инвестиций предлагает к приобретению долговые ценные бумаги и обязуется выплачивать инвесторам плату за пользование денежными средствами по определенной процентной ставке, и в случае наступления событий, свидетельствующих о достаточном росте компании (например, выход на IPO, последующий раунд венчурного финансирования или прибыльное отчуждение акций / долей компании), долговые обязательства конвертируются в акции проектной компании (обыкновенные или привилегированные).

Краудлендинговые инвесторы получают преимущественное положение перед владельцами последующих конвертируемых ценных бумаг, выпущенных до даты погашения долга, в режиме наибольшего благоприятствования: если новый выпуск размещается на более выгодных условиях, инвесторы вправе обменять свои долговые бумаги на новые. В случае привлечения нового раунда финансирования на определенную сумму долговые инструменты *KISS* конвертируются в привилегированные акции (в том числе с дисконтом, если стоимость компании снизится или останется неизменной¹), и затем в дату погашения тело долга и все начисленные проценты конвертируются в обыкновенные акции. Если же акции / доли проектной компании выкупят до даты конвертации *KISS*, то инвесторы наделяются правом конвертировать долговые ценные бумаги в обыкновенные акции и участвовать в продаже проектной компании или же получить вложенные денежные средства обратно в увеличенном размере вместе с начисленными процентами².

Условия *KISS* предусматривают, что конвертируемые привилегированные акции краудлендинговых инвесторов по набору прав будут идентичными

¹ При конвертации в привилегированные акции долговые инвесторы первого уровня получают акции по цене, которая будет лучше, чем цена, которую заплатят долговые инвесторы второго уровня. Однако проектная компания может предусмотреть, что начисленные проценты по долгу не учитываются при конвертации и выплачиваются инвесторам отдельно. В случае если оценка компании, наоборот, увеличивается, то при конвертации может быть задействован механизм предельной оценки, что означает право инвесторов конвертировать такое количество акций, какие они могли бы конвертировать при оценке компании в такую предельную сумму, которая ниже новой стоимости проектной компании.

² Wróldsen J. Op. cit. P. 571.

привилегированным акциям, размещаемым в последующем раунде финансирования. Более того, если в последующем инвесторы новой серии получают новые преимущественные права или инструменты защиты (например, от размывания акций и т. д.), инвесторы первого уровня будут наделены аналогичным набором выгод в силу договорных положений *KISS*. При этом компания может предусмотреть для краудлендинговых инвесторов так называемую «теневую серию» акций (*shadow series*), которая будет наделять их идентичным набором прав за исключением привилегии при ликвидации, размер которой не сможет превышать заранее установленный предел оценки проектной компании, исходя из которого рассчитывалось количество конвертируемых акций для инвесторов¹.

Таким образом, поскольку *KISS* является долговым обязательством, инвесторы не имеют прав акционеров и не усложняют таблицу капитализации компании. В то же время рассматриваемый инструмент обеспечивает инвесторам возможность возврата вложенных средств за счет выплаты процентов, если события для конвертирования в инструменты долевого участия не наступили, а также широкий набор правовых инструментов обеспечения интересов при конвертации в долевыми ценные бумаги.

Механизм участия в распределении доходов (*revenue-sharing*) предполагает, что возврат вложений будет осуществляться за счет выплат от распределения доходов проектной компании до тех пор, пока инвесторы не получают прибыль в определенном размере, и *представляет собой форму обеспеченного займа (secured debt)*. После выплаты указанной суммы все права и обязанности по долговому обязательству с распределением доходов прекращаются². *В научной литературе не сложилось единого подхода к определению правовой природы таких соглашений*, которая ставится в зависимость от принятия реципиентом обязательства по возврату тела долга. В случае если распределение доходов не влияет на обязанность должника вернуть долг и опосредует возмездность пользования предоставленными

¹ 500 STARTUPS. KISS: DEBT VERSION. 2014. URL: <https://500startups.app.box.com/s/8ybxx9y3bhk4mte50v7k>.

² Wroldsen J. Op. cit. P. 570.

денежными средствами, правоотношения носят заемный характер. Если же реципиент инвестиций не принимает на себя обязательство по возврату тела долга и предлагает инвестору лишь участие в разделении прибыли, правоотношения утрачивают квалифицирующий признак договора займа, а именно возвратность, и квалифицируются рядом исследователей как *соглашения о совместной деятельности*¹.

В практике краудфандинга США встречаются ценные бумаги, не наделяющие владельцев правами участия в проектной компании – *unequity securities*, которые не относятся в чистом виде к долговым или долевым инструментам, содержат обязательства краткосрочного характера и предлагают инвестору долю в прибыли проектной компании или неограниченный доход в течение ограниченного периода времени. *Unequity securities* подразумевают возврат инвестиций, что характеризует их в качестве долговых обязательств, при этом примечательно, что выплата вознаграждения осуществляется не в форме процентов, независимых от доходности компании, а в виде доли в чистой прибыли². Следовательно, рассматриваемые инструменты можно описать как *возмездный беспроцентный заем*.

Использование механизма распределения доходов или классических неконвертируемых процентных займов наиболее характерно для компаний, реализующих проекты в реальном секторе экономики, где долговые обязательства традиционно выступают основным источником финансирования. В литературе отмечается, что долговые ценные бумаги формируют важное подмножество начальных инвестиционных предложений краудфандинга в США³.

Инвестирование посредством краудфандинга в Европе также обладает рядом особенностей и прежде всего связано с возможностью допуска непрофессиональных инвесторов к участию в нем наряду с профессиональными (аккредитованными, квалифицированными) инвесторами.

¹ Подробнее см.: пункт 1.4 (г) комментария к статье 807 ГК РФ. Байбак В.В., Иванов О.М., Карапетов А.Г. и др. Заем, кредит, факторинг, вклад и счет: постатейный комментарий к статье 807–860.15 Гражданского кодекса Российской Федерации. С. 50–56. Автор комментария к статье 807 Гражданского кодекса РФ – А.Г. Карапетов.

² Wroldsen J. Op. cit. P. 555, 583.

³ Wroldsen J. Op. cit. P. 582.

Европейские краудфандинговые платформы разрабатывают инновационные подходы к сделкам краудфандинга, балансируя интересы реципиентов и инвесторов. В литературе отмечается, что для эффективного управления долгосрочными отношениями компаний со множеством вкладчиков и обеспечения защиты интересов инвесторов на практике применимы следующие схемы. Во-первых, *соглашения о привлечении краудфандинговых инвестиций через интернет-платформы*, которые предполагают приведение учредительных документов компании-реципиента в соответствие с устанавливаемым соглашением набором прав и обязанностей акционеров¹. Например, посредством установления единого класса акций для всех инвесторов, в том числе краудфандинговых, или же нескольких классов акций с разным набором прав исходя из разной стоимости. Примечательно, что в таком случае стандартная договорная защита венчурного капитала доступна именно для крупных краудфандинговых инвесторов, приобретающих акции лучшего класса².

Наряду с договорным механизмом европейские краудфандинговые платформы используют *правовую конструкцию доверительного управляющего или SPV* как некой прослойки между инвесторами и реципиентами инвестиций³. Инвесторы являются бенефициарами траста, который как доверительный управляющий владеет краудфандинговыми ценными бумагами стартапов. В литературе встречается точка зрения, согласно которой такая структура владения, предполагающая высокий уровень управления активами, способствует пассивности инвесторов и препятствует их вовлеченности в продукт компании как сообщества идейных сторонников⁴.

В ноябре 2022 года на территории ЕС вступили в силу Европейские правила краудфандинга⁵ (*ESCP*) и изменения в Директиву о рынках финансовых

¹ Camara A. Anonymous capital: managing shareholder volume for equity crowdfunded companies in Canada // Banking & Finance Law Review. 2016. Vol. 31. P. 273–289.

² Camara A. Op. cit. P. 284.

³ Camara A. Op. cit. P. 275.

⁴ Camara A. Op. cit. P. 284.

⁵ Regulation (EU) 2020/1503 of the European Parliament and of the Council of 7 October 2020 on European crowdfunding service providers for business, and amending Regulation (EU) 2017/1129 and Directive (EU) 2019/1937. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32020R1503>.

инструментов (*MiFID*)¹. До введения *ESCP* в Европе не существовало единого рынка краудфандинговых услуг, которые в отношении условий работы краудфандинговых платформ, объема разрешенной деятельности и требований к допуску участников регулировались национальным законодательством отдельных стран не согласованно друг с другом, устанавливая правовые режимы, адаптированные к характеристикам и потребностям местных рынков и инвесторов. Формирование нормативной правовой базы на уровне ЕС призвано обеспечить высокий уровень защиты инвесторов, устранить фрагментарность правового регулирования и существующие препятствия функционирования внутренних рынков, способствовать развитию трансграничных услуг краудфандинга и свободе предоставления и получения таких услуг.

Преамбула *ESCP* содержит указание на то, что **краудфандинг представляет собой важный вид посредничества**, при котором поставщики краудфандинговых услуг, не принимая на себя собственный риск, используют цифровую платформу, открытую для публичного доступа, чтобы сводить потенциальных инвесторов или кредиторов с компаниями, которые ищут финансирование. Последнее может предоставляться в форме *займов*, приобретения *обращающихся ценных бумаг* или *других инструментов*, разрешенных к использованию для целей краудфандинга. Участниками краудфандинговых правоотношений выступают владелец финансируемого проекта, инвесторы и посредническая организация в виде поставщика краудфандинговых услуг. При этом *ESCP* предполагает запрет на принятие от населения депозитов или иных подлежащих возврату средств поставщиками краудфандинговых услуг, если они также не получили разрешение на действие в качестве кредитного учреждения².

Помимо «*общих краудфандинговых услуг*» в форме *краудинвестинга* и *краудлендинга*, поставщики краудфандинговых услуг могут предлагать инвесторам

¹ Directive (EU) 2020/1504 of the European Parliament and of the Council of 7 October 2020 amending Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32020L1504>.

² Article 8, Directive (EU) 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32013L0036>.

«инвестиционные предложения» (*investment proposals*) и «индивидуальное управление портфелем (займов)» (*individual loans portfolio management*).

ES CPR регулирует займы с безусловными обязательствами по выплате согласованной суммы денежных средств инвестору. В отношении краудфандинга, основанного на кредитовании, действие *ES CPR* распространяется на услуги, выражающиеся в содействии заключению договоров займа, в том числе в представлении краудфандинговых предложений клиентам и в определении стоимости или оценке кредитного риска краудфандинговых проектов или проектных компаний. При этом краудфандинговые услуги должны позволять применять на практике различные бизнес-модели по заключению договоров займа как между одним или несколькими инвесторами, так и между одним или несколькими проектными компаниями через краудфандинговую платформу. Деятельность краудфандинговых платформ направлена на облегчение заключения договоров займа между инвесторами и проектными компаниями без поставщика услуг краудфандинга. Содействие предоставлению займов, подпадающее под действие *ES CPR*, отличается от деятельности кредитных организаций, которые привлекают средства населения на депозиты и предоставляют займы проектным компаниям за свой счет¹.

Регулирование *ES CPR* призвано обеспечить реализацию концепции заключения сделок по финансированию инвестиционных проектов без посредников, поэтому предполагается, что использование отдельных правовых структур собственности / владения или **SPV**, которые находятся между краудфандинговым проектом и инвесторами, будет строго регулироваться и разрешаться только в тех случаях, когда это оправдано, например, если это позволяет инвестору приобрести долю в труднореализуемом на рынке или неделимом имуществе через выпуск обращаемых ценных бумаг **SPV**².

¹ Пункт 11 преамбулы *ES CPR*.

² Пункт 22 преамбулы *ES CPR*.

Европейская служба по ценным бумагам и финансовым рынкам (*European Securities and Markets Authority*¹) в целях обеспечения прозрачности в отношении оказания краудфандинговых услуг ведет **публичный и актуальный реестр всех поставщиков краудфандинговых услуг**, получивших разрешение на деятельность в соответствии с *ES CPR*, который содержит информацию обо всех действующих в ЕС краудфандинговых платформах².

Особое внимание в *ES CPR* отведено вопросам защиты прав инвесторов, регулирование которых основано на разделении их на **квалифицированных и неквалифицированных**, исходя из их различий как профессиональных клиентов (*professional clients*) и розничных клиентов (*retail clients*)³, а также на учете отличительных черт рынка краудфандинга и установлении соответствующих уровней защиты для каждой категории инвесторов. В частности, **различие между квалифицированными и неквалифицированными инвесторами в *ES CPR* также основано на их опыте и знаниях в области краудфандинга, которые требуют проверки каждые два года**⁴. Следует положительно оценить закрепленный европейским законодателем подход, так как он направлен на удовлетворение актуальной и сейчас потребности в надлежащем и эффективном правовом обеспечении защиты интересов инвесторов.

В отношении неквалифицированных инвесторов *ES CPR* предполагает необходимость проведения краудфандинговой платформой вступительного теста на проверку понимания краудфандинговых инвестиций, а также прямого уведомления о рисках и последствиях⁵. Неквалифицированный инвестор должен подтвердить, что он получил эти предупреждения и понял их⁶. Кроме того, предусмотрена необходимость установления порогового значения

¹ Учреждена Regulation (EU) 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision № 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32010R1095>.

² Пункт 36 преамбулы *ES CPR*.

³ Установлены в Directive (EU) 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX:32014L0065>.

⁴ Пункт 42 преамбулы *ES CPR*.

⁵ Пункт 43 преамбулы *ES CPR*.

⁶ Пункт 45 преамбулы *ES CPR*.

максимального размера инвестиций, которые может совершить неквалифицированный инвестор, в то время как деятельность квалифицированных инвесторов в таком плане не ограничивается¹.

Пункты 49 – 51 преамбулы *ES CPR* устанавливают, что *информационный лист о существенных условиях инвестирования* владельцев проекта, размещаемый на краудфандинговой платформе, должен предупреждать потенциальных инвесторов о том, что инвестиционная среда, в которую они вступили, сопряжена с рисками, которые не покрываются ни схемами гарантирования вкладов, созданными в соответствии с Директивой 2014/49/ЕС², ни схемами компенсаций инвесторам, установленными в соответствии с Директивой 97/9/ЕС³. В то же время **ответственность за полноту и ясность предоставления инвесторам информации, изложенной в информационном листе о существенных условиях инвестирования, лежит на поставщиках краудфандинговых услуг.**

ES CPR предусматривает необходимость установления государствами-членами ЕС административных и иных санкций в целях обеспечения выполнения изложенных в нем требований. Такие меры должны иметь превентивный, эффективный, соразмерный и единообразный характер, однако *ES CPR* не ограничивает государства-членов в установлении административных наказаний более высокого уровня⁴. В случае если национальное законодательство защищает нарушенный публичный интерес инструментами уголовного права, сохранение уголовных наказаний вместо административных за нарушение *ES CPR* не должно уменьшать или иным образом влиять на способность компетентных органов своевременно сотрудничать, получать доступ и обмениваться информацией с компетентными органами в других государствах-членах ЕС, в том числе после передачи рассмотрения дел о

¹ Пункт 46 преамбулы *ES CPR*.

² Directive (EU) 2014/49/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on deposit guarantee schemes. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0049>.

³ Directive (EU) 97/9/EC of the European Parliament and of the Council of 3 March 1997 on investor-compensation schemes. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=celex:31997L0009>.

⁴ Пункт 64 преамбулы *ES CPR*.

соответствующих правонарушениях в компетентные судебные органы для уголовного преследования¹.

В литературе отмечается, что регулирование, изложенное в *ESCPР*, позволит непрофессиональным инвесторам получить доступ к трансграничному инвестированию в реальный сектор экономики через альтернативные инвестиционные фонды (*alternative investment funds, AIF*), что ранее сдерживалось нежизнеспособностью европейского маркетингового паспорта², предусмотренного для управляющих *AIF* (*investment fund managers, AIFM*). В данном случае *AIF* сможет выступать инвестором в механизме краудфандинга. Кроме того, *ESCPР* позволяет решить проблему европейской банковской монополии, а именно необходимости получения лицензии долговыми *AIF* для осуществления деятельности по предоставлению займов, устанавливаемой национальными законодательствами государств-членов, внедривших Директиву о требованиях к капиталу (*CRD V*)³⁴.

Определенный интерес для имплементации в российское законодательство представляет автоинвестирование (*auto-investing*). В соответствии с *ESCPР* поставщики краудфандинговых услуг могут действовать по своему усмотрению от имени своих инвесторов в рамках согласованных параметров, не требуя от инвесторов рассмотрения и принятия инвестиционного решения в отношении каждого отдельного краудфандингового предложения. Однако индивидуальное управление портфелем заемных обязательств ограничено конкретными параметрами или показателями риска, заранее определенными инвесторами. При этом автоинвестирование согласно *ESCPР* рассматривается как

¹ Пункт 66 преамбулы *ESCPР*.

² Документ, устанавливающий возможность размещения инвестиционных предложений различным категориям инвесторов. В свою очередь, маркетинговый паспорт *AIFM* предназначен только для квалифицированных инвесторов в соответствии с Directive (EU) 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) № 1060/2009 and (EU) № 1095/2010. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32011L0061>.

³ Directive (EU) 2019/878 of the European Parliament and of the Council of 20 May 2019 amending Directive 2013/36/EU as regards exempted entities, financial holding companies, mixed financial holding companies, remuneration, supervisory measures and powers and capital conservation measures. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32019L0878>.

⁴ Hooghiemstra S.N. The European Crowdfunding Regulation: Opportunities for Alternative Investment Fund(s) (Managers)? 2021. URL: <https://ssrn.com/abstract=3922604>.

«индивидуальное управление портфелем (займов)», для которого необходимо получать отдельное разрешение, но не как краудфандинговая услуга¹. Следовательно, поставщики краудфандинговых услуг могут выступать не только организационными посредниками, но и *институциональными инвесторами*.

Таким образом, как с точки зрения инвесторов, так и с точки зрения владельцев проектов, принятие *ESCPR* открывает краудинвестиционным платформам доступ на европейский рынок. *ESCPR* не только позволяет квалифицированным (в том числе *AIF* и их *AIFM*) и неквалифицированным инвесторам вкладывать средства в деятельность субъектов малого и среднего предпринимательства через поставщиков краудфандинговых услуг, но также предоставляет владельцам инвестиционных проектов возможность привлекать финансирование на трансграничной основе. *ESCPR* является первой европейской инициативой, которая предлагает на уровне ЕС альтернативные решения по долговому финансированию как способу привлечения инвестиций, не ограниченные европейским банковским регулированием, и решения для прямых инвестиций, в которых участвуют как квалифицированные, так и неквалифицированные инвесторы.

Краудлендинг в России регулируется с 2019 года Законом о краудфандинге², предложившим решения, связанные с развитием альтернативного источника финансирования проектов субъектов малого и среднего предпринимательства на ранних стадиях развития – коллективного финансирования³. Закон регулирует отношения по привлечению инвестиций с использованием информационной системы в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» – инвестиционной платформы, и определяет правовые основы деятельности операторов инвестиционных платформ по организации *розничного финансирования (краудфандинга)*. Последнее включает

¹ Пункт 20 преамбулы *ESCPR*.

² Федеральный закон от 02.08.2019 г. № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (ред. от 14.07.2022 г.) // СЗ РФ. 05.08.2019 г. № 31. Ст. 4418.

³ Пояснительная записка «К проекту Федерального закона "Об альтернативных способах привлечения инвестиций (краудфандинг)"», опубликованная 20.03.2018 г. на сайте: <https://sozd.duma.gov.ru>.

в себя услуги оператора по предоставлению участникам инвестиционной платформы доступа к ее информационным ресурсам для соединения спроса на инвестиции со стороны привлекающих инвестиции участников инвестиционной платформы и предложения инвестиций со стороны участников-инвесторов. **Розничное финансирование предполагает заключение договора между участниками инвестиционной платформы и передачу денежных средств инвестора привлекающему финансирование лицу (реципиенту инвестиций).** Закон о краудфандинге также закрепляет требования к участникам инвестиционных платформ, к оператору и самой инвестиционной платформе, определяет процесс инвестирования и его особенности, а также устанавливает требования к предоставлению и раскрытию информации, что соответствует передовому мировому опыту. Стоит отметить, что **российский законодатель в отношении модели аккумулирования и передачи денежных средств инвесторов реципиенту инвестиции имплементировал схему AON¹**, описанную выше.

В соответствии со статьей 3 Закона о краудфандинге оператор инвестиционной платформы организует привлечение инвестиций посредством **договора об оказании услуг по привлечению инвестиций**, заключенному с реципиентом инвестиции, и **договора об оказании услуг по содействию в инвестировании** с инвестором.

Статья 5 Закона о краудфандинге раскрывает способы осуществления инвестирования и определяет предмет регулирования данного нормативного правового акта, ограничивая его лишь **краудфандингом «с вознаграждением»**: предоставлением займов, приобретением эмиссионных ценных бумаг или утилитарных цифровых прав.

Согласно статье 2 Закона о краудфандинге деятельность оператора инвестиционной платформы вправе осуществлять хозяйственные общества, созданные в соответствии с законодательством Российской Федерации и включенные Банком России в реестр операторов инвестиционных платформ.

¹ Пункт 5 статьи 13 Закона о краудфандинге.

Аналогично подходам развитых правовых порядков Закон о краудфандинге дифференцирует инвесторов на квалифицированных и неквалифицированных и ограничивает последних в возможности использования инструментов краудфандинга сверх определенного объема¹. При этом признание квалификации инвестора относится к компетенции оператора инвестиционной платформы².

Для целей заключения договоров инвестирования операторы инвестиционных платформ открывают **номинальный банковский счет**, на который зачисляются денежные средства инвесторов. При этом договор инвестирования, имеющий письменную форму и предполагающий принятие инвесторами инвестиционного предложения, считается заключенным с момента поступления денежных средств от оператора на банковский счет реципиента инвестиций³.

Стоит отметить, что денежные средства, размещенные на номинальных банковских счетах, не подлежат страхованию⁴. В связи с этим **применяемая схема АОН представляет определенную опасность для инвесторов**, поскольку в случае дефолта кредитной организации, в которой открыт номинальный счет оператора инвестиционной платформы, в течение периода сбора средств по инвестиционному предложению, инвесторы столкнутся с негативными последствиями в виде невозможности возвращения своих денежных средств или получения страхового возмещения. Если не нивелировать указанный риск, так добиться его осознания непрофессиональными инвесторами **поможет используемое в ЕС входное тестирование**, которое автор предлагает закрепить в статье 7 Закона о краудфандинге, устанавливающей особенности инвестирования физическими лицами. Подобные изменения уже внесены в Закон об

¹ В сумме не более 600 тысяч рублей в течение одного календарного года. Пункт 1 статьи 7 Закона о краудфандинге.

² Пункт 3 статьи 7 Закона о краудфандинге.

³ Статья 13 Закона о краудфандинге.

⁴ Подпункт 6 пункта 2 статьи 5 Федерального закона от 23.12.2003 г. № 177-ФЗ «О страховании вкладов в банках Российской Федерации» (ред. от 30.12.2021 г.) // СЗ РФ. 29.12.2003 г. № 52 (часть I). Ст. 5029. Далее – *Закон о страховании вкладов*.

инвестиционных фондах в части допуска неквалифицированных инвесторов к паям ЗПИФ¹.

Механизм краудлендинга может быть реализован через договоры инвестирования, правовая природа которых определяется исходя из существа инвестиционных отношений. Например, статья 16 Закона о краудфандинге предусматривает, что договоры инвестирования являются договорами займа и определяют порядок исполнения реципиентами инвестиций своих денежных обязательств перед инвесторами по возврату займа, выплате процентов за пользование займом путем перечисления денежных средств на номинальный счет оператора инвестиционной платформы, бенефициарами по которому являются соответствующие инвесторы. При этом в случае привлечения займов договор инвестирования может быть заключен только с конкретными инвесторами (аналогично и для размещения облигаций (или дополнительного выпуска облигаций) без государственной регистрации выпуска или проспекта облигаций).

В российской литературе цифровые платформы определяются как новые формы посредничества – **инструменты для финансовой дезинтермедиации**, а развитие и использование краудлендинга вызывают опасения, связанные с обходом участниками инвестиционных платформ отработанных механизмов пруденциального контроля традиционной банковской модели финансирования². **Преимущество российского правового регулирования отношений по привлечению долгового финансирования при помощи инвестиционных платформ в сравнении с подходом ЕС заключается в распространении на них механизмов защиты инвесторов, предусмотренных Законом о рынке ценных бумаг и Законом о защите прав инвесторов на рынке ценных бумаг³.** Несомненно, представляется необходимым **развить правовое регулирование отношений краудлендинга как инструмента долгового финансирования при привлечении инвестиций в направлении расширения правовых механизмов**

¹ Статья 21.1 Закона об инвестиционных фондах.

² Габов А.В., Хаванова И.А. Краудфандинг: законодательное оформление web-модели финансирования в контексте правовой доктрины и зарубежного опыта // Вестник Пермского университета. Юридические науки. 2020. № 1. С. 44.

³ Пункт 3 статьи 6 Закона о краудфандинге.

защиты прав инвесторов в отношениях, возникающих на базе цифровых платформ, в связи с использованием операторами номинальных банковских счетов. Между тем, цифровизация и акселерация бизнес-процессов требует адекватного правового оформления, но не отказа от прогрессивных методов финансирования проектной деятельности. Следовательно, присутствие рисков не может служить причиной отказа от использования краудфандинга и выступает катализатором приоритетного поиска путей решения выявленных проблем.

Выводы. Инвесторы-физические лица, не осуществляющие инвестиционной деятельности, могут принимать участие в долговом финансировании при привлечении инвестиций через приобретение не предназначенных для квалифицированных инвесторов **облигаций** или **инвестиционных паев** закрытого паевого инвестиционного фонда, а также посредством заключения **договоров займа через инвестиционные платформы.**

Долговое финансирование как способ привлечения инвестиций может осуществляться посредством **краудлендинга** – инструмента коллективного инвестирования через предоставление инвесторами займов проектным компаниям или приобретение их долговых ценных бумаг на базе цифровой инвестиционной платформы, размещенной в сети Интернет, путем заключения договоров инвестирования.

В российском законодательстве не нашли отражения распространенные за рубежом схемы долговых обязательств, предполагающие возмездность договора займа, зависящую от экономического успеха деятельности заемщика и отличную от выплаты процентов, от него независимой, – **договоры займа с участием кредитора в распределении прибыли заемщика.** Данная схема не противоречит действующему правовому регулированию и может быть использована участниками отношений по долговому финансированию при привлечении инвестиций.

Краудлендинг предполагает допуск к процессу финансирования непрофессиональных участников инвестиционных отношений, в связи с чем следует законодательно предусмотреть критерии информированности инвесторов

о рисках, сопряженных с краудлендингом, и возложить обязанности по проверке уровня осведомленности инвесторов на операторов инвестиционных платформ, например, посредством входного тестирования, необходимость проведения которого автор предлагает закрепить в статье 7 Закона о краудфандинге.

ГЛАВА 3. ПРАВОВЫЕ СРЕДСТВА РЕАЛИЗАЦИИ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ КАК СПОСОБА ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ

§ 3.1. Правовые средства минимизации рисков в долговом финансировании как способе привлечения инвестиций¹

Проблема определения понятия правовых средств достаточно разработана в правовой литературе. Часть исследователей придерживается подхода, согласно которому правовые средства представляют собой заложенные в нормах гражданского законодательства юридические возможности, применимые в процессе реализации таких норм². Другие авторы, напротив, не рассматривают исследуемую категорию, в первую очередь, как феномен или особое правовое явление, но выделяют его деятельностную, функциональную составляющую, которая проявляется в том, что правовые средства выступают в качестве сочетаний юридически значимых действий, совершение которых служит достижению конкретных правомерных и непротиворечащих интересам общества целей субъектов этих действий³ в рамках дозволенной степени усмотрения⁴. Отмечается, что правовые средства олицетворяют функционально-динамическую сторону

¹ При подготовке настоящего параграфа была использована статья автора: Веницкая Л.А. Риски долговых инвесторов в процессе финансирования инвестиционной деятельности: особенности разделения и инструменты учета интересов // Юрист. 2022. № 3. С. 28–32.

² Калмыков Ю.Х., Баринов Н.А. Правовые средства обеспечения имущественных потребностей граждан // Гражданское право и сфера обслуживания: Межвузовский сб. науч. трудов. Свердловск: Изд-во Свердл. Юрид. ин-та, 1984. С. 51.

³ О правовых средствах как модели, приводящей к получению полезного эффекта в процессе ее практического использования см.: Малько А.В. Правовые средства: вопросы теории и практики // Журнал российского права. 1998. № 8. С. 67. О правовых средствах как инструментах достижения социально полезных целей и удовлетворения интересов субъектов права см.: Общая теория государства и права. Академический курс: В 3 т. 2-е изд., перераб. и доп. / Отв. ред. проф. М.Н. Марченко. Москва: Зерцало, 2001. Т. 3. С. 292.

⁴ Пугинский Б.И. Гражданско-правовые средства в хозяйственных отношениях. Москва: Юрид. лит., 1984. С. 87.

правовых явлений и относятся к практической части права¹.

Б.И. Минц рассматривает в качестве правовых средств приемы и способы действий, которые выработаны в процессе юридической практики и выражают оптимальные на стадии осуществления прав опции поведения субъектов отношений². С.С. Алексеев указывает, что под правовыми средствами следует понимать инструменты регулирования, в том числе нормы права, договоры, индивидуальные веления и предписания, средства юридической техники и другие, которые рассматриваются в единстве формы и содержания, характерных для них³. Автор отмечает, что правовые средства отличаются субстанциональностью и предполагают возможность, перспективу их использования для достижения требуемого результата⁴. Норму права, правоотношения, акт применения права, акты реализации прав и обязанностей и юридические факты относит к правовым средствам В.Б. Исаков⁵.

Ввиду многообразия предложенных в научной литературе определении следует согласиться с С.А. Карелиной и отметить, что правовые средства в качестве сущностных и наиболее общих черт помимо субстанциональности имеют многоуровневый характер и выступают элементами правовых режимов, механизма правового регулирования, и отнести к их сущностным признакам также направленность на достижение предполагаемых целей⁶, детерминированных целями правового регулирования⁷.

Риск является важным компонентом при оценке перспектив инвестиций. Участники процесса по привлечению инвестиций посредством долгового

¹ Батурина Ю.Б. Правовая форма и правовое средство в системе понятий теории права: автореф. дис. ... канд. юрид. наук. Москва, 2001. С. 3.

² Минц Б.И. Понятие и роль правовых средств в хозяйственных отношениях // Правоведение. Известия высших учебных заведений. 1983. № 2. С. 71.

³ Алексеев С.С. Правовые средства: постановка проблемы, понятие, классификация // Советское государство и право. Москва: Наука, 1987. № 6. С. 12–19.

⁴ Алексеев С.С. Теория права. 2-е изд., перераб. и доп. Москва: Издательство БЕК, 1995. С. 153.

⁵ Исаков В.Б. Фактический состав в механизме правового регулирования / Науч. ред. С.С. Алексеев. Саратов: Изд-во Саратов. ун-та, 1980. С. 14.

⁶ О целевом применении правовых средств см.: Абакумова Е.Б. Административно-правовые средства защиты имущественных интересов войск национальной гвардии Российской Федерации // Административное право и процесс. 2019. № 11. С. 54–57.

⁷ Карелина С.А. Средства правового регулирования отношений несостоятельности (банкротства) // Предпринимательское право. 2009. № 3. С. 41–45.

финансирования сталкиваются с различного рода рисками, связанными с реализацией инвестиционного проекта. Помимо стандартных предпринимательских рисков, присущих деятельности лиц, получающих инвестиции, и которые в некоторой степени вынуждены разделять инвесторы и другие участники инвестиционного процесса, существенное значение в данном контексте приобретают инвестиционные риски. Если в отношении предпринимательских рисков проблемы их сущности и определения разработаны достаточно подробно, хоть и не единообразно, то применительно к инвестиционным рискам глубокого понимания в юридической литературе или правоприменительной практике не сложилось.

На оценочность понятия предпринимательского риска, имеющего соответствующее качественное и количественное закрепление, обратил внимание Т.А. Нуждин¹. Между тем, некоторые исследователи используют следующее описание, которое приближает к нему понятие инвестиционного риска. О.А. Кабышев привел в качестве примера ситуацию, при которой предприниматель, действующий на рынке, вынужден в условиях неопределенности в вероятности получения убытков или прибыли принять решение о выборе одного из альтернативных вариантов поведения². М.Б. Мамсуров в своем определении предпринимательского риска исходит из того, что последний представляет собой вероятность наступления такого рода события, которое повлияет на экономические процессы предпринимателя, его производственные, денежные, материальные ресурсы таким образом, что это повлечет неполучение или уменьшение ожидаемой прибыли, необходимость нести дополнительные расходы или убытки³.

Легальное определение предпринимательского риска в России дано в пункте 2 статьи 929 Гражданского кодекса РФ и включает в свой объем риск неполучения ожидаемых доходов и риск убытков из-за изменения условий

¹ Нуждин Т.А. Комбинированная реорганизация коммерческих организаций: монография. Москва: Юстицинформ, 2018. С. 181.

² Кабышев О.А. Предпринимательский риск: правовые вопросы: дисс. ... канд. юрид. наук. Москва, 1996. С. 37.

³ Мамсуров М.Б. К вопросу страхования предпринимательских рисков // Юридический мир. 2006. № 1. С. 43.

осуществления предпринимательской деятельности или нарушения контрагентами своих обязательств по независящим от предпринимателя обстоятельствам. В литературе отмечается, что к предпринимательским рискам могут быть отнесены лишь те убытки, что несут угрозу сокращения бизнеса или его полной утраты¹. Предпринимательский риск должен быть ожидаем и прогнозируем². Акцент на возможности претерпевания предпринимателем неблагоприятных имущественных последствий ввиду опасности наступления или ненаступления повлекших их событий сделал в своем определении предпринимательского риска В.С. Белых³. Психическое отношение предпринимателя к описанной выше возможности, а также к собственной или чужой деловой активности, в виде осознанного допущения наступления негативных имущественных последствий составляет предпринимательский риск по мнению Е.П. Губина и П.Г. Лахно⁴. О первоочередной важности восприятия риска и его оценки предпринимателем как объективных явлениях присущих деятельности последнего писал В.А. Ойгензихт⁵. В.П. Грибанов, М.И. Брагинский, В.В. Витрянский указывают, что в качестве основополагающего признака предпринимательской деятельности риск как возможность наступления негативных последствий вследствие событий, не зависящих от воли предпринимателя, представляет собой именно объективную категорию⁶.

Инвестиционный риск выступает специфическим элементом, характеризующим инвестиционную деятельность и качественно отличающим ее от других видов экономической деятельности. Исследователи указывают, что инвестиционный риск присутствует на уровне глобальных,

¹ Ермолова О.Н. К вопросу о признаках предпринимательской деятельности // Предпринимательское право. Приложение «Право и Бизнес». 2014. № 3. С. 34.

² Архипов Д.А. Модификация обязательств при наступлении форс-мажора: теория и практика // Судья. 2020. № 7. С. 61.

³ Белых В.С. Правовое регулирование предпринимательской деятельности в России: Монография. Москва, 2005. С. 46.

⁴ Афанасьева Е.Г., Бакшинская В.Ю., Беренштейн И.В. и др. Предпринимательское право Российской Федерации. С. 18.

⁵ Ойгензихт В.А. Проблема риска в гражданском праве. Часть общая. Душанбе: Ирфон, 1972. С. 77.

⁶ Грибанов В.П. Договор купли-продажи по советскому гражданскому праву. Учебное пособие. Москва: МГУ, 1956. С. 33; Брагинский М.И., Витрянский В.В. Договорное право. Договоры о выполнении работ и оказании услуг. Изд. испр. и доп. Кн. 3. Москва: Статут, 2002. С. 16.

экономико-союзных и национальных финансовых рынков, выступает для них движущей силой и **имеет пропорциональную взаимосвязь с величиной возможного будущего дохода**¹.

При проверке налоговыми органами условий сделок между взаимозависимыми лицами в объем инвестиционного риска включаются возможные потери вследствие допущенных при осуществлении инвестиций ошибок, в том числе при выборе объектов для инвестирования². На финансовом рынке Банк России предлагает оценивать отраслевые³, страновые и региональные риски эмитента⁴, финансовые риски⁵, правовые риски⁶, риск потери деловой репутации⁷, стратегические⁸ и вызванные деятельностью эмитента⁹ риски, риски кредитных организаций (если применимо)¹⁰, риски, связанные с реализацией финансируемого проекта, и иные существенные для эмитента риски¹¹.

В литературе отражена позиция, что возникающая у инвестора в условиях неопределенности, зависящей от происходящих на рынке событий¹², необходимость принять инвестиционное решение определяет данную категорию¹³.

¹ Акоюн О.А., Боженко С.Я., Веремеева О.В. и др. Риски финансовой безопасности: правовой формат: монография / Отв. ред. И.И. Кучеров, Н.А. Поветкина. Москва: Норма. Инфра-М, 2018. С. 226, 230.

² Пункт 5 статьи 7 Налогового кодекса Российской Федерации (части первой) от 31.07.1998 г. № 146-ФЗ (ред. от 21.11.2022 г.) // СЗ РФ. 03.08.1998 г. № 31. Ст. 3824.

³ Риски характерные для отрасли, в которой осуществляет свою деятельность эмитент, риски изменения цен на сырье, товары, работы и услуги и влияние потенциального ухудшения в отрасли на исполнимость его обязательств по ценным бумагам.

⁴ Риски, обусловленные политической ситуацией, возможность возникновения чрезвычайных ситуаций, военных конфликтов, забастовок, административно-территориальные, географические и налоговые особенности государства, в котором зарегистрирован эмитент.

⁵ Влияние изменения валютного курса, процентных ставок, инфляции на ключевые финансовые показатели, в том числе на источники финансирования и ликвидность компании.

⁶ Риски, связанные с текущими судебными процессами эмитента, а также с изменениями законодательства: валютного, налогового, таможенного, требований лицензирования деятельности, практики правоприменения судами.

⁷ Риск формирования негативного представления о качестве производимых эмитентом товаров, работ или услуг, или о нестабильном финансово-хозяйственном положении

⁸ Ошибочное определение стратегии развития и деятельности эмитента.

⁹ Возможное негативное воздействие эмитента на окружающую среду или стихийных сил природы на его производственно-хозяйственную деятельность, непродление действия необходимой лицензии, наступление ответственности эмитента по долгам третьих лиц, вероятность потери потребителей или реализации информационных угроз.

¹⁰ В данную группу входят кредитный риск, операционный риск, рыночный риск, риски секьюритизации и ликвидности.

¹¹ Пункт 2.8 Положения Банка России № 714-П.

¹² Татьянников В.А. Риски инвесторов в условиях повышенной неопределенности российского фондового рынка: дисс. ... канд. экон. наук. Екатеринбург, 2001. С. 72.

¹³ Максимов С.Н. Девелопмент. Развитие недвижимости: Организация. Управление. Финансирование. Санкт-Петербург: Питер, 2003. С. 123.

Авторы отмечают, что неопределенность будущего дохода создает для инвестора вероятность потери экономической выгоды в размере разницы между ожидаемым доходом и фактически полученным¹. Е.А. Громова указывает, что к инвестиционным рискам относится не только неполучение отдачи от вложений в полном объеме, но и **риск их потери или обесценивания**². За рубежом инвестиционный риск также рассматривается как возможность или вероятность возникновения убытков по отношению к ожидаемой доходности любой конкретной инвестиции, показатель уровня неопределенности в достижении прибыли в соответствии с ожиданиями инвестора, та степень претворения в жизнь неожиданных событий³.

Российские арбитражные суды при рассмотрении споров допускали включение в объем понятия инвестиционного риска возможность наступления убытков, возникающих в результате обращения ценных бумаг⁴, делистинга акций⁵, акционерные риски в виде вероятности несения убытков от деятельности компании⁶, а также связанных с возможными потерями вследствие допущенных при осуществлении инвестиций ошибок, в том числе в выборе объектов инвестирования, рисков⁷. Некоторые суды общей юрисдикции усмотрели инвестиционные риски в заключении договора добровольного страхования⁸ и в неудаче в получении прибыли в результате планирования проекта⁹.

Некоторые авторы без определения сущностных характеристик инвестиционного риска, отделяющих его от других видов, предлагают предметное

¹ Балабанов И.Т. Риск-менеджмент. Москва: Финансы и статистика, 1996. С. 31–31.

² Громова Е.А. Государственно-частное партнерство и его правовые формы: учебное пособие. Москва: Юстицинформ, 2019. С. 16.

³ The Economic Times. URL: <https://economictimes.indiatimes.com/definition/investment-risk>.

⁴ Постановление Арбитражного суда Уральского округа от 30.09.2019 г. № Ф09-3033/15 по делу № А60-57747/2014 // СПС «КонсультантПлюс».

⁵ Постановление Десятого арбитражного апелляционного суда от 20.12.2017 г. № 10АП-17872/2017 по делу № А41-50861/17 // СПС «КонсультантПлюс».

⁶ Постановление Арбитражного суда Московского округа от 21.05.2018 г. № Ф05-5809/2018 по делу № А40-255442/2016 // СПС «КонсультантПлюс».

⁷ Постановление Одиннадцатого арбитражного апелляционного суда от 17.12.2018 г. № 11АП-18709/2018 по делу № А55-1622/2018 // СПС «КонсультантПлюс».

⁸ Определение Восьмого кассационного суда общей юрисдикции от 09.06.2021 г. № 88-8708/2021 // СПС «КонсультантПлюс».

⁹ Апелляционное определение Московского городского суда от 10.07.2020 г. по делу № 2-4198/2019, 33-23822/2020 // СПС «КонсультантПлюс».

перечисление. В сфере инвестирования в новостройки В.В. Шарапов описывает среди инвестиционных риски двойной продажи квартир, злоупотребления доверием застройщиками, задержки передачи квартиры, нецелевого использования инвестиций, утраты застройщиком прав на земельный участок, прекращения разрешения на строительство, низкое качество готового жилья, несоответствие качества окружающей среды необходимым нормативам, валютные и административные риски, а также риск банкротства застройщика¹. В литературе отмечается, что в связи с введением применения механизмов проектного финансирования в сфере долевого строительства многоквартирных жилых домов инвесторы вынуждены принять на себя также риск отзыва лицензии у банка-держателя счетов-эскроу².

А.В. Майфат полагает, что **разграничить инвестиционный риск с другими видами риска возможно на основе выделения внешних и внутренних причин, вызывающих такое состояние**³. В процессе реализации инвестиционного проекта лицо, получившее инвестиции, может столкнуться с негативными явлениями политического, экономического, административного характера, т. е. такими событиями, которые лежат вне его воли и возможности контроля, с которыми равным образом столкнулся бы каждый субъект, находящийся в его ситуации. Такие факторы формируют **внешние причины возникновения риска**, могут состоять во введении экономических санкций, изменении курса валют, изменении налоговой или экономической политики государства, в котором реализуется инвестиционный проект, и одинаково относятся на всех участников гражданского оборота, в том числе инвесторов. Также в процессе предпринимательской деятельности часть рисков может быть обусловлена принятием неверных операционных или стратегических решений либо в силу небрежного, недостаточного уровня управления, либо ввиду нелояльности или нечестности

¹ Шарапов В.В. Защита инвестиций в новостройки // СПС «КонсультантПлюс». 2014. С. 109.

² Трапезников В.А. Комментарий к Федеральному закону от 30 декабря 2004 г. № 214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» (постатейный). 2-е изд., перераб. и доп. Москва: Проспект, 2020. С. 363.

³ Майфат А.В. Инвестирование: способы, риски, субъекты. С. 79.

менеджмента¹. По мнению А.В. Майфата, именно вторая группа факторов представляет собой **внутренние причины, отношение к которым и формирует особый инвестиционный риск**. В силу того, что инвестор не может участвовать в управлении инвестициями и процессе формирования дохода, а его будущая прибыль зависит исключительно от действий лица, получившего инвестиции, и предопределить активность которого инвестор не имеет правовой возможности, **инвестиционный риск составляет неопределенность в получении прироста капитала, основанная на надежде инвестора на честное и компетентное поведение других лиц**². В литературе отмечается, что риски, возникающие вследствие недостаточности контроля со стороны субъекта над объектом вложений, являются характерными именно для инвесторов³.

Представляется справедливым, что **инвесторы, использующие долговые инструменты финансирования, принимают наравне с долевыми инвесторами и лицами, реализующими инвестиционный проект, риски наступления событий, относящиеся к внешним и не зависящим от воли и поведения таких лиц обстоятельствам. В отношении же внутренних причин, вызванных непосредственным управлением проектом, исходя из общей посылки, что инвестиционный риск вызван невозможностью инвестора влиять на ведение деятельности, приносящей доход, инвесторы, осуществляющие долговое финансирование, принимают на себя риск в большей степени, чем долевыми инвесторы. Для достижения баланса интересов участников инвестиционного процесса большой риск предполагает использование дополнительных инструментов его минимизации и обеспечения защиты интересов таких инвесторов.**

В корпоративном праве широкое применение получила **концепция фидуциарных обязанностей директора** перед корпорацией, нарушение которых

¹ Познер Р.А. Экономический анализ права. В 2 т. Т. 2 / Пер. с англ. под ред. В. Л. Тамбовцева. Санкт-Петербург: Экономическая школа, 2004. С. 556.

² Sash M. Nature of Financial Market Policy. Derivative Instruments. Law. London: Cavendish Publishing Limited, 1995. P. 112. Цит. по: Майфат А.В. Инвестирование: способы, риски, субъекты. С. 81.

³ Батлер У.Э., Гаши-Батлер М.Е. Корпорация и ценные бумаги по праву России и США. Москва: Зерцало, 1997. С. 55.

влечет применение к нему мер ответственности. В литературе отмечается, что ее истоком служит регулирование отношений агентирования и траста в английском праве. Управляющий, получивший имущество в пользование, единолично принимает решения в отношении такового, но связан некоторыми заранее оговоренными нормами поведения, нарушение которых влечет ответственность¹. Англо-американская концепция нашла отражение и в российском праве², поэтому традиционно принято выделять обязанность директора действовать *разумно* (англ. *duty of care*) и *добросовестно (лояльно)* в интересах корпорации (англ. *duty of loyalty*)³. Применение правила о разумности действий директора напрямую связано необходимостью предоставить ему возможность самостоятельно оценивать экономическую целесообразность активности юридического лица и свободно принимать решения, связанные с предпринимательскими рисками. Такое *правило бизнес-решения* (англ. *business judgment rule*) при соблюдении директором определяемого минимума процедурных гарантий при принятии предпринимательского риска позволяет исключить его ответственность за убытки, причиненные в результате такого решения⁴. При этом во многих правовых системах, в том числе и в России, по замечанию Д.В. Степанова и Ю.С. Михальчук, установлен достаточно низкий уровень обязательной осмотрительности, или разумности, директора, поэтому судебная система старается разработать критерии для объективной оценки таких действий на предмет соответствия обязательным правилам, чтобы не допустить судебных суждений в вопросах коммерции, но не в вопросах права⁵.

¹ Justice Walsh Joseph T. The Fiduciary Foundation of Corporate Law // The Journal of Corporation Law. № 27. 2002. P. 333; Muir D.M., Schipani C.A. Fiduciary constraints: correlating obligation with liability. Wake Forest Law Review, Forthcoming, Ross School of Business Paper, № 1075. 2007. URL: <https://ssrn.com/abstract=985313>.

² Пункт 3 статьи 53 Гражданского кодекса РФ устанавливает, что входящие в состав органов юридического лица субъекты обязаны действовать добросовестно и разумно в интересах юридического лица. Описание ситуаций нарушений директором этих стандартов поведения дано в постановлении Пленума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 30.07.2013 г. № 62 «О некоторых вопросах возмещения убытков лицами, входящими в состав органов юридического лица» // Вестник ВАС РФ. 2013. № 10. С. 120–125.

³ Степанов Д.И., Михальчук Ю.С. Ответственность директора перед корпорацией за причиненные ей убытки в судебной практике. Москва: Статут, 2018. С. 9; Sealy L.S. Fiduciary relationships // The Cambridge Law Journal. Vol. 20. Iss. 1. 1962. P. 69–81.

⁴ Bainbridge S. M. The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine // Vanderbilt Law Review. 2004. Vol. 57. № 1. P. 83–130.

⁵ Степанов Д.И., Михальчук Ю.С. Ответственность директора перед корпорацией за причиненные ей убытки в судебной практике. С. 12.

Участники (акционеры) юридического лица самостоятельно выбирают директора, оценивают его опыт, профессионализм и компетенции, утверждают годовые отчеты о деятельности компании¹, поэтому несут риски последствий бизнес-решений, принимаемых в условиях проявления разумности и лояльности управляющего лица. Долевые инвесторы наделены правовой возможностью назначать менеджмент в качестве механизма достижения баланса интересов при таком управленческом риске. Следовательно, **по умолчанию в зависимости от объема юридической возможности выбирать лиц, руководящих инвестиционным проектом, и определять существенные условия его реализации, а также своевременного получения достоверной информации о результатах деятельности предусмотрено применение определенных инструментов митигации рисков и достижения их приемлемого уровня для инвесторов, участвующих в инвестиционном проекте.**

Для долевых инвесторов предусмотрены специальные корпоративные механизмы защиты их прав, например, помимо прав на участие в управлении, контроля и получения информации, это отчуждение акций / долей участия третьим лицам, требование о выкупе акций / долей участия обществом в установленных законом случаях, право на признание недействительным решений собраний, требование о взыскании убытков, причиненных обществу его органами управления.

Инвесторы, осуществляющие долговое финансирование, ввиду отсутствия корпоративных связей с проектными компаниями используют иные, договорные механизмы, для установления такого уровня риска, который был бы приемлемым для них. Во многих случаях при долговом финансировании как способе привлечения инвестиций согласованные инвестором и реципиентом договорные условия могут предоставить первым из них достаточно широкие полномочия в сфере контроля над финансовыми показателями и некоторыми операционными аспектами деятельности, например,

¹ Пункт 2 статьи 33 Закона об обществах с ограниченной ответственностью; статья 48 Закона об акционерных обществах.

посредством установления требований к опыту и репутации контрагентов проектной компании, несоблюдение которых может повлечь прекращение финансирования или досрочное истребование долговых средств. Инвесторы, осуществляющие долговое финансирование, как правило, выступают **выгодоприобретателями по обеспечительным сделкам** и вправе предъявить соответствующие требования лицам, предоставившим обеспечение, обратиться взыскание на заложенное имущество.

Возможны ситуации, когда инвестор совмещает владение инструментами как долгового, так и долевого характера, их можно условно объединить в следующие группы. **Во-первых, инвестор может владеть акциями / долями участия в размере, позволяющими влиять на принятие решений органами управления, и в то же время предоставлять займы проектной компании напрямую или через связанных лиц. Во-вторых, инвестор может являться основным, имеющим фактический корпоративный контроль, кредитором, и миноритарным акционером / участником. Наконец, инвестор может владеть незначительным объемом инструментов как долевого, так и долгового финансирования. В случаях, когда юридические возможности инвестора выбирать лиц, руководящих инвестиционным проектом, определять существенные условия его реализации, а также своевременного получения достоверной информации о результатах деятельности компании, реализующей инвестиционный проект, не совпадают с его фактическими возможностями влиять на реализацию инвестиционного проекта, подлежит установлению содержание общего объема правомочий, как корпоративного, так и договорного характера, для определения применимых средств правовой защиты.**

Так, необходимость определения правовой природы долгового обязательства организации, находящейся в процессе банкротства, для целей установления требований его кредиторов и включения их в реестр требований отмечается российскими высшими судебными инстанциями и связано с институтом **субординирования требований кредиторов должника**. По общему правилу, требования лиц, вытекающие из корпоративных отношений (факта участия в

уставном капитале), не могут быть отнесены к числу требований конкурсных кредиторов общества-банкрота¹. Несмотря на то, что само по себе предоставление займа участником общества не придает правоотношению корпоративный характер², Верховный Суд Российской Федерации указал, что к подобного рода обязательствам могут относиться и такие, которые хоть формально и имеют гражданско-правовую природу, в действительности ими не являются, в том числе, потому что их существование и возникновение было бы невозможно без факта участия займодавца в капитале должника³. **Косвенное влияние таких участников на неэффективное управление обществом, в последующем приведшее к неплатежеспособности последнего, возлагает на них риск банкротства контролируемого должника** и запрет противопоставлять свои требования независимыми кредиторами в деле о банкротстве. С.А. Карелина и И.В. Фролов в рассматриваемом случае предлагают развести ситуации, когда суд переквалифицирует с учетом конечной цели сделок и их реальной правовой природы долговые отношения в корпоративные, и случаи понижения очередности удовлетворения требований без их изменения, но с учетом особых корпоративных отношений инвестора и должника, и присвоить таким лицам статусы *«кредиторов по измененным требованиям субординационного характера»* и *«субординированных кредиторов, связанных с должником»* соответственно⁴.

Высокому риску подвергаются и **контрагенты проектной компании** в сфере реализации товаров, оказания услуг и выполнения работ, **предоставляющие долговое финансирование через коммерческие кредиты и приобретающие некоторый незначительный пакет долевого участия** в проектной компании. По смыслу складывающейся правоприменительной практики судов **в делах о**

¹ Абзац восьмой статьи 2 Закона о банкротстве.

² Определение Судебной коллегии по экономическим спорам Верховного Суда Российской Федерации от 06.08.2015 г. № 302-ЭС15-3973 по делу № А33-16866/2013 // СПС «КонсультантПлюс»; определение Судебной коллегии по экономическим спорам Верховного Суда Российской Федерации от 04.02.2019 г. № 304-ЭС18-14031 по делу № А81-7027/2016 // СПС «КонсультантПлюс».

³ Определение Судебной коллегии по экономическим спорам Верховного Суда Российской Федерации от 06.07.2017 г. № 308-ЭС17-1556(1) по делу № А32-19056/2014 // СПС «КонсультантПлюс»; определение Судебной коллегии по экономическим спорам Верховного Суда Российской Федерации от 06.07.2017 г. № 308-ЭС17-1556(2) по делу № А32-19056/2014 // СПС «КонсультантПлюс».

⁴ Карелина С.А., Фролов И.В. К вопросу о моделях классификации кредиторов в делах о банкротстве // Вестник арбитражной практики. 2020. № 6. С. 20.

банкротстве субординированию могут подвергнуться их требования по основным договорам, имеющим гражданско-правовой характер, только на основании одного факта участия.

Представляется, что под корпоративным займом следует понимать долговые обязательства, которые возникают в связи с участием долевого инвестора в уставном капитале юридического лица, т. е. его интересы в проекте могут быть реализованы исключительно за счет приобретения доли в уставном капитале проектной компании и установление правоотношений, сонованных на долге, является дополнительным (вспомогательным) инструментом финансирования при привлечении инвестиций. Инвесторы, осуществляющие долговое финансирование, наоборот, первоначально устанавливают с проектной компанией обязательственные отношения и рассчитывают на реализацию интереса в проекте за счет получения платы за пользование организаторами их имуществом или масштабирования собственного бизнеса путем получения новых контрактов с проектной компанией, поэтому приобретение инвестором, осуществляющим долговое финансирование, корпоративного статуса обусловлено долговыми обязательствами и вторично по отношению к ним. Таким образом, требования инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, не должны и не могут быть субординированы требованиям других кредиторов несостоятельной проектной компании только на основании факта участия в уставном капитале должника.

Представляется, что инвесторы первой и второй групп, осуществляющие долговое финансирование и имеющие доступ к корпоративному контролю, должны нести риски деятельности проектной компании, вытекающие именно из факта корпоративного участия, даже в отношении долговых инструментов в случае последующего банкротства. **В отношении инвесторов, диверсифицирующих свои риски посредством распределения вложений в долевыми и долговыми инструментами, и не приобретающих фактическую возможность существенным образом влиять на реализацию инвестиционного проекта, по нашему мнению,**

правило о субординировании долговых требований ввиду наличия особых, схожих с корпоративными, отношений с должником также не должно применяться. С такой позицией также солидарны некоторые исследователи¹, однако в российской судебной практике сложился значимый перекос в сторону повсеместного изменения очередности удовлетворения требований.

В литературе отмечается, что специальные **правила для корпоративных займов**, предусматривающие их субординацию в процессе банкротства компании, **отсутствуют в большинстве европейских правовых порядков**, например, во Франции, Дании, Финляндии, Бельгии, Нидерландах, Мальте, Кипре, Греции, Чехии, странах Прибалтики, а также в Соединенном Королевстве и Ирландии². В США возможна переквалификация заемного финансирования во вклад в уставный капитал общества по законам отдельных штатов (англ. *recharacterization*), при этом четких и единообразных тестов в судебной практике не выработано³. В свою очередь, в Германии долговые инвесторы, владеющие некоторым объемом долевых инструментов, могут столкнуться с **субординированием своих долговых требований как общим правилом**. Корпоративная доктрина, выработанная судебной практикой⁴, закреплённая в законодательстве⁵ и применяющаяся в отношениях банкротства⁶, позволяет судам переквалифицировать долговые отношения между инвестором и должником в отношения по поводу вклада в уставный капитал (нем. *kapitalersetzendes darlehen*), если долговое финансирование

¹ Стасюк И.В. Квалификация заемных требований участника общества к обществу в деле о банкротстве. Комментарий к Определениям Судебной коллегии по экономическим спорам ВС РФ от 06.07.2017 № 308-ЭС17-1556(1) и 308-ЭС17-1556(2) // Вестник экономического правосудия Российской Федерации. 2017. № 11. С. 8–12.

² McCormack G., Keay A., Brown S., Dahlgreen J. Study on a new approach to business failure and insolvency. Comparative legal analysis of the Member States' relevant provisions and practices / Directorate-General for Justice and Consumers (European Commission). University of Leeds, 2016. P. 124–125.

³ Kilborn J. National Report for the United States // Ranking and Priority of Creditors / Ed. by D. Faber, N. Vermunt, J. Kilborn. Oxford: Oxford University Press, 2016. P. 586.

⁴ Bachner T. Creditor Protection in Private Companies. Anglo-American Perspectives for a European Legal Discourse. Cambridge: Cambridge University Press, 2009. P. 140.

⁵ Gesetz betreffend die gesellschaften mit beschränkter haftung, GmbHG, 20.04.1892. URL <https://www.gesetze-im-internet.de/gmbhg/GmbHG.pdf>. И.В. Кокорин указывает на статью 32а Закона Германии об обществах с ограниченной ответственностью, которая в настоящий момент исключена из текста нормативного правового акта. См.: Кокорин И.В. Все кредиторы равны, но некоторые равнее других. К вопросу о субординации корпоративных займов при банкротстве в России, Германии и США // Вестник экономического правосудия Российской Федерации. 2018. № 2. С. 129.

⁶ Paulus C., Berberich M. National Report for Germany // Ranking and Priority of Creditors / Ed. by D. Faber, N. Vermunt, J. Kilborn. Oxford: Oxford University Press, 2016. P. 297.

было предоставлено в период, когда разумный предприниматель совершил бы такой вклад. Между тем, в Германии Положение о банкротстве¹ устанавливает **исключение для миноритарных участников, не выполняющих функции управляющих должностных лиц компании. Применение такого правила представляется рациональным и подлежащим имплементации в российский правовой порядок.**

Помимо специфических рисков инвесторы в процессе долгового финансирования как способа привлечения инвестиций сталкиваются с **общими рисками реализации инвестиционного проекта. Прежде всего, это социальная и политическая нестабильность государства, в котором осуществляется финансируемая деятельность. Правовое регулирование, правоприменительная практика судов и государственных учреждений** влияют практически на все аспекты деятельности проектной компании. Особое значение для инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, имеет **признание судами их обеспечительных прав**, т. е. фактическая исполнимость сделок по обеспечению возвратности вложений (особенно актуально для стран правовой системы шариата), а также наличие и применимость **режимов несостоятельности (банкротства)** проектной компании, признающих права и преимущества таких инвесторов перед другими кредиторами. Внутреннее правовое регулирование страны, в которой последняя инкорпорирована, в части гибкости **корпоративного управления и способности проектной компании распределять прибыль** среди акционеров / участников, может способствовать приоритету использования инструментов долгового финансирования в случае чрезмерной строгости регулирования. Инвесторы оценивают эффективность ограничения личной ответственности долевого инвестора по обязательствам проектной компании и реальные преимущества от такового, соблюдение прав миноритарных акционеров / участников (долевых инвесторов, не обладающих правовыми возможностями влиять на управление и деятельность компании), а также действительность и исполнимость акционерных соглашений (соглашений об осуществлении прав

¹ Abs. 2 § 39 Insolvenzordnung, InsO, 05.10.1994. URL: <https://www.gesetze-im-internet.de/insol/InsO.pdf>.

участников проектной компании) в части ограничений на отчуждение акций / долей участия в проектной компании, реализации и передачи преимущественных прав и права голоса на общих собраниях¹.

Ключевым фактором в выборе инструментов финансирования при привлечении инвестиций выступает применимый **налоговый режим**. При этом инвестор учитывает не только **аспекты налогообложения деятельности проектной компании**, включая учет стоимости ее активов, возможность вычета затрат, в том числе процентных платежей и амортизационных отчислений, для формирования налогооблагаемой базы, необходимость выплаты роялти правительству страны, в которой реализуется проект, но и **режим налогообложения собственной прибыли**. В том случае когда за регистрацию сделок долгового финансирования при привлечении инвестиций и тех, что имеют обеспечительный характер, предусмотрена **уплата государственных пошлин, нотариальных и иных сборов**, инвесторы, осуществляющие долговое финансирование, могут столкнуться с тем, что стоимость таких сборов будет прямо зависеть от объема предоставленного финансирования или обеспечения, ввиду чего им **предложат уменьшить размер предоставляемого покрытия, чтобы снизить суммы пошлин и сборов**, т. е. согласиться на недостаточное обеспечение своих долговых вложений. Распространенной практикой является **удержание проектной компанией налога с процентов по долговым договорам инвесторов**, преимущественно в отношении иностранных лиц, поэтому размер обязательств перед ними может определяться, исходя из необходимости компенсировать сумму удержанного налога. Освобождение от удержания может быть предоставлено в соответствии с применимым **договором об избежании двойного налогообложения**. Например, Соглашение между Россией и Швейцарией 1995 года² в статье 11 устанавливает, что доход от долговых требований любого вида независимо от права на участие в прибылях должника и их ипотечного

¹ Dewar J. Op. cit. P. 8.

² Соглашение между Российской Федерацией и Швейцарской Конфедерацией об избежании двойного налогообложения в отношении налогов на доходы и капитал / Заключено в г. Москве 15.11.1995 г. (ред. от 24.09.2011 г.) // СЗ РФ. 09.06.1997 г. № 23. Ст. 2666.

обеспечения и, в частности, доход от долговых обязательств, от облигаций или государственных ценных бумаг, включая премии и выигрыши, связанные с такими обязательствами, облигациями и бумагами, за исключением штрафов за просроченные платежи и процентов, рассматриваемых как дивиденды, подлежит налогообложению только в государстве резидентства получателя. Аналогичные положения содержатся в соглашениях России с Кипром¹, Гонконгом², Сингапуром³, ОАЭ⁴, США⁵, Германией⁶, Францией⁷, Соединенным Королевством Великобритании и Северной Ирландии⁸. Соглашение с Турцией, напротив, допускает также взимание налогов и в государстве, в котором такой процентный

¹ Соглашение между Правительством Российской Федерации и Правительством Республики Кипр об избежании двойного налогообложения в отношении налогов на доходы и капитал / Заключено в г. Никозии 05.12.1998 г. (ред. от 08.09.2020 г.) // СЗ РФ. 13.09.1999 г. № 37. Ст. 4447.

² Соглашение между Правительством Российской Федерации и Правительством Специального административного района Гонконг Китайской Народной Республики об избежании двойного налогообложения и предотвращении уклонения от налогообложения в отношении налогов на доходы / Заключено в г. Гонконге 18.01.2016 г. // СЗ РФ. 23.01.2017 г. № 4. Ст. 521.

³ Соглашение между Правительством Российской Федерации и Правительством Республики Сингапур об избежании двойного налогообложения и предотвращении уклонения от налогообложения в отношении налогов на доходы / Заключено в г. Москве 09.09.2002 г. (ред. от 17.11.2015 г.) // СЗ РФ. 06.04.2009 г. № 14. Ст. 1588

⁴ Соглашение между Правительством Российской Федерации и Правительством Объединенных Арабских Эмиратов о налогообложении дохода от инвестиций Договаривающихся государств и их финансовых и инвестиционных учреждений / Заключено в г. Абу-Даби 07.12.2011 г. // Бюллетень международных договоров. 2014 г. № 2.

⁵ Договор между Российской Федерацией и Соединенными Штатами Америки об избежании двойного налогообложения и предотвращении уклонения от налогообложения в отношении налогов на доходы и капитал / Подписан в г. Вашингтоне 17.06.1992 г. // СЗ РФ. 19.04.1999 г. № 16. Ст. 1938. Договор ратифицирован Постановлением Верховного Совета Российской Федерации от 22.10.1992 г. № 3702-1 «О ратификации договора между Российской Федерацией и Соединенными Штатами Америки об избежании двойного налогообложения и предотвращении уклонения от налогообложения в отношении налогов на доходы и капитал» // Ведомости СНД и ВС РФ. 19.11.1992 г. № 46. Ст. 2617.

⁶ Соглашение между Российской Федерацией и Федеративной Республикой Германия от 29.05.1996 г. «Об избежании двойного налогообложения в отношении налогов на доходы и имущество» (ред. от 15.10.2007 г.) // СЗ РФ. 23.02.1998 г. № 8. Ст. 913.

⁷ Конвенция между Правительством Российской Федерации и Правительством Французской Республики от 26.11.1996 г. «Об избежании двойного налогообложения и предотвращении уклонения от налогов и нарушения налогового законодательства в отношении налогов на доходы и имущество» // СЗ РФ. 24.05.1999 г. № 21. Ст. 2527. Конвенция ратифицирована Федеральным законом от 08.02.1998 г. № 18-ФЗ «О ратификации Конвенции между Правительством Российской Федерации и Правительством Французской Республики об избежании двойного налогообложения и предотвращении уклонения от налогов и нарушения налогового законодательства в отношении налогов на доходы и имущество» // СЗ РФ. 16.02.1998 г. № 7. Ст. 789.

⁸ Конвенция между Правительством Российской Федерации и Правительством Соединенного Королевства Великобритании и Северной Ирландии от 15.02.1994 г. «Об избежании двойного налогообложения и предотвращении уклонения от налогообложения в отношении налогов на доходы и прирост стоимости имущества» и Соглашение, заключенное в форме обмена нотами, о применении отдельных положений Конвенции // СЗ РФ. 05.07.1999 г. № 27. Ст. 3188. Конвенция ратифицирована Федеральным законом от 19.03.1997 г. № 65-ФЗ «О ратификации Конвенции между Правительством Российской Федерации и Правительством Соединенного Королевства Великобритании и Северной Ирландии об избежании двойного налогообложения и предотвращении уклонения от налогообложения в отношении налогов на доходы и прирост стоимости имущества и Соглашения между Правительством Российской Федерации и Правительством Соединенного Королевства Великобритании и Северной Ирландии от 15 февраля 1994 года, заключенного в форме обмена нотами, о применении отдельных положений Конвенции» // 24.03.1997 г. № 12. Ст. 1388.

доход возник, но в размере, не превышающем десяти процентов от общей суммы¹.

Следующим важным для оценки инвестором, осуществляющим долговое финансирование, аспектом является **промышленное регулирование**, так как многие инвестиционные проекты осуществляются в регулируемых отраслях экономики. Подавляющее большинство стран, независимо от уровня их экономического развития и политической ситуации, устанавливают режимы лицензирования и регуляторный надзор за компаниями, оказывающими услуги в сфере коммунального хозяйства, например, в телекоммуникации, водоснабжении и электроэнергетике, в области транспорта и других секторах инфраструктуры². Немаловажную роль играют правовые нормы, определяющие права и обязанности, возлагаемые на проектную компанию, а также вероятность риска изменения правового режима регулирования в ущерб проектной компании и ее инвесторам, в частности³. Помимо соблюдения законодательно установленных ограничений и выполнения возложенных обязанностей в определенных сферах деятельности при реализации инвестиционного проекта зачастую необходимо получать **широкий спектр разрешений и согласий** уполномоченных государственных органов, начиная со сферы экологии и землепользования и заканчивая аспектами, вытекающими из соображений безопасности и социальной эффективности. Инвесторы оценивают риски необходимости получения каких-либо разрешений, возможность их получения без чрезмерных издержек и затрат, риск отзыва разрешений, наличие руководящих разъяснений уполномоченных органов и ясность критериев оценки компетентности получателя разрешения, а также способность самого инвестора в случае реализации обеспечительных прав и вступления в управление проектной компанией или ее активами получить такое разрешение и осуществлять инвестиционный проект⁴.

Риск-формирующим фактором, который необходимо учитывать инвесторам,

¹ Статья 11 Соглашения между Правительством Российской Федерации и Правительством Турецкой Республики об избежании двойного налогообложения в отношении налогов на доходы / Заключенного в г. Анкаре 15.12.1997 г. // СЗ РФ. 07.02.2000 г. № 6. Ст. 614.

² Fletcher P.D., Worenklein J.J. Regulatory considerations in the project financing of an independent power production facility // Journal of Energy & Natural Resources Law. 1990. Vol. 8. № 1–4. P. 280–290.

³ Dewar J. Op. cit. P. 8–9.

⁴ Dewar J. Op. cit. P. 10.

осуществляющим долговое финансирование, для оценки инвестиционной привлекательности проекта, выступают **иммиграционная политика** и **таможенное регулирование**. Использование ключевых товаров и оборудования может быть осложнено, например, установленными в стране реализации проекта специальными, антидемпинговыми и компенсационными таможенными пошлинами¹ или полным запретом на импорт или ввоз определенной категории товаров², а также мерами подобного характера на целевых экспортных рынках.

Не последнее место среди подлежащих учету и урегулированию среди рисков инвестора, осуществляющего долговое финансирование, занимает соблюдение проектной компанией требований **экологических стандартов**, выполнение **социальных обязательств** и поддержание уровня **гарантированности прав человека**. Международное сообщество разрабатывает **принципы и стандарты**, призванные обеспечить социальную и экологическую устойчивость и широко применимые даже в странах с отсутствующим природоохранным законодательством. Например, в рамках проектного финансирования распространение получили *«Принципы Экватора»* – принятая финансовыми институтами система для определения, оценки и управления экологическими и социальными рисками, предназначенная для обеспечения минимального стандарта должной осмотрительности при принятии ответственных решений и мониторинга и применяющаяся глобально, ко всем отраслям и в отношении финансовых продуктов по оказанию консультационных услуг по проектному финансированию, непосредственно сделок проектного финансирования, связанных с ним корпоративных заимствований, мезонинного финансирования, рефинансирования или финансирования приобретения

¹ Глава 12 Таможенного кодекса Евразийского экономического союза (ред. от 29.05.2019 г.) / Приложение № 1 к Договору о Таможенном кодексе Евразийского экономического союза / Подписан в г. Москве 11.04.2017 г. // Официальный интернет-портал правовой информации <http://www.pravo.gov.ru>. 09.01.2018 г. Ратифицирован Федеральным законом от 14.11.2017 г. № 317-ФЗ «О ратификации Договора о Таможенном кодексе Евразийского экономического союза» // СЗ РФ. 20.11.2017 г. № 47. Ст. 6843.

² Решение Коллегии Евразийской экономической комиссии от 21.04.2015 г. № 30 (ред. от 13.09.2022 г.) «О мерах нетарифного регулирования» // Официальный сайт Евразийского экономического союза <http://www.eaunion.org/>. 22.04.2015 г.

компании¹. Подобные стандарты внедрила Международная финансовая корпорация. Их основные направления включают рациональное использование ресурсов и предотвращение загрязнения окружающей среды, сохранение биологического разнообразия и устойчивое управление живыми природными ресурсами, рабочий персонал и условия труда, охрану здоровья и обеспечение безопасности населения, коренные народы, культурное наследие, приобретение земельных участков и вынужденное переселение².

Таким образом, в связи с применением инструментов долгового финансирования инвесторы несут не только специфический инвестиционный риск, но и общие риски, вызванные реализацией инвестиционного проекта. Последние, прежде всего, связаны с социальной, политической стабильностью государства, в котором осуществляется деятельность, в которую инвестор вложил имущество, определяющие устойчивость правового регулирования и предсказуемость правоприменения. Прямое отношение к инвесторам, осуществляющим долговое финансирование, имеют режим налогообложения его прибыли, удержание налогов проектной компанией, необходимость уплаты государственных пошлин и сборов в процессе заключения и удостоверения долговых и обеспечительных сделок, возможность принудительной реализации обеспечения и беспрепятственного вхождения инвестора в управление проектом, наличие и применимость режимов несостоятельности (банкротства) проектной компании, признающих права и установленные нормами права преимущества таких инвесторов перед другими кредиторами. Важное значение имеют такие правовые аспекты деятельности проектной компании, как применимое корпоративное, налоговое, промышленное, таможенное, иммиграционное, экологическое правовое регулирование, обеспеченность получения необходимых лицензий, разрешений, согласий органов публичной власти и других лиц, выполнение социальных обязательств и

¹ Информация об Ассоциации Принципов Экватора представлена на официальном сайте: <https://equator-principles.com>. Однако в настоящий момент нет сведений о том, что какая-либо российская финансовая организация вступила в Ассоциацию и приняла принципы в качестве руководящих.

² Стандарты деятельности по обеспечению экологической и социальной устойчивости от 01.01.2012 г. Международной финансовой организации Группы Всемирного банка представлены на официальном сайте: <https://www.ifc.org>.

поддержание уровня гарантированности прав человека как самой проектной компанией, так и ее контрагентами для сохранения деловой репутации на должном уровне. Инструменты митигации рисков инвесторов при осуществлении долгового финансирования как способа привлечения инвестиций будут рассмотрены в следующей главе настоящего диссертационного исследования.

Выводы. Инвесторы, использующие долговые инструменты финансирования, принимают наравне с долевыми инвесторами и лицами, реализующими инвестиционный проект, риски наступления событий, относящиеся к внешним и не зависящим от воли и поведения таких лиц обстоятельствам. **В отношении же внутренних причин,** вызванных непосредственным управлением проектом, исходя из общей посылки, что инвестиционный риск вызван невозможностью инвестора влиять на ведение деятельности, приносящей доход, **инвесторы, осуществляющие долговое финансирование, принимают на себя риск в большей степени, чем долевыми инвесторы.** Для достижения баланса интересов участников инвестиционного процесса больший риск предполагает использование дополнительных правовых средств по его минимизации и обеспечению защиты интересов таких инвесторов

В зависимости от объема урегулированной нормами права возможности выбирать лиц, руководящих инвестиционным проектом, и определять существенные условия его реализации, а также своевременного получения достоверной информации о результатах деятельности, предусмотрено **применение определенных правовых средств митигации рисков** и достижения их приемлемого уровня для инвесторов, участвующих в инвестиционном проекте. Ввиду отсутствия корпоративных связей с проектными компаниями инвесторы, осуществляющие долговое финансирование, для достижения указанной цели используют **договорные механизмы.** Согласованные инвестором и реципиентом договорные условия могут предоставить первым из них достаточно **широкие полномочия в сфере контроля над финансовыми показателями и некоторыми операционными аспектами деятельности проектной компании.** Инвесторы, осуществляющие долговое финансирование, как правило, выступают

выгодоприобретателями по обеспечительным сделкам и вправе предъявить соответствующие требования лицам, предоставившим обеспечение, обратить взыскание на заложенное имущество.

Инвесторы могут **совмещать владение инструментами как долгового, так и долевого характера**, и могут быть условно объединены в следующие группы. Первая включает в себя инвесторов, являющихся **основными, имеющими фактический корпоративный контроль, кредиторами и миноритарными акционерами / участниками**. Ко второй из них следует отнести лиц, которые **владеют акциями / долями участия** в размере, позволяющими влиять на принятие решений органами управления, **и в то же время предоставляют займы проектной компании** напрямую или через связанных лиц. Наконец, третью группу составляют лица с **незначительным объемом инструментов как долевого, так и долгового финансирования**. В случаях, когда установленные нормами права возможности инвестора выбирать лиц, руководящих инвестиционным проектом, определять существенные условия его реализации, а также своевременно получать достоверную информацию о результатах деятельности не совпадают с его фактическими возможностями влиять на реализацию инвестиционного проекта для **определения применимых средств правовой защиты подлежит установлению содержание общего объема правомочий** как корпоративного, так и договорного характера.

Инвесторы, осуществляющие долговое финансирование, первой и второй групп, **имеющие доступ к корпоративному контролю**, должны нести **риски деятельности проектной компании**, вытекающие именно из факта корпоративного участия, даже в отношении долговых инструментов в случае последующего банкротства. В отношении **инвесторов**, диверсифицирующих свои риски посредством распределения вложений в долевыми и долговыми инструментами, и **не приобретающих фактическую возможность** существенным образом **влиять на реализацию инвестиционного проекта, правило о субординировании долговых требований** ввиду наличия особых, схожих с корпоративными, отношений с должником также не должно применяться.

Для целей регулирования отношений банкротства проектной компании под **корпоративным займом** следует понимать долговые обязательства, которые возникают **в связи с участием** долевого инвестора **в уставном капитале юридического лица**, т. е. его интересы в проекте могут быть реализованы исключительно за счет приобретения доли в уставном капитале проектной компании и установление правоотношений, основанных на долге, является дополнительным (вспомогательным) инструментом финансирования при привлечении инвестиций. **Инвесторы, осуществляющие долговое финансирование**, наоборот, **первостепенно устанавливают с проектной компанией обязательственные отношения** и рассчитывают на реализацию интереса в проекте за счет получения платы за пользование проектной компанией их имуществом или масштабирования собственного бизнеса путем получения новых контрактов с проектной компанией, поэтому **приобретение инвестором, осуществляющим долговое финансирование, корпоративного статуса обусловлено долговыми обязательствами и вторично по отношению к ним**. Таким образом, требования инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, не должны и не могут быть субординированы требованиям других кредиторов несостоятельной проектной компании только на основании факта участия в уставном капитале должника.

§ 3.2. Правовые средства обеспечения интересов инвесторов при осуществлении долгового финансирования как способа привлечения инвестиций

При принятии решения о выборе правовой формы оформления отношений участники инвестиционного проекта стремятся снизить связанные с его реализацией риски, сбалансировать интересы и распределить ответственность между собой. Инвесторы, осуществляющие долговое финансирование, могут использовать как отдельно, так и в совокупности целый набор правовых средств. Прежде всего, как было отмечено в предыдущем параграфе, это заключение **обеспечительных сделок** в отношении исполнения долговых обязательств проектной компании. **Предоставленное обеспечение, как правило, не гарантирует инвестору возврат всей суммы вложенных средств, но придает уверенность в том, что его требование будет иметь преимущественное положение перед требованиями других кредиторов и долевых инвесторов проектной компании и будет оплачено в пределах стоимости активов, в отношении которых совершена обеспечительная сделка в случае банкротства.** Как было описано ранее и подтверждается мировой практикой, основополагающим выступает положение о том, что **права долговых кредиторов должника всегда должны иметь более сильную и приоритетную защиту, чем права акционеров / участников и других контрагентов проектной компании, в связи с чем в рамках долгового финансирования как способа привлечения инвестиций обеспечение выступает механизмом, предоставляющим инвесторам, осуществляющим долговое финансирование, набор правовых средств, подтверждающих такую предпосылку¹.**

В рамках инвестиционного проекта обеспечение финансирования включает в себя (а) **покрытие, предоставляемое спонсорами в отношении их акций /**

¹ Dewar J. Op. cit. P. 321.

долей участия в проектной компании, (б) покрытие, предоставляемое проектной компанией в отношении принадлежащих ей активов¹. Однако не во всех правопорядках предоставление обеспечения является простым, недорогим и эффективным механизмом. В отличие от стран с развитыми правовыми системами и опытом признания и исполнения сложных, новаторских, структурированных финансовых и торговых сделок, в развивающихся странах инвестор может столкнуться с тем, что **предоставление обеспечения невозможно либо не будет реализовано на практике в отношении какого-либо типа активов**, например, материальных или нематериальных, движимого или недвижимого, оборотных или основных средств, уже существующего имущества или того, что появятся в будущем.

Традиционно проектная компания предоставляет обеспечение за счет всего принадлежащего ей имущества: основных материальных средств (зданий, земельных участков, проектной площадки, оборудования и т. д.), запасов сырья и продукции, прав по контрактам (например, на поставку продукции или сырья, техническое обслуживание и эксплуатацию объектов проекта, маркетинговых и иных соглашений), прав из разрешений на эксплуатацию и лицензий (если применимо), прав на объекты интеллектуальной собственности, прав на страховые выплаты, денежных средств от расчетов с дебиторами, получаемых в качестве мер государственной поддержки², а также размещенных на депозитах или в иных инвестиционных инструментах³.

Обременение имущества и платежей по договорам проектной компании выступает существенным, но не исчерпывающим предметом сделок по обеспечению исполнения обязательств перед инвесторами, осуществляющими долговое финансирование. Обеспечение, безусловно, предоставляется в наибольшем возможном объеме для покрытия всей суммы долга, однако **с инвестиционной точки зрения выгодоприобретатели (инвесторы, осуществляющие долговое финансирование) не имеют намерения привести**

¹ Dewar J. Op. cit. P. 319.

² Например, пункты 5, 6 статьи 6 Закона о защите и поощрении капиталовложений.

³ Dewar J. Op. cit. P. 326–341.

его в исполнение, выйти из проекта и реализовать свой обеспечительный интерес. **Обеспечительные сделки** заключаются с целью предоставить инвесторам, осуществляющим долговое финансирование, подкрепленную нормами права возможность управлять коммерческим и финансовым состоянием проекта, своевременно быть осведомленными о ситуациях, предупреждение которых необходимо для его успешной реализации и недопущения дефолта по долговым обязательствам в соответствии с первоначально разработанными графиками погашения.

В литературе отмечается, что **управление** представляет собой возможность управляющего лица воздействовать на других лиц и объекты для достижения конкретных целей и характеризуется двумя элементами: **руководством** как непосредственным воздействием на объект управления и **контролем** как проверкой состояния объекта на предмет наступления нежелаемых событий¹. **Долговой характер инвестиционных отношений предопределяет применение инвестором классических правовых средств обеспечения исполнения гражданско-правовых обязательств, основанных на долге, обычно используемых кредиторами для формирования закрепленной нормами права возможности контролировать финансовое состояние должника, но инвестиционная составляющая предполагает предоставление инвестору при наступлении определенных негативных обстоятельств правовых средств руководства деятельностью проектной компании.**

Для достижения указанных целей **инвесторы, осуществляющие долговое финансирование, в большинстве случаев стремятся получить обеспечение по долговым обязательствам перед ними за счет обременения в их пользу акций / долей участия в проектной компании, принадлежащих спонсорам и другим долевым инвесторам.** Участие спонсоров в проекте обуславливает выбор инвесторов в пользу долгового финансирования конкретного проекта, поэтому

¹ Das U.C., Mishra A.K. Management Concepts and Practices / Ed. and rev. by S. K. Acharya, B. R. Mishra, R. R. Das // Directorate of Distance & Continuing Education Utkal University, Vani Vihar, Bhubaneswar. 2019. P. 9; Бевзенко Р.С. Вещное обеспечение как механизм контроля и управления активами должника // Вестник гражданского права. 2018. № 1. С. 10.

последние заинтересованы в том, чтобы **выход спонсора из участия в проектной компании и реализации инвестиционного проекта был затруднен**¹. Кроме того, во многих правопорядках **контроль над акциями / долями участия в проектной компании позволяет кредиторам обеспечить себе возможность управления проектной компанией** через право назначения исполнительных органов, что необходимо для создания максимально возможной **гибкости в отношении любых мероприятий, реализуемых в кризисных ситуациях** для выхода из них.

Осуществление инвестиционного проекта может быть завязано на получении проектной компанией специальной **лицензии**, иного **разрешения** или **согласия** от органов публичной власти или третьих лиц, а также **на имуществе, передача, предоставление в пользование или отчуждение которых могут быть невозможны** или не могут быть гарантированы, так как зависят от воли неподконтрольных участникам инвестиционного проекта лиц. В таких ситуациях именно **отчуждение акций / долей участия в проектной компании, если таковое косвенно не ограничено условиями лицензий, разрешений органов публичной власти или условиями договоров**, стороной которых выступает проектная компания и исполнение которых необходимо для проектной деятельности, в пользу инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, **гарантирует им возможность вступить в управление компанией и продолжить реализацию проекта**, а также предусматривает более быстрые и менее дорогостоящие процедуры, чем отчуждение некоторых видов имущества.

Для достижения целей инвесторов проектной компании, осуществляющих долговое финансирование, значительный интерес представляют **корпоративные договоры**. В зависимости от правовой схемы выстраиваемой инвесторами сделки по долговому финансированию инвестиционного проекта могут использоваться как **классические корпоративные договоры** между участниками проектной компании, так и **квазикорпоративные договоры**, предполагающие участие в них кредиторов и иных третьих лиц. Гражданский кодекс РФ предусматривает, что

¹ Речь идет о ситуации, когда спонсор приходит к выводу, что экономические преимущества от выхода из проекта и отчуждения акций / долей участия третьим лицам существенно превышают убытки, которые он понесет в связи с необходимостью возмещения ущерба кредиторам, вызванного нарушением спонсором договорных обязательств.

такие соглашения могут устанавливать обязанность спонсоров осуществлять свои корпоративные права, в том числе права голоса на общих собраниях, определенным образом, согласованно осуществлять иные действия по управлению хозяйственным обществом, воздерживаться или отказаться от осуществления корпоративных прав (в том числе преимущественных), а также воздерживаться от отчуждения акций / долей участия до наступления определенных обстоятельств, отчуждать или приобретать акции или доли в уставном капитале при наступлении определенных обстоятельств или по определенной цене¹.

Инвесторы, осуществляющие долговое финансирование, смогут обеспечить соблюдение достигнутых корпоративных договоренностей в судебном порядке в России только в случае, если они выступят одновременно долевыми инвесторами и корпоративный договор будет заключен между всеми участниками проектной компании. Такой юридический состав позволит признать решение органа юридического лица недействительным в судебном порядке, т. е. аннулировать его правовой эффект, однако не повлечет автоматического признания недействительными уже совершенных сделок с третьими лицами. **Других действенных правовых механизмов по обеспечению исполнения обязательств из корпоративного договора, как, например, известные некоторым правопорядкам волезамещающие или волевосполняющие решения судов, в российском праве не предусмотрено. В случае квазикорпоративного договора, инвесторы, осуществляющие долговое финансирование, не смогут повлиять на уже принятые решения и свершенные сделки.** Стоит отметить, что в настоящее время в России **формируется судебная практика²**, опирающаяся на принцип свободы договора, закрепленный в статье 421 Гражданского кодекса РФ и разъяснениях Пленума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации, которые изложены в пунктах 1–3 Постановления Пленума ВАС РФ № 16 «О свободе договора и ее

¹ Статья 67.2 Гражданского кодекса РФ.

² См.: постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 11.04.2019 г. № 09АП-60340/2018 по делу № А40-118958/18 // СПС «КонсультантПлюс»; оставлено без изменения постановлением Арбитражного суда Московского округа от 18.07.2019 г. № Ф05-11301/2019 по делу № А40-118958/18 // СПС «КонсультантПлюс».

пределах»¹, признающая возможность заключения по своей природе смешанных корпоративных договоров, которые включают в себя как положения акционерных соглашений / соглашений о порядке реализации прав участников общества с ограниченной ответственностью, так и положения, регулирующих иные права и обязанности сторон – например, соглашения о порядке реализации проекта².

Договоры об осуществлении прав акционеров известны многим правовым порядкам. Австрийское корпоративное право в некоторых случаях, когда соглашения направлены на достижение совместной цели, может признать их одним из видов договора простого товарищества. Во Франции применение таких договоров (франц. *conventions de vote*) ограничено и может быть связано исключительно с порядком голосования на конкретном собрании, т. е. не имеет длящегося характера³.

В праве Германии корпоративные договоры не получили специального закрепления, однако широко распространены, в том числе для обеспечения прав инвесторов⁴, и основаны на базовых принципах гражданского права, в частности, на свободе договора⁵. Исследователи приходят к выводу, что в иных случаях корпоративные соглашения допускаются законодательством *a contrario*⁶. Законодательно установлена недействительность договора, по которому акционер обязан осуществлять право голоса по указанию самого общества, наблюдательного совета или правления (нем. *stimmbindungsverträge*)⁷. Следует отметить, что круг субъектов корпоративного договора в Германии формально не определен, что позволяет инвесторам, осуществляющим долговое финансирование, использовать

¹ Постановление Пленума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 14.03.2014 г. № 16 «О свободе договора и ее пределах» // Вестник ВАС РФ. 2014. № 5. С. 85–91. Далее – *Постановление Пленума ВАС РФ № 16 «О свободе договора и ее пределах»*.

² Постановление Арбитражного суда Западно-Сибирского округа от 31.01.2020 г. № Ф04-6722/2019 по делу № А45-19283/2017 // СПС «КонсультантПлюс»; постановление Арбитражного суда Уральского округа от 22.12.2020 г. № Ф09-6761/20 по делу № А50-30519/2019 // СПС «КонсультантПлюс».

³ Суханов Е.А. Сравнительное корпоративное право. Москва: Статут, 2014. С. 218.

⁴ Maidl J., Kreifels R. Beteiligungsverträge und ergänzende Vereinbarungen // NZG. 2003. S. 1091–1095.

⁵ Abs. 5 § 23 Aktiengesetz, AktG, 06.09.1965. URL: <https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/AktG.pdf>; § 140 Kapitalanlagegesetzbuch, KAGB, 04.07.2013. URL: <https://www.gesetze-im-internet.de/kagb/KAGB.pdf>; § 3, 47 GmbHG.

⁶ Степанов Д.И., Фогель В.А., Шрамм Х.-И. Корпоративный договор: подходы российского и немецкого права к отдельным вопросам регулирования // Вестник ВАС РФ. 2012. № 10. С. 28.

⁷ Abs. 2 § 136, AktG.

данный договорный инструмент для обеспечения своих интересов¹. Однако поскольку участники общества обязаны принимать участие в его делах², суды, руководствуясь правилом о запрете противных нравственности сделок³, **ограничивают действительность положений, предусматривающих передачу третьему лицу права в полном объеме определять поведения участников общества.** В литературе отмечается, что такая бланкетная норма на практике позволяет суду вмешаться в ситуацию злоупотребления правами или их ущемления и проконтролировать корпоративный договор по существу⁴. Несмотря на дискуссионность вопроса, немецкое процессуальное законодательство предоставляет возможность **защитить нарушенные несоблюдением корпоративного договора права путем принятия волезамещающего судебного акта**⁵ или для обязательств воздерживаться от совершения действий путем **присуждения к выплате денежного штрафа либо, в случае невозможности его взыскания, к лишению свободы**⁶. Судебное решение с момента вступления в силу представляет собой необходимое волеизъявление, например, подачу определенного голоса конкретного участника, которое подлежит учету при принятии решения общим собранием участников.

В отношении корпоративных договоров **в странах общего права** в литературе отмечается, что такие соглашения рассматриваются с позиции **корпоративного акта**, имеющего приоритет над уставом компании⁷ и **преследующего цель эффективного распределение корпоративного контроля**⁸. Поставленная задача **в США** достигается такими правовыми средствами как (а) **голосующие трасты** (англ. *voting trusts*), где участники могут передать право на акции / доли участия доверенному лицу, которое будет

¹ Maidl J., Kreifels R. Op. cit. S. 1091.

² § 47 GmbHG.

³ § 138 BGB.

⁴ Степанов Д.И., Фогель В.А., Шрамм Х.-И. Указ. соч. С. 47.

⁵ § 894 Гражданского процессуального уложения Германии // Zivilprozessordnung, ZPO, 12.09.1950. URL: <https://www.gesetze-im-internet.de/zpo/ZPO.pdf>.

⁶ § 890 ZPO.

⁷ Фейзрахманова Д.Р. Корпоративный договор и иные соглашения как правовой инструмент предупреждения и разрешения корпоративных конфликтов // Российская юстиция. 2020. № 12. С. 12–15.

⁸ Варюшин М.С. Генезис и эволюция корпоративных договоров в корпоративном праве Англии и США // Законодательство и экономика. 2013. № 9. С. 63–69.

голосовать и совершать иные, предусмотренные соглашением, действия в интересах участников-доверителей, сохраняющих, по общему правилу, все атрибуты бенефициарного владения, (б) **соглашения о порядке голосования** (англ. *voting agreements*), которые могут предусматривать собственный механизм принудительного исполнения, например, путем безотзывного назначения доверенного лица для голосования по всем акциям, подпадающим под действие соглашения (если же такой порядок не предусмотрен, **суд может присудить сторону к исполнению в натуре и распорядиться о подаче голосов в соответствии с соглашением, поскольку возмещение убытков не является подходящим средством правовой защиты**), и (в) **акционерные соглашения о порядке корпоративного управления** (англ. *shareholder agreements*), характерные для применения в закрытых корпорациях, в отличие от первых двух, используемых в публичных корпорациях, где порядок корпоративного управления в основном достаточно императивно регламентирован на законодательном уровне. Указанные формы корпоративных договоров были разработаны Американской ассоциацией юристов в 1950 г. и воплощены в Типовом законе «О коммерческих корпорациях» (*The Model Business Corporation Act*¹), регулярно дорабатываемом и имплементированном в более 30 штатах США². Поскольку основной целью корпоративных соглашений в США выступает перераспределение полномочий и сил внутри корпорации, представляется, что таковые, за исключением *voting trusts*, **имеют меньшую практическую значимость для обеспечения интересов инвесторов, осуществляющих долговое финансирование.**

В праве Англии и Уэльса законодательно закреплена учредительная природа корпоративных соглашений, составляющих наряду с уставом и решениями органов корпорации ее конституцию³. В литературе отмечается, что допустимость заключения соглашений о порядке голосования (англ. *voting*

¹ Model Business Corporation Act: Official Text with Official Commentary & Statutory Cross-References 2016 Revision Edition / American Bar Association. Committee on Corporate Laws. Chicago, Illinois: American Bar Association, Business Law Section, 2016. § 7.30–7.32.

² Lipson J.C., Hamermesh L.A. Model Business Corporation Act Annotated (5th ed.) / Front Matter (July 20, 2020). Model Business Corporation Act Annotated, Fifth Edition, 2020 // Temple University Legal Studies Research Paper. № 2020-26. P. 5. URL: <https://ssrn.com/abstract=3666218>.

³ Companies Act 2006. S. 17, 29. URL: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>.

agreements) была признана в качестве законного договорного обязательства голосовать определенным образом по акциям с прецедентного дела «Puddephat vs. Leith» (1916)¹. Исследователи приходят к выводу, что в таких корпоративных соглашениях могут принимать участие не только акционеры, но и различные третьи лица, а сами договоры могут быть ограничены достаточно абстрактными требованиями соответствия публичному порядку и интересам третьих лиц, в том числе кредиторов компании². Следовательно, **в процессе долгового финансирования как способа привлечения инвестиций инвесторы вполне обоснованно используют корпоративное соглашение по английскому праву.**

В контексте корпоративных соглашений инвесторы, осуществляющие долговое финансирование, стремятся получить возможность определять решения органов юридического лица и за счет этого **дополнительно добиться назначения своих представителей в исполнительные органы проектной компании,** например, в наблюдательный совет или правление, и принимать непосредственное участие в осуществлении проектной деятельности.

Передача под контроль инвесторам, осуществляющим долговое финансирование, корпоративных прав спонсоров проектной компании в большинстве правопорядков происходит также посредством обременения акций / долей участия через применение залоговых механизмов. Стоит отметить, что складывающаяся практика употребления термина «залог» в обеспечительных сделках не всегда соответствует юридическому содержанию используемого сторонами инструмента³. Важными практическими аспектами обременения акций / долей участия выступают: определение лица, **реализующего право голоса** на общих собраниях, а также **получающего дивиденды** или распределяемую прибыль проектной компании, **оперативность и доступность обращения взыскания** на заложенные акции / доли участия в уставном капитале, обеспечение инвестора, осуществляющего долговое финансирование, **безотзывной доверенностью** и (или) **заранее подписанным передаточным**

¹ Sealy L.S. Cases and Materials in Company Law. London: Cambridge University Press, 1971. P. 277.

² Суханов Е.А. Сравнительное корпоративное право. С. 219.

³ Dewar J. Op. cit. P. 325.

распоряжением для правового оформления перехода прав на акции / доли участия спонсора или **передача сертификатов ценных бумаг**, если законодательное регулирование связывает переход прав с переходом владения документами.

Российский правопорядок признает **зalog прав участников юридических лиц**, реализуемый посредством **залога акций и залога долей в уставном капитале**¹. В отличие от договора залога доли в уставном капитале общества с ограниченной ответственностью, где, пока не предусмотрено иное, все права участника осуществляет залогодержатель, в отношении договора залога ценных бумаг по умолчанию все права из ценной бумаги продолжает осуществлять акционер-залогодатель, при этом допускается передача части прав участника юридического лица, принадлежащих ему, или даже всех из них залогодержателю². Договор залога акции может содержать **обязанность залогодателя осуществлять удостоверенные ценными бумагами права по согласованию с залогодержателем**, санкцией за нарушение которой выступает **акселерация**³ **требований залогодержателя по обеспеченному обязательству**⁴. Законодатель прямо не распространил на обязательство залогодателя осуществлять свои права по согласованию с залогодержателем из договора залога акций применение норм о корпоративном договоре, согласно которым в случае нарушения соглашения, сторонами которого являются все участники хозяйственного общества, решение органа юридического лица может быть признано недействительным в судебном порядке⁵. Представляется, что установленная в таком случае законом или договором имущественная ответственность акционера-залогодателя может обеспечить соблюдение интересов кредитора проектной компании, **но не инвестора, осуществляющего долговое финансирование**, так как не создаст условий для включения в оперативное управление проектом.

¹ Статьи 358.15, 358.17 Гражданского кодекса РФ, статья 22 Закона об обществах с ограниченной ответственностью.

² Пункт 2 статьи 358.15 Гражданского кодекса РФ.

³ В литературе под акселерацией принято понимать реализацию принадлежащего кредитору секундарного права в одностороннем порядке изменить условие договора о сроке, т. е. преобразовать правоотношение, и досрочно истребовать у должника исполнение обязательства в полном объеме. Байбак В.В., Иванов О.М., Карапетов А.Г. и др. Заем, кредит, факторинг, вклад и счет: постатейный комментарий к статьям 807–860.15 Гражданского кодекса Российской Федерации. С. 456. Автор комментария к статье 813 Гражданского кодекса РФ – А.Г. Карапетов.

⁴ Пункт 3 статьи 358.17 гражданского кодекса РФ.

⁵ Пункт 6 статьи 67.2 Гражданского кодекса РФ.

В английском праве передача всех или некоторых прав участия происходит не посредством залога (англ. *pledge*), так как этот институт применяется в отношении движимого имущества (англ. *chattel*), которым акции / доли участия в проектной компании не рассматриваются¹, но схожих институтов обременения акций / долей участия по праву справедливости (англ. *equitable charge*) или обеспечительной передачи права собственности (англ. *legal mortgage*)². Обеспечительные интересы «*legal*» в английском праве могут быть созданы только в отношении существующих активов, права на которые также имеют статус «*legal*», и подразумевают передачу имущества или прав на него кредитору. Обеспечительный интерес «*equitable*» применяется уже к любого рода активам, не предусматривает переход права собственности, связан с передачей определенной в договоре совокупности прав. Правовые средства «*legal*» предоставляют больший приоритет кредиторам, в то время как «*equitable*» привлекательны простотой их создания³. **Инструмент «*charge*» имеет определенное сходство с российским залогом прав участника юридического лица и наиболее распространен в обороте в Великобритании⁴.**

Германское гражданское уложение устанавливает, что в качестве обеспечения могут быть внесены в депозит ценные бумаги на предъявителя в размере трех четвертей рыночной стоимости, на которые возникает залоговое право с правилами о залоге движимых вещей⁵ с момента депонирования⁶. Обращение взыскание на предмет залога, по общему правилу, осуществляется путем его продажи⁷, при этом нематериальные требования залогодержателя

¹ Dewar J. Op. cit. P. 325.

² См.: Beale H., Bridge M., Gullifer L., Lomnicka E. The Law of Personal Property Security. Oxford: Oxford University Press, 2007.

³ Буркова А. Способы обеспечения исполнения обязательства по английскому праву и их создание // Международное публичное и частное право. Москва: Юрист, 2008. № 5. С. 37–42.

⁴ Иноземцев М.И. Акционерное соглашение: ответственность за нарушение по праву России и зарубежных государств: Монография / МГИМО МИД России. Москва: Статут, 2020. С. 70.

⁵ § 1293 BGB.

⁶ § 232–234 BGB.

⁷ Либо в частном порядке на открытом аукционе (нем. *Privatverkauf durch öffentliche Versteigerung*), когда стороны залогового соглашения могут согласовать более строгие или простые условия реализации и привлечь третьих лиц, например, нотариуса или брокера, в соответствии с § 1235 BGB. Либо посредством публичных торгов на основании правоприменительного акта суда или нотариуса о принудительном исполнении (нем. *Verkauf nach Zivilprozessordnung*) через судебного исполнителя на основании положений Гражданского процессуального уложения Германии (§ 808 ZPO).

должны быть трансформированы в денежные¹. Представляется, что залог ценных бумаг в Германии с меньшей гибкостью сможет обеспечивать исполнение обязанностей спонсоров и других долевых инвесторов из корпоративных договоров, чем основные долговые требования инвестора, вытекающие из правовых средств, используемых при привлечении инвестиций посредством долгового финансирования.

Несомненно, что инвесторы, осуществляющие долговое финансирование, сталкиваются с рядом правовых задач по реализации на практике заложенных в обеспечительные сделки целей. Как отмечается в литературе, среди требующих особого внимания вопросов в первую очередь стоит уделить внимание **выбору права, применимого к сделке по обременению или отчуждению акций / долей участия**. Например, можно предположить, что по умолчанию в отношении распоряжения акциями / долями участия в проектной компании применяется законодательство страны-инкорпорации последней, однако правовой статус ценной бумаги, в частности бездокументарной, определяет и применимое право. Так, право Германии распространяет вещно-правовой режим на обращение бездокументарных ценных бумаг² и обездвиженных ценных бумаг³, поэтому суды склонны определять применимое право, ориентируясь на фактическое местонахождение вещи, и использовать коллизионные привязки *lex situs*, *lex rei sitae*⁴. Суды в системах общего права, в том числе в Австралии, также будут применять к обеспечительной сделке, предметом которой являются акции, право место нахождения сертификатов ценных бумаг, т. е. *lex situs*, независимо от указания в договоре на регулирование сделки английским правом⁵. В странах общего права получила распространение доктрина «*chose in action*», где ценная

¹ § 1228 BGB.

² Lehmann M. Finanzinstrumente. Tuebingen: Mohr Siebeck, Jus Privatum. 2009. S. 27–52.

³ § 855 BGB. О вещном правовом статусе иммобилизованных ценных бумаг в Германии и Австрии см.: Micheler E. Property in securities: a comparative study. Cambridge Studies in Corporate Law. Cambridge: Cambridge University Press, 2007. P. 183–188.

⁴ Dicey and Morris on the Conflict of Laws / Lawrence Collins ed. Thirteenth Edition. London: Sweet & Maxwell, 2000. P. 917–918.

⁵ Rogers J.S. Conflict of Laws for Transactions in Securities Held through Intermediaries // Cornell International Law Journal. 2006. Vol. 39. Iss. 2. Article 3. P. 298; Dewar J. Op. cit. P. 324.

бумага воспринимается как «*вещь в требовании*»¹. В случае когда бездокументарная ценная бумага рассматривается как комплекс прав² (имущественных и корпоративных), определение применимого к обеспечительной сделке права может быть затруднено³. Такая разность юридических подходов, по справедливому замечанию исследователей проблемы, обуславливает существование в практике различных коллизионных привязок: вариации *lex situs*, *lex societatis*, *lex loci actus*, *lex contractus* и других.

Другим правовым средством, известным еще в древних правопорядках⁴ и используемым для обеспечения интересов инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, является **обеспечительная передача права собственности**. Такой условный, или временный, переход права собственности происходит в рамках обязательственного правоотношения между сторонами: например, в английском праве – это описанный выше *mortgage*, в Германии – это обеспечительное присвоение (нем. *sicherungsübereignung*)⁵. В России подобный механизм может быть реализован в договоре как непоименованный способ обеспечения исполнения обязательств⁶. В литературе отражена точка зрения, что предоставленное кредитору полное юридическое господство над переданной ему вещью **выступает наиболее эффективным правовым средством** среди прочих⁷. Тем не менее, стороны в преобладающем большинстве случаев прямо не отражают в договоре обеспечительную цель передачи права собственности, что создает сложности при обратной передаче титула в случае уклонения одной из сторон или

¹ Gower L.C.V. *The Principles of Modern Company Law*. London: Stevens and Sons, 1954. P. 339; Фомина О.Н. Правовое положение предпринимательской корпорации в США и акционерного общества в Российской Федерации: Сравнительно-правовой анализ: монография. Москва: Статут, 2016. С. 68.

² См.: Ломакин Д.В. Корпоративные правоотношения: общая теория и практика ее применения в хозяйственных обществах. Москва: Статут, 2008. С. 153–177.

³ Обухова Е.В. Опосредованный учет бездокументарных ценных бумаг. Коллизионные проблемы // Закон. 2016. № 8. С. 64.

⁴ Например, *fiducia* в Древнем Риме или *Kauf auf Wiederkauf* в древнегерманском праве и *vente a remere* в Древней Франции. Покровский И.А. Основные проблемы гражданского права. С. 213.

⁵ Абова Т.Е., Аникина Е.Б., Беляева З.С., Гендзахадзе Е.Н., и др. Гражданский кодекс Российской Федерации. Научно-практический комментарий. Ч. 1 / Отв. ред.: Абова Т.Е., Кабалкин А.Ю., Мозолин В.П. Москва: БЕК, 1996. С. 523. Цит. по: Сарбаш С.В. Обеспечительная передача правового титула // Вестник гражданского права. Научный журнал. Москва: ООО «Издат. дом В. Ема». 2008. № 1: Т. 8. С. 17.

⁶ Статья 329 Гражданского кодекса РФ.

⁷ Васильченко А.П. Понятие и признаки фидуциарных сделок в современном гражданском праве // Актуальные проблемы гражданского права. Сборник статей. Москва: Норма. 2007. Вып. 11. С. 305.

при наступлении банкротства.

Если в Германии Положение о банкротстве устанавливает для обеспечительного собственника правовой статус залогодержателя с вытекающим из него преимуществом в удовлетворении своих требований за счет реализации имущества в процедурах банкротства¹, а Гражданский процессуальный кодекс предлагает правовое средство освобождения имущества от реализации на случай банкротства кредитора², то в российском правовом порядке данный вопрос остается пробелом в правовом регулировании. Указанные обстоятельства приводят либо к тому, что переданное в обеспечительную собственность имущество **вообще не попадает в конкурсную массу должника**, несмотря на временный характер передачи права, что, несомненно, может нарушать права других кредиторов, либо к тому, что правовой титул обеспечительного собственника будет оспорен в суде заинтересованными лицами и он **утратит обеспечение полностью**, так как прямых норм, относящих обеспечительного собственника к залоговым кредиторам, Закон о банкротстве не предусматривает. **Правовой опыт Германии представляется привлекательным для имплементации в российское законодательство. В отсутствие надлежащего правового регулирования проблема может быть решена применением судами аналогии закона, что оставляет широкий простор для дискреции.**

Приобретение прав акционера / участника проектной компании также может иметь как **экономические** (сохранение серьезного бремени обязательств проектной компании перед третьими лицами), так и **политические** (например, в случае реализации проектов государственно-частного партнерства обращение взыскания на заложенные акции может предполагать арест прямо или косвенно принадлежащих пенсионным фондам или государству ценных бумаг) **препятствия**. Инвестиционный характер многих проектов, в частности в рамках проектного финансирования, также предполагает возникновение имущества только в будущем, например, в процессе строительства, поэтому **основную**

¹ § 51 InsO.

² § 771 ZPO. В России для указанных целей может быть использован механизм **исключения имущества из конкурсной массы должника**, предусмотренный статьей 131 Закона о банкротстве.

ценность на начальных этапах реализации инвестиционного проекта для инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, представляет система возникающих в связи с этим договорных отношений¹.

Вспомогательным, но не второстепенным инструментом обеспечения интересов инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, выступают прямые соглашения с контрагентами проектной компании (англ. *direct agreement*) о переходе к инвестору прав и обязанностей по договорам с ними при невыполнении заемщиком своих обязательств (англ. *step in right*). Прямые соглашения позволяют инвесторам, осуществляющим долговое финансирование, принять на себя договоры проектной компании путем их передачи либо себе на прямую, либо третьим лицам. Как в континентальной системе права, так и в системах общего права такие отношения порождаются договорными обязательствами², которые **не создают обеспечительного интереса** для инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, в отношении прав из договоров проектной компании и не предоставляют эффективной защиты в случае банкротства последней. Следовательно, инвестор, осуществляющий долговое финансирование, **не приобретает фактический контроль** над реализацией проекта, не получает право сменить органы управления проектной компании. Однако он сможет договориться с контрагентами последней о том, чтобы они **воздержались от реализации своего права на расторжение договора** при определенных обстоятельствах, а также о порядке перевода договоров со встретившей некоторые трудности проектной компании для продолжения их исполнения, осуществления ежедневного контроля и защиты инвестиций. По общему правилу, прямые соглашения предоставляют инвестору, осуществляющему долговое финансирование, **право, но не обязанность** реализовать механизм *step in right*, поэтому контрагенты проектной компании через соглашение не обеспечат продолжение реализации проекта. Между тем, вероятность того, что инвестор воспользуется своим правом, очень высока.

¹ Dewar J. Op. cit. P. 342, 371.

² Dewar J. Op. cit. P. 371.

Переход прав по договорам может иметь **окончательный характер**, и в зависимости от правового регулирования, опосредуется, например, **уступкой прав и обязанностей по договору** или **новацией** первоначального обязательства, а также может носить **временный характер**, когда вступление инвестора в договор приостановит реализацию первоначально согласованных прав и обязанностей сторон до его «выхода» из договора и возобновления действия контракта. К участию в инвестиционном проекте будет подключена созданная для целей фактического «вступления» специальная проектная компания (*SPV*), подконтрольная инвестору, осуществляющему долговое финансирование, независимо от того, кем она учреждена и финансируется¹.

Схожий описанному выше правовой эффект может быть достигнут **соглашением в пользу третьих лиц**, так называемым *stipulation pour autrui*². Гражданско-правовой механизм, предусматривающий обязанность должника произвести исполнение по договору в пользу указанного кредитором третьего лица или воздержаться от реализации своих прав в его интересах, получил широкое распространение³ и в некоторых странах может иметь фактический приоритет для публично-правовых субъектов перед прямыми соглашениями, например, в контексте государственного-частного партнерства⁴.

Для инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, важно, чтобы денежные потоки доходов проектной компании имели долгосрочный характер, поступали из надежного и кредитоспособного источника, покрывали и операционные расходы, и стоимость обслуживания долга⁵. Поскольку реализация инвестиционных проектов в большинстве случаев связана с низкой капитализацией проектной компании и большой долей заемных средств до этапа формирования стабильных и надежных денежных потоков, неизменным в использовании

¹ Dewar J. Op. cit. P. 342, 344.

² Dewar J. Op. cit. P. 372.

³ Например, статья 112 Федерального закона о дополнении Швейцарского гражданского кодекса (Часть пятая: Обязательственный закон) // *Loi fédérale complétant le Code civil suisse (Livre cinquième: Droit des obligations)*. URL: https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/27/317_321_377/fr; статья 430 Гражданского кодекса РФ; статьи 1205–1209 Гражданского кодекса Франции.

⁴ Dewar J. Op. cit. P. 372.

⁵ Fight A. Op. cit. P. 47.

правовым средством выступает **страхование рисков**, как механизм перераспределения последних, предполагающий предоставление проектной компании финансовой помощи при наступлении страховых случаев. Подготовленный проектной компанией **страховой пакет имеет существенное значение для инвесторов, осуществляющих долговое финансирование**, особенно при реализации ими права на «вступление» в договоры, когда они примут на себя также все связанные с ними обязательства проектной компании и будут вынуждены предпринимать попытки снижения остаточных рисков до минимально возможного и коммерчески приемлемого уровня¹. По справедливому замечанию Е.В. Тереховой, страхование выступает одним из ключевых механизмов инвестиционного процесса².

В литературе отмечается, что **базовыми**, подлежащими страхованию, рисками инвестиционной деятельности является несение расходов на восстановление поврежденного или утраченного имущества, для покрытия которых используется страхование имущества от повреждений (англ. *property damage insurance, PD*) или всех рисков строительства и монтажа (англ. *all risks insurance, CEAR*). Повреждение имущества проектной компании или даже третьих лиц, от которого зависит ее деятельность, может стать причиной прерывания или задержки поступления дохода, в связи с чем актуально использовать страхование недополученной прибыли или упущенной выгоды (англ. *advance loss of profit insurance*³, *ALOP*) и страхование от задержки ввода в эксплуатацию (англ. *delay in start up insurance, DSU*). Основополагающим типом страхования, обеспечивающим финансовую стабильность инвестиционного проекта при «вступлении» инвестора, осуществляющего долговое финансирование, в договоры, выступает также страхование ответственности за причинение вреда третьим лицам (англ. *third party liability insurance*). **Помимо** указанных выше, в зависимости от законодательства страны, в которой реализуется проект, может потребоваться оформление

¹ Dewar J. Op. cit. P. 133–135.

² Терехова Е.В. Финансово-правовые аспекты страхования инвестиционной деятельности // Вопросы экономики и права. 2012. № 5. С. 116–120.

³ Также встречаются упоминание как о страховании от потери дохода (англ. *advanced loss of revenue insurance*).

страхования ответственности директоров и должностных лиц (англ. *directors' and officers' liability insurance*), страхование ответственности работодателя (англ. *employers' liability insurance*) и индивидуальное страхование от несчастных случаев (англ. *personal accident insurance*).

Традиционно **все выплаты страховых возмещений обременяются залогом** в интересах кредиторов проектной компании. Не изменяя субъектного состава договора страхования, стороны предусматривают, что выплата страхового возмещения производится не проектной компании, а, например, на специальный счет или напрямую третьему лицу. **Для инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, наибольший интерес представляет закреплённая нормами права возможность произвести замену страхователя** или предусмотреть их **множественность** в случае «вступления» в договоры проекта. Статус застрахованного лица позволит не только минимизировать риски инвестиционной деятельности, но и контролировать условия и исполнение договоров страхования: вести претензионную работу, управлять страховыми премиями и выплатами страховых возмещений, не допустить отмены страхования страховщиками при прекращении деятельности проектной компании. Уступки прав по договору страхования должна быть возможна и действительна в соответствии с применимым правом.

Не последнюю роль на рынке страхования играет институт **перестрахования**, особенно в контексте необходимости заключения договоров с локальными страховыми компаниями, часто имеющими низкий рейтинг и недостаточно удовлетворительное финансовое положение, в связи с правовым регулированием страны, в которой реализуется инвестиционный проект¹. В **английском праве**, где законодательство допускает **автономность (англ. severability)** страховых интересов и признает **возможность кредиторов выступать дополнительными страхователями**, нарушение условий страхования одним из со-страхователей или недействительность договора в отношении него не влечет права на расторжение договора или его аннулирование в отношении других

¹ Dewar J. Op. cit. P. 136, 162.

со-страхователей на основе оговорки о независимости прав бенефициаров (англ. *non-vitiation clause* или *non invalidation clause*)¹. Другой подход к созданию обеспечения, подлежащего принудительному исполнению, в отношениях страхования предусмотрен правовым регулированием штата Нью-Йорк, где Единообразный торговый кодекс предусматривает **механизм наложение ареста**² на выданный в связи с реализацией проекта **страховой полис**.

Определяющее значение в структурировании обеспечительных сделок для инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, имеет правовое регулирование, в рамках которого обеспечение предполагается к реализации. Необходимо учитывать **действительность** таких договоров по подлежащему применению праву, а также **закрепленную нормами права и фактическую возможность их принудительного исполнения**. **Разница правопорядков может переопределить, что правовая цель обеспечительной сделки, обычно заключаемой и реализуемой в рамках континентально-правовой системы, может быть не достигнута** в странах общего или исламского права, и наоборот: договор может быть признан недействительным, или имеющим юридическую силу, но не предоставляющим возможность его принудительного исполнения³. Стоит обратить внимание также на то, что в большинстве государств **правовое регулирование процедур несостоятельности (банкротства) в определенных случаях наделяет кредиторов возможностью реализовать свой обеспечительный интерес в принудительном порядке вне соблюдения условий возникновения такого права**⁴, установленных в обеспечительной сделке, и в тех случаях, когда это прямо не предусмотрено договором. Однако эти же законодательные положения могут предусматривать специальную процедуру принудительной реализации обеспечения⁵ или вовсе ограничить таковую.

Государственная политика изменяется практически в каждой стране по мере

¹ Dewar J. Op. cit. P. 160–161.

² Art. 9–203 New York Uniform Commercial Code. URL: <https://www.nysenate.gov/legislation/laws/UCC>.

³ Dewar J. Op. cit. P. 321.

⁴ Например, art. 2285 Code civil; статьи 63, 126 Закона о банкротстве предусматривают акселерацию несозревших обязательств должника.

⁵ InsO, § 47–52; статьи 138, 139 Закона о банкротстве.

смены состава правительства, и там, где замена власти происходит слишком часто и новые идеи имеют сильные различия в содержании и политических целях, инвестиционный климат и соответствующее правовое регулирование могут быть нестабильными. По мере развития экономики правительство страны, в которой реализуется инвестиционный проект, может посчитать действующие ранее инвестиционные условия более необоснованными и постараться их пересмотреть в соответствии с актуальными стандартами на рынке, что в конечном и самом нежелательном варианте может привести и к изъятию имущества проектной компании. В некоторых случаях инвесторы, осуществляющие долговое финансирование, могут рассчитывать на правовые средства защиты, предоставляемые **двусторонними инвестиционными договорами**, заключенными между странами¹. Германия является стороной более ста пятидесяти таких соглашений, например, с Пакистаном², Доминиканкой Республикой³, Федеративной Республикой Нигерия⁴. Подписаны, но не вступили в законную силу, соглашения между Соединенным Королевством Великобритании и Северной Ирландии и Республикой Камерун⁵, Республикой Гана⁶. Российское правительство также заключило ряд свежих соглашений⁷ с Республикой Зимбабве⁸,

¹ По информации Конференции ООН по торговле и развитию в мире более двух тысяч действующих соглашений и более трехсот договоров, содержащих условия о режиме для иностранных инвесторов. URL: <https://investmentpolicy.unctad.org/international-investment-agreements>. О развитии системы международных договоров и перспективах см.: Доронина Н.Г., Семилютин Н.Г. Значение двусторонних соглашений о защите капиталовложений и перспективы их совершенствования // Журнал российского права. 2017. № 9. С. 119–129.

² Treaty between the Federal Republic of Germany and Pakistan for the Promotion and Protection of Investments / Gesetz zum Vertrag vom 25. November 1959 zwischen der Bundesrepublik Deutschland und Pakistan zur Forderung und zum Schutz von Kapitalanlagen // Bundesgesetzblatt, Jahrgang 1961, Teil II. URL: <https://investmentpolicy.unctad.org/international-investment-agreements/treaty-files/1387/download>.

³ Treaty between the Federal Republic of Germany and Dominica concerning the encouragement and reciprocal protection of investments (with protocol). Signed at Roseau, Dominica, on 1 October 1984. URL: <https://investmentpolicy.unctad.org/international-investment-agreements/treaty-files/1039/download>.

⁴ Treaty between the Federal Republic of Germany and the Federal Republic of Nigeria concerning the encouragement and reciprocal protection of investments. Signed at Abuja, Nigeria, on 28 March 2000. URL: <https://investmentpolicy.unctad.org/international-investment-agreements/treaty-files/1382/download>.

⁵ Interim Agreement establishing an Economic Partnership Agreement between the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland, of the one part and the Republic of Cameroon, of the other part. Signed at London, UK, on 9 March 2021. URL: <https://investmentpolicy.unctad.org/international-investment-agreements/treaty-files/6343/download>.

⁶ Interim Agreement establishing an Economic Partnership Agreement between the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland, of the one part and the Republic of Ghana, of the other part. Signed at London, UK, on 2 March 2021. URL: <https://investmentpolicy.unctad.org/international-investment-agreements/treaty-files/6344/download>.

⁷ Постановление Правительства Российской Федерации от 30.09.2016 г. № 992 «О заключении международных договоров Российской Федерации по вопросам поощрения и защиты инвестиций» // СЗ РФ. 10.10.2016 г. № 41. Ст. 5836.

⁸ Соглашение между Правительством Российской Федерации и Правительством Республики Зимбабве о поощрении и взаимной защите капиталовложений / Заключено в г. Хараре 07.10.2012 г. // СЗ РФ. 17.11.2014 г. № 46. Ст. 6261.

Исламской Республикой Иран¹.

Снижению политических рисков реализации инвестиционного проекта способствуют **соглашения о защите и поощрении капитальных вложений**, заключаемые между публично-правовым образованием и организацией, реализующей инвестиционный проект. Новеллой для российского законодательства в этой сфере является Закон о защите и поощрении капиталовложений, который в статье 10 предусматривает, что участвующее в соглашении публично-правовое образование не будет применять принятые после подписания такого договора акты и решения, ухудшающие условия ведения предпринимательской или иной деятельности проектной организации: устанавливать дополнительные требования к условиям реализации проекта, увеличивать сроки и количество необходимых процедур, вводить дополнительные запреты и ограничения, увеличивать ставки ввозных пошлин в течение срока действия соглашения, изменять объемы или сроки предоставления мер государственной поддержки, в течение трех лет отменять или изменять основания возникновения прав на земельные участки, предоставления земельных участков, уменьшать объем прав собственников за счет дополнительных обязательств, увеличивать ставки арендной платы и ставки и условия определения платы за негативное воздействие на окружающую среду и т. д.² Отраженный в законе принцип защиты предпринимателей от негативного изменения национального законодательства (англ. *grandfather clause*, лат. *clause rebus sic stantibus*), тесно связанный с принципом обязательного исполнения принятых на себя обязательств (англ. *umbrella clause*), также может подразумевать выплату компенсации в случае

Соглашение ратифицировано Федеральным законом от 02.11.2013 г. № 289-ФЗ «О ратификации Соглашения между Правительством Российской Федерации и Правительством Республики Зимбабве о поощрении и взаимной защите капиталовложений» // СЗ РФ. 04.11.2013 г. № 44. Ст. 5628.

¹ Соглашение между Правительством Российской Федерации и Правительством Исламской Республики Иран о поощрении и взаимной защите капиталовложений / Заключено в г. Тегеране 23.12.2015 г. // СЗ РФ. 22.05.2017 г. № 21. Ст. 2972. Соглашение ратифицировано Федеральным законом от 28.12.2016 г. № 476-ФЗ «О ратификации Соглашения между Правительством Российской Федерации и Правительством Исламской Республики Иран о поощрении и взаимной защите капиталовложений и Протокола к нему» // СЗ РФ. 02.01.2017 г. № 1 (Часть I). Ст. 17.

² Статья 9 Закона о защите и поощрении капиталовложений.

вынужденного изменения законодательства¹ и широко применяется в практике многих государств².

Привлечение прямых иностранных инвестиций странами с развивающейся экономикой, устранение барьеров для трансграничного движения товаров, работ и услуг, формирование объединяющей платформы для повышения шансов на эффективную конкурентную борьбу на международной арене происходит во многом за счет **региональной интеграции и гармонизации разрозненных правовых систем** для обеспечения большей надежности для инвесторов внутреннего законодательства и предсказуемости решений судов страны, на территории которой реализуется инвестиционный проект³. Наибольшего развития достигли такие интеграционные объединения как Европейский союз (ЕС; англ. *European Union*), Евразийский экономический союз, Ассоциация государств Юго-Восточной Азии (АСЕАН; англ. *Association of South East Asian Nations*), Североамериканское соглашение о свободной торговле (НАФТА, англ. *North American Free Trade Agreement*, впоследствии *USMCA (CUSMA), United States-Mexico-Canada Agreement*), Андское сообщество наций (АН; англ. *Andean Community of Nations*), МЕРКОСУР (исп. *Mercado Común del Sur*).

Таким образом, в рамках долгового финансирования как способа привлечения инвестиций инвесторы несут не только общие предпринимательские риски, но и инвестиционные, которые могут принимать на себя, стремиться распределить их между участниками инвестиционного проекта, или передавать их профессиональным субъектам, основным видом деятельности которых является управление рисками (страховщикам)⁴.

Выводы. Правовое регулирование отношений долгового финансирования как способа привлечения инвестиций должно позволять установить более сильную

¹ Представляется, что в российском правовом порядке это положение может быть реализовано посредством заявления иска к органу публичной власти о взыскании убытков, причиненных его актом или решением, или компенсации на основании статьи 15, 16, 16.1, 1069 Гражданского кодекса РФ.

² См.: Зейц А.Г. Влияние изменившихся обстоятельств на силу договоров (*clausula rebus sic stantibus*) // Вестник гражданского права. 2013. № 5. С. 207–262; Dewar J. Op. cit. P. 13.

³ Рафалюк Е.Е., Залоило М.В., Власова Н.В. Понятия, виды и формы евразийского и латиноамериканского интеграционных объединений (сравнительно-правовой анализ) // Журнал российского права. 2016. № 1. С. 154–168; Dewar J. Op. cit. P. 12.

⁴ Gatti S. Op. cit. P. 31.

и приоритетную защиту прав инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, перед акционерами / участниками проектной компании и другими контрагентами последней. Реализовать указанную предпосылку в рамках реализации инвестиционного проекта позволяет **система обеспечительных механизмов**, которая включает в себя, прежде всего, **покрытие, предоставляемое спонсорами в отношении их акций / долей участия** в проектной компании, и **покрытие, предоставляемое проектной компанией в отношении принадлежащих ей активов**.

Долговой характер инвестиционных отношений предопределяет применение инвестором **классических правовых средств обеспечения исполнения гражданско-правовых обязательств**, основанных на долге, обычно используемых кредиторами для формирования закрепленной нормами права возможности контролировать финансовое состояние должника, но **инвестиционная составляющая** предполагает предоставление инвестору при наступлении определенных негативных обстоятельств **правовых средств для руководства деятельностью проектной компании**.

При структурировании обеспечения своих интересов инвесторы, осуществляющие долговое финансирование, приобретают правовую возможность не только и не сколько вернуть вложенные средства, но и гарантировать успешную реализацию и завершение проекта, в том числе за счет самостоятельного руководства им в случае возникновения проблем у проектной компании. Для достижения указанной цели инвесторы, осуществляющие долговое финансирование, используют договорные правовые средства, которые позволяют получить контроль в органах управления проектной компании (например, корпоративные договоры, залоги акций / долей участия, обеспечительную передачу прав собственности на них, устанавливающие опосредованную нормами права возможность инвестора, осуществляющего долговое финансирование, влиять на реализацию полномочий органов управления, в том числе посредством назначения своих представителей) и совершить передачу себе договоров с контрагентами в случае невозможности проектной компании продолжать

эффективную деятельность. Правовое регулирование указанных правовых средств различается в отдельных правопорядках и требует совершенствования для того, чтобы обеспечивать фактическую исполнимость экономического содержания структурируемых отношений.

§ 3.3. Правовые средства реализации долгового финансирования как способа привлечения инвестиций в рамках проектного финансирования¹

Наряду с классическими правовыми средствами долгового финансирования, которые в научной литературе в достаточной мере изучены, в настоящее время получили распространения также новаторские инструменты и техники кредитования, которые применяются при привлечении инвестиций посредством долгового финансирования, нуждаются в разработке опосредующих их правовых норм и последующем внедрении в российское законодательство.

В иностранной деловой практике активно развивается такой правовой механизм структурирования финансирования при привлечении инвестиций как **проектное финансирование**. Инвесторы вкладывают собственные средства в специального хозяйствующего субъекта, созданного исключительно под новый проект – *SPV*, и привлекают классическое долговое финансирование и «мезонинные займы» в условиях предоставления в качестве обеспечения всех обязательств перед кредиторами единственного принадлежащего проектной компании имущества и погашения долговых обязательств в основном за счет денежных потоков от будущей деятельности компании.

Экономическое явление проектного финансирования, широко используемое как в индустриально развитых, так и в развивающихся в сфере промышленности странах для реализации долгосрочных и капиталоемких инвестиционных проектов, свое **первое оформление в целостную правовую конструкцию получило в системе общего права**². Иностранные юристы описывают проектное финансирование как форму кредитования, обеспеченного имуществом проектной компании. **В рамках континентальной системы права реализация данного**

¹ При подготовке настоящего параграфа была использована статья автора: Веницкая Л.А. Перспективы развития правового регулирования долгового финансирования инвестиционной деятельности. // Пробелы в российском законодательстве. 2021. № 3. С. 205–212.

² Gatti S. Op. cit. P. 234.

механизма предполагает подбор участниками доступных и пригодных для этих целей разноплановых инструментов.

Отношения кредитования, которые обычно оформляются договором займа, кредитным договором или же сделкой финансирования под уступку денежного требования¹ и с экономической точки зрения представляют собой передачу одним субъектом каких-либо ценностей другому на условиях возврата их эквивалента через установленное время и выплаты вознаграждения², **имеют идентичное экономическое содержание как в рамках проектного финансирования, так и в классических сделках. Однако с точки зрения права сравниваемые долговые отношения существенным образом отличаются в контексте соотношения рисков участников и объема их ответственности.**

Одной из центральных характеристик механизма проектного финансирования выступает его **структурированность**, которая, в том числе, позволяет **комплексно** подойти к **распределению рисков** и организовать их **сбалансированную систему**. При структурировании сделок проектного финансирования рассматриваемый комплексный подход проявляется в том, что организаторы проекта стремятся убедить контрагентов и согласовать все договоры между собой таким образом, чтобы **каждый из участников проекта принял на себя те риски, которые он способен нести и в недопущении реализации которых наиболее заинтересован**, а оставшиеся нераспределенными риски были снижены до такого уровня, которым организаторы (спонсоры / инвесторы) и кредиторы проекта могли бы **эффективно управлять**³.

При выходе проекта на стадию привлечения финансирования, кредиторы, предоставляющие долговые средства, оценивают уже установленную систему распределения рисков в базовых договорах на соответствие их представлению о приемлемом пороге риска. В случае когда разработка проекта к моменту привлечения долгового финансирования еще не завершена, инвесторы,

¹ Гражданское право: Учебник. В 2 т. Т. II. Полутом 2 / Отв. ред. проф. Суханов Е.А. 2-е изд., перераб. и доп. Москва: БЕК, 2000. С. 205.

² Брагинский М.И., Витрянский В.В. Договорное право. Договоры о займе, банковском кредите и факторинге. С. 300.

³ Dewar J. Op. cit. P. 113.

осуществляющие долговое финансирование, еще способны более глубоко вовлекаться в организацию системы распределения рисков. **Ввиду инвестиционной составляющей кредитования в проектном финансировании банки и другие субъекты включаются в структуру проекта и разделяют риски его успешности с организаторами (спонсорами) и долевыми инвесторами, так как базовый актив (основное имущество), с большей степенью вероятности, на указанный момент еще не будет построен и главным обеспечением возвратности долга будут служить доходы от эксплуатации этого имущества в будущем. Это существенным образом отличает рассматриваемое кредитование от долговых механизмов, используемых в обычных сделках, вне рамок проектного финансирования, где кредитор не связывает себя ответственностью за риск предпринимательской неудачи заемщиков.**

В не прямое долговое финансирование инвестиционного проекта помимо финансовых организаций, предоставляющих гарантии, также оказываются вовлеченными страховые организации, экспортно-кредитные агентства, подрядчики, вендоры, исполнители услуг (т. е. контрагенты) и даже постоянные заказчики результатов деятельности проектной компании (т. е. потребители). Они предоставляют рассрочки и отсрочки оплаты произведенных работ, оказанных услуг или поставленного товара, вносят предварительную оплату (или аванс). Соответственно, в рамках проектного финансирования обязательным элементом инвестиционного проекта является **коммерческий кредит**, который опосредует тот же самый экономический долг, облеченный в правовые формы, вытекающие из отношений, которые имеют разную правовую природу.

Помимо классического кредита банков в инструментах проектного финансирования задействуются **средства институтов развития и институциональных инвесторов, а также государства и муниципалитетов, вложенные в проектные облигации.** Выплаты по такому виду займов аналогичным образом будут осуществляться в будущем **за счет финансовых поступлений от эксплуатации после строительства базового объекта, а владельцам облигаций в лице их представителя закрепленными в эмиссионных**

документах ковенантами предоставляется правовая возможность **брать под контроль** обстоятельства, которые существенным образом могут повлиять на финансовые потоки проекта.

Аналогами проектных облигаций в России выступают **облигации специализированного общества проектного финансирования и специализированного финансового общества**, введенные в российский правопорядок в 2013 г.¹ и дополнившие набор средств **секьюритизации активов в инвестиционной деятельности**. До этого момента единственным доступным способом выступало **использование облигаций с ипотечным покрытием**², исполнение обязательств по которым обеспечивается пулом требований из кредитных договоров и договоров займа о возврате суммы долга и процентов, гарантированных (обеспеченных) ипотекой. Особенностью проектных облигаций является возможность на основании решения собрания кредиторов³ и с согласия владельцев облигаций⁴ произвести замену эмитента и передать другому специализированному обществу все обязательства по таким облигации в случае признания специализированного общества–эмитента банкротом в судебном порядке.

Облигации специализированного общества являются единственным законным способом привлечения SPV займов от физических лиц⁵. Права владельцев облигаций имеют дополнительные правовые средства защиты, реализуемые, в частности, посредством общего **собрания владельцев облигаций**⁶ и фигуры **представителя владельцев облигаций**⁷, позволяющих участвовать в принятии решений, относящихся к исполнению обязательств по облигациям, а также контролировать в этой связи действия эмитента. Как отмечается в литературе, институт общего собрания владельцев облигаций известен в немецком

¹ Статья 15.1 Закона о рынке ценных бумаг. Введена ред. от 28.12.2013 г.

² Федеральный закон от 11.11.2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» (ред. от 20.10.2022 г.) // СЗ. РФ. 17.11.2003 г. № 46 (ч. 2). Ст. 4448.

³ Пункт 1 статьи 230.4 Закона о банкротстве.

⁴ Статья 15.3 Закона о рынке ценных бумаг.

⁵ Пункт 4 статьи 15.1 Закона о рынке ценных бумаг.

⁶ Статьи 29.6–29.10 Закона о рынке ценных бумаг.

⁷ Статьи 29.1–29.5 Закона о рынке ценных бумаг.

Законе об облигациях, размещенных по общей эмиссии¹, Коммерческом кодексе Франции², Гражданском кодексе Италии³, Швейцарском обязательственном законе⁴, а в странах общего права, несмотря на отсутствие закрепления в законодательстве, в трастовых соглашениях, заключенных эмитентом в интересах владельцев облигаций⁵.

В настоящее время проектное финансирование в России рассматривается, в том числе, более узко, и применительно к строительной сфере в рамках совершенствования регулирования финансирования строительства сфере жилищного сектора, вызванного необходимостью защиты прав граждан⁶, предполагает **аккумуляцию средств долевыми инвесторами на счет эскроу в качестве способа обеспечения предоставления кредитных средств застройщику**⁷. В целевой модели счет эскроу должен был стать альтернативным механизмом финансирования строительства, пришедшим на смену жилищным сертификатам застройщиков и беспроцентным займам от граждан⁸, применение которых было запрещено. Конструкция эскроу используется и в зарубежной практике реализации инвестиционных проектов через механизмы проектного финансирования⁹. Российским законодательством предусмотрено назначение наиболее крупных и устойчивых банков в качестве уполномоченных для целей проектного финансирования в строительстве, что должно снизить риски дефолта договоров в рамках реализации инвестиционных проектов¹⁰.

¹ Павлов Н.В. Общее собрание владельцев облигаций: теория и первая судебная практика // Закон. 2017. № 4. С. 152.

² Article R.228-66–R.228-76 Code de commerce.
URL: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte_lc/LEGITEXT000005634379/.

³ Art. 2415 Codice Civile // Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262, Approvazione del testo del Codice civile. (042U0262). Gazzetta Ufficiale n.79 del 4-4-1942. URL: <https://www.gazzettaufficiale.it/dettaglio/codici/codiceCivile>.

⁴ Статьи 1164–1174 Федерального закона о дополнении Швейцарского гражданского кодекса.

⁵ Подробнее см.: Wood Ph.R. International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions / Law and Practice of International Finance Series Third edition. Sweet & Maxwell: London, 2019.

⁶ Малявина Н.Б. Роль эскроу-счетов в долевым строительстве // Семейное и жилищное право. 2020. № 4. С. 40.

⁷ При подготовке настоящего раздела была использована статья автора: Веницкая Л.А. Счет эскроу как инструмент реализации инвестиционных проектов // Юрист. 2021. № 8. С. 40–46.

⁸ Пункт 1.2 заключения Комитета Государственной Думы по природным ресурсам, собственности и земельным отношениям по проекту федерального закона № 322981–7 от 11.01.2018 г. № 81.

⁹ Белицкая А.В. Понятие и правовые основы проектного финансирования. С. 31–36.

¹⁰ Губин Е.П. Государство и бизнес в условиях правовых реформ // Журнал российского права. 2015. № 1. С. 23–30.

Наиболее общей правовой конструкцией счету эскроу выступает **номинальный счет**¹. В контексте проектного финансирования он мог бы быть использован в качестве правового средства, предоставляющего кредиторам проектной компании дополнительные контрольные полномочия. Так, договор номинального счета может предусматривать ограничения на совершение владельцем счета операций, в том числе посредством установления необходимости получения согласия определенных лиц (например, кредитора) на совершение операций по счету или перечня лиц, которым денежные средства могут перечисляться (например, конкретные контрагенты проектной компании). Кроме того, бенефициар может быть наделен правом требовать от банка предоставления сведений, составляющих банковскую тайну. Однако полагаем, что такие ограничения могут существенно затруднять деятельность проектной компании и с учетом того, что применение конструкции номинального счета предполагает вероятность ареста или списания денежных средств со счета по обязательствам бенефициара по решению суда, они лишают развивающийся проект стабильности и предсказуемости финансирования, и потому договор номинального счета следует заключать в исключительных случаях, когда обеспечить определенный уровень кредиторского контроля другими способами невозможно. Таким образом, **конструкция номинального счета в недостаточной мере удовлетворяет потребностям проектного финансирования**, что также, вероятно, могло предопределить предпочтение законодателя счету эскроу, отданное в регулировании проектного финансирования в сфере жилищного строительства.

Условное депонирование (эскроу) представляет собой трехстороннюю договорную конструкцию между депонентом, эскроу-агентом и бенефициаром, которой регулируются отношения по передаче депонентом эскроу-агенту имущества в счет исполнения своего обязательства перед бенефициаром, по обеспечению эскроу-агентом сохранности этого имущества и передаче его бенефициару при наступлении установленных сторонами договора эскроу

¹ Статьи 860.1–860.6 Гражданского кодекса РФ.

обстоятельств. Как справедливо отмечают в научных трудах, конструкция эскроу призвана решать проблему «первого шага» между сторонами базового договора, между которыми по каким-либо причинам не сложилось отношений уверенности во встречном исполнении. В таком случае стороны выбирают независимое третье лицо – эскроу-агента – вызывающее у них доверие, и совершают исполнение своих обязанностей по базовому договору через него.

В научной литературе ведутся дискуссии о правовой природе договора условного депонирования. Как отмечает Л.Ю. Василевская, подходы к пониманию эскроу сформировались в большинстве правопорядков либо как к *sui generis*, либо как к агентированию комиссионного типа¹. Л.Г. Ефимова относит договор эскроу к **особой разновидности агентского договора**, по которому агент от своего имени совершает исполнение за депонента в пользу третьего лица при условии выполнения последним определенных действий (например, предоставления документов)². Можно встретить позицию, согласно которой договор условного депонирования содержит в себе **черты не только агентского договора, но и договора хранения**³.

Не углубляясь в спор о моменте возникновения обязательства из заключенного договора и созревании срочных обязательств в теории гражданского права, для целей диссертационного исследования автор исходит из буквального толкования пункта 1 статьи 157 Гражданского кодекса РФ о том, что **обязанность депонента произвести исполнение из базового договора наступает при наступлении отлагательного условия**. Такой подход в полной мере соответствует отсутствию **акцессорности договора эскроу** в отношении базового договора между депонентом и бенефициаром, позволяет применять положения о возложении исполнения на третье лицо, об исполнении надлежащему лицу, об агентировании. **Концепция досрочного исполнения обязательства, на наш взгляд, не способствует решению проблемы ненаступления условий**

¹ Василевская Л.Ю. Договор счета эскроу: проблемы правовой квалификации // Электронное приложение к «Российскому юридическому журналу». 2016. № 2. С. 37.

² Ефимова Л.Г. Договоры банковского вклада и банковского счета: монография. Москва: Проспект, 2018. С. 342-347.

³ Макушкин О.В. Счет эскроу: особенности правового режима и актуальные проблемы нормативного правового регулирования // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА). 2017. № 1. С. 164.

раскрытия эскроу и возврата предмета депонирования депоненту и порождает излишнюю фикцию «восстановления» обязательства депонента по базовому договору или возникновения новой обязанности депонента по повторному исполнению.

Необходимо рассмотреть механизм эскроу в срезе базового договора депонента и бенефициара и договора условного депонирования. Механизм эскроу в контексте базового договора представляет собой **порядок исполнения обязательств**, который предполагает, что если в течение определенного времени наступят некоторые условия, то бенефициар может получить исполнение от эскроу-агента, если эти условия не наступят, бенефициар должен будет добиваться исполнения от самого депонента.

В контексте договора условного депонирования представляется, что эскроу-агент вступает в договоре **и как агент депонента** (третье лицо, на которое возложено исполнение по базовому договору между депонентом и бенефициаром), обязанный принять от него исполнение, при наступлении определенных сторонами обстоятельств передать исполнение бенефициару, или в случае не наступления таких обстоятельств вернуть предмет исполнения депоненту, так **и как агент бенефициара** (его представитель), совершающий действия по принятию исполнения от депонента при наступлении определенных сторонами обстоятельств и последующей передаче его бенефициару.

Таким образом, если обязанность передать предмет исполнения наступает в течение срока депонирования, то на одну юридическую секунду она возникает у депонента, в следующую юридическую секунду такая обязанность появляется у эскроу-агента как агента депонента, который ее исполняет. В этот же момент эскроу-агент как агент бенефициара принимает исполнение, и обязанность депонента по базовому договору считается исполненной надлежащему лицу и прекращается. У бенефициара появляются права требования к эскроу-агенту по договору условного депонирования.

Положение российского законодательства о том, что обязательство депонента по передаче бенефициару имущества считается исполненным с момента

передачи этого имущества эскроу-агенту¹, должно квалифицироваться как **фикция исполнения** и предназначено для упрощения понимания действия и влияния правового механизма договора условного депонирования на обязательства из базового договора. В случае истечения срока для наступления предусмотренных договором условного депонирования обстоятельств для раскрытия эскроу и возврата предмета депонирования депоненту, просрочивший бенефициар лишается возможности получить исполнение по базовому договору у доверенного лица, но не у депонента.

Реализуя свои функции *независимого посредника* по договору условного депонирования, эскроу-агент, получивший от депонента безналичные денежные средства, открывает для этих целей номинальный счет². В случае если эскроу-агентом выступает банк, в российском законодательстве предусмотрен **договор счета эскроу**.

Легальное закрепление в России счет эскроу получил с июля 2014 г. Законодатель распространил на договор между банком, депонентом и бенефициаром действие положений об открытии, обслуживании и закрытии банковского счета³. Последующее появление в законодательстве конструкции договора условного депонирования и внесенные в Гражданский кодекс РФ изменения логично привели к тому, что к **отношениям из договора счета эскроу применяются общие положения о банковском счете и договоре условного депонирования**.

Следует согласиться с А.Г. Карапетовым в том, что по своей правовой природе договор счета эскроу является **гибридом договора банковского счета и договора условного депонирования**⁴. Однако справедливо рассматривать **договор счета эскроу как специальный инструмент, сочетающий в себе характеристики и функции банковского счета и механизма условного**

¹ Пункт 5 статьи 926.1 Гражданского кодекса РФ.

² Пункт 3 статьи 926.5 Гражданского кодекса РФ.

³ Пункт 4 статьи 860.7 Гражданского кодекса РФ.

⁴ Байбак В.В., Иванов О.М., Карапетов А.Г. и др. Заем, кредит, факторинг, вклад и счет: постатейный комментарий к статьям 807 – 860.15 Гражданского кодекса Российской Федерации. С. 1196. Автор комментария к статье 860.7 Гражданского кодекса РФ – А.Г. Карапетов.

депонирования, но не говорить о превалировании черт регулирования одного из них. Среди свойств, присущих банковскому счету, в договоре счета эскроу наряду с его функцией по аккумулированию денежных средств и расчетной природой в контексте базового договора находит яркое проявление **гарантирующая** или **обеспечительная функция**. В то же время существенным признаком механизма эскроу является его **тесная связь с правовой целью (*causa*) базового договора**.

Отдельно следует отметить **ошибочность отнесения договора счета эскроу к непоименованным способам обеспечения исполнения обязательств**¹. Его гарантирующая функция проявляется именно в том, что он помогает сторонам сделать «первый шаг» в исполнении своих обязательств, однако денежные средства на счете эскроу не обособляются, отражаются на корреспондентском счете банка, увеличивая его и попадая в распоряжение эскроу-агента. Зачисленные депонентом денежные средства **не увеличивают имущественную массу**, из которой кредитор по базовому договору сможет получить удовлетворение своих требований. Депонент считается исполнившим свои обязательства, и права требования бенефициара к нему прекращаются. У кредитора остаются лишь права требования к эскроу-агенту. Конечно, вероятность утраты платежеспособности банком гораздо ниже, чем у обычного участника оборота, но никакого приращения имущественной массы, так или иначе, не происходит.

Кроме того, кредитору по базовому обязательству **не предоставляется упрощенного порядка удовлетворения требований**, как, например, через внесудебное обращение взыскания на заложенное имущество. Банк будет проверять наступление условий-оснований для раскрытия счета эскроу и не только формально. **Условность платежа** отличает механизм эскроу и от *независимой гарантии*.

Возникает вопрос о степени проверки эскроу-агентом содержания документов для совершения платежа, ведь чем глубже проверка, тем больше ответственности за ее результат. Представляется, что банк не примет на себя риски из базового договора, стороной которого он не является, что отличает договор

¹ Ефимова Л.Г. Там же.

счета эскроу от *поруательства*. У банка **отсутствуют возражения должника**, характерные для такого способа обеспечения исполнения обязательств.

Для того, чтобы минимизировать свои риски, возникающие при спорности наступления условий-оснований для раскрытия эскроу, и не столкнуться с необходимостью розыска денежных средств после перечисления бенефициару и компенсации убытков депоненту, банк в случае возникновения обоснованных сомнений сможет **отказать в платеже**. Кредитору по базовому обязательству придется обращаться в суд с **требованиями о признании обстоятельств наступившими и взыскании с банка денежных средств** по договору счета эскроу.

При этом стоит отметить, что **вопрос о формулировании самого искового требования еще только предстоит решить в судебной практике**. Встречаются случаи отказа во взыскании денежных средств с банка, в обосновании которых указано на необходимость «обязать банк исполнить свою договорную обязанность». С одной стороны, с логикой такого подхода можно согласиться, исходя из правовой природы договора эскроу, так как имущество депонента не должно попадать в распоряжение агента, не должно смешиваться с его имущественной массой, поэтому в таком случае необходимо заявить **иск о понуждении к совершению конкретных действий по передаче имущества**. С другой стороны, неисполнение обязанности эскроу-агента по перечислению денежных средств приводит к тому, что он безосновательно их удерживает. Следовательно, будет необходимо заявить в суд **требование о взыскании причитающихся кредитору денежных средств**.

Представляется, что **в целях эффективной судебной защиты прав и процессуальной экономии требование о взыскании денежных средств с эскроу-агента должно быть удовлетворено судом** даже при следовании логике, описанной выше. По договору счета эскроу депонируемые денежные средства поступают на корреспондентский счет банка и несмотря на то, что закон содержит указание на принадлежность денежных средств депоненту или бенефициару¹,

¹ Пункт 1 статьи 860.7 Гражданского кодекса РФ.

исходя из природы банковского счета, у сторон договора возникают имущественные договорные требования к банку в размере остатка на счете: у бенефициара – право требования перечисления денежных средств в пределах остатка на счете в случае наступления определенных сторонами обстоятельств, у депонента – условное право требования возврата денежных средств после закрытия счета эскроу. Следовательно, по денежному праву требования необходимо принять **решение о взыскании**, но никак не об обязанности перечислить денежные средства. В противном случае исполнение остается на усмотрение ответчика (в данном случае банка), который и так не заплатил.

В случае же если депонент не согласится с наступлением предусмотренных договором обстоятельств и раскрытием банком счета эскроу, в силу того, что договор счета эскроу регулирует порядок исполнения обязательства стороны базового договора, доступным средством правовой защиты для депонента выступит **иск о взыскании неосновательного обогащения с бенефициара** со всеми рисками его последующего банкротства. В отношениях же депонента с банком представляется, что суд может удовлетворить **требования депонента о признании обстоятельств для раскрытия счета эскроу не наступившими, о закрытии счета эскроу и перечислении денежных средств депоненту, или же требование о взыскании с банка убытков**, вызванных ненадлежащим исполнением агентской обязанности по проверке оснований для платежа. Представляется, что в таком случае банк сможет в последующем взыскать неосновательное обогащение с бенефициара, однако перспектива удовлетворения судом требований депонента к банку в сложившейся практике правоприменения видится малореализуемой.

В литературе отмечается, что в контексте жилищной строительной реформы обязательное участие банков в проектом финансировании накладывает на них обязанность реализации **непрофильной компетенции в сфере строительного**

контроля. Указанные обстоятельства, помимо прочего, усиливают риски безосновательного раскрытия эскроу и применения мер ответственности к банкам¹.

Специфическим образом договор счета эскроу проявляет себя в банкротстве. В случае несостоятельности депонента, исполнивший свои обязательства бенефициар в течение шести месяцев с момента открытия конкурсного производства сможет получить исполнение от депонента в полном объеме². Такое положение кредитора выглядит даже существенно лучше позиции залогового кредитора, получающего приоритетное удовлетворение своих требований лишь в части. Тем не менее, если обстоятельства для раскрытия счета эскроу в указанный период времени не наступят (что представляется наиболее вероятным сценарием развития событий при реализации инфраструктурных строительных проектов), депонируемое имущество в полном объеме будет включено в конкурсную массу, кредитор остается без какого-либо приоритета в удовлетворении, обеспечение утрачивается полностью. Таким образом, **концепция счета эскроу как обеспечения не проходит так называемый «банкротный тест».**

Законодательство о банкротстве не регулирует положение конкурсного кредитора, обязательство перед которым исполняется через механизм эскроу. Представляется, что бенефициару следует заявлять о включении своих требований в реестр требований кредиторов депонента, так как с момента открытия конкурсного производства срок исполнения обязательств перед ним будет считаться наступившим³. В случае раскрытия счета эскроу удовлетворенные требования бенефициара будут подлежать исключению из реестра конкурсным управляющим. Однако такой конкурсный кредитор до этого момента будет участвовать в собраниях кредиторов и принимать решения относительно имущества должника, в отношении которого, по факту, он конкурировать не будет. Справедлива ли такая ситуация для остальных кредиторов?

¹ См.: Губина В.В., Миловидова Е.Э. Реформа долевого строительства – правовой анализ эффективности // Имущественные отношения в Российской Федерации. 2019. № 10. С. 44–51; № 11. С. 60–77.

² Абзац 6 пункта 2 статьи 131 Закона о банкротстве.

³ Абзац 2 пункта 1 статьи 126 Закона о банкротстве.

По нашему мнению, **пробел в регулировании правового положения кредитора-бенефициара по договору счета эскроу следует устранить**. Однако до закрепления в законе соответствующих правовых норм (что требует обстоятельного и вдумчивого подхода, чтобы не усложнять и так объемное правовое регулирование в сфере банкротства) **соответствующие разъяснения может выработать Пленум Верховного Суда Российской Федерации**, руководствуясь аналогией закона¹, предложив кредиторам либо отказаться от своего преимущества и участвовать в собраниях кредиторов должника, либо сохранить свое приоритетное положение и не иметь возможности влиять на ход процедуры банкротства.

Для депонента в контексте строительной жилищной реформы обеспечительная функция договора счета эскроу заключается в **гарантировании** того, что **денежные средства будут переданы застройщику только в случае выполнения им своих обязательств по жилищному строительству** (причем не обязательно именно перед этим депонентом в случае многоквартирных домов и других объектов долевой собственности). Вероятно, законодателю следует повторно оценить закрепленное им соотношение интересов участников отношений по проектному финансированию и **ограничить раскрытие счетов эскроу этапами завершения строительства**.

В рамках проектного финансирования жилищного строительства предполагается, что погашение кредита застройщиком будет осуществляться за счет средств, полученных от продажи объектов строительства. Погашение платежей по кредитному договору банку может осуществляться напрямую со счетов эскроу участников долевого строительства после их раскрытия, минуя имущественную массу застройщика². Может показаться, что механизм проектного финансирования с применением договора счета эскроу предоставляет банку-кредитору **обеспечительный платеж** в кредитных правоотношениях с

¹ Например, статья 18.1, статья 138 Закона о банкротстве.

² Пункт 6 статьи 15.5 Федерального закона от 30.12.2004 г. № 214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» (ред. от 14.03.2022 г.) // СЗ РФ. 03.01.2005 г. № 1 (часть 1). Ст. 40.

застройщиком. Тем не менее, в отличие от такого способа обеспечения исполнения обязательств, банк зависит от выполнения условий базового договора участия в долевом строительстве, не может самостоятельно удовлетворить свои требования из депонированной суммы и получает к ней доступ лишь в случае, когда вероятность исполнения застройщиком кредитных обязательств и так достаточно высока. Несмотря на то, что имущественная масса, за счет которой могут быть удовлетворены требования банка, увеличивается за счет денежных средств депонентов, в случае банкротства застройщика эти денежные средства с большей долей вероятности не поступят в конкурсную массу застройщика и будут возвращены участникам долевого строительства.

Таким образом, использование договора счета эскроу не предоставляет безусловный или упрощенный порядок удовлетворения требований бенефициара и не увеличивает имущественную массу, из которой кредитор сможет удовлетворить свои требования. Договор счета эскроу не является способом обеспечения исполнения обязательств для бенефициара. Отрицать существенную гарантирующую функцию договора счета эскроу в проектном финансировании невозможно, однако рассматривать его как непоименованный способ обеспечения исполнения обязательств также нет оснований. Указанные обстоятельства подтверждают выводы, сделанные выше, относительно правовой природы договора счета эскроу.

Интересы инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, в проектном финансировании могут обеспечиваться посредством **залога прав по договору банковского счета** проектной компании и открытия **залогового счета**¹. Такой специальный залоговый режим счета должника позволяет ограничить права владельца счета распоряжаться денежными средствами на нем, в том числе денежными средствами, причитающимися залогодателю иного имущества в счет исполнения обеспечиваемого обязательства, доходами от использования заложенного имущества или страховым возмещением в случае их зачисления на

¹ Статьи 358.9–358.14, пункт 2 статьи 860 Гражданского кодекса РФ.

залоговый счет. Однако действующее правовое регулирование не распространяет требования об обязательном страховании денежных средств на залоговом счете, предусмотренного для вкладов¹, что лишает залогодержателя обычно ожидаемого уровня защищенности. Указанная проблема особенно актуальна в связи с тем, что фактическая гарантированность и надежность такого обеспечения зависит от добросовестности банка в ведении залогового счета и в его финансовой устойчивости, так как безналичные денежные средства представляют собой права требования к банку о совершении платежей на сумму остатка денежных средств или об их возврате наличными деньгами².

Стоит отметить, что установление режима залогового счета в контексте проектного финансирования требует тщательного подхода к балансированию интересов кредитора и должника – проектной компании, чья деятельность долгое время может не приносить доход на этапе запуска проекта, которая не имеет достаточного количества свободного капитала для установления твердого залога и которой необходимо осуществлять своевременные расчеты с контрагентами для скорейшего старта функционирования объекта инфраструктуры. В то же время свободное распоряжение проектной компанией остатком денежных средств на банковском счете должно быть ограничено в части расходных операций.

Таким образом, с учетом того, что в случае банкротства проектной компании такой залоговый кредитор сможет получить удовлетворение не более чем из восьмидесяти процентов денежных средств, имеющихся на залоговом счете³, **механизм залогового счета выполняет в проектном финансировании в большей степени функцию кредиторского контроля**, позволяющую кредитору проверять размер и обоснованность платежей проектной компании и таким образом осуществлять текущую проверку процесса реализации проекта, нежели обеспечительную (как минимум до выхода проекта на стадию окупаемости). Кроме того, как справедливо отмечает С.С. Сарбаш, залог прав по договору банковского счета имеет некий аналог по обеспечительному эффекту – такую форму

¹ Пункт 6 части 2 статьи 5 Закона о страховании вкладов.

² Ефимова Л.Г. Договоры банковского вклада и банковского счета. С. 343.

³ Пункт 2.2 статьи 138 Закона о банкротстве.

безналичных расчетов как **покрытый аккредитив**, по правовой природе близкий счету эскроу¹, и в сравнении с которым предоставляет залогодержателю меньший объем прав при видимой тождественности отношений².

Выводы. Гибридными инструментами, которые сочетают в себе правовые средства долгового и долевого характера и предполагают возможность их трансформации из возвратных в невозвратные при реализации инвестиционного риска, в диссертации признаны подлежащие правовому регулированию отношения проектного финансирования.

Проектное финансирование представляет собой **систему распределения рисков**, однако **основополагающим элементом** указанного способа привлечения инвестиций **выступает долговое финансирование**. Отношения кредитования имеют идентичное экономическое содержание как в классических сделках, так и в рамках проектного финансирования. При этом с точки зрения права сравниваемые долговые отношения существенным образом отличаются в контексте соотношения рисков и объема ответственности.

Правовая регламентация деятельности специальных проектных компаний позволит **использовать их и для других механизмов привлечения долгового финансирования в инвестиционные проекты, но уже с опорой на российское право. Развитие инструментов проектного финансирования даст возможность расширить применение инновационных техник долгового финансирования в России, в том числе секьюритизации активов, субординированного и синдицированного кредитования.**

В настоящее время проектное финансирование в России рассматривается, в том числе, более узко применительно к строительной сфере и предполагает аккумулирование средств долевыми инвесторами на счете эскроу в качестве способа обеспечения исполнения обязательства по возврату предоставленных застройщику кредитных средств. Договор счета эскроу выступает специальным гибридным

¹ Маликов А., Рябинин А. Договор условного депонирования (эскроу): особенности, преимущества, перспективы // Банковское обозрение. Приложение «БанкНадзор». 2018. № 2. С. 92.

² Байбак В.В., Иванов О.М., Карапетов А.Г. и др. Заем, кредит, факторинг, вклад и счет: постатейный комментарий к статьям 807–860.15 Гражданского кодекса Российской Федерации. С. 1165. Автор комментария к статье 860 Гражданского кодекса РФ – С.В. Сарбаш.

инструментом, сочетающим в себе функции и характеристики банковского счета и механизма условного депонирования. При этом договор счета эскроу **не является способом обеспечения исполнения обязательств** для бенефициара, так как не увеличивает имущественную массу, из которой последний сможет удовлетворить свои требования, а также не предоставляет безусловный, упрощенный или приоритетный порядок их удовлетворения.

В рамках регулирования отношений банкротства в России следует устранить пробел в правовом положении **кредитора-бенефициара по договору счета эскроу**, предоставив последнему право отказаться от возможности получения исполнения от депонента-должника в полном объеме в случае раскрытия счета эскроу в течение шести месяцев с момента открытия конкурсного производства и и принимать участие в собраниях кредиторов должника с правом голоса, либо сохранить свое приоритетное положение и не иметь возможности влиять на ход процедуры банкротства.

Представляется, что **особенность применения механизма проектного финансирования и договора счета эскроу в контексте реформы жилищного строительства** без оценки ее социальной эффективности, заключается в том, что **способ исполнения обязательств по базовому договору участия в долевом строительстве обеспечивает интересы основного кредитора бенефициара по другому договору – кредитному**. В отличие от классической конструкции договора условного депонирования такой механизм предполагает, что конечным выгодоприобретателем может выступить третье лицо, которое не является стороной базового договора участия в долевом строительстве. В данном случае возможно говорить о **множественности базовых договоров, обязательства по которым могут исполняться в рамках одного договора счета эскроу**.

При этом находим целесообразным в целях обеспечения интересов граждан законодательно ограничить раскрытие счетов эскроу каждого депонента завершением строительства причитающейся ему части объекта.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Развитие экономических отношений обуславливает возрастание роли долгового финансирования как способа привлечения инвестиций и применения не только классических долговых инструментов, но и новых механизмов, требующих теоретического осмысления и надлежащего правового закрепления. Дальнейшему развитию инвестиционной деятельности будет способствовать определение сущностных черт долгового финансирования в инвестиционном преломлении, что позволит смотреть свежим взглядом на глубоко разработанные и только появляющиеся правовые средства и определять актуальные направления развития правового регулирования в исследуемой области.

Отсутствие инициативы публичных субъектов в осуществлении прямого долгового финансирования в инвестиционной сфере обуславливает существенную значимость капитала частных инвесторов. Исходя из того, что долговое финансирование как способ привлечения инвестиций опосредуется правоотношениями, возникающими в связи с предоставлением инвестором имущества на основе принципа условной возвратности реципиенту инвестиций для осуществления инвестиционного проекта, реализуемого им в рамках его предпринимательской деятельности, с разделением риска неосуществления проекта и неполучения дохода, правовое регулирование отношений долгового финансирования как способа привлечения инвестиций должно позволять установить более сильную и приоритетную защиту прав инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, перед акционерами / участниками проектной компании и ее другими контрагентами.

Инвесторам, осуществляющим долговое финансирование, должна быть предоставлена опосредованная нормами права возможность не только и не сколько вернуть вложенные средства, но и гарантировать успешную реализацию и завершение проекта, в том числе за счет самостоятельного руководства им в случае

возникновения проблем у проектной компании. Вследствие чего ощущается особая потребность в совершенствовании правовых средств передачи инвестору, осуществляющему долговое финансирование, руководства деятельностью проектной компании, регулирование которых отличается в разных правовых порядках и не гарантирует их исполнимость.

Эффективную систему распределения рисков и ответственности участников инвестиционных отношений с долговым финансированием, лежащим в основе привлечения инвестиций, подразумевает проектное финансирование, получившее широкое распространение за рубежом. В настоящее время проектное финансирование в России рассматривается, в том числе, более узко применительно к строительной сфере и предполагает аккумуляцию средств долевых инвесторов на счете эскроу как способа обеспечения предоставления кредитных средств застройщику. Правовая регламентация деятельности специальных проектных компаний позволит использовать их и для других правовых средств привлечения долгового финансирования в инвестиционные проекты, но уже с опорой на российское право. Развитие инструментов проектного финансирования даст возможность расширить применение инновационных техник долгового финансирования в России, в том числе секьюритизации активов и субординированного кредитования. При этом стоит положительно оценить принятие в России Закона о синдицированном кредите, которым предоставлена возможность использования института совместного финансирования не только кредитным организациям, но и другим хозяйствующим субъектам.

Проведенный анализ правовых форм осуществления долгового финансирования при привлечении инвестиций позволяет сделать выводы о том, что правовой науке предстоит уделить особое внимание определению правового положения инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, в рамках процедур банкротства проектной компании, а правовое регулирование межкредиторского соглашения в России для целей субординирования требований кредиторов в инвестиционных проектах неэффективно и нуждается в доработке. Теоретическая разработка и законодательное закрепление критериев для

установления оснований и характера ответственности мезонинных кредиторов в случае дефолта инвестиционного проекта представляется первоочередной задачей в отношении правового регулирования в России мезонинного финансирования.

БИБЛИОГРАФИЯ**Нормативные правовые акты Российской Федерации**

1. Конституция Российской Федерации (принята всенародным голосованием 12.12.1993 г. с изменениями, одобренными в ходе общероссийского голосования 01.07.2020 г.) в редакции Закон РФ о поправке к Конституции РФ от 14.03.2020 г. № 1-ФКЗ «О совершенствовании регулирования отдельных вопросов организации и функционирования публичной власти» // СЗ РФ. 16.03.2020 г. № 11. Ст. 1416.
2. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть первая) от 31.07.1998 г. № 146-ФЗ (ред. от 21.11.2022 г.) // СЗ РФ. 03.08.1998 г. № 31. Ст. 3824.
3. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 05.08.2000 г. № 117-ФЗ (ред. от 21.11.2022 г.) // СЗ РФ. 07.08.2000. № 32. Ст. 3340.
4. Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 г. № 145-ФЗ (ред. от 21.11.2022 г.) // СЗ РФ. 03.08.1998 г. № 31. Ст. 3823.
5. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 г. № 51-ФЗ (ред. от 25.02.2022 г.) // СЗ РФ. 05.12.1994 г. № 32. Ст. 3301.
6. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 26.01.1996 г. № 14-ФЗ (ред. от 01.07.2021 г.) // СЗ РФ. 29.01.1996 г. № 5. Ст. 410.
7. Градостроительный кодекс Российской Федерации от 29.12.2004 г. № 190-ФЗ (ред. от 14.07.2022 г.) // СЗ РФ. 03.01.2005 г. № 1 (часть 1). Ст. 16.
8. Основы законодательства Российской Федерации о нотариате, утверждены постановлением Верховного совета Российской Федерации от 11.02.1993 г. № 4462-1 (ред. от 14.07.2022 г.) // Ведомости СНД и ВС РФ. 11.03.1993 г. № 10. Ст. 358.

9. Федеральный закон от 02.12.1990 г. № 395-1 «О банках и банковской деятельности» (ред. от 14.07.2022 г.) // СЗ РФ. 05.02.1996 г. № 6. Ст. 492.

10. Федеральный закон от 04.11.1994 г. № 34-ФЗ «О ратификации рамочной Конвенции ООН об изменении климата» // СЗ РФ. 07.11.1994 г. № 28. Ст. 2927.

11. Федеральный закон от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (ред. от 07.10.2022 г.,) // СЗ РФ. 01.01.1996 г. № 1. Ст. 1.

12. Федеральный закон от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (ред. от 20.10.2022 г.) // СЗ РФ. 22.04.1996 г. № 17. Ст. 1918.

13. Федеральный закон от 19.03.1997 г. № 65-ФЗ «О ратификации Конвенции между Правительством Российской Федерации и Правительством Соединенного Королевства Великобритании и Северной Ирландии об избежании двойного налогообложения и предотвращении уклонения от налогообложения в отношении налогов на доходы и прирост стоимости имущества и Соглашения между Правительством Российской Федерации и Правительством Соединенного Королевства Великобритании и Северной Ирландии от 15 февраля 1994 года, заключенного в форме обмена нотами, о применении отдельных положений Конвенции» // 24.03.1997 г. № 12. Ст. 1388.

14. Федеральный закон от 08.02.1998 г. № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» (ред. от 16.04.2022 г.) // СЗ РФ. 16.02.1998 г. № 7. Ст. 785.

15. Федеральный закон от 08.02.1998 г. № 18-ФЗ «О ратификации Конвенции между Правительством Российской Федерации и Правительством Французской Республики об избежании двойного налогообложения и предотвращении уклонения от налогов и нарушения налогового законодательства в отношении налогов на доходы и имущество» // СЗ РФ. 16.02.1998 г. № 7. Ст. 789.

16. Федеральный закон от 07.05.1998 г. № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» (ред. от 28.06.2022 г.) // СЗ РФ. 11.05.1998 г. № 19. Ст. 2071.

17. Федеральный закон от 29.10.1998 г. № 164-ФЗ «О финансовой аренде (лизинге)» (ред. от 14.07.2022 г.) // СЗ РФ. 1998. № 44. Ст. 5394.

18. Федеральный закон от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» (ред. от 14.03.2022 г. с изм. и доп., вступ. в силу с 01.09.2022 г.) // СЗ РФ. 01.03.1999 г. № 9. Ст. 1096.

19. Федеральный закон от 05.03.1999 г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (ред. от 30.12.2021 г.) // СЗ РФ. 08.03.1999 г. № 10. Ст. 1163.

20. Федеральный закон от 09.07.1999 г. № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» (ред. от 14.07.2022 г.) // СЗ РФ. 12.07.1999 г. № 28. Ст. 3493.

21. Федеральный закон от 07.08.2001 г. № 115-ФЗ «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма» (ред. от 14.07.2022 г.) // СЗ РФ. 13.08.2001 г. № 33 (часть I). Ст. 3418.

22. Федеральный закон от 08.08.2001 г. № 129-ФЗ «О государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей» (ред. от 04.11.2022 г.) // СЗ РФ. 13.08.2001 г. № 33 (часть I). Ст. 3431.

23. Федеральный закон от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» (ред. от 02.07.2021 г.) // СЗ РФ. 03.12.2001 г. № 49. Ст. 4562.

24. Федеральный закон от 12.06.2002 г. № 67-ФЗ «Об основных гарантиях избирательных прав и права на участие в референдуме граждан Российской Федерации» (ред. от 28.06.2022 г.) // СЗ РФ. 17.06.2002 г. № 24. Ст. 2253.

25. Федеральный закон от 24.07.2002 г. № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной пенсии в Российской Федерации» (ред. от 14.07.2022 г.) // СЗ РФ. 29.07.2002 г. № 30. Ст. 3028.

26. Федеральный закон от 26.10.2002 г. № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» (ред. от 21.11.2022 г.) // СЗ РФ. 28.10.2002 г. № 43. Ст. 4190.

27. Федеральный закон от 11.11.2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» (ред. от 20.10.2022 г.) // СЗ. РФ. 17.11.2003 г. № 46 (ч. 2). Ст. 4448.

28. Федеральный закон от 23.12.2003 г. № 177-ФЗ «О страховании вкладов в банках Российской Федерации» (ред. от 20.12.2021 г.) // СЗ РФ. 29.12.2003 г. № 52 (часть I). Ст. 5029.

29. Федеральный закон от 19.06.2004 г. № 52-ФЗ «О ратификации Факультативного протокола к Конвенции о ликвидации всех форм дискриминации в отношении женщин» // СЗ РФ. 21.06.2004 г. № 25. Ст. 2483.

30. Федеральный закон от 20.08.2004 г. № 117-ФЗ «О накопительно-ипотечной системе жилищного обеспечения военнослужащих» (ред. от 04.11.2022 г.) // СЗ РФ. 23.08.2004 г. № 34. Ст. 3532.

31. Федеральный закон от 04.11.2004 г. № 128-ФЗ «О ратификации Киотского протокола к Рамочной конвенции Организации Объединенных Наций об изменении климата» // СЗ РФ. 08.11.2004 г. № 45. Ст. 4378.

32. Федеральный закон от 30.12.2004 г. № 214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» (ред. от 14.03.2022 г.) // СЗ РФ. 03.01.2005 г. № 1 (часть 1). Ст. 40.

33. Федеральный закон от 17.05.2007 г. № 82-ФЗ «О государственной корпорации развития "ВЭБ.РФ"» (ред. от 14.07.2022 г.) // СЗ РФ. 28.05.2007 г. № 22. Ст. 2562.

34. Федеральный закон от 19.07.2007 г. № 139-ФЗ «О Российской корпорации нанотехнологий» (ред. от 31.05.2010 г.) // СЗ РФ. 23.07.2007 г. № 30. Ст. 3753.

35. Федеральный закон от 29.04.2008 г. № 57-ФЗ «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства» (ред. от 07.10.2022 г.) // СЗ РФ. 05.05.2008 г. № 18. Ст. 1940.

36. Федеральный закон от 30.11.2011 г. № 360-ФЗ «О порядке финансирования выплат за счет средств пенсионных накоплений» (ред. от 26.05.2021 г.) // СЗ РФ. 05.12.2011 г. № 49 (ч. 1). Ст. 7038.

37. Федеральный закон от 02.11.2013 г. № 289-ФЗ «О ратификации Соглашения между Правительством Российской Федерации и Правительством Республики Зимбабве о поощрении и взаимной защите капиталовложений» // СЗ РФ. 04.11.2013 г. № 44. Ст. 5628.

38. Федеральный закон от 13.07.2015 г. № 224-ФЗ «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (ред. от 11.06.2022 г.) // СЗ РФ. 20.07.2015 г. № 29 (часть I). Ст. 4350.

39. Федеральный закон от 02.06.2016 г. № 154-ФЗ «О Российском Фонде Прямых Инвестиций» (ред. от 02.07.2021 г.) // СЗ РФ. 06.06.2016 г. № 23. Ст. 3278.

40. Федеральный закон от 28.12.2016 г. № 476-ФЗ «О ратификации Соглашения между Правительством Российской Федерации и Правительством Исламской Республики Иран о поощрении и взаимной защите капиталовложений и Протокола к нему» // СЗ РФ. 02.01.2017 г. № 1 (Часть I). Ст. 17.

41. Федеральный закон от 14.11.2017 г. № 317-ФЗ «О ратификации Договора о Таможенном кодексе Евразийского экономического союза» // СЗ РФ. 20.11.2017 г. № 47. Ст. 6843.

42. Федеральный закон от 31.12.2017 г. № 486-ФЗ «О синдицированном кредите (займе) и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (ред. от 22.12.2020 г.) // СЗ РФ. 01.01.2018 г. № 1 (Часть I). Ст. 70.

43. Федеральный закон от 18.04.2018 г. № 75-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" в части регулирования структурных облигаций» // СЗ РФ. 23.04.2018 г. № 17. Ст. 2424.

44. Федеральный закон от 03.08.2018 г. № 290-ФЗ «О международных компаниях и международных фондах» (ред. от 14.07.2022 г.) // СЗ РФ. 06.08.2018 г. № 32 (часть I). Ст. 5083.

45. Федеральный закон от 02.08.2019 г. № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений

в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (ред. от 14.07.2022 г.) // СЗ РФ. 05.08.2019 г. № 31. Ст. 4418.

46. Федеральный закон от 01.04.2020 г. № 69-ФЗ «О защите и поощрении капиталовложений в Российской Федерации» (ред. от 21.11.2022 г.) // СЗ РФ. 06.04.2020 г. № 14 (часть I). Ст. 1999.

47. Федеральный закон от 02.07.2021 г. № 354-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // СЗ РФ. 05.07.2021 г. № 27 (часть I), ст. 5182.

48. Федеральный закон от 02.07.2021 г. № 354-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // СЗ РФ. 05.07.2021 г. № 27 (часть I). Ст. 5182.

49. Закон РСФСР от 26.06.1991 г. № 1488-1 «Об инвестиционной деятельности в РСФСР» (ред. от 26.07.2017 г.) // Ведомости СНД и ВС РСФСР. 18.07.1991 г. № 29. Ст. 1005.

50. Постановление Верховного Совета Российской Федерации от 22.12.1992 г. № 4186-1 «О ратификации конвенции об учреждении многостороннего агентства по гарантиям инвестиций» // Ведомости СНД и ВС РФ. 07.01.1993 г. № 1. Ст. 22.

51. Постановление Верховного Совета Российской Федерации от 22.10.1992 г. № 3702-1 «О ратификации договора между Российской Федерацией и Соединенными Штатами Америки об избежании двойного налогообложения и предотвращении уклонения от налогообложения в отношении налогов на доходы и капитал» // Ведомости СНД и ВС РФ. 19.11.1992 г. № 46. Ст. 2617.

52. Распоряжение Президента Российской Федерации от 04.03.2002 г. № 84-рп «О прекращении временного применения Соглашения о сотрудничестве в области инвестиционной деятельности» // СЗ РФ. 11.03.2002 г. № 10. Ст. 996.

53. Постановление Правительства Российской Федерации от 07.02.2011 г. № 55 «Об утверждении устава открытого акционерного общества "РОСНАНО"» // СЗ РФ. 14.02.2011 г. № 7. Ст. 986.

54. Постановление Правительства Российской Федерации от 30.09.2016 г. № 992 «О заключении международных договоров Российской Федерации по вопросам поощрения и защиты инвестиций» // СЗ РФ. 10.10.2016 г. № 41. Ст. 5836.

55. Постановление Правительства Российской Федерации от 21.09.2019 г. № 1228 «О принятии Парижского соглашения» // Официальный интернет-портал правовой информации <http://www.pravo.gov.ru>. 24.09.2019 г.

56. Постановление Правительства Российской Федерации от 08.08.2022 г. № 1395 «О государственных гарантиях Российской Федерации по кредитам или облигационным займам, привлекаемым российскими юридическими лицами на цели развития инфраструктуры» // СЗ РФ. 15.08.2022 г. № 33. Ст. 5908.

57. Распоряжение Правительства Российской Федерации от 18.11.2020 г. № 3024-р «О координирующей роли Минэкономразвития России по вопросам развития инвестиционной деятельности и привлечения внебюджетных средств в проекты устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации» // Собрание законодательства РФ. 23.11.2020. № 47. Ст. 7623.

58. Положение Банка России от 01.03.2017 г. № 580-П «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование, случаев, когда управляющая компания, действуя в качестве доверительного управляющего средствами пенсионных накоплений, вправе заключать договоры репо, требований, направленных на ограничение рисков, при условии соблюдения которых такая управляющая компания вправе заключать договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, дополнительных требований к кредитным организациям, в которых размещаются средства пенсионных накоплений и накопления для жилищного обеспечения военнослужащих, а также дополнительного требования, которое управляющая компания обязана соблюдать в период действия договора доверительного управления средствами пенсионных накоплений для финансирования накопительной пенсии» (ред. от 20.04.2020) / Зарегистрировано в Минюсте России 23.06.2017 г. № 47127 // Вестник Банка России. 10.07.2017 г. № 56.

59. Положение Банка России от 04.07.2018 г. № 646-П «О методике определения собственных средств (капитала) кредитных организаций ("Базель III")» (ред. от 30.06.2020 г.) // Вестник Банка России. 28.09.2018 г. № 75.

60. Положение Банка России от 27.03.2020 г. № 714-П «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» // Вестник Банка России. 27.05.2020 г. № 39–40.

61. Указание Банка России от 16.02.2015 г. № 3565-У «О видах производных финансовых инструментов» // Вестник Банка России. 31.03.2015 г. № 28.

62. Указание Банка России от 05.09.2016 г. № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» (ред. от 21.03.2022 г.) // Вестник Банка России. 22.11.2016 г. № 103.

63. Указание Банка России от 01.10.2021 г. № 5959-У «О внесении изменений в Положение Банка России от 19 декабря 2019 года № 706-П "О стандартах эмиссии ценных бумаг"» // Вестник Банка России. 17.11.2021 г. № 77.

64. Приказ ФСФР России от 30.07.2013 г. № 13-65/пз-н «О порядке открытия и ведения держателями реестров владельцев ценных бумаг лицевых и иных счетов и о внесении изменений в некоторые нормативные правовые акты Федеральной службы по финансовым рынкам» (ред. от 16.11.2018 г.) // РГ (специальный выпуск). 19.09.2013 г. № 209/1.

Нормативные правовые акты субъектов Российской Федерации

Постановление Правительства Москвы от 03.07.2007 г. № 576-ПП «О порядке взаимодействия органов исполнительной власти города Москвы при реализации прав акционера по акциям, находящимся в собственности города Москвы, и принципах стратегического и оперативного планирования, организации

системы контроля и оценки эффективности финансово-хозяйственной деятельности акционерных обществ, акции которых находятся в собственности города Москвы» (ред. от 31.03.2020 г.) // Вестник Мэра и Правительства Москвы. 13.08.2007 г. № 45.

Нормативные правовые акты, утратившие силу

1. Основы законодательства об инвестиционной деятельности в СССР, приняты Верховным Советом СССР 10.12.1990 г. № 1820-1 // Ведомости СНД СССР и ВС СССР. 1990 г. № 51. Ст. 1109 (утратил силу).

2. Постановление Правительства РФ от 17.09.2001 г. № 675 «О федеральной целевой программе "Жилище" на 2002–2010 годы» (ред. от 15.12.2010 г.) // СЗ РФ. 24.09.2001 г. № 39. Ст. 3770.

Судебная практика

1. Постановление Конституционного Суда Российской Федерации от 20.07.2011 г. № 20-П «По делу о проверке конституционности положений пункта 4 статьи 93.4 Бюджетного кодекса Российской Федерации, части 6 статьи 5 Федерального закона «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации в части регулирования бюджетного процесса и приведении в соответствие с бюджетным законодательством Российской Федерации отдельных законодательных актов Российской Федерации» и статьи 116 Федерального закона «О федеральном бюджете на 2007 год» в связи с запросом Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации» // СЗ РФ. 15.08.2011 г. № 33. Ст. 4948 (Постановление).

2. Постановление Пленума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 30.07.2013 г. № 62 «О некоторых вопросах возмещения убытков

лицами, входящими в состав органов юридического лица» // Вестник ВАС РФ. 2013. № 10. С. 120–125.

3. Постановление Пленума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 14.03.2014 г. № 16 «О свободе договора и ее пределах» // Вестник ВАС РФ. 2014. № 5. С. 85–91.

4. Постановление Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 07.07.2015 г. № 32 «О судебной практике по делам о легализации (отмывании) денежных средств или иного имущества, приобретенных преступным путем, и о приобретении или сбыте имущества, заведомо добытого преступным путем» // РГ. 13.07.2015 г. № 151.

5. Постановление Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 22.11.2016 г. № 54 «О некоторых вопросах применения общих положений Гражданского кодекса Российской Федерации об обязательствах и их исполнении» // РГ. 05.12.2016 г. № 275.

6. Постановление Президиума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 06.09.2011 г. № 4784/11 по делу № А40-133603/09-122-977 // СПС «КонсультантПлюс».

7. Постановление Президиума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 24.01.2012 г. № ВАС-11450/11 по делу № А40-124539/09-54-801 // СПС «КонсультантПлюс».

8. Постановление Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 05.02.2013 г. № 12444/12 по делу № А32-24023/2011 // СПС «КонсультантПлюс».

9. Постановление Президиума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 02.07.2013 г. № 1039/13 по делу № А51-11274/2012 // СПС «КонсультантПлюс».

10. Определение Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 12.12.2012 г. № ВАС-16568/12 по делу № А17-6563/2011 // СПС «КонсультантПлюс».

11. Определение Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 30.12.2013 г. № ВАС-4687/13 по делу № А51-2382/2012 // СПС «КонсультантПлюс».

12. Определение Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 11.03.2014 г. № ВАС-18562/13 по делу № А40-71030/2012-108-57 // СПС «КонсультантПлюс».

13. Определение Судебной коллегии по гражданским делам Верховного Суда Российской Федерации от 18.07.2017 г. № 18-КГ17-83 // СПС «КонсультантПлюс».

14. Определение Судебной коллегии по гражданским делам Верховного Суда Российской Федерации от 04.07.2017 г. № 18-КГ17-79 // СПС «КонсультантПлюс».

15. Определение Судебной коллегии по гражданским делам Верховного Суда Российской Федерации от 27.06.2017 г. № 18-КГ17-78 // СПС «КонсультантПлюс».

16. Определение Судебной коллегии по гражданским делам Верховного Суда Российской Федерации от 27.06.2017 г. № 18-КГ17-70 // СПС «КонсультантПлюс».

17. Определение Судебной коллегии по гражданским делам Верховного Суда Российской Федерации от 18.07.2017 г. № 18-КГ17-80 // СПС «КонсультантПлюс».

18. Определение Судебной коллегии по экономическим спорам Верховного Суда Российской Федерации от 04.02.2019 г. № 304-ЭС18-14031 по делу № А81-7027/2016 // СПС «КонсультантПлюс».

19. Определение Судебной коллегии по экономическим спорам Верховного Суда Российской Федерации от 06.08.2015 г. № 302-ЭС15-3973 по делу № А33-16866/2013 // СПС «КонсультантПлюс».

20. Определение Судебной коллегии по экономическим спорам Верховного Суда Российской Федерации от 06.07.2017 г. № 308-ЭС17-1556(1) по делу № А32-19056/2014 // СПС «КонсультантПлюс».

21. Определение Судебной коллегии по экономическим спорам Верховного Суда Российской Федерации от 06.07.2017 г. № 308-ЭС17-1556(2) по делу № А32-19056/2014 // СПС «КонсультантПлюс».

22. Постановление Арбитражного суда Западно-Сибирского округа от 31.01.2020 г. № Ф04-6722/2019 по делу № А45-19283/2017 // СПС «КонсультантПлюс».

23. Постановление Арбитражного суда Московского округа от 17.02.2015 г. № Ф05-9021/2014 по делу № А41-65961/13 // СПС «КонсультантПлюс».

24. Постановление Арбитражного суда Центрального округа от 06.07.2015 г. № Ф10-2001/2015 по делу № А36-5209/2014 // СПС «КонсультантПлюс».

25. Постановление Арбитражного суда Московского округа от 21.05.2018 г. № Ф05-5809/2018 по делу № А40-255442/2016 // СПС «КонсультантПлюс».

26. Постановление Арбитражного суда Московского округа от 18.07.2019 г. № Ф05-11301/2019 по делу № А40-118958/18 // СПС «КонсультантПлюс».

27. Постановление Арбитражного суда Уральского округа от 30.09.2019 г. № Ф09-3033/15 по делу № А60-57747/2014 // СПС «КонсультантПлюс».

28. Постановление Арбитражного суда Уральского округа от 22.12.2020 г. № Ф09-6761/20 по делу № А50-30519/2019 // СПС «КонсультантПлюс».

29. Постановление Арбитражного суда Северо-Кавказского округа от 24.10.2016 г. № Ф08-7641/2016 по делу № А53-26011/2015 // СПС «КонсультантПлюс».

30. Постановление Арбитражного суда Дальневосточного округа от 29.11.2016 г. № Ф03-5480/2016 по делу № А16-343/2016 // СПС «КонсультантПлюс».

31. Постановление Арбитражного суда Дальневосточного округа от 27.12.2017 г. № Ф03-4749/2017 по делу № А51-25978/2016 // СПС «КонсультантПлюс».

32. Постановление Одиннадцатого арбитражного апелляционного суда от 17.12.2018 г. № 11АП-18709/2018 по делу № А55-1622/2018 // СПС «КонсультантПлюс».

33. Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 11.04.2019 г. № 09АП-60340/2018 по делу № А40-118958/18 // СПС «КонсультантПлюс».

34. Постановление Десятого арбитражного апелляционного суда от 20.12.2017 г. № 10АП-17872/2017 по делу № А41-50861/17 // СПС «КонсультантПлюс».

35. Определение Второго кассационного суда общей юрисдикции от 14.01.2020 г. по делу № 88-745/2020 // СПС «КонсультантПлюс».

36. Определение Восьмого кассационного суда общей юрисдикции от 09.06.2021 г. № 88-8708/2021 // СПС «КонсультантПлюс».

37. Апелляционное определение Московского городского суда от 10.07.2020 г. по делу № 2-4198/2019, 33-23822/2020 // СПС «КонсультантПлюс».

Международные акты и судебная практика

1. Договор о Таможенном кодексе Евразийского экономического союза / Подписан в г. Москве 11.04.2017 г. // Официальный интернет-портал правовой информации <http://www.pravo.gov.ru>. 09.01.2018 г.

2. Конвенция об учреждении Многостороннего агентства по гарантиям инвестиций / Заключена в г. Сеуле в 1985 г. // Международно-правовые основы иностранных инвестиций в России. Сборник нормативных актов и документов. Москва: Юридическая литература, 1995. С. 197–276.

3. Соглашение стран СНГ от 24.12.1993 г. «О сотрудничестве в области инвестиционной деятельности» // Бюллетень международных договоров. 1995. № 4.

4. Таможенный кодекс Евразийского экономического союза (ред. от 29.05.2019 г.) // Официальный сайт Евразийского экономического союза <http://www.eaeunion.org/>. 12.04.2017 г.

5. Договор между Российской Федерацией и Соединенными Штатами Америки об избежании двойного налогообложения и предотвращении уклонения от налогообложения в отношении налогов на доходы и капитал / Подписан в г. Вашингтоне 17.06.1992 г. // СЗ РФ. 19.04.1999 г. № 16. Ст. 1938.

6. Конвенция между Правительством РФ и Правительством Соединенного Королевства Великобритании и Северной Ирландии от 15.02.1994 г. «Об избежании двойного налогообложения и предотвращении уклонения от налогообложения в отношении налогов на доходы и прирост стоимости имущества» и Соглашение, заключенное в форме обмена нотами, о применении отдельных положений Конвенции // СЗ РФ. 05.07.1999 г. № 27. Ст. 3188.

7. Конвенция между Правительством РФ и Правительством Французской Республики от 26.11.1996 г. «Об избежании двойного налогообложения и предотвращении уклонения от налогов и нарушения налогового законодательства в отношении налогов на доходы и имущество» // СЗ РФ. 24.05.1999 г. № 21. Ст. 2527.

8. Соглашение между Правительством Российской Федерации и Правительством Республики Кипр об избежании двойного налогообложения в отношении налогов на доходы и капитал / Заключено в г. Никозии 05.12.1998 г. (ред. от 08.09.2020 г.) // СЗ РФ. 13.09.1999 г. № 37. Ст. 4447.

9. Соглашение между Правительством Российской Федерации и Правительством Специального административного района Гонконг Китайской Народной Республики об избежании двойного налогообложения и предотвращении уклонения от налогообложения в отношении налогов на доходы / Заключено в г. Гонконге 18.01.2016 г. // СЗ РФ. 23.01.2017 г. № 4. Ст. 521.

10. Соглашение между Правительством Российской Федерации и Правительством Объединенных Арабских Эмиратов о налогообложении дохода от инвестиций Договаривающихся государств и их финансовых и инвестиционных учреждений / Заключено в г. Абу-Даби 07.12.2011 г. // Бюллетень международных договоров. 2014 г. № 2.

11. Соглашение между Правительством Российской Федерации и Правительством Республики Сингапур об избежании двойного налогообложения и предотвращении уклонения от налогообложения в отношении налогов на доходы / Заключено в г. Москве 09.09.2002 г. (ред. от 17.11.2015 г.) // СЗ РФ. 06.04.2009 г. № 14. Ст. 1588.

12. Соглашение между Правительством Российской Федерации и Правительством Турецкой Республики об избежании двойного налогообложения в отношении налогов на доходы / Заключено в г. Анкаре 15.12.1997 г. // СЗ РФ. 07.02.2000 г. № 6. Ст. 614.

13. Соглашение между Правительством Российской Федерации и Правительством Исламской Республики Иран о поощрении и взаимной защите капиталовложений / Заключено в г. Тегеране 23.12.2015 г. // СЗ РФ. 22.05.2017 г. № 21. Ст. 2972.

14. Соглашение между Правительством Российской Федерации и Правительством Республики Зимбабве о поощрении и взаимной защите капиталовложений / Заключено в г. Хараре 07.10.2012 г. // СЗ РФ. 17.11.2014 г. № 46. Ст. 6261.

15. Соглашение между Российской Федерацией и Швейцарской Конфедерацией об избежании двойного налогообложения в отношении налогов на доходы и капитал / Заключено в г. Москве 15.11.1995 г. (ред. от 24.09.2011 г.) // СЗ РФ. 09.06.1997 г. № 23. Ст. 2666.

16. Соглашение между РФ и Федеративной Республикой Германия от 29.05.1996 г. «Об избежании двойного налогообложения в отношении налогов на доходы и имущество» (ред. от 15.10.2007 г.) // СЗ РФ. 23.02.1998 г. № 8. Ст. 913.

17. Решение Коллегии Евразийской экономической комиссии от 21.04.2015 г. № 30 (ред. от 15.06.2021) «О мерах нетарифного регулирования» // Официальный сайт Евразийского экономического союза <http://www.eaeunion.org/>. 22.04.2015 г.

18. Interim Agreement establishing an Economic Partnership Agreement between the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland, of the one part and the Republic of Cameroon, of the other part. Signed at London, UK, on 9 March 2021. URL: <https://investmentpolicy.unctad.org/international-investment-agreements/treaty-files/6343/download>.

19. Interim Agreement establishing an Economic Partnership Agreement between the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland, of the one part and the Republic of Ghana, of the other part. Signed at London, UK, on 2 March 2021. URL: <https://investmentpolicy.unctad.org/international-investment-agreements/treaty-files/6344/download>.

20. Treaty between the Federal Republic of Germany and Dominica concerning the encouragement and reciprocal protection of investments (with protocol). Signed at Roseau, Dominica, on 1 October 1984. URL: <https://investmentpolicy.unctad.org/international-investment-agreements/treaty-files/1039/download>.

21. Treaty between the Federal Republic of Germany and Pakistan for the Promotion and Protection of Investments / Gesetz zu dem Vertrag vom 25. November 1959 zwischen der Bundesrepublik Deutschland und Pakistan zur Forderung und zum Schutz von Kapitalanlagen // Bundesgesetzblatt, Jahrgang 1961, Teil II. URL: <https://investmentpolicy.unctad.org/international-investment-agreements/treaty-files/1387/download>.

22. Treaty between the Federal Republic of Germany and the Federal Republic of Nigeria concerning the encouragement and reciprocal protection of investments. Signed at Abuja, Nigeria, on 28 March 2000. URL: <https://investmentpolicy.unctad.org/international-investment-agreements/treaty-files/1382/download>.

23. International Capital Markets Association. Sustainability-Linked Bond Principles (June 2020). URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Sustainability-Linked-Bond-Principles-June-2020-171120.pdf>.
24. International Capital Markets Association. The Sustainability Bond Guidelines (June 2021). URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Sustainability-Bond-Guidelines-June-2021-140621.pdf>.
25. International Capital Markets Association. The Green Bond Principles (June 2021, with June 2022 Appendix 1). URL: https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles_June-2022-280622.pdf.
26. International Capital Markets Association. The Social Bond Principles (June 2021, with June 2022 Appendix 1). URL: https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Social-Bond-Principles_June-2022v3-020822.pdf.

Зарубежные нормативные правовые акты и судебная практика

1. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. № 111-203, 124 Stat. 1376. URL: <https://www.congress.gov/111/plaws/publ203/PLAW-111publ203.pdf>.
2. Securities Act of 1933. URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>.
3. Securities Exchange Act of 1934. URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>.
4. Jumpstart Our Business Startups Act, Pub. L. № 112-106, 126 Stat. 306 (2012). URL: <https://www.govinfo.gov/app/details/STATUTE-126/STATUTE-126-Pg306>.

5. Securities and Exchange Commission Rules and Regulations. Crowdfunding. 17 CFR Parts 200, 227, 232, 239, 240, 249, 269, and 274/ Release Nos. 33-9974; 34-76324; File № S7-09-13. RIN 3235-AL37. URL: <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf>.

6. Michigan Revised Municipal Finance Act, Public Act 34 of 2001. URL: [http://www.legislature.mi.gov/\(S\(qimi1n455rzvsc22dznhcmyo\)\)/documents/mcl/pdf/mcl-Act-34-of-2001.pdf](http://www.legislature.mi.gov/(S(qimi1n455rzvsc22dznhcmyo))/documents/mcl/pdf/mcl-Act-34-of-2001.pdf).

7. Model Business Corporation Act: Official Text with Official Commentary & Statutory Cross-References 2016 Revision Edition / American Bar Association. Committee on Corporate Laws. Chicago, Illinois: American Bar Association, Business Law Section, 2016.

8. New York Uniform Commercial Code. URL: <https://www.nysenate.gov/legislation/laws/UCC>.

9. Companies Act 2006. URL: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>.

10. Town and Country Planning Act 1990. URL: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1990/8/contents>.

11. Gesetz betreffend die gesellschaften mit beschränkter haftung, GmbHG, 20.04.1892. URL: <https://www.gesetze-im-internet.de/gmbhg/GmbHG.pdf>.

12. Bürgerliches Gesetzbuch, BGB, 18.08.1896. URL: <https://www.gesetze-im-internet.de/bgb/BGB.pdf>.

13. Zivilprozessordnung, ZPO, 12.09.1950. URL: <https://www.gesetze-im-internet.de/zpo/ZPO.pdf>.

14. Gesetz zu dem Vertrag vom 25. November 1959 zwischen der Bundesrepublik Deutschland und Pakistan zur Förderung und zum Schutz von Kapitalanlagen // Bundesgesetzblatt, Jahrgang 1961, Teil II.

15. Aktiengesetz, AktG, 06.09.1965. URL: <https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/AktG.pdf>.

16. Insolvenzordnung, InsO, 05.10.1994. URL: <https://www.gesetze-im-internet.de/insolvenzordnung/InsO.pdf>.

17. Kapitalanlagegesetzbuch, KAGB, 04.07.2013. URL: <https://www.gesetze-im-internet.de/kagb/KAGB.pdf>.
18. Code civil. URL: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte_lc/LEGITEXT000006070721/.
19. Code de commerce. URL: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte_lc/LEGITEXT000005634379/.
20. Code de la construction et de l'habitation. URL: <https://www.legifrance.gouv.fr/codes/id/LEGITEXT000006074096/>.
21. Loi fédérale complétant le Code civil suisse (Livre cinquième: Droit des obligations). URL: https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/27/317_321_377/fr.
22. Lei № 4.131, de 3 de Setembro de 1962, «Disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior e dá outras providências». URL: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4131-Compilada.htm.
23. Codice Civile // Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262, Approvazione del testo del Codice civile. (042U0262). Gazzetta Ufficiale n.79 del 4-4-1942. URL: <https://www.gazzettaufficiale.it/dettaglio/codici/codiceCivile>.
24. Directive (EU) 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) № 1060/2009 and (EU) № 1095/2010. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32011L0061>.
25. Directive (EU) 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC, article 8. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32013L0036>.
26. Directive (EU) 2014/49/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on deposit guarantee schemes. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0049>.

27. Directive (EU) 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX:32014L0065>.

28. Directive (EU) 2019/878 of the European Parliament and of the Council of 20 May 2019 amending Directive 2013/36/EU as regards exempted entities, financial holding companies, mixed financial holding companies, remuneration, supervisory measures and powers and capital conservation measures. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32019L0878>.

29. Directive (EU) 2020/1504 of the European Parliament and of the Council of 7 October 2020 amending Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32020L1504>.

30. Directive (EU) 97/9/EC of the European Parliament and of the Council of 3 March 1997 on investor-compensation schemes. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=celex:31997L0009>.

31. Regulation (EU) 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision № 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32010R1095>.

32. Regulation (EU) 2020/1503 of the European Parliament and of the Council of 7 October 2020 on European crowdfunding service providers for business, and amending Regulation (EU) 2017/1129 and Directive (EU) 2019/1937. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32020R1503>.

33. SEC V. Edwards (02-1196) 540 U. S. 389 (2004) 300 F. 3d 1281.

34. SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293, 298–99, 66 S. Ct. 1100, 1102–03, 90 L. Ed. 1244 (1946).

35. Tribunal Administratif de Paris [Paris Administrative Tribunal], 4th section – 1st chamber, February 3, 2021, N°1904967, 1904968, 1904972, 1904976/4-1.

URL: http://paris.tribunal-administratif.fr/Media/TACAA/Paris/00communiqués_de_presse/laffaireduSiecle.

Диссертационные исследования и авторефераты диссертаций

1. Батурина Ю.Б. Правовая форма и правовое средство в системе понятий теории права: автореф. дис. ... канд. юрид. наук. Москва, 2001.
2. Благов Д.А. Правовое регулирование отношений в сфере осуществления предпринимательской деятельности на территории особых экономических зон: дисс. ... канд. юрид. наук. Москва, 2010.
3. Вдовин И.А. Механизм правового регулирования инвестиционной деятельности (исторический и теоретико-правовой анализ): дисс. ... доктора юрид. наук. Санкт-Петербург, 2002.
4. Ведерников А.В. Иностранные инвестиции в Российской Федерации. Правовые аспекты: дисс. ... канд. юрид. наук. Екатеринбург, 2004.
5. Добрачев Д.В. Соотношение гражданско-правовых категорий денежного долга и убытков: дисс. ... канд. юрид. наук. Ростов-на-Дону, 2013.
6. Егоров А.В. Понятие посредничества в гражданском праве: дисс. ... канд. юрид. наук. Москва, 2002.
7. Иванов И.С. Институт вины в налоговом праве: дисс. ... канд. юрид. наук. Москва, 2006.
8. Кабышев О.А. Предпринимательский риск: правовые вопросы: дисс. ... канд. юрид. наук. Москва, 1996.
9. Кокин В.Н. Защита прав инвестора при недропользовании на условиях соглашения о разделе продукции в Российской Федерации: дисс. ... канд. юрид. наук. Москва: Изд-во МГУК, 2002.
10. Мазаев П.А. Гражданско-правовые средства регулирования девелоперской деятельности в Российской Федерации: дисс. ... канд. юрид. наук. Москва, 2011.

11. Максимович К.А. Паннонские юридические памятники в древнерусской книжности: дисс. ... доктора филол. наук. Москва, 2007.
12. Морозова А.Е. Финансово-правовое регулирование инвестиционной деятельности кредитных организаций: дисс. ... канд. юрид. наук. Москва, 2001.
13. Муравьев Б.В. Инвестиционное обязательство в строительстве: дисс. ... канд. юрид. наук. Москва, 2001.
14. Потапова Ю.В. Правовое регулирование инвестиционной деятельности в субъектах Российской Федерации: дисс. ... канд. юрид. наук. Москва, 2003.
15. Саркисян М.Р. Биржевое посредничество по законодательству Российской Федерации: дисс. ... канд. юрид. наук. Краснодар, 2000.
16. Серебрякова Т.А. Регулирование инвестиционной деятельности: финансово-правовой аспект: дисс. ... канд. юрид. наук. Саратов, 2002.
17. Сокол П.В. Инвестиционный договор как гражданско-правовая форма инвестирования в жилищное строительство: дисс. ... канд. юрид. наук. Волгоград, 2002.
18. Татьянников В.А. Риски инвесторов в условиях повышенной неопределенности российского фондового рынка: дисс. ... канд. экон. наук. Екатеринбург, 2001.
19. Тирская Е.В. Категория денежного долга в гражданском праве России: дисс. ... канд. юрид. наук. Москва, 2004.

Научная литература

1. Абакумова Е.Б. Административно-правовые средства защиты имущественных интересов войск национальной гвардии Российской Федерации // Административное право и процесс. 2019. № 11. С. 54–57.
2. Абдулкадыров С.С. Европейский опыт обращения ценных бумаг в России и о единстве судебной практики // Российский судья. 2013. № 8. С. 46–48.

3. Абдулкадыров С.С. Понятие, содержание и сущность проектных облигаций в России и за рубежом // *Международное публичное и частное право*. 2014. № 4. С. 23–26.
4. Абова Т.Е., Аникина Е.Б., Беляева З.С., Гендзехадзе Е.Н., и др. *Гражданский кодекс Российской Федерации. Научно-практический комментарий. Ч. 1 / Отв. ред.: Абова Т.Е., Кабалкин А.Ю., Мозолин В.П.* Москва: БЕК, 1996.
5. Аганина Р.Н., Андреев В.К., Андреева Л.В. и др. *Предпринимательское право: Правовое сопровождение бизнеса: учебник для магистров*. Отв. ред. Ершова И.В. Москва: Проспект, 2017.
6. Агарков М.М. *Обязательство по советскому гражданскому праву*. Москва: Юрид. Изд-во НКЮ ССР, 1940.
7. Акопян О.А. Правовое регулирование инвестиций в инновационный сектор экономики (венчурных инвестиций) // *Журнал российского права*. 2008. № 5. С. 144–149.
8. Акопян О.А., Боженко С.Я., Веремеева О.В. и др. *Риски финансовой безопасности: правовой формат: монография / Отв. ред. И.И. Кучеров, Н.А. Поветкина*. Москва: Норма. Инфра-М, 2018.
9. Алексеев С.С. *Правовые средства: постановка проблемы, понятие, классификация // Советское государство и право*. Москва: Наука, 1987. № 6. С. 12–19.
10. Алексеев С.С. *Теория права*. 2-е изд., перераб. и доп. Москва: Издательство БЕК, 1995.
11. Андреева Е.М., Радько А.В. Понимание категории «финансирование» в различных областях российского права // *Ленинградский юридический журнал*. 2016. № 3. С. 142–150.
12. Андрианов А.Ю., Валдайцев С.В., Воробьев П.В. (и др.). *Инвестиции: Учебник для бакалавров / Отв. ред. В.В. Ковалев, В.В. Иванов, В.А. Лялин*. 2-е изд., перераб. и доп. Москва: Проспект, 2013.

13. Антипова О.М. Правовое регулирование инвестиционной деятельности (анализ теоретических и практических проблем). Москва: Волтерс Клувер, 2007.

14. Архипов Д.А. Модификация обязательств при наступлении форс-мажора: теория и практика // Судья. 2020. № 7. С. 59–64.

15. Афанасьева Е.Г., Бакшинская В.Ю., Беренштейн И.В. и др. Предпринимательское право Российской Федерации: Учебник / Отв. ред. Губин Е.П., Лахно П.Г. 2-е изд., перераб. и доп. Москва: Норма. Инфра-М, 2010.

16. Афанасьева Е.Г., Белицкая А.В., Вайпан В.А. и др. Предпринимательское право Российской Федерации: Учебник / Отв. ред. Губин Е.П., Лахно П.Г. 3-е изд., перераб. и доп. Москва: Норма. Инфра-М, 2017.

17. Афанасьева Е.Г., Белицкая А.В., Вайпан В.А. и др. Предпринимательское право России: итоги, тенденции и пути развития: монография / Отв. ред. Е.П. Губин. Москва: Юстицинформ, 2019.

18. Ахметшин Р.И., Енгуразова С.Ю. Займы или инвестиции? Новая попытка обойти правила недостаточной капитализации // В кн.: Правила для бизнеса – 2018: Уроки судебных дел: Сб. / Сост. М.В. Завязочникова; Под ред. С.Г. Пепеляева. Москва: Статут, 2018. С. 254–262.

19. Аюпов А.З., Бергер Е.В., Холкина М.Г. Комментарий к Федеральному закону от 09.07.1999 № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» (постатейный) // СПС «КонсультантПлюс». 2012.

20. Бабашкина А.М. Государственное регулирование национальной экономики: Учебное пособие. Москва: Финансы и статистика, 2003.

21. Байбак В.В., Иванов О.М., Карапетов А.Г. и др. Заем, кредит, факторинг, вклад и счет: постатейный комментарий к статьям 807–860.15 Гражданского кодекса Российской Федерации / Отв. ред. А.Г. Карапетов. Москва: М-Логос, 2019.

22. Балабанов И.Т. Риск-менеджмент. Москва: Финансы и статистика, 1996.

23. Батлер У.Э., Гаши-Батлер М.Е. Корпорация и ценные бумаги по праву России и США. Москва: Зерцало, 1997.
24. Бевзенко Р.С. Вещное обеспечение как механизм контроля и управления активами должника // Вестник гражданского права. 2018. № 1. С. 10-22.
25. Беккин Р.И. Розничные услуги в исламском банковском деле // Банковский ритейл. 2007. № 4.
26. Белицкая А.В. Банк как субъект реализации государственной инвестиционной политики // Банковское право. 2018. № 2. С. 43–48.
27. Белицкая А.В. Государство как участник и регулятор инвестиционных отношений в рамках государственно-частного партнерства // Бизнес, Менеджмент и Право. 2017. № 1–2. С. 42–46.
28. Белицкая А.В. Понятие и правовые основы проектного финансирования // Юрист. 2015. № 11. С. 31–36.
29. Белицкая А.В. Правовое обеспечение участия финансирующих лиц в инвестиционных проектах // Юрист. 2017. № 7. С. 29–33.
30. Белицкая А.В. Финансирование развития – новое направление в банковской практике: правовой аспект // Банковское право. 2017. № 4. С. 20–25.
31. Белицкая А.В., Лаутс Е.Б. Инвестирование и кредитование: сравнительно-правовой анализ. // Законодательство. 2012. № 4. С. 43–53.
32. Белицкая А.В., Лаутс Е.Б. Принципы возвратности, платности и срочности в контексте правовой квалификации инвестирования и заемных обязательств // Банковское право. 2022. № 2. С. 24–31.
33. Белицкая А.В., Лаутс Е.Б. Разграничение инвестиционных и заемных обязательств для целей налогообложения: правовой аспект // Банковское право. 2022. № 1. С. 30–38.
34. Белых В.С. Правовое регулирование предпринимательской деятельности в России: Монография. Москва, 2005.
35. Бенвенист Э. Словарь индоевропейских социальных терминов. Пер. с фр./Общ. ред. и вступ. сл. Ю. С. Степанова. Москва: Прогресс-Универс, 1995.
36. Берендтс Э.Н. Русское финансовое право. Санкт-Петербург, 1914.

37. Бирюков Д. О некоторых аспектах правового регулирования фондового рынка США // Рынок ценных бумаг. 2007. № 3. С. 65–71
38. Блинков О.Е. Ответственность наследников по долгам наследодателя (практические соображения) // Нотариус. № 1. 2004.
39. Богатырев А.Г. Инвестиционное право. Москва: Рос. Право, 1992.
40. Брагинский М.И., Витрянский В.В. Договорное право. Договоры о выполнении работ и оказании услуг. Изд. испр. и доп. Кн. 3. Москва: Статут, 2002.
41. Брагинский М.И., Витрянский В.В. Договорное право. Договоры о займе, банковском кредите и факторинге. Договоры, направленные на создание коллективных образований. В 2-х томах. Кн. 5: Т. 1. Москва: Статут, 2006.
42. Братусь С.Н. Юридическая ответственность и законность (Очерк теории). Москва: Юрид. лит., 1976.
43. Бублик В.А. Гражданско-правовое регулирование внешнеэкономической деятельности в РФ: проблемы теории, законотворчества и правоприменения. Екатеринбург: Изд-во УрГЮА, 1999.
44. Букирь М.Я. Кредитные ноты для начинающих // Инвестиционный банкинг. 2006. № 2 (доступно в СПС «КонсультантПлюс»).
45. Буркова А. Способы обеспечения исполнения обязательства по английскому праву и их создание // Международное публичное и частное право. Москва: Юрист, 2008. № 5. С. 37–42.
46. Ваймер Е.В. Понятие, сущность и современное назначение финансов // Финансовое право. 2020. № 12. С. 7–11.
47. Валиев Р.Р. Имущественное положение сторон условно-отлагательного обязательства // Закон. 2020. № 7. С. 157–177.
48. Варюшин М.С. Генезис и эволюция корпоративных договоров в корпоративном праве Англии и США // Законодательство и экономика. 2013. № 9. С. 63–69.
49. Василевская Л.Ю. Гражданско-правовой режим цифровых денег: проблемы определения и толкования // Хозяйство и право, 2021. – № 4. – С. 3-14.

50. Василевская Л.Ю. Договор счета эскроу: проблемы правовой квалификации // Электронное приложение к «Российскому юридическому журналу». 2016. № 2. С. 37–49.

51. Василевская Л.Ю. Залог как способ обеспечения исполнения натуральных обязательств // Российский юридический журнал. 2016. № 2. С. 114–124.

52. Василевская Л.Ю. Залог прав участников юридических лиц: проблемы и противоречия // Гражданское право. 2018. № 1. С. 3–6.

53. Василевская Л.Ю. Общее и особенное в регламентации залога прав по российскому и германскому законодательству // Актуальные проблемы российского права. 2018. № 3. С. 173–181.

54. Василевская Л.Ю. Цифровизация гражданского оборота: проблемы и тенденции // Российский юридический журнал. 2020. № 6. С. 112–124.

55. Василевская Л.Ю. Электронная форма сделок в условиях развития цифровых технологий: проблемы определения и толкования // Хозяйство и право. 2019. № 9. С. 15–30.

56. Васильченко А.П. Понятие и признаки фидуциарных сделок в современном гражданском праве // Актуальные проблемы гражданского права. Сборник статей. Москва: Норма. 2007. Вып. 11. С. 305–328.

57. Вельяминов Г.М. Международное экономическое право и процесс: Учебник. Москва: Волтерс Клувер, 2004.

58. Верещагина Е.А. Структурные облигации. Платить нельзя увилить. Нужна ли запятая? // Закон. 2021. № 10. С. 82–91.

59. Вестминстерские статуты / Пер. с лат. и старо-фр. Е. В. Гутновой; Всесоюз. ин-т юрид. наук М-ва юстиции СССР. Москва: Юрид. изд-во, 1948.

60. Веницкая Л.А. Краудфандинг как инструмент долгового финансирования инвестиционной деятельности // Евразийский юридический журнал. 2021. № 12. С. 303–306.

61. Веницкая Л.А. Перспективы развития правового регулирования долгового финансирования инвестиционной деятельности // Пробелы в российском законодательстве. 2021. № 3. С. 205–212.
62. Веницкая Л.А. Риски долговых инвесторов в процессе финансирования инвестиционной деятельности: особенности разделения и инструменты учета интересов // Юрист. 2022. № 3. С. 28–32.
63. Веницкая Л.А. Счет эскроу как инструмент реализации инвестиционных проектов // Юрист. 2021. № 8. С. 40–46.
64. Витоль Э.Ю., Башкатов М.Л. К вопросу о кредитных нотах как разновидности структурного продукта // Вестник экономического правосудия Российской Федерации. 2017. № 10. С. 70–94; № 11. С. 87–130.
65. Вишневикий А.А. Принцип добросовестности в зарубежном банковском праве: подходы к проблеме // Закон. 2017. № 12. С. 177–186.
66. Вишневикий П.Н. Договор трансграничного займа: право и практика. Москва: Инфотропик Медиа, 2018.
67. Владимирский-Буданов М.Ф. Хрестоматия по истории русского права. 3-е изд. Киев. 1885-1889. 3 т. Киев; Санкт-Петербург, 1887-1889.
68. Габов А.В. Онлайн-урегулирование споров участников цифровых платформ (экосистем) // Вестник гражданского процесса. 2022. № 1. С. 208–235.
69. Габов А.В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. Москва: Статут, 2011.
70. Габов А.В. Экономическая зависимость юридических лиц: отдельные размышления о развитии института // Гражданское право. 2022. № 3. С. 11–21.
71. Габов А.В., Хаванова И.А. Краудфандинг: законодательное оформление web-модели финансирования в контексте правовой доктрины и зарубежного опыта // Вестник Пермского университета. Юридические науки. 2020. № 1. С. 28–44.
72. Галкин А.В. Понятие налоговой задолженности по российскому законодательству // Финансовое право. 2009. № 10. С. 2–4.

73. Гарушин Д.В. Соотношение и правовая квалификация договоров простого товарищества, инвестиционного и девелоперского в гражданском праве Российской Федерации // Юрист. 2007. № 8. С. 20–24.

74. Гегель Г.В.Ф. Работы разных лет: 2 т. Т. 2. / Сост., общ. ред. А.В. Гулыги. Москва: Мысль, 1971. С. 7–209.

75. Гоббс Т. Левиафан, или Материя, форма и власть государства церковного и гражданского. Москва: Мысль, 2001.

76. Городов О.А. Приобретение утилитарных цифровых прав как новый способ инвестирования по законодательству России // Право и цифровая экономика. 2020. № 1. С. 5–10.

77. Гражданское право: Учебник. В 2 т. Т. II. Полутом 2 / Отв. ред. проф. Суханов Е.А. 2-е изд., перераб. и доп. Москва: БЕК, 2000.

78. Грибанов В.П. Договор купли-продажи по советскому гражданскому праву. Учебное пособие. Москва: МГУ, 1956.

79. Гришакин Д.А. Административно-правовые методы регулирования иностранных инвестиций // Административное и муниципальное право. 2008. № 9.

80. Громова Е.А. Государственно-частное партнерство и его правовые формы: учебное пособие. Москва: Юстицинформ, 2019.

81. Губин Е.П. Государственное регулирование рыночной экономики и предпринимательства: правовые проблемы. Москва: Юристь, 2005.

82. Губин Е.П. Государство и бизнес в условиях правовых реформ // Журнал российского права. 2015. № 1. С. 23–30.

83. Губин Е.П. Правовое обеспечение свободы экономической деятельности // Предпринимательское право. 2015. № 4. С. 3–9.

84. Губина В.В., Миловидова Е.Э. Реформа долевого строительства – правовой анализ эффективности // Имущественные отношения в Российской Федерации. 2019. № 10. С. 44–51; № 11. С. 60–77.

85. Гусейнов А.А., Апресян Р.Г. Этика: Учебник. Москва: Гардарики, 2000.

86. Гутников О.В. Корпоративная ответственность в гражданском праве: монография. Москва: ИЗиСП, КОНТРАКТ, 2019.

87. Гуцин В.В., Овчинников А.А. Инвестиционное право. Учебник. Москва: Эксмо, 2006.
88. Дернбург Г. Пандекты. Т. 2: Обязательственное право. Москва, 1911.
89. Дмитриев Ф.М. История судебных инстанций и гражданского апелляционного судопроизводства от Судебника до Учреждения о губерниях / Соч. Ф. Дмитриева. Москва: Унив. тип., 1859.
90. Дмитриева Г.К., Ершова И.В., Карташов А.В., Шахназаров Б.А. Правовое регулирование внешнеэкономической деятельности в условиях вступления Российской Федерации во Всемирную торговую организацию: монография / Под ред. Дмитриевой Г.К. Москва: Норма. Инфра-М, 2013.
91. Добрачев Д.В. Денежные обязательства: тенденции развития доктрины и судебной практики. Москва: Инфотропик Медиа, 2015.
92. Договорное и обязательственное право (общая часть) постатейный комментарий к статьям 307–453 Гражданского кодекса Российской Федерации / В.В. Байбак, Р.С. Бевзенко, О.А. Беляева и др.; отв. ред. А.Г. Карапетов. Москва: М-Логос, 2017. Электронное издание. Редакция 1.0.
93. Дождев Д.В. Основание защиты владения в римском праве. Москва: Ин-т государства и права РАН, 1996.
94. Дождев Д.В. Римское частное право. Учебник для вузов. Под ред. В.С. Нерсесянца. Москва: Норма. Инфра-М, 1996.
95. Долинская В.В., Богатырев А.Г. Дивиденды и инвестиции по праву России и Германии // Законы России: опыт, анализ, практика. 2012. № 6. С. 37–47.
96. Дораев М.Г. Допуск иностранных инвесторов в стратегические отрасли экономики (правовые основы). Москва Инфотропик Медиа, 2012.
97. Доронина Н.Г., Семилютин Н.Г. Значение двусторонних соглашений о защите капиталовложений и перспективы их совершенствования // Журнал российского права. 2017. № 9. С. 119–129.
98. Доронина Н.Г., Семилютин Н.Г. Обзор законодательства об иностранных инвестициях // Право и экономика. Москва: Юстицинформ, 2003. № 3–4. С. 79–85.

99. Духовные и договорные грамоты великих и удельных князей XIV-XVI вв. Москва, 1950.
100. Евстифеев Д.М. Конституционный долг личности и правомерное поведение // Российский юридический журнал. 2018. № 6. С. 70–84.
101. Егоров А.В. К вопросу о понятии посредника при сделках с заинтересованностью // Вестник ВАС РФ. № 5. 2002. 11 с.
102. Елизарова Н.В., Харитонов А.В. Комментарий к Федеральному закону от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» (постатейный) // СПС «КонсультантПлюс». 2011.
103. Ермакова Е.П. Судебные иски к правительствам и частным компаниям стран Европы о защите климата в рамках Парижского соглашения 2015 г. (Великобритания, Нидерланды, Германия, Франция) // Вестник Пермского университета. Юридические науки. 2020. № 3. С. 604–625.
104. Ермолова О.Н. К вопросу о признаках предпринимательской деятельности // Предпринимательское право. Приложение «Право и Бизнес». 2014. № 3. С. 32–35.
105. Ермолова О.Н. Ответственность в гражданском праве // Гражданское право. 2008. № 3.
106. Ершов О.Г. Существенные условия девелоперского договора в строительстве // Юрист. 2014. № 15. С. 13–18.
107. Ершова И.В. Предпринимательское право: Учебник. Москва: Юриспруденция, 2009.
108. Ершова И.В., Иванова Т.М. Предпринимательское право: Учебное пособие. Москва: Юриспруденция, 1999.
109. Ефимова Л.Г. Договоры банковского вклада и банковского счета: монография. Москва: Проспект, 2018.
110. Ефремова М.Д., Петрищев В.С., Румянцев С.А. и др. Защита прав потребителей финансовых услуг / Отв. ред. Ю.Б. Фогельсон. Москва: Норма. Инфра-М, 2010.

111. Жилинский С.С. Понятие «инвестиции» в современном российском законодательстве // Законодательство. Москва, 2005. № 3. С. 69–74.
112. Жуков В.Н. Право и свобода: плюрализм подходов // Право и государство: теория и практика. 2020. № 6. С. 29–33.
113. Законы Вавилонии, Ассирии и Хеттского царства / Пер. и коммент. И.М. Дьяконова // Вестник древней истории. Москва, 1952. № 3.
114. Законы Ману / Пер. С.Д. Эльмановича, пров. и испр. Г.Ф. Ильиным. Москва: Издательство восточной литературы, 1960.
115. Зейц А.Г. Влияние изменившихся обстоятельств на силу договоров (*clausula rebus sic stantibus*) // Вестник гражданского права. 2013. № 5. С. 207–262.
116. Иванов О.М. О свободе договора, синдицированном кредите и направлениях развития гражданского права // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА). 2017. № 1. С. 114–121.
117. Игоница Л.Л. Инвестиции: учеб. пособ. / под ред. В.А. Слепова. Москва: Экономиста, 2005.
118. Иноземцев М.И. Акционерное соглашение: ответственность за нарушение по праву России и зарубежных государств: Монография / МГИМО МИД России. Москва: Статут, 2020.
119. Институций Гая = *Gai Institutionum commentarii quattuor*: текст, пер. с лат., коммент. / Под общ. ред. проф. Д.В. Дождева. Текст на рус. и лат. яз. Москва: Статут, 2020.
120. Иоффе О.С. Избранные труды по гражданскому праву: из истории цивилистической мысли. Гражданское правоотношение. Критика теории «хозяйственного права» / О.С. Иоффе. 4-е изд. Москва: Статут, 2020.
121. Иоффе О.С. Советское гражданское право. Курс лекций: Общая часть. Право собственности. Общее учение об обязательствах: Учебное пособие / Отв. ред. А.К. Юрченко. Ленинград: Изд-во Ленингр. ун-та, 1958.
122. Иоффе О.С., Шаргородский М.Д. Вопросы теории права. Москва: Госюриздат, 1961.

123. Исаев М.А. Толковый словарь древнерусских юридических терминов: От договоров с Византией до Соборного Уложения царя Алексея Михайловича (IX–XVII вв.): Учебное пособие. 2-е изд., испр. и доп. / МГИМО МИД России. Москва: Статут, 2017.

124. Исаков В.Б. Фактический состав в механизме правового регулирования / Науч. ред. С.С. Алексеев. Саратов: Изд-во Саратов. ун-та, 1980.

125. История государства и права зарубежных стран: Учебник для вузов: В 2 ч. Ч. 1 / Под общ. ред. д. ю. н., проф. О.А. Жидкова и д. ю. н., проф. Н.А. Крашенинниковой. 2-е изд., стер. Москва: Норма, 2004.

126. Калачов Н.В. Предварительные юридические сведения для полного объяснения Русской Правды: труд. Вып. 1 / Н.В. Калачов. 2-е изд. Санкт-Петербург: Типо-Литогр, 1880.

127. Калмыков Ю.Х., Баринов Н.А. Правовые средства обеспечения имущественных потребностей граждан // Гражданское право и сфера обслуживания: Межвузовский сб. науч. трудов. Свердловск: Изд-во Свердл. Юрид. ин-та, 1984.

128. Кант И. Сочинения: в 6 т. / Академия наук СССР, Институт философии. Т. 4. Ч. 1. Москва: Мысль, 1965.

129. Карапетов А.Г. Условные права и обязанности: обзор проблемных вопросов применения ст. ст. 157 и 327.1 ГК РФ // Вестник экономического правосудия Российской Федерации. 2017. № 6. С. 71–128.

130. Карасева М.В. Финансовое право. Общая часть: Учеб. Москва: Юрист, 2000.

131. Карелина С.А. Изменение правовой природы пая в целях обеспечения доступа к имуществу, составляющему паевой инвестиционный фонд // Вестник Московского университета. Серия 11. Право. 2016. № 2. С. 53–65.

132. Карелина С.А. Средства правового регулирования отношений несостоятельности (банкротства) // Предпринимательское право. 2009. № 3. С. 41–45.

133. Карелина С.А., Фролов И.В. К вопросу о моделях классификации кредиторов в делах о банкротстве // Вестник арбитражной практики. 2020. № 6. С. 14–26.
134. Карелина С.А., Фролов И.В. Реализация прав физических лиц – держателей кредитных нот (CLN) в проблемных банках: к вопросу о механизмах и способах защиты // Право и экономика. 2018. № 1. С. 52–63.
135. Карро Д., Жюйар П. Международное экономическое право. Москва: Междунар. отношения, 2002.
136. Керимов Д.А. Основы философии права. Москва: Манускрипт, 1992.
137. Кокорин И.В. Все кредиторы равны, но некоторые равнее других. К вопросу о субординации корпоративных займов при банкротстве в России, Германии и США // Вестник экономического правосудия Российской Федерации. 2018. № 2. С. 119–137.
138. Колесникова Е.Г. Обеспечительная сделка «кредитный дефолтный своп»: риск переквалификации в договор поручительства // Актуальные проблемы российского права. 2019. № 2. С. 70–75.
139. Коллекторская деятельность: основы правового регулирования / И.А. Аксенов, А.Н. Береснев, В.А. Гуреев и др.; под ред. В.А. Гуреева, И.А. Аксенова, А.Н. Береснева. Москва: Редакция «Российской газеты», 2018. Вып. 23.
140. Косолапов Р.И., Марков В.С. Свобода и ответственность. Москва: Политиздат, 1969.
141. Кофанов Л.Л. Законы XII таблиц. Пер. / Отв. ред. В.Т. Уколова. Москва: Изд-во ИВИ РАН, 1996.
142. Крохина Ю.А. Финансовое право России: учебник / Ю.А. Крохина. 4-е изд., перераб. и доп. Москва: Норма. Инфра-М, 2011.
143. Кузнецов С.В. Понятие банка развития как финансового института развития // Юрист. 2020. № 12. С. 59–67.

144. Кузнецова Л.В. Спорные вопросы деликтной ответственности // Меры обеспечения и меры ответственности в гражданском праве: сборник статей / Рук. авт. кол. и отв. ред. М.А. Рожкова. Москва: Статут, 2010. С. 334–373.

145. Курбанов Р.А. Правовое регулирование иностранных инвестиций в нефтяной и газовой промышленности. Москва: Юриспруденция, 2005.

146. Курбатов А.Я. Взыскание банками комиссионных вознаграждений и имущественных потерь с клиентов: критика судебной практики // Хозяйство и право. 2020. № 4. С. 3–14.

147. Курбатов А.Я. Классификации юридических лиц: проблемы и потери // Хозяйство и право. 2020. № 11. С. 3–13.

148. Курбатов А.Я. Организационные договоры и отношения: проблемы из-за отсутствия системного признания и законодательного закрепления // Хозяйство и право. 2021. № 5. С. 3–17.

149. Курбатов А.Я. Предпринимательское право: проблемы теории и правоприменения: монография. Москва: Юстицинформ, 2022.

150. Курбатов А.Я. Публично–правовое воздействие на частноправовые отношения // Законодательство. 2022. № 5. С. 76–85.

151. Курбатов А.Я. Реформа положений ГК РФ о юридических лицах: требуется устранение недостатков // Хозяйство и право. 2021. № 12. С. 3–12.

152. Курбатов А.Я. Системно-логическое толкование норм права как обязательный и преобладающий способ толкования // Законодательство. 2020. № 2. С. 77–86.

153. Лапина Е.П. Инвестиционная деятельность: правовой аспект // Право и бизнес: сборник I Ежегодной международной научно-практической конференции, приуроченной к 80-летию со дня рождения профессора В.С. Мартемьянова. Москва: Юрист, 2012. С. 543–546.

154. Лебедев Д.С. Международная инвестиционная политика предприятий в схемах и таблицах: учебное пособие. Москва: Проспект, 2017.

155. Лебедев К.К. Инвестиционный контракт: понятие и место в системе договорного права // Конкурентное право. 2020. № 4. С. 31–36.

156. Леднева Ю.В. «Стабилизационная оговорка» в налоговом праве // Финансовое право. 2020. № 6. С. 18–22.
157. Липшиц Е.Э., Медведев И.П., Пиотровская Е.К. Византийский земельный закон. Под ред. И.П. Медведева. Ленинград: Наука, 1980.
158. Лисица В.Н. Инвестиционное право. М-во образования и науки РФ. Новосибирский нац. исслед. гос. ун-т. Новосибирск, 2015.
159. Лисица В.Н. Правовое регулирование инвестиционных отношений: теория, законодательство и практика применения: монография. Рос. акад. наук, Ин-т философии и права СО РАН; М-во образования и науки РФ, Новосибирский гос. ун-т. Новосибирск: Новосибирский гос. ун-т, 2011.
160. Ломакин Д.В. Корпоративные правоотношения: общая теория и практика ее применения в хозяйственных обществах. Москва: Статут, 2008.
161. Лунц Л.А. Деньги и денежные обязательства в гражданском праве. Изд. 2-е, испр. Москва: Статут, 2004.
162. Львова С.В. Квалифицированный инвестор: опыт, реальность и перспективы: монография. Москва: Юстицинформ, 2020.
163. Майфат А.В. Инвестирование: способы, риски, субъекты: монография. Москва: Статут, 2020.
164. Майфат А.В. Инвестор: понятие, статус, деятельность // Современное право. Москва: Новый Индекс, 2005. № 10. С. 6–10
165. Майфат А.В. Особенности инвестирования в предпринимательскую деятельность: вопросы теории и правоприменения. Екатеринбург, 2001.
166. Майфат А.В. Признаки инвестирования и юридическая конструкция инвестирования // Налоги (газета). 2006. № 22.
167. Максимов С.Н. Девелопмент. Развитие недвижимости: Организация. Управление. Финансирование. Санкт-Петербург: Питер, 2003.
168. Макушкин О.В. Счет эскроу: особенности правового режима и актуальные проблемы нормативного правового регулирования // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА). 2017. № 1. С. 158–171.

169. Маликов А., Рябинин А. Договор условного депонирования (эскроу): особенности, преимущества, перспективы // Банковское обозрение. Приложение «БанкНадзор». 2018. № 2. С. 91–94.

170. Малько А.В. Правовые средства: вопросы теории и практики // Журнал российского права. 1998. № 8. С. 66–77.

171. Малявина Н.Б. Роль эскроу-счетов в долевом строительстве // Семейное и жилищное право. 2020. № 4. С. 39–41.

172. Мамсуров М.Б. К вопросу страхования предпринимательских рисков // Юридический мир. 2006. № 1. С. 40–44.

173. Масалытина С.В. Совершенствование юридических форм государственной деятельности в процессе политико-правовой модернизации // История государства и права. 2009. № 3. С. 5–8.

174. Минц Б.И. Понятие и роль правовых средств в хозяйственных отношениях // Правоведение. Известия высших учебных заведений. 1983. № 2. С. 68–74.

175. Молотников А., Янковский Р. Конвертируемый заем и перспективы его имплементации в российскую правовую систему // Актуальные проблемы предпринимательского права / под ред. А.Е. Молотникова. Москва: Стартап, 2015. Вып. IV. С. 104–111.

176. Мордовец А.С. Социально-юридический механизм обеспечения прав человека и гражданина. Саратов: Изд-во Саратов. ВШ МВД РФ, 1996.

177. Мякенькая М.А. Осуществление инвестиционной деятельности банков в Российской Федерации: правовые вопросы // Предпринимательское право. 2006. № 1. С. 16–22.

178. Наместничьи, губные и земские уставные грамоты Московского государства / Изд. под ред. прив.-доц. А.И. Яковлева. Москва: Ист.-филол. фак. Имп. Моск. ун-та, 1909.

179. Научно-практический комментарий к Федеральному закону «Об обществах с ограниченной ответственностью»: в 2 томах. Т. 1 / под ред.

И.С. Шиткиной. Московский гос. ун-т им. М. В. Ломоносова, Юридический фак. Москва: Статут, 2021.

180. Некрасов А.И. Основы правового регулирования деятельности инвестиционных фондов в Европейском союзе // Международное право и международные организации. 2012. № 1. С. 107–125.

181. Некрасов Г. «Зеленые» инвестиции как новый тренд в банковском секторе // Банковское обозрение. 2017. № 8. С. 90–91.

182. Нерсесянц В.С. Философия права: Учебник для вузов. Москва: Норма, 2005.

183. Ницше Ф. Сочинение в 2-х тома. Т. 2. Москва: Мысль, 1990.

184. Новая философская энциклопедия. Том первый. А–Д. Коллектив авторов. Москва: Мысль, 2010.

185. Новикова Е.В. Зеленая экономика и зеленое право: мировые тенденции // Экологическое право. 2020. № 3. С. 13–19.

186. Нуждин Т.А. Комбинированная реорганизация коммерческих организаций: монография. Москва: Юстицинформ, 2018.

187. Обухова Е.В. Опосредованный учет бездокументарных ценных бумаг. Коллизионные проблемы // Закон. 2016. № 8. С. 62–71.

188. Общая теория государства и права. Академический курс: В 3 т. 2-е изд., перераб. и доп. / Отв. ред. проф. М.Н. Марченко. Москва: Зерцало, 2001. Т. 3.

189. Овсейко С. Субординированные кредиты: понятие и основные черты // Юрист. 2011. № 10. С. 18–22.

190. Ойгензихт В.А. Проблема риска в гражданском праве. Часть общая. Душанбе: Ирфон, 1972.

191. Отнюкова Г.Д. Правовое регулирование инвестиций и инвестиционной деятельности в условиях членства РФ в Таможенном союзе, ЕврАзЭС и ВТО // Право ВТО. 2014. № 1. С. 51–56.

192. Павлов В.В. Исламские банки в исламском финансовом праве. Москва, 2003.

193. Павлов Н.В. Общее собрание владельцев облигаций: теория и первая судебная практика // Закон. 2017. № 4. С. 151–157.
194. Паккиони Д. Понятие обязательства: от Ф.К. фон Савиньи до Германского гражданского уложения / ДРЕВНЕЕ ПРАВО: Научно-практический журнал. №. 2 (34). Москва: ИД В. Ема, 2016. С. 193–194.
195. Памятники Древне-Русского канонического права (памятники XI–XV в.). Часть первая. Санкт-Петербург, 1880.
196. Памятники истории Англии XI–XIII вв.: рус. и лат. тексты Великой хартии вольностей и др. документов / Пер. и введ. акад. Д.М. Петрушевского. Москва: Соцэкги, 1936.
197. Памятники римского права: Законы 12 таблиц. Институции Гая. Дигесты Юстиниана. Москва: Зерцало, 1997.
198. Папаскуа Г.Т. Краудфандинг: понятие, виды и риски // Актуальные проблемы российского права. 2021. № 7. С. 77–85.
199. Пенцов Д.А. Понятие «security» и правовое регулирование фондового рынка США. Санкт-Петербург: Юрид. центр Пресс, 2003.
200. Перепелкина Е.А. Проблемы структурирования синдицированных кредитов по российскому праву // Банковское право. 2012. № 1. С. 7–10.
201. Петрикова Е.М. Мезонинный кредит как альтернатива проектного финансирования инвестиционных проектов // Финансы и кредит. 2013. № 28 (556). С. 39–47.
202. Познер Р.А. Экономический анализ права. В 2 т. Т. 2 / Пер. с англ. под ред. В.Л. Тамбовцева. Санкт-Петербург: Экономическая школа, 2004.
203. Покровский И.А. Основные проблемы гражданского права. Москва: Статут, 1998.
204. Поллард А.М., Пассейк Ж.Г., Эллис К.Х., Дейли Ж.П. Банковское право США / Перевод с англ. Командина Г.А.; Общ. ред. и послесл. Куника Я.А. Москва: Прогресс. Универс, 1992.
205. Полякова В.Э. Краудфандинг: понятие, правовое регулирование и договорные конструкции // СПС «КонсультантПлюс». 2021.

206. Попкова Л.А. Договор синдицированного кредита: правовая природа и содержание // *Законы России: опыт, анализ, практика*. 2016. № 2. С. 69–74.
207. *Правда Русская* / Под ред. акад. Б. Д. Грекова. Москва; Ленинград: Изд-во АН СССР, 1940–1963. Т. II: Комментарии / Сост. Б.В. Александров и др. 1947.
208. Практика рассмотрения коммерческих споров: Анализ и комментарии постановлений Пленума и обзоров Президиума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации / А.В. Ерш, А.А. Маковская, Л.А. Новоселова и др.; под ред. Л.А. Новоселовой, М.А. Рожковой. Москва: Статут, 2007. Вып. 1.
209. Предпринимательское право. Курс лекций / Авилов Г.Е., Авилов Г.Е., Брагинский М.И., Доронина Н.Г., и др. / Отв. ред. Н.И. Клейн. Москва: Юрид. лит., 1993.
210. Прокудин А.А. Финансово-правовое регулирование активов и пассивов инвестиционных фондов // *Административное и финансовое право: Ежегодник Центра публично-правовых исследований*. Москва: АНО «Центр публично-правовых исследований», 2007. Т. 2. С. 288–320.
211. Публично-частное партнерство в России и зарубежных странах: правовые аспекты / С.А. Белов, Е.В. Гриценко, Д.А. Жмулина и др.; под ред. В.Ф. Попондопуло, Н.А. Шевелевой. Москва: Инфотропик Медиа, 2015.
212. Пугинский Б.И. Гражданско-правовые средства в хозяйственных отношениях. Москва: Юрид. лит., 1984.
213. Рафалюк Е.Е., Залоило М.В., Власова Н.В. Понятия, виды и формы евразийского и латиноамериканского интеграционных объединений (сравнительно-правовой анализ) // *Журнал российского права*. 2016. № 1. С. 154-168.
214. Ребельский Н.М. Структурные облигации – новый инструмент инвестирования и привлечения финансовых ресурсов // *Финансы*. 2021. № 4. С. 29–35.

215. Роль кредита и модернизация деятельности банков в сфере кредитования: учебное пособие / О.И. Лаврушин, Н.И. Валенцева, И.В. Ларионова и др.; под ред. О.И. Лаврушина. 2-е изд., стер. Москва: КНОРУС, 2013.

216. Романовский М.В и др. Финансы, денежное обращение и кредит: Учебник: под ред. М.В. Романовского, О.В. Врублевской. Москва: Юрайт-Издат, 2006.

217. Российское гражданское право: Учебник: В 2 т. Т. 1: Общая часть. Вещное право. Наследственное право. Интеллектуальные права. Личные неимущественные права / Отв. ред. Е.А. Суханов. 2-е изд., стереотип. Москва: Статут, 2011.

218. Российское законодательство X–XX веков: Законодательство периода расцвета абсолютизма. В девяти томах. Т. 5 / Отв. ред.: Индова Е.И.; Под общ. ред.: Чистяков О.И. Москва: Юрид. лит., 1987.

219. Российское законодательство X–XX веков. В девяти томах. Т. 1. Законодательство Древней Руси. Москва: Юрид. лит., 1984.

220. Российское законодательство X–XX веков. В девяти томах. Т. 2. Законодательство периода образования и укрепления Русского централизованного государства. Москва: Юрид. лит., 1985.

221. Рясенцев В.А. Ответственность наследников по долгам наследодателя // Социалистическая законность. Москва: Известия, 1981. № 3. С. 43–45.

222. Саблин М.Т. Покупка квартиры в России: техника подбора, юридической проверки и проведения сделки: монография. 3-е изд., перераб. и доп. Москва: Проспект, 2017.

223. Саватье Р. Теория обязательств. Москва: Прогресс, 1972.

224. Савенкова О.В. Проценты на убытки: теоретические и правовые предпосылки // Меры обеспечения и меры ответственности в гражданском праве: сборник статей / Рук. авт. кол. и отв. ред. М.А. Рожкова. Москва: Статут, 2010. С. 293–333.

225. Садыков Реналь Р., Садыков Ришат Р. Инкассо: момент исполнения // ЭЖ-Юрист. 2006. № 12.

226. Салическая правда / Пер. Н. П. Грацианского; под ред. В.Ф. Семенова. Москва, 1950.

227. Сарбаш С.В. Обеспечительная передача правового титула // Вестник гражданского права. Научный журнал. Москва: ООО «Издат. дом В. Ема». 2008. № 1: Т. 8. С. 7–93.

228. Сделки, представительство, исковая давность: постатейный комментарий к статьям 153–208 Гражданского кодекса Российской Федерации / В.В. Байбак, Р.С. Бевзенко, С.Л. Будылин и др.; отв. ред. А.Г. Карапетов. Москва: М-Логос, 2018. Электронное издание. Редакция 1.0.

229. Семилютина Н.Г. Инвестиции и рынок финансовых услуг: проблемы законодательного регулирования // Журнал российского права. Москва: Норма, 2003. № 2. С. 30–42.

230. Симаева Е.П. Правовое обеспечение рынка «зеленых» облигаций // Безопасность бизнеса. 2020. № 1. С. 43–46.

231. Скворцова Т.А., Смоленский М.Б. Предпринимательское право: учебное пособие / под ред. Т.А. Скворцовой. Москва: Юстицинформ, 2014.

232. Скловский К.И. Собственность в гражданском праве. 5-е изд., перераб. Москва: Статут, 2010.

233. Словарь по этике / Под ред. А.А. Гусейнова и И.С. Кона. 6-е изд. Москва: Политиздат, 1989.

234. Смирнов И., Федотов И. Структурные облигации: новый взгляд на долговые ценные бумаги // Юридическая работа в кредитной организации. 2018. № 3. С. 4–16.

235. Соколова Э.Д. Правовое регулирование финансовой деятельности государства и муниципальных образований. Москва: Юриспруденция, 2009.

236. Солопов А.И. Этимология и первоначальное значение латинского *culpa* // Древнее право. *Ius antiquum*. Москва: Спарк, 1998. № 1 (3). С. 82–84.

237. Сочнев А. Преимущества и риски кредитных деривативов // Бухгалтерия и банки. 2011. № 10. С. 55–64.

238. Стасюк И.В. Квалификация заемных требований участника общества к обществу в деле о банкротстве. Комментарий к Определениям Судебной коллегии по экономическим спорам ВС РФ от 06.07.2017 № 308-ЭС17-1556(1) и 308-ЭС17-1556(2) // Вестник экономического правосудия Российской Федерации. 2017. № 11. С. 8–12.

239. Степанов Д.И. Социально ориентированные облигации и иные финансовые инструменты // Закон. 2015. № 6. С. 119–140.

240. Степанов Д.И., Михальчук Ю.С. Ответственность директора перед корпорацией за причиненные ей убытки в судебной практике. Москва: Статут, 2018.

241. Степанов Д.И., Фогель В.А., Шрамм Х.-И. Корпоративный договор: подходы российского и немецкого права к отдельным вопросам регулирования // Вестник ВАС РФ. 2012. № 10. С. 22–69.

242. Суханов Е.А. Комментарий части второй Гражданского кодекса Российской Федерации для предпринимателей. Москва: Фонд «Правовая культура», 1996.

243. Суханов Е.А. Сравнительное корпоративное право. Москва: Статут, 2014.

244. Тарасенко О.А. Предпринимательская активность Банка России // Актуальные проблемы российского права. 2020. № 6. С. 73–83.

245. Тарасенко О.А. Формирование доктрины и законодательства о правовых режимах банковской деятельности // Вестник Пермского университета. Юридические науки. 2021. № 1. С. 105–132.

246. Тарасова А.Ю. Валютные операции коммерческих банков: учебное пособие. Ярославль: Канцлер, 2019.

247. Теория государства и права: учебник / Л.И. Спиридонов. Москва: Гардарика, 1996.

248. Терехова Е.В. Инвестиционное право: публично-правовые начала: Учебное пособие. Москва: РГУП, 2015.

249. Терехова Е.В. Финансово-правовые аспекты страхования инвестиционной деятельности // Вопросы экономики и права. 2012. № 5. С. 116-120.

250. Терехова Е.В. Финансовые вложения как инструменты инвестиционной деятельности государства (публично-правовой аспект) // Современный юрист. 2014. № 2. С. 76–92.

251. Тололаева Н.В. Пассивные солидарные обязательства: российский подход и континентально-европейская традиция: монография. Москва: Статут, 2020.

252. Трапезников В.А. Комментарий к Федеральному закону от 30 декабря 2004 г. № 214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» (постатейный). 2-е изд., перераб. и доп. Москва: Проспект, 2020.

253. Трапезников В.А. Особенности правового статуса государства как участника инвестиционных отношений // Право и политика. 2006. № 1. С. 110–119.

254. Тропская С.С. Понятие «финансы» и предмет финансового права в дореволюционной литературе // Финансовое право. 2012. № 11. С. 6–9.

255. Турова М.С. Совершенствование законодательства об административных правонарушениях: проблемные вопросы применения должностными лицами ФССП России полномочий административной юрисдикции и пути их решения // Юстиция. 2020. № 1. С. 44–53.

256. Увакина Т.В., Шведов И.О. Организация владельческой инфраструктуры объекта коммерческой недвижимости с использованием конструкции закрытого паевого инвестиционного фонда // Гражданское право. 2021. № 3. С. 35–37.

257. Удальцова Н.Г. Первичное публичное предложение (размещение) ценных бумаг: правовая природа. Москва: Инфотропик Медиа, 2012.

258. Фархутдинов И.З., Трапезников В.А. Инвестиционное право: Учебно-практическое пособие. Москва, 2006.

259. Фейзрахманова Д.Р. Корпоративный договор и иные соглашения как правовой инструмент предупреждения и разрешения корпоративных конфликтов // Российская юстиция. 2020. № 12. С. 12–15.

260. Финансовое право: Учебник / Под ред. проф. О.Н. Горбуновой. Москва: Юристъ, 1996.

261. Финансовый мониторинг: учебное пособие для бакалавриата и магистратуры / А.Г. Братко, И.Е. Волуевич, В.И. Глотов и др.; под ред. Ю.А. Чиханчина, А.Г. Братко. Серия «Бакалавр и магистр. Академический курс». Москва: Юстицинформ, 2018. Т. 1.

262. Фомина О.Н. Правовое положение предпринимательской корпорации в США и акционерного общества в Российской Федерации: Сравнительно-правовой анализ: монография. Москва: Статут, 2016.

263. Хадисы Пророка / пер. и коммент. Иман Валерии Пороховой; гл. ред. Мухаммад Саид Аль-Рошд. Изд. 3-е. Москва: Рипол Классик, 2019.

264. Халфина Р.О. Общее учение о правоотношении. Москва: Юр. лит., 1974.

265. Халфина Р.О. Общее учение о правоотношении. Москва: Юридическая литература, 1974.

266. Химичева Н.И., Покачалова Е.В. Финансовое право / Отв. ред. д. ю. н., проф. Н.И. Химичева. Москва: Норма, 2005.

267. Хлюстов П. Развел по нотам! Как Банк «ТРАСТ» забрал у клиентов 20 млрд рублей и почему он не должен их возвращать? // Закон.ру. 2015. 15 июня. URL: https://zakon.ru/blog/2015/06/15/razvel_po_notam_kak_bank_trast_zabral_u_klientov_20_mlrdrublej_i_pochemu_on_ne_dolzhen_ix_vozvrashh.

268. Холкина М.Г. Защита прав инвесторов на рынке ценных бумаг: Научно-практическое пособие // СПС «КонсультантПлюс». 2014.

269. Хрестоматия памятников феодального государства и права стран Европы / Под ред. В.М. Корецкого. Москва, 1961.

270. Хрестоматия по истории государства и права зарубежных стран: В 2 т.

/ Отв. ред. д. ю. н., проф. Н. А. Крашенинникова. Т. 1: Древний мир и Средние века / Сост. О. Л. Лысенко, Е. Н. Трикоз. Москва: Норма, 2007.

271. Хрестоматия по истории Древнего Рима / Под ред. С.Л. Утченко. Москва: Соцэкгиз, 1962.

272. Хрестоматия по истории Средних веков / Под ред. Н.П. Грацианского и С.Д. Сказкина. В 3 т. Т. 1. Москва, 1949.

273. Целовальникова И.Ю. Правовое регулирование инвестиционной деятельности: монография. Москва: Юридический институт МИИТа, 2013.

274. Целовальникова И.Ю. Правовое регулирование предоставления услуг с использованием инвестиционных платформ и защита прав потребителей // Современный юрист. 2020. № 3. С. 121–130.

275. Цицерон М.Т. О старости; О дружбе; Об обязанностях / Цицерон. Пер. с латин. и коммент. В.О. Горенштейна. Изд. подгот. В.О. Горенштейн и др. Репринт. воспроизведение текста изд. 1974 г. Москва: Наука, 1993.

276. Чумаченко И., Дружинина К. Девелопмент недвижимости: сущность и перспективы правового регулирования // ЭЖ-Юрист. 2017. № 41. С. 10.

277. Шарапов В.В. Защита инвестиций в новостройки // СПС «КонсультантПлюс». 2014.

278. Шариатский стандарт № 17 / Шариатские стандарты (1–57): полный текст Шариатских стандартов Организации бухгалтерского учета и аудита исламских финансовых учреждений, утверждённых до месяца раби' аль-авваля 1438 г. х. (декабря 2016 г.) / Организация бухгалтерского учета и аудита исламских финансовых учреждений. Москва: Исламская книга, 2017.

279. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. Москва: Инфра-М, 2001.

280. Шестакова К.С. Место банков в системе субъектов инвестиционной деятельности // Предпринимательское право. 2018. № 1. С. 71–76.

281. Щерблетов А.А. Правовое регулирование инвестиционной деятельности в РФ // Право и общество в условиях глобализации: перспективы развития: Сб.

науч. трудов / Под ред. В.В. Бехер, Н.Н. Лайченковой. Вып. 4. Саратов: Социально-экон. ин-т (филиал) РЭУ им. Г.В. Плеханова, 2016. С. 343–346.

282. Эдикт Теодориха / Пер. И.А. Дворецкой // Ученые записки Московского государственного педагогического института им. В.И. Ленина. Москва, 1964.

283. Эклога. Византийский законодательный свод VIII века / Вступ. ст., пер., коммент. Е.Э. Липшиц. Москва, 1965.

284. Юм Д. Трактат о человеческой природе, или попытка применить основанный на опыте метод рассуждения к моральным проблемам. Пер. С.И. Церетели // Юм. Д. Соч.: в 2 т. Т.1. Москва: Мысль, 1965.

285. Яковлев В.Ф. Гражданско-правовой метод регулирования общественных отношений. 2-е изд., доп. Москва: Статут, 2006.

286. Янжул И.И. Основные начала финансовой науки: Учение о государственных доходах. Москва: Статут, 2002.

287. Янковский Р.М. Конвертируемый заем: договорная модель и проблемы регулирования // Закон. 2017. № 11. С. 184–192.

288. Яценко Т.С. Проблема охраны прав инвесторов в краудфандинге: риски инвестирования и пути их преодоления // Журнал российского права. 2019. № 8. С. 62–71.

Литература на иностранных языках

1. Bachner T. Creditor Protection in Private Companies. Anglo-American Perspectives for a European Legal Discourse. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.

2. Bainbridge S. M. The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine // Vanderbilt Law Review. 2004. Vol. 57. № 1. P. 83–130.

3. Beale H., Bridge M., Gullifer L., Lomnicka E. The Law of Personal Property Security. Oxford: Oxford University Press, 2007.

4. Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. Crowdfunding: Tapping the Right Crowd // *Journal of Business Venturing*. 2014. № 29. Vol. 5. P. 585–609.
5. Bichsel R., Blum J. Capital regulation of banks: Where do we stand and where are we going? *Journal Swiss National Bank. Quarterly Bulletin*, 2005. Vol. 4. P. 42–51.
6. Bracton H. *De legibus et consuetudinibus Angliæ*. Ed. by G. E. Woodbine. Vol. 1. New Haven: Yale university press; London: Oxford University press, 1915.
7. Bradford C.S. Crowdfunding and the Federal Securities Laws // *Columbia Business Law Review*. 2012. №. 1. P. 1–150.
8. Bradford C.S. The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled // *Securities Regulation Law Journal*. 2012. Vol. 40. №. 3. P. 195–249.
9. Camara A. Anonymous capital: managing shareholder volume for equity crowd-funded companies in Canada // *Banking & Finance Law Review*. 2016. Vol. 31. P. 259–289.
10. Corcoran D. An Examination of Consumer and SME Credit, with a Particular Focus on the Growth and Regulation Surrounding Crowdlending and Peer-to-Peer Lending Platforms. 2021. URL: <https://ssrn.com/abstract=3965755>.
11. Cranston R. *Principles of Banking Law*. Oxford: Clarendon Press, 1997.
12. Cumming D. J., Leboeuf G., Schwienbacher A. Crowdfunding models: Keep-It-All vs. All-Or-Nothing // *Financial Management*. 2019. URL: <https://ssrn.com/abstract=2447567>.
13. Damodaran A. *Applied Corporate Finance*. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1999.
14. Das U.C., Mishra A.K. *Management Concepts and Practices* / Ed. and rev. by S. K. Acharya, B. R. Mishra, R. R. Das // Directorate of Distance & Continuing Education Utkal University, Vani Vihar, Bhubaneswar. 2019.
15. Das. S.R. The Future of FinTech // *Financial Management*. 2019. Vol. 48. Iss. 4. P. 981–1007.
16. Davydov D. *Essays on Debt Financing, Firm Performance, and Banking in Emerging Markets*. Acta Wasaensia 299. Finland: Vaasan yliopisto, 2014.

17. Dewar J. *International Project Finance: Law and Practice*. Oxford: Oxford University Press, 2011.
18. *Dicey and Morris on the Conflict of Laws / Lawrence Collins ed. Thirteenth Edition*. London: Sweet & Maxwell, 2000.
19. Dushnitsky G., Guerini M., Piva E., Rossi-Lamastra C. Crowdfunding in Europe: determinants of platform creation across countries // *California Management Review*. 2016. № 58. Vol. 2. P.44–71.
20. Fight A. *Introduction to Project Finance*. Oxford: Butterworth-Heinemann, an imprint of Elsevier, 2006.
21. Fletcher P.D., Worenklein J.J. Regulatory considerations in the project financing of an independent power production facility // *Journal of Energy & Natural Resources Law*. 1990. Vol. 8. № 1–4. P. 280–290.
22. *Foreign Investment: Laws and Policies Regulating Foreign Investment in 10 Countries*. GAO-08-320. February, 2008. URL: <http://www.gao.gov/new.items/d08320>.
23. Gatti S. *Project Finance in Theory and Practice, Second Edition: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*. September 5, 2012. USA.
24. Gilson R.J. *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience* // *Stanford Law Review*. 2003. Vol. 55. P. 1067–1103.
25. Giráldez J., Fontana S. *Sustainability-Linked Bonds: The Next Frontier in Sovereign Financing*. 2021. URL: <https://ssrn.com/abstract=3829946> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3829946>.
26. Glanvill J. *Tractatus de legibus et consuetudinibus regni Anglie / G. D. G. Hall ed*. London: Selden Society, 1965.
27. Goode R. *Legal Problems of Credit and Security*. 3rd ed. London: Sweet & Maxwell, 2003.
28. Gower L.C.B. *The Principles of Modern Company Law*. London: Stevens and Sons, 1954.
29. Haentjens M., De Gioia-Carabellese P. *European Banking and Financial Law: 2nd edition*. Routledge, 2020.

30. He H., Bai Y., Xiao X. How Past Failure Predicts Subsequent Entrepreneurial Intention: A Comparative Study of Mainland China and Taiwan // Sustainability. 2020. Vol. 12. Iss. 6. P. 2331–2348.
31. Hooghiemstra S.N. The European Crowdfunding Regulation: Opportunities for Alternative Investment Fund(s) (Managers)? 2021. URL: <https://ssrn.com/abstract=3922604>.
32. Hussain, J., Millman, C., Matlay, H. SME financing in the UK and in China: a comparative perspective. Journal of Small Business and Enterprise Development, 2006. Vol. 13. № 4. P. 584–599.
33. International Investment Law: Understanding Concepts and Tracking Innovations. OECD, 2008. URL: <https://www.oecd.org/investment/internationalinvestmentagreements/internationalinvestmentlawunderstandingconceptsandtrackinginnovations.htm>.
34. Investing Across Borders (IAB) 2010 Report. Investment Climate Advisory Services, World Bank Group. URL: <http://iab.worldbank.org/~media/FPDKM/IAB/Documents/IAB-report>.
35. Justice Walsh Joseph T. The Fiduciary Foundation of Corporate Law // The Journal of Corporation Law. № 27. 2002. P. 333–340.
36. Kilborn J. National Report for the United States // Ranking and Priority of Creditors / Ed. by D. Faber, N. Vermunt, J. Kilborn. Oxford: Oxford University Press, 2016.
37. Kimball-Stanley A. Insurance and Credit Default Swaps: Should Like Things be Treated Alike? // Connecticut Insurance Law Journal. 2008. № 1. Vol. 15. P. 241–266. URL: <https://opencommons.uconn.edu/cilj/46>.
38. Lipson J.C., Hamermesh L.A. Model Business Corporation Act Annotated (5th ed.) / Front Matter (July 20, 2020). Model Business Corporation Act Annotated, Fifth Edition, 2020 // Temple University Legal Studies Research Paper. № 2020-26. URL: <https://ssrn.com/abstract=3666218>.
39. Managing Money: A Legal Guide to the World's Investment Fund Markets // International Financial Law Review. London: Euromoney, 1990.

40. McCormack G., Keay A., Brown S., Dahlgreen J. Study on a new approach to business failure and insolvency. Comparative legal analysis of the Member States' relevant provisions and practices / Directorate-General for Justice and Consumers (European Commission). University of Leeds, 2016.
41. Micheler E. Property in securities: a comparative study. Cambridge Studies in Corporate Law. Cambridge: Cambridge University Press, 2007.
42. Miglo A. Crowdfunding and Bank Financing: Substitutes or Complements. Birmingham City University, 2020. URL: <https://ssrn.com/abstract=3948361>.
43. Miglo A. Crowdfunding: definitions, foundations and framework. 2021. URL: <https://ssrn.com/abstract=3760345>.
44. Milsom S.F.C. Historical Foundations of the Common Law. London: Butterworth, 1969.
45. Muir D.M., Schipani C.A. Fiduciary constraints: correlating obligation with liability. Wake Forest Law Review, Forthcoming, Ross School of Business Paper, № 1075. 2007. URL: <https://ssrn.com/abstract=985313>.
46. National Strategy for the Physical Protection of Critical Infrastructures and Key Assets. 2003. URL: https://www.dhs.gov/xlibrary/assets/Physical_Strategy.pdf.
47. Paulus C., Berberich M. National Report for Germany // Ranking and Priority of Creditors / Ed. by D. Faber, N. Vermunt, J. Kilborn. Oxford: Oxford University Press, 2016.
48. Pignon V. Regulation of Crowdlending: The Case of Switzerland // Journal of Applied Business and Economics. 2017. Vol. 19. Iss. 2. P 44–49.
49. Plucknett T.F.T. The Legislation of Edward I / Geoffrey Cumberlege ed. Oxford: Clarendon Press, 1949.
50. Rodrigues U. Securities Law's Dirty Little Secret // Fordham Law Review. 2013. Vol. 81. P. 3389–3437.
51. Rogers J.S. Conflict of Laws for Transactions in Securities Held through Intermediaries // Cornell International Law Journal. 2006. Vol. 39. Iss. 2. Article 3. P. 285–328.

52. Sash M. Nature of Financial Market Policy. Derivative Instruments. Law. London: Cavendish Publishing Limited, 1995.
53. Schwartz A.A. Crowdfunding Securities // Notre Dame Law Review. 2013. Vol. 88. № 3. P. 1457–1490.
54. Schwarzenberger G. Foreign Investments and International Law. London: Stevens, 1969.
55. Sealy L.S. Cases and Materials in Company Law. London: Cambridge University Press, 1971.
56. Sealy L.S. Fiduciary relationships // The Cambridge Law Journal. Vol. 20. Iss. 1. 1962. P. 69–81.
57. Simons O. Crowdfunding Comte. 2016. URL: <http://positivists.org/blog/archives/5959>.
58. Steinberg Marc I. Securities Regulation. Sixth Edition. New Providence, NJ: LexisNexis, 2013.
59. Stoljar S.J. A History of Contract at Common Law. Canberra: Australian National University Press, 1975.
60. Tamburro A. Far From Madding Crowd: Crowdfunding a Small Business Reorganization // Emory Bankruptcy Developments Journal. 2018. Vol. 34. P. 521–559.
61. The Digest of Justinian / Translation ed. by Alan Watson. Vol. 4. Philadelphia, 1998.
62. The Statutes. Revised edition. Vol. I. Henry III to James II. A. D. 1235/6 – 1685. London: Eyre, 1870.
63. Tirole J. The Theory of Corporate Finance. Illustrated Edition. USA: Princeton University Press, 2006.
64. Wang Wallace W. Corporate Versus Contractual Mutual Funds: An Evaluation of Structure and Governance // Washington Law Review. Vol. 69. № 4. P. 926–1048. URL: <https://ssrn.com/abstract=906301>.
65. Warburton A. J. Should Mutual Funds Be Corporations? A Legal & Econometric Analysis // Journal of Corporation Law. 2008. Vol. 33. № 3. P. 745–776. URL: <http://ssrn.com/abstract=1155243>.

66. Weber B., Staub-Bisang M., Alfen H.W. Infrastructure as an asset class: investment strategy, sustainability, project finance and PPP / Second edition. Chichester, West Sussex: John Wiley & Sons, 2016.
67. Wenzlaff K. Civic Crowdfunding: Four Perspectives on the Definition of Civic Crowdfunding. In: Shneor R., Zhao L., Flåten BT. (eds) Advances in Crowdfunding. Cham: Palgrave Macmillan, 2020. P. 441–472.
68. Wood Ph.R. International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions / Law and Practice of International Finance Series Third edition. Sweet & Maxwell: London, 2019.
69. Wroldsen J. Crowdfunding investment contracts // Virginia Law & Business Review Association. 2017. № 3. Vol. 11. P. 543–611.
70. Wroldsen J. The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd // Vanderbilt Journal of Entertainment and Technology Law. 2013. Vol. 15. Iss. 3. Art. 3. P. 583–635.
71. Wymmeersch E. International Securities Regulation Laws and Commentary. Dobbs Ferry, New York: Oceana Publications Inc., 1986.
72. Brinz A. Der Begriff obligatio // Zeitschrift für das Privat-und öffentliche Recht der Gegenwart. Bd. I. 1874.
73. Diestelkamp B. Die Lehre von Schuld und Haftung // Studien zur Rechtswissenschaft des neunzehnten Jahrhunderts. Bd. 6. Wissenschaft und Kodifikation des Privatrechts im 19. Jahrhundert / H. Coing, W. Wilhelm (Hgs.). Frankfurt am Main, 1982.
74. Gierke O. Schuld und Haftung im alteren deutschen Recht. Breslau: Marcus. 1910.
75. Lehmann M. Finanzinstrumente. Tuebingen: Mohr Siebeck, Jus Privatum. 2009.
76. Maidl J., Kreifels R. Beteiligungsverträge und ergänzende Vereinbarungen // NZG. 2003. S. 1091–1095.
77. Stammler R., Sohm R., etc. Systematische Rechtswissenschaft. Ed. by B. G. Teubner. Die Kultur der Gegenwart. T. 2. Abt. 8. Leipzig and Berlin, 1906.

78. Varbes R. Bons de caisse, minibons, blockchain... resurrection ou revolution? Droit des societes. 2016.

Интернет-ресурсы

1. Официальный интернет-портал правовой информации.
URL: <http://www.pravo.gov.ru>.
2. Официальный сайт Ассоциации Принципов Экватора.
URL: <https://equator-principles.com>.
3. Официальный сайт Банка России. URL: <http://www.cbr.ru>.
4. Официальный сайт Верховного суда США.
URL: <https://www.supremecourt.gov>.
5. Официальный сайт Государственного издательства США.
URL: <https://www.govinfo.gov>.
6. Официальный сайт Евразийского экономического союза.
URL: <http://www.eaeunion.org>.
7. Официальный сайт Европейского Союза. URL: <https://eur-lex.europa.eu>.
8. Официальный сайт законодательного органа штата Мичиган, США.
URL: www.legislature.mi.gov.
9. Официальный сайт Конференции ООН по вопросам изменения климата. URL: <https://unfccc.int>.
10. Официальный сайт Конференции ООН по торговле и развитию.
URL: <https://investmentpolicy.unctad.org>.
11. Официальный сайт Международной ассоциации рынков капитала.
URL: <https://www.icmagroup.org>.
12. Официальный сайт Международной финансовой организации Группы Всемирного банка. URL: <https://www.ifc.org>.
13. Официальный сайт Правительства Франции.
URL: <https://www.legifrance.gouv.fr>.

14. Официальный сайт Сената штата Нью-Йорк.
URL: <https://www.nysenate.gov>.
15. Официальный сайт Федерального ведомства юстиции Министерства юстиции и защиты прав потребителей Германии. URL: www.gesetze-im-internet.de.
16. Официальный сайт федеральной законодательной информации США.
URL: <https://www.congress.gov>.
17. Официальный сайт Федеральной канцелярии Швейцарии.
URL: <https://www.bk.admin.ch>.
18. Сайт базы данных статутного права в Соединенном Королевстве официального архива правительства Великобритании, Англии и Уэльса.
URL: <https://www.legislation.gov.uk>.
19. Система обеспечения законодательной деятельности Государственной автоматизированной системы «Законотворчество» Государственной Думы Федерального Собрания Российской Федерации. URL: <https://sozd.duma.gov.ru>.
20. СПС «Гарант». URL: <https://www.garant.ru>.
21. СПС «КонсультантПлюс». URL: <https://www.consultant.ru>.
22. The Economic Times. URL: <https://economictimes.indiatimes.com>.
23. United Nations Treaty Collection. URL: <https://treaties.un.org>.
24. Merriam-Webster.com Dictionary, Merriam-Webster.
URL: <https://www.merriam-webster.com/dictionary>.