

МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
имени М.В. ЛОМОНОСОВА

*На правах рукописи*

**Виницкая Лилия Александровна**

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

Специальность 5.1.3 Частно-правовые (цивилистические) науки

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени  
кандидата юридических наук

Москва – 2022

Работа выполнена на кафедре предпринимательского права юридического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова

**Научный руководитель** – *Белицкая Анна Викторовна*  
доктор юридических наук, доцент

**Официальные оппоненты** – *Василевская Людмила Юрьевна*,  
доктор юридических наук, профессор,  
ФГБОУ ВО «Московский государственный университет имени О.Е. Кутафина (МГЮА)»,  
кафедра гражданского права, профессор;

*Габов Андрей Владимирович*,  
доктор юридических наук,  
член-корреспондент РАН, ФГБУН Институт  
государства и права Российской академии наук,  
сектор гражданского и предпринимательского  
права, и. о. заведующего;

*Курбатов Алексей Янович*,  
доктор юридических наук, доцент,  
ФГБОУ ВО «Российский государственный  
университет правосудия», кафедра  
предпринимательского и корпоративного права,  
профессор.

Защита диссертации состоится «22» февраля 2023 г. в 15 часов 00 минут на заседании диссертационного совета МГУ.051.1 Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова по адресу: Москва, Ленинские горы, д. 1, стр. 13–14, 4-й учебный корпус, Юридический факультет, ауд. 536а.

E-mail: [dissovet@law.msu.ru](mailto:dissovet@law.msu.ru).

С диссертацией можно ознакомиться в отделе диссертаций научной библиотеки МГУ имени М.В. Ломоносова (Ломоносовский просп., д. 27) и на сайте ИАС «ИСТИНА»: <https://istina.msu.ru/dissertations/509268646/>.

Автореферат разослан «\_\_» декабря 2022 г.

Ученый секретарь  
диссертационного совета,  
доктор юридических наук, доцент

Н.В.Щербак

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**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)»<sup>1</sup>, О.А. Кабышева «Предпринимательский риск: правовые вопросы»<sup>2</sup>, Е.В. Тирской «Категория денежного долга в гражданском праве России»<sup>3</sup>.

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 (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. Stammler) 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

---

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

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

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

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, и 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 / 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, при наличии доступа к корпоративному контролю должны нести инвестиционные риски в случае последующего банкротства реципиента инвестиций в полной мере как долевыми инвесторами, 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 долевыми и долговыми инструментами 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 октября 2002 г. № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)»<sup>1</sup> нормами, регулирующими 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 2 августа 2019 г. № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»<sup>2</sup>.

**Теоретическая значимость диссертационного исследования.** Сформулированное в ходе научного исследования понятие долгового финансирования как способа привлечения инвестиций, выявленная специфика правовых форм долгового финансирования как способа привлечения инвестиций и разработанная их классификация, установленные виды субъектов, участвующих

---

<sup>1</sup> Федеральный закон от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» (ред. от 21 ноября 2022 г.) // СЗ РФ. 28 октября 2002 г. № 43. Ст. 4190.

<sup>2</sup> Федеральный закон от 2 августа 2019 г. № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (ред. от 14 июля 2022 г.) // СЗ РФ. 5 августа 2019 г. № 31. Ст. 4418. Далее – *Закон об инвестиционных платформах*.

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.

## ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во **Введении** обосновывается актуальность избранной темы диссертационного исследования и степень ее разработанности, характеризуется ее новизна, определяются цели и задачи, предмет и объект, методологические основания исследования, теоретическая и практическая значимость результатов исследования, представлены положения, выносимые на защиту, характеризуется степень достоверности и апробации результатов исследования.

В **Главе 1 «Категория долга и долговое финансирование как способ привлечения инвестиций: генезис, понятие и правовое регулирование»** проведен анализ категории долга через призму истории и философии права, а также смежных

социально-гуманитарных наук, исследован генезис правового регулирования категории долга, рассмотрены правовые аспекты понятия и видов долга, предложены определение долгового финансирования как способа привлечения инвестиций и классификация правовых форм его осуществления.

В параграфе 1.1 «Генезис правового регулирования категории долга» автор проводит анализ теоретического материала и правовых памятников, на основании которого приходит к выводу, что конструкция долга является одним из древнейших и базовых правовых институтов. На основе исторического анализа дошедших до нас правовых памятников выявлены свидетельства широкого распространения долговых отношений в гражданском обороте Древней Индии, Древнего Вавилона и других социальных общностей.

Зарождение правовых механизмов стран континентальной Европы, ставших также основой для становления и развития цивилистической доктрины в целом, автор прослеживает в Древнем Риме. Особое внимание в параграфе диссертационного исследования уделено рассмотрению долга в связи со становлением теории обязательств и ответственности в гражданском праве.

Установление первых долговых отношений было тесно связано с деликтами и контрактами. Выявлено, что 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.

На основе научных разработок в области этимологии слова *schuld* автор приходит к выводу о возможности рассмотреть его в значении вины как субъективного чувства недолжного, неправильного. В таком случае *schuld*, по мнению автора, могло выступать предпосылкой для *haftung* в логической паре «вина – ответственность».

Развитие института договора постепенно привело к тому, что правовая связь появлялась между лицами до момента совершения правонарушения. Обязательство как ограничение свободы перестает связывать волю должника и обязывает имущество последнего. «Обреченность» (*haftung*) воли кредитора личности должника преобразовалась в «обреченность» имущества должника (соответствующей его части). В связи с потребностью добиться компенсации по своей субъективной составляющей эквивалентной личной мести в указанных целях стали использовать

имущество, а впоследствии деньги, как универсальное средство обмена.

В диссертационном исследовании установлено, 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.

Автор приходит к выводам, что трансформация общественных отношений влияет на восприятие пределов личной ответственности. Понимание категории долга обществом зависит от общепринятой парадигмы пределов личной ответственности и отражает ее изменения.

В параграфе 1.2 «Понятие и виды долга: правовой аспект» рассмотрены подходы к пониманию долга представителями философии, психологии, социологии и других общественных наук, исследована категория долга в контексте юридической науки.

На основе научной литературы и исторического анализа правовых памятников установлено, что эволюцию категории «долга» в римском праве можно проследить от термина «*aes alienum*» – «чужая медь», нечто, не принадлежащее лицу, подлежащее передаче по требованию владельца, то, что должно было мыслиться, осознаваться как чужое. На основе изучения теоретического материала автором выявлено, что развитие английского обязательственного права связано с эволюцией норм общего права и исковых форм защиты нарушенных прав, одной из первых среди которых был «*action of debt*». В параграфе рассмотрены основные долговые исковые формы, которые можно было выделить в английском праве к XIV веку: 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. Автор исследует 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. Существенный вклад в развитие контрактного права в Англии внесла идея *causa debendi* – так называемая «причина долга», встречное предоставление, по которому возник долг, имеющая значение для определения формы иска.

Выявлено, 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 оборота. Разделение средств правовой защиты денег и других вещей произошло в XIV веке: *action of detinue* стал применяться для истребования определенных вещей (или их стоимости), в то время как долг продолжал применяться только для взыскания денег.

В параграфе диссертации рассмотрены подходы к пониманию долга в научной юридической литературе, многозначность которых, по мнению автора, предопределена генезисом категории долга. Выявлено, что в доктрине гражданского права долг нередко отождествляется с категорией обязанности, рассматривается как частный вид ответственности, как содержание деликтной ответственности в виде обязанности по возмещению вреда, как последствие деликта. При этом автор приходит к выводу о том, что в правоотношениях элементы долга и ответственности носят взаимосвязанный, но не взаимозависимый характер.

Автор выступает против ограничения сферы определения долговых отношений лишь кругом заемных или кредитных обязательств. Обосновывает, что посягательство должника может рассматриваться как присвоение блага кредитора, и при помощи теоретического моделирования правоотношений представляет процесс возникновения долга в ситуации, когда отсутствует предварительное встречное предоставление.

В настоящем параграфе диссертации обобщены современные подходы к пониманию долга, который 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 *основное содержание обязанности*, либо как негативные последствия, имущественный (денежный) эквивалент компенсации, *ответственность за неисполнение основной*

*обязанности.*

Долг представляет собой необходимость вернуть нечто, причитающееся другому лицу, и, следовательно, характеризуется возвратностью. *Проведенное исследование обосновывает выделение принципа возвратности в качестве существенного элемента долга.* 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. Автор проводит сопоставление долга с заемными правоотношениями, обладающими помимо признака возвратности еще и признаком срочности.

В параграфе описывается, что в разных правоотношениях возвратность может иметь различные объем и содержание. Автор рассматривает проблемы условных обязательств и *«мерцающей» каузы*, предполагает, что по аналогии с синаллагматическими условными обязательствами для долговых правоотношений формами устранения «подвешенности» могут выступать, например, возврат долга (предоставленного) или трансформация в предоставление, не основанное на принципе возвратности, и указывает, что *стороны долговых правоотношений вправе создать подвешенность реализации принципа возвратности как в части объема, подлежащего возврату, так и в части формы разрешения неопределенности – трансформации правоотношений.*

Обосновано, что *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 не является возвратным.* Например, в отношениях конвертируемого займа при наступлении определенных договором условий 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.

Автор обосновывает, что долг должен рассматриваться как опосредованная нормами права обязанность вернуть причитающееся другому лицу и не ограничивается обязанностями денежного характера.

В параграфе 1.3 «Понятие и правовые основы долгового финансирования как способа привлечения инвестиций» рассматривается понятие «финансов» и проводится анализ теоретического материала. Для целей настоящего исследования автор находит наиболее релевантным рассмотрение финансов в качестве совокупности фондов денежных средств, денежных ресурсов и денежных потоков государства, муниципальных образований и хозяйствующих субъектов.

Объем понятия финансов необходимым образом предопределяет содержание понятия «финансирования». Автор приходит к выводу, что в правовой науке не сформировалось единого подхода к пониманию этой категории. В российском правопорядке легального определения явлению также не дано.

Для целей диссертационного исследования автор применяет расширительный подход к пониманию финансирования и определяет его в качестве непосредственного предоставления имущества в виде денежных средств, а также изменения срока их истребования по другим основаниям у финансируемого лица, для достижения определенного результата или решения конкретной задачи. Обосновано, что долговое финансирование основано на принципе возвратности предоставленного или неистребованного имущества (преимущественно денежных средств).

Для того, чтобы выявить особенности долгового финансирования как способа привлечения инвестиций, автор на основе анализа теоретического материала и действующего законодательства определяет и разграничивает такие явления как инвестирование и инвестиционная деятельность.

В процессе правоприменения в России инвестиционная деятельность сопоставляется с долговыми правоотношениями и в некоторых случаях даже противопоставляется им. В параграфе раскрыто, что *возвратность тела долга, независимая от экономической эффективности использования имущества*, составляет основной квалифицирующий признак заемного правоотношения. В то же время, специфику инвестиционной деятельности составляет инвестиционный риск, 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.*

Автор обосновывает, что противопоставление долговых отношений и инвестиционных является не вполне корректным, *долговые отношения могут опосредовать инвестиционные. Долговые отношения могут как иметь инвестиционный характер* (тогда речь идет о долговом обязательстве, опосредующем привлечение инвестиций), *так и не иметь его* (классическое долговое обязательство).

На основе проведенного исследования автор указывает, что участие инвестора в инвестиционных отношениях может опосредоваться различными правовыми механизмами. Долговое финансирование (англ. *debt financing*) является одним из способов привлечения инвестиций наряду с долевым финансированием (англ. *equity financing*) и смешанным финансированием (англ. *hybrid financing*).

В параграфе приводится обоснование того, что в контексте инвестиционной деятельности механизмы долгового финансирования как способа привлечения инвестиций носят *структурированный и обеспеченный характер, присущие им схемы минимизации рисков формируют ключевые отличительные качества.*

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

В Главе 2 «**Правовые формы долгового финансирования как способа привлечения инвестиций**» определены субъекты долгового финансирования как способа привлечения инвестиций, проведен анализ правовых форм участия в долговом финансировании как способе привлечения инвестиций профессиональных и непрофессиональных инвесторов.

**Параграф 2.1 «Понятие и виды субъектов долгового финансирования как способа привлечения инвестиций»** посвящен исследованию субъектов, участвующих в привлечении инвестиций посредством долгового финансирования.

Автор рассматривает *субъектов инвестиционной деятельности, субъектов отношений по инвестированию и участников процесса финансирования инвестиционной деятельности.* Специфическим субъектом, участвующим в процессе осуществления инвестиционной деятельности, в диссертации признан *девелопер*, профессионально оказывающий услуги по организации и управлению строительством.

На основе анализа инвестиционной деятельности *банков* установлено, что они занимают особое место среди субъектов инвестиционных отношений, так как предоставляют подавляющий объем финансирования для инвестиционных проектов. Банки не являются инвесторами в традиционном понимании, однако в контексте развивающегося института проектного финансирования банки раскрываются в участии в инвестиционных проектах как *квaziинвесторы*: особый публично-правовой режим использования привлеченных средств предопределяет необходимость приобретения банками широкого и структурированного пакета обеспечения. Указанные обстоятельства создают ситуацию, при которой у *банка как основного кредитора формируется полный «корпоративный» контроль*, кредитная организация приобретает статус инвестора и несет инвестиционные риски потери всех вложенных средств. В параграфе автор исследует инвестиционный банкинг, сегментированную (или американскую) инвестиционно-банковскую систему, универсальную (германскую) модель, партнерский банкинг. Выявлено, что, выполняя роль *иного участника инвестиционного процесса*, кредитная организация осуществляет консультационные и посреднические услуги, в том числе андеррайтинг.

Обосновано, что 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*. Объектом долгового финансирования при привлечении инвестиций выступает *реципиент инвестиций*. Непрофессиональный инвестор осуществляет *инвестирование*, то есть действия, ограничивающиеся предоставлением другим лицам принадлежащего ему имущества, поэтому его следует признать *субъектом отношений по инвестированию*.

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 применения 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 на рынке и ее реализации, финансовые и юридические *консультанты, эксперты* в разных сферах технических знаний, *реестродержатели, депозитарии и нотариусы*.

В параграфе 2.2 «**Правовые формы участия профессиональных инвесторов в долговом финансировании как способе привлечения инвестиций**» исследуются банковские инвестиционные инструменты, договор синдицированного кредита (займа), межкредиторское соглашение, цепочки договорных и корпоративных связей через дочерние или зависимые общества, выпуск конвертируемых облигационных займов и схожих долгосрочных инструментов, мезонинное финансирование.

Автор рассматривает банковское кредитование, которое для целей долгового финансирования как способа привлечения инвестиций может быть использовано ограниченно. Выявлено, что банки стремятся перераспределить несвойственные им риски, и используют *кредитные деривативные сделки* в качестве инвестиционных инструментов. В параграфе исследуются правовые аспекты *кредитного дефолтного свопа (credit default swap, CDS)* – финансового инструмента, получившего широкое распространение и позволяющего его покупателю застраховаться от кредитного события (например, дефолта по финансовым обязательствам третьей стороны) в обмен на регулярную выплату его продавцу премий<sup>1</sup> (платы за принятие на себя кредитного риска), «*договора об участии в кредитном риске*» – выпуска *кредитной ноты (credit-linked note, CLN)*.

Автор рассматривает наиболее близкие к кредитным нотам *структурные*

---

<sup>1</sup> Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов. Одобрено Советом директоров Банка России 9 ноября 2021 г. Москва, 2021. С. 159. URL: [http://www.cbr.ru/s/ar2019\\_1](http://www.cbr.ru/s/ar2019_1). Подробнее о характеристиках своп-договоров см.: Указание Банка России от 16 февраля 2015 г. № 3565-У «О видах производных финансовых инструментов» // Вестник Банка России. 31 марта 2015 г. № 28.

*облигации*<sup>1</sup>, получившие регулирование в России в 2018 году<sup>2</sup>. Обосновано, что *структурные облигации могут быть признаны долговым инструментом* при признании юридической фикции эквивалентных предоставлений (номинальной стоимости структурной облигации и размера выплаты при наступлении определенных обстоятельств).

В параграфе исследуется правовое регулирование *синдицированного кредитования*, посредством которого в дорогостоящих инвестиционных проектах участвует синдикат кредиторов. Установлено, что специфика договора синдицированного кредита (займа) заключается в отношениях, возникающих между кредиторами. На основе анализа международной практики выявлено, что российский синдицированный заем имеет больше общего с «*клубными сделками*», которые широко используются в зарубежном экономическом обороте.

Автор рассматривает привлечение инвестиций посредством *субординации долговых обязательств*. В параграфе выявлено, что она, прежде всего, достигается *соглашением между кредиторами*. Автор приходит к выводу, что на практике *договорные механизмы не способны обеспечить реальный приоритет старшего кредитора*. Старший кредитор несет риски неплатежеспособности не только должника, но и младшего кредитора. *Правовое регулирование института межкредиторского соглашения в рассматриваемой ситуации неэффективно и нуждается в доработке*.

В параграфе исследуется *структурная субординация*, реализуемая посредством создания *цепочки договорных и корпоративных связей через дочерние или зависимые компании*. *Субординирование долговых обязательств также осуществляется через выпуск конвертируемых облигационных займов и схожих долгосрочных ценных бумаг*. Несмотря на сохраняющийся с правовой точки зрения долговой характер, такие отношения экономически аналогичны отношениям участия учредителей в имуществе юридического лица или способны в них трансформироваться по воле кредитора.

Автор, опираясь на теоретический материал, рассматривает подходы к пониманию *мезонинного (промежуточного) финансирования*. Установлено, что с правовой точки зрения мезонинное финансирование составляют долговые

---

<sup>1</sup> Статья 27.1–1 Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (ред. от 20 октября 2022 г.) // СЗ РФ. 22 апреля 1996 г. № 17. Ст. 1918. Далее – *Закон о рынке ценных бумаг*.

<sup>2</sup> Федеральный закон от 18 апреля 2018 г. № 75-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" в части регулирования структурных облигаций» // СЗ РФ. 23 апреля 2018 г. № 17. Ст. 2424.

инструменты, которые, по общему правилу, квалифицируются в качестве субординированного старшим долговым обязательствам проектной компании процентного займа с правомочием кредитора при наступлении определенных сторонами условий потребовать вместо возврата долга предоставления акций / доли участия в проектной компании. В зависимости от того, какие элементы (долговые или долевые) в большей степени присутствуют в механизме мезонинного финансирования, различают промежуточное финансирование долевого и долгового характера.

Обосновано, что в России необходимо признать факт существования мезонинного финансирования и *выработать законодательные критерии*, по которым будут определяться *основания ответственности* мезонинных кредиторов в случае дефолта инвестиционного проекта и *размер такой ответственности*.

В параграфе автор рассматривает подходы к правовым формам, используемым для промежуточного финансирования: предварительный договор купли-продажи доли участия в уставном капитале, договор с условием об альтернативном исполнении, право выбора которого принадлежит инвестору, трехстороннее соглашение о конвертируемом займе, соглашение о предоставлении опциона на заключение договора купли-продажи доли участия в уставном капитале, заблаговременное оформление передаточного распоряжения, подписанного продавцом акций, получение от заемщика безотзывной доверенности и другие. Автор формулирует определение мезонинного финансирования и описывает его черты.

На основе положений законодательства и теоретического материала в параграфе раскрываются преимущества и недостатки *облигационных займов* в контексте привлечения инвестиций. Рассматривается правовое регулирование *инфраструктурных, проектных, евро-, социальных, зеленых облигаций, облигаций устойчивого развития, зеленого банкинга*. Рассмотрен правовой режим деятельности специализированных организаций, подлежащий применению при привлечении инвестиций посредством облигационных займов и реализации инвестиционных проектов, направленных на достижение актуальных общественно значимых целей и соответствующего полезного эффекта, даны предложения по совершенствованию законодательства. Обосновано, что именно *цели деятельности размещающего облигационные займы субъекта* придают такому инструменту *инвестиционный характер*. Отдельное внимание в параграфе уделено своеобразному аналогу

облигаций в исламском мире – сужук.

Автор исследует *инвестиционные фонды* (корпоративные, трастовые, контрактные), которые являются неотъемлемым и эффективным инструментом инвестиционной деятельности. Выявлено, что в России широкое распространение получили *закрытые паевые инвестиционные фонды*, которым могут быть переданы в доверительное управление денежные средства при привлечении инвестиций посредством долгового финансирования.

В параграфе установлено, что в контексте участия публично-правовых образований в долговом финансировании при привлечении инвестиций сложилась практика, при которой государство не стремится предоставлять прямое долговое финансирование в инвестиционной сфере. Исследуется теоретический материал и судебная практика по вопросу предоставления субсидий, бюджетных инвестиций и *бюджетных кредитов*. Выявлено, что участие публичных субъектов в общественно-значимых инвестиционных проектах обусловлено реализацией социальной функции государства, и, по мнению автора, ограничено ее рамками.

***В параграфе 2.3 «Правовые формы участия непрофессиональных инвесторов в долговом финансировании как способе привлечения инвестиций» преимущественно рассматривается совершение инвесторами сделок на инвестиционных (краудлендинговых) платформах.***

Автор указывает, что 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 параграфе исследуются правовые формы краудфандинга, которые основаны на принципах коллективного инвестирования. Рассмотрены определения краудфандинга. Установлено, что договорные правовые формы участия инвесторов в краудфандинге не обеспечивают надлежащего обеспечения установленных в них прав инвесторов.

На основе теоретического материала рассмотрена классификация моделей краудфандинга, обосновано, что долговое финансирование как способ привлечения инвестиций может быть реализовано через правовую форму краудлендинга. В качестве главного отличия краудлендинга от традиционного кредитования

отмечено, 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 инвесторов.

В параграфе рассмотрено правовое регулирование деятельности краудфандинговых платформ как субъектов, выполняющих основную роль при привлечении инвестиций посредством краудфандинга. Исследованы типовые условия сделок, предлагаемых краудфандинговыми платформами: «*все или ничего*» (*All-Or-Nothing, AON*) и «*бери все, что получишь*» (*Keep-It-All, KIA*), на основании анализа которых сделан вывод о том, что 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. Обосновано, что правовое регулирование краудфандинга должно предусматривать адекватные инструменты защиты интересов инвесторов на случай проведения новых этапов финансирования проекта.

В параграфе исследуется история развития и правовое регулирование краудфандинга в США. Выявлено, что на основе нормативных правовых актов в инвестиционной практике сложилось несколько правовых моделей участия краудфандинговых инвесторов в финансировании проектов: обыкновенные акции (англ. *common stock*), привилегированные акции (англ. *preferred stock*), процентные займы (англ. *interest-bearing loans*), конвертируемые долговые обязательства (англ. *convertible debt*), участие в распределении доходов (англ. *revenue-sharing*) и опционы на приобретение доли участия / акций компании (англ. *future equity*). Обосновано, что наибольший интерес относительно предмета диссертационного исследования представляют конвертируемые механизмы краудлендинга. Проанализирована типовая форма соглашения под названием *KISS (Keep It Simple Security)*, выступающая упрощенной версией договора конвертируемого займа (англ. *convertible debt contract*).

В параграфе исследуются правовое регулирование привлечения инвестиций посредством краудфандинга в ЕС и его особенности. Выявлено, что наряду с договорным механизмом европейские краудфандинговые платформы используют *правовую конструкцию доверительного управляющего или SPV* как некой прослойки

между инвесторами и реципиентами инвестиций. Автором рассмотрены Европейские правила краудфандинга<sup>1</sup> (*ESCP*) и изменения в Директиву о рынках финансовых инструментов (*MiFID*), виды краудфандинговых услуг.

В параграфе автор исследует правовое регулирование краудфандинга и краудлендинга в России и формулирует предложения по совершенствованию Закона об инвестиционных платформах. Установлено, что 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<sup>2</sup>, предусмотренных Законом о рынке ценных бумаг и Законом о защите прав инвесторов на рынке ценных бумаг<sup>3</sup>. Автор предлагает развить правовое регулирование отношений краудлендинга как инструмента долгового финансирования при привлечении инвестиций и расширить правовые механизмы защиты прав инвесторов в отношениях, возникающих на базе цифровых платформ, в связи с использованием операторами номинальных банковских счетов.

В Главе 3 «**Правовые средства реализации долгового финансирования как способа привлечения инвестиций**» рассматриваются проблемы реализации долгового финансирования как способа привлечения инвестиций и правовые средства обеспечения интересов инвесторов, а также правовые средства реализации долгового финансирования при привлечении инвестиций в рамках проектного финансирования.

**Параграф 3.1 «Правовые средства минимизации рисков в долговом финансировании как способе привлечения инвестиций»** посвящен исследованию на основе теоретического и нормативного правового материала определений правовых средств, предпринимательского риска и инвестиционного риска. Выявлено, что инвестиционный риск выступает специфическим элементом, характеризующим инвестиционную деятельность и качественно отличающим ее от других видов экономической деятельности.

В параграфе исследована *концепция фидуциарных обязанностей директора*,

---

<sup>1</sup> 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>.

<sup>2</sup> Пункт 3 статьи 6 Закона об инвестиционных платформах.

<sup>3</sup> Федеральный закон от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (ред. от 30 декабря 2021 г.) // СЗ РФ. 8 марта 1999 г. № 10. Ст. 1163. Далее – *Закон о защите прав инвесторов на рынке ценных бумаг*.

разработанная в теории корпоративного права, и содержится вывод о том, что применение определенных инструментов митигации рисков и достижение их приемлемого уровня для инвесторов, участвующих в инвестиционном проекте, зависит 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 компании, реализующей инвестиционный проект.

На основе предложенного в научной литературе подхода исследованы внутренние и внешние причины инвестиционного риска. Установлено, 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 причинам. 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 инструментов по его минимизации и обеспечению защиты интересов таких инвесторов.

*Для долевыми 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. *Долговые инвесторы 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 привлечении инвестиций посредством долгового финансирования 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, 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 с взысканием на заложенное имущество.

Возможны ситуации, когда *инвестор совмещает владение инструментами как долгового, так и долевого характера*. В параграфе на основе теоретического материала и судебной практики исследован институт *субординирования требований кредиторов* должника, находящегося в процедуре банкротства. Установлено, что инвесторы, 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 долговые инструменты и не приобретающих фактическую возможность существенным образом влиять на реализацию инвестиционного проекта, с точки зрения автора, *правило о субординировании долговых требований ввиду наличия особых, схожих с корпоративными, отношений с должником также не должно применяться*.

Под *корпоративным займом* следует понимать долговые отношения, 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 долговых отношений является дополнительным (вспомогательным) инструментом финансирования инвестиционной деятельности*. Приобретение инвестором, осуществляющим долговое финансирование, корпоративного статуса обусловлено долговыми обязательствами и вторично по отношению к ним. Автор приходит к выводу, что *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*. В иностранных правовых порядках для целей регулирования отношений банкротства встречаются установленные исключения

в субординировании для миноритарных участников, не выполняющих функции управляющих должностных лиц компании. Применение такого правила представляется рациональным и подлежащим имплементации в российский правопорядок.

В связи с применением инструментов долгового финансирования инвесторы несут не только *специфический инвестиционный риск*, обусловленный выбранными механизмами инвестиционной деятельности, но и *общие риски, вызванные реализацией инвестиционного проекта*. Автор исследует правовые аспекты деятельности реципиента инвестиций (проектной компании).

В параграфе 3.2 **«Правовые средства обеспечения интересов инвесторов при осуществлении долгового финансирования как способа привлечения инвестиций»** рассматриваются распространенные в деловой практике правовые средства минимизации рисков инвесторов, осуществляющих долговое финансирование.

Установлено, что основополагающим выступает положение о том, что *права долговых кредиторов должника всегда должны иметь более сильную и приоритетную защиту*, чем права акционеров или участников и других контрагентов проектной компании, в связи с чем в рамках привлечения инвестиций посредством долгового финансирования обеспечение выступает механизмом, предоставляющим инвесторам, осуществляющим долговое финансирование, набор инструментов, подтверждающих такую предпосылку.

В рамках инвестиционного проекта обеспечение финансирования включает в себя (а) *покрытие, предоставляемое спонсорами* в отношении их акций либо долей участия в проектной компании, (б) *покрытие, предоставляемое проектной компанией* в отношении принадлежащих ей активов. Выявлено, что *обеспечительные сделки заключаются с целью предоставить инвесторам, осуществляющим долговое финансирование, возможность управлять коммерческим и финансовым состоянием проекта*.

*Долговой характер* инвестиционных отношений предопределяет применение инвестором *классических правовых средств обеспечения исполнения гражданско-правовых обязательств*, основанных на долге, обычно используемых кредиторами для формирования опосредованной нормами права возможности контролировать финансовое состояние должника, но *инвестиционная составляющая* предполагает предоставление инвестору при наступлении определенных негативных

обстоятельств *правовых средств руководства деятельностью проектной компании.*

Автор рассматривает правовые механизмы *обременения активов и платежей по договорам проектной компании, обременения в пользу инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, акций / долей участия в проектной компании, назначения исполнительных органов или представителей в исполнительные органы проектной компании, отчуждение акций / долей участия в проектной компании в пользу инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, корпоративные договоры* (как классические, так и квазикорпоративные договоры).

В параграфе рассмотрены правовые формы соглашений об осуществлении прав участников либо акционеров, законодательно предусмотренные в Австрии и Франции. Установлено, что в праве Германии корпоративные договоры не получили формального закрепления и основаны на базовых принципах гражданского права, в частности на свободе договора. В США для достижения поставленных перед корпоративными договорами целей используются такие правовые средства как *голосующие трасты* (англ. *voting trusts*), *соглашения о порядке голосования* (англ. *voting agreements*), *акционерные соглашения о порядке корпоративного управления* (англ. *shareholder agreements*).

В параграфе рассмотрены *залоговые механизмы*, используемые для передачи под контроль инвесторам, осуществляющим долговое финансирование, корпоративных прав спонсоров проектной компании. Автор исследует правовые средства, используемые в английском праве – «*legal*» и «*equitable*», и устанавливает, что институт обременения акций или долей участия по праву справедливости (англ. *equitable charge*) имеет определенное сходство с российским залогом прав участника юридического лица и наиболее распространен в обороте в Великобритании. 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.

Обосновано, что *обеспечительная передача права собственности* выступает наиболее эффективным правовым средством для обеспечения интересов инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, однако отсутствие надлежащего

регулирования в делах о банкротстве в России препятствует ее распространению в инвестиционных отношениях. Автор находит положительным и подлежащим имплементации правовой опыт Германии, где переданное в обеспечительную собственность имущество подлежит включению в конкурсную массу должника, обеспечительный кредитор приобретает статус залогового кредитора, а должник имеет возможность заявить требование об освобождении имущества от реализации в случае банкротства контрагента.

В параграфе исследуется порядок определения права, применимого к сделке по обременению или отчуждению акций либо долей участия, рассматриваются экономические и политические препятствия к приобретению инвесторами прав акционера либо участника проектной компании и делается вывод, что основную ценность на начальных этапах реализации инвестиционного проекта для инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, представляет возникающая в связи с этим система договорных отношений.

В параграфе обосновано, что вспомогательным, но не второстепенным правовым средством 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*). Схожий правовой эффект может быть достигнут *соглашением в пользу третьих лиц*, которое в некоторых странах может иметь фактический приоритет для публично-правовых субъектов перед прямыми соглашениями, например, в контексте государственного-частного партнерства.

Непременным в использовании инвесторами, осуществляющими долговое финансирование, правовым инструментом выступает *страхование рисков*. В параграфе рассматриваются виды страхования, используемые при реализации инвестиционных проектов, *заявление страховых выплат*, институт *перестрахования*.

Выявлено, что определяющее значение в структурировании обеспечительных сделок для инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, имеет правовое регулирование, в рамках которого обеспечение предполагается к реализации. Установлено, что в некоторых случаях инвесторы, осуществляющие долговое финансирование, могут рассчитывать на правовые средства защиты, предоставляемые *двусторонними инвестиционными договорами*, заключенными между странами.

Снижению политических рисков реализации инвестиционного проекта способствуют *соглашения о защите и поощрении капитальных вложений*, заключаемые между публично-правовым образованием и организацией, реализующей инвестиционный проект. Обеспечение большей надежности для инвесторов внутреннего законодательства и предсказуемости решений судов страны, на территории которой реализуется инвестиционный проект, связано с развитием *региональной интеграции и гармонизацией разрозненных правовых систем*.

**Параграф 3.3 «Правовые средства реализации долгового финансирования как способа привлечения инвестиций в рамках проектного финансирования»** содержит исследование новаторских инструментов и техники кредитования, которые применяются в инвестиционной деятельности и нуждаются в разработке опосредующих их правовых норм и последующем внедрении в российское законодательство.

В параграфе исследуется проектное финансирование. С точки зрения права долговые отношения из договоров кредитования в проектном финансировании существенным образом отличаются от классических кредитных договоров в контексте соотношения рисков участников и объема их ответственности. Установлено, что 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. Выявлено, что в рамках проектного финансирования обязательным элементом инвестиционного проекта является *коммерческий кредит*. Помимо классического кредита банков в инструментах проектного финансирования задействуются средства институтов развития и институциональных инвесторов, а также государства и муниципалитетов, вложенные в *проектные облигации*.

В параграфе исследовано правовое регулирование *облигаций специализированного общества проектного финансирования и специализированного финансового общества*, установлено, что они являются единственным законным способом привлечения займов от физических лиц в рамках проектного финансирования в России.

Обосновано, что в настоящее время проектное финансирование в России рассматривается, в том числе, более узко, и применительно к строительной сфере в рамках совершенствования регулирования финансирования строительства,

в частности в сфере жилищного сектора, вызванного необходимостью защиты прав граждан. Автор рассматривает правовое регулирование *номинального счета* как наиболее общей правовой конструкции счету эскроу.

В параграфе на основе теоретического материала исследованы подходы к пониманию правовой природы *договора условного депонирования*. Не углубляясь в спор о моменте возникновения обязательства из заключенного договора и созревании срочных обязательств в теории гражданского права, для целей диссертационного на основе буквального толкования норм права автор приходит к выводу о *наступлении обязанности депонента произвести исполнение из базового договора при наступлении отлагательного условия* и об отсутствии *акцессорности договора эскроу* в отношении базового договора между депонентом и бенефициаром. Концепция досрочного исполнения обязательства, по мнению автора, не способствует решению проблемы ненаступления условий 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.

Автор исследует механизм эскроу в срезех *базового договора депонента и бенефициара* и *договора условного депонирования*. В параграфе обосновано, что 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-агенту, должно квалифицироваться как *фикция исполнения*.

Выявлено, что в случае если эскроу-агентом выступает банк, в российском законодательстве предусмотрен *договор счета эскроу*. Договор счета эскроу следует рассматривать как специальный инструмент, сочетающий в себе характеристики и функции банковского счета и механизма условного депонирования, но не стоит говорить о превалировании черт регулирования одного из них. Обоснована

*ошибочность отнесения договора счета эскроу к непоименованным способам обеспечения исполнения обязательств.*

Автор исследует проявление договора счета эскроу в банкротстве и приходит к выводу, что концепция счета эскроу как обеспечения не проходит так называемый «банкротный тест». Автор предлагает устранить пробел в регулировании правового положения кредитора-бенефициара по договору счета эскроу. Обосновано, что договор счета эскроу в проектом финансировании не предоставляет обеспечения исполнения обязательств и банку-кредитору в кредитных правоотношениях с застройщиком.

Установлено, что интересы инвесторов, осуществляющих долговое финансирование, в проектом финансировании могут обеспечиваться посредством залога прав по договору банковского счета проектной компании и открытия залогового счета. Вместе с тем, механизм залогового счета выполняет в проектом финансировании в большей степени функцию кредиторского контроля, нежели обеспечительную роль.

Установлено, что проектное финансирование представляет собой систему распределения рисков, однако основополагающим элементом указанного способа привлечения инвестиций выступает долговое финансирование.

В **Заключении** отражены основные итоги исследования, сделаны выводы и обобщения.

**Основные научные результаты диссертации изложены в следующих работах автора, опубликованных в рецензируемых научных изданиях, рекомендованных для защиты в диссертационном совете МГУ по специальности**

### **5.1.3 Частно-правовые (цивилистические) науки:**

1. Веницкая Л.А. Перспективы развития правового регулирования долгового финансирования инвестиционной деятельности // Пробелы в российском законодательстве. 2021. № 3. С. 205–212 (1,09 п. л.) (5-летний импакт-фактор РИНЦ: 0,357).

2. Веницкая Л.А. Счет эскроу как инструмент реализации инвестиционных проектов // Юрист. 2021. № 8. С. 40–46 (0,56 п. л.) (5-летний импакт-фактор РИНЦ: 0,611).

3. Веницкая Л.А. Краудфандинг как инструмент долгового финансирования инвестиционной деятельности // Евразийский юридический журнал. 2021. № 12. С. 303–306 (0,67 п. л.) (5-летний импакт-фактор РИНЦ: 0,107).

4. Веницкая Л.А. Риски долговых инвесторов в процессе финансирования инвестиционной деятельности: особенности разделения и инструменты учета интересов // Юрист. 2022. № 3. С. 28–32 (0,47 п. л.) (5-летний импакт-фактор РИНЦ: 0,611).

#### **Иные публикации:**

5. Беломестная Л.А. Привлечение инвестиций: понятие и правовые формы // Предпринимательское право. Приложение «Право и Бизнес». 2018. № 4. С. 15–20 (0,51 п. л.) (5-летний импакт-фактор РИНЦ: 0,401).

Всего по теме диссертации опубликовано 5 работ.