

Аналітична записка
з питань порівняльного законодавства
щодо регулювання краудфандингу в Європейському Союзі та
державих-членах Європейського Союзу*

Анотація. Аналітична записка присвячена законодавчому регулюванню суспільних відносин із краудфандингу, його класифікації за основними фінансово-економічними та правовими моделями. Досліджено сутність понять «краудфандинг», «постачальник послуг краудфандингу», «інвестор», «автор проекту» та їх співвідношення. Проаналізовано досвід правового регулювання краудфандингу в ЄС, а також у державах-членах ЄС, зокрема: Франції, Угорщині, Литві, Латвії, Естонії, Фінляндії, Італії. Додатково розглянуто досвід Великої Британії як світового лідера на ринку альтернативного фінансування.

Вступ. За останнє десятиліття фінансові послуги зазнали радикальних змін завдяки інноваціям. Значною мірою зміни були спричинені стрімким зростанням глобальної цифрової економіки, що дозволило значно розширити доступ до фінансових послуг для людей із середнім достатком.

Одним із найпопулярніших видів альтернативного фінансування став краудфандинг, який починався як онлайн засіб збору пожертвувань від окремих осіб, поступово перетворившись на самостійний підвид інвестування для фінансування бізнесових і творчих проектів переважно на початковій стадії їх становлення, як пов'язаних, так і не пов'язаних із отриманням прибутку для інвесторів. Зазначена сфера альтернативного фінансування не тільки пододала період становлення, але й продовжує розвиватися. У 2020 р. обсяг альтернативного фінансування в Європі сягнув 10,12 млрд доларів, у Великій Британії – 12,65 млрд доларів, а в США досяг позначки 73,93 млрд доларів¹.

Краудфандинг (англ. *crowd funding* – дослівно «фінансування натовпом») – це спосіб залучення коштів для фінансового розвитку проекту (підприємства, бізнесу, програми) за рахунок внесків сторонніх осіб, які не обов'язково мають прямий зв'язок із таким проектом і можуть не мати відношення до професійного бізнес-інвестування. Для автора проекту таке залучення інвестицій є безризиковим, оскільки інвестиції надходять на добровільній основі. Подібна форма залучення інвесторів зазвичай відбувається в онлайн форматі на відповідних інтернет-майданчиках, де автори проектів представляють свої ідеї з метою отримання інвестицій для їх реалізації.

Краудфандинг є складовою більш широкої сфери під назвою «альтернативні фінанси», якими позначають усі фінансові канали та інструменти, що функціонують поза традиційною фінансовою системою, і які, окрім краудфандингу, включають індустрію альтернативних валют і сторонні платіжні платформи.

Краудфандинг підходить для компаній на будь-якій стадії розвитку, але найчастіше використовується під час апробації ідеї чи просування прототипу

¹ The Second Global Alternative Finance Market Benchmarking Report. CCAF. URL: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2021/06/ccaf-2021-06-report-2nd-global-alternative-finance-benchmarking-study-report.pdf>

бізнесу. Тому він стає все більш популярним видом альтернативного фінансування для стартапів малого та середнього бізнесу, які зазвичай покладаються на невеликі інвестиції. Краудфандинг також є типом посередництва, коли постачальник його послуг, не беручи на себе ризик, керує цифровою платформою, відкритою для громадськості, щоб підібрати або сприяти підбору потенційних інвесторів або кредиторів для компаній, які шукають фінансування. Таке фінансування може набувати форм позики або придбання переказних цінних паперів, інших дозволених інструментів для цілей краудфандингу. У державах ЄС відповідну концепцію фінансового інвестування реалізують на основі кредитування та інвестицій, оскільки ці типи краудфандингу можна розглядати як порівнювані альтернативи фінансування. Краудфандинг сприяє забезпеченню доступу до фінансування малому та середньому бізнесу. Відсутність доступу до фінансування для таких типів бізнесу є проблемою навіть у тих державах-членах ЄС, де доступ до банківського фінансування залишається стабільним протягом фінансових криз. Таке фінансування підприємницької діяльності зазвичай відбувається через онлайн-платформи, бізнес-діяльність фінансується великою кількістю людей або організацій.

Краудфандинг як сфера альтернативного фінансування умовно поділяється на чотири основні підкатегорії: краудфандинг на основі пожертвувань; краудфандинг, заснований на винагороді; пірингове кредитування (P2P-кредитування); краудфандинг, заснований на акціонерному капіталі. Аналіз зарубіжного досвіду демонструє, що індустрію краудфандингу реалізовано різними моделями, які засвідчують різноманітність національних підходів. Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO)² виділяє кілька можливих режимів регулювання правового статусу краудфандингових платформ, зокрема:

<p>Відносини краудфандингу не регулюються</p>	<p>Такий режим стосується держав, в яких відсутній ринок P2P-кредитування, тому не виникає потреби в його регулюванні. Інші держави не регулюють цю галузь через відсутність визначення послуг, що надаються інвесторам, і вважають ринок занадто малим для регулювання. Однак у деяких випадках існує регулювання, призначене для захисту позичальників, і це, головним чином, вже діючі правила для захисту позичальника від високих процентних ставок, ускладненого кредитування та неправдивої реклами (Велика Британія)</p>
--	--

² Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO). URL: <https://uk.economy-pedia.com/11032395-international-organization-of-securities-commissions-iosco> (дата звернення: 24.01.2023)

Краудфандингова платформа діє у правовому статусі посередника	<p>Залежно від визначення конкретної юрисдикції, пірингові кредитори можуть бути класифіковані як посередники або брокери. Така класифікація зазвичай вимагає реєстрації платформи як посередника. Встановлені до посередників вимоги та обов'язки відрізняються залежно від юрисдикції. Переважно існують правила, що визначають передумови для реєстрації платформ з метою їх доступу до ринку. Інші правила регулюють порядок діяльності платформи (наприклад, ліцензування, необхідне для надання кредитних і/або фінансових послуг). Такий режим притаманний, зокрема, Канаді та Австралії</p>
Краудфандингова платформа функціонує як банк	<p>У різних юрисдикціях платформи класифікуються як банки через їх функцію кредитного посередництва, тому їх діяльність регулюється як банківська діяльність. Таким чином, платформи повинні отримати банківську ліцензію, виконати інші вимоги щодо розкриття інформації тощо. У таких юрисдикціях галузь краудфандингу є порівняно невеликою за обсягом (наприклад, Німеччина, частково – Італія)</p>
Модель США або дворівневий режим	<p>У США на федеральному рівні кожна платформа має бути зареєстрована в Комісії з цінних паперів і обміну США (SEC). Окрім того, кожна позика, надана платформами, також має бути зареєстрована в SEC. Кожна платформа розглядається як публічна компанія, яка повинна повністю розкрити свою фінансову інформацію, джерела надходжень тощо. Регулювання діяльності платформ здійснюється як на національному, так і на федеральному рівнях</p>
Краудфандинг заборонено	<p>Деякі юрисдикції цілковито забороняють краудфандинг з метою фінансового прибутку (Ізраїль, Японія)</p>

Варто зауважити, що наведена рамкова класифікація правового регулювання сфери альтернативних фінансів не є цілковито усталеною. У науковій літературі зустрічаються також інші класифікації цієї сфери.

Краудфандинг також можна поділити на прямий і непрямий. Прямий краудфандинг передбачає звернення учасників збору коштів до суспільства безпосередньо, наприклад на сайті компанії, із пропозицією прямо фінансувати проекти. Непрямий краудфандинг відбувається за участі посередника, оскільки заявка оголошується через певну платформу. Варто відзначити, що прямий краудфандинг є менш вигідним для невідомих фандрайзерів (наприклад, підприємців), оскільки вони повинні мати можливість безпосередньо звертатися до великої кількості людей через власний вебсайт³.

³ Ricarda B. Bouncken, Malvine Komorek, Sascha Kraus. (2015). Crowdfunding: The Current State Of Research. *International Business & Economics Research Journal*. May/June. Volume 14, no. 3, pp. 407–415.

Основна частина.

1. Законодавство Європейського Союзу про краудфандинг.

Законодавство ЄС дозволяє краудфандинг. Упродовж багатьох років однією з найбільших перешкод, із якою стикалися краудфандингові платформи, що прагнули пропонувати свої послуги в ЄС, була відсутність єдиних правил щодо ліцензування діяльності у цій сфері. З метою сприяння розвитку краудфандингових платформ Європейська комісія прийняла Регламент 2020/1503 Європейського парламенту та Ради від 07.10.2020 р. «Про європейських постачальників краудфандингових послуг для бізнесу» (далі – Регламент 2020/1503)⁴, а також внесла зміни до Регламенту (ЄС) 2017/1129 та Директиви (ЄС) 2019/1937. Регламент 2020/1503 безпосередньо застосовується в усіх державах-членах ЄС з 10.11.2021 р. Зазначений акт є основним джерелом законодавчого регулювання відносин у сфері краудфандингу, який встановлює єдині правила у сфері надання послуг краудфандингу щодо організації, авторизації та нагляду за постачальниками послуг краудфандингу, роботи платформ краудфандингу, а також прозорості маркетингових комунікацій таких послуг. Таким чином, регламентуючи єдині правила, Регламент 2020/1503 сприяє транскордонному наданню цих послуг, знижує операційні ризики та забезпечує високий ступінь прозорості.

Відповідно до Регламенту 2020/1503 запроваджено новий правовий статус для європейських постачальників послуг краудфандингу (European Crowdfunding Service Providers, ECSP). Вони отримали змогу подавати заявку на отримання паспорта ЄС на основі єдиних правил. Регламентом 2020/1503 також врегульовано питання, пов'язане з управлінням ризиками під час здійснення краудфандингової діяльності. Зокрема, суттєво посилено захист інвесторів завдяки встановленню чітких правил щодо розкриття інформації про власників проектів, а також про операторів краудфандингових платформ у формі «ключової інформації про інвестиції». Регламент 2020/1503 слугує своєрідним орієнтиром для подальшого розвитку національного законодавства держав-членів ЄС у сфері краудфандингу.

Щодо передбаченої Регламентом 2020/1503 процедури авторизації постачальника послуг краудфандингу і здійснення відповідного нагляду за такими суб'єктами, важливо зазначити, що юридична особа, яка має намір надавати послуги краудфандингу, повинна звернутися до компетентного органу держави-члена ЄС, де вона заснована, для отримання ліцензії як постачальника послуг краудфандингу (стаття 12 Регламенту). Контролюючим органом на території ЄС є Європейське управління цінних паперів і ринків (англ. *European Securities and Markets Authority, ESMA*) (далі – ESMA). ESMA працює у сфері регулювання цінних паперів з метою покращення функціонування фінансових ринків Європи, зміцнення захисту інвесторів та налагодження співпраці між національними компетентними органами. Також цей орган розробляє проекти регуляторних технічних стандартів, встановлює додаткові вимоги щодо

⁴ 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/PDF/?uri=CELEX:32020R1503>

процедури отримання ліцензії. Окрім цього, ESMA визначає процедури для забезпечення стабільності певного бізнесу (частина шістнадцята статті 12 Регламенту 2020/1503), веде загальнодоступний реєстр усіх постачальників послуг краудфандингу⁵.

Окрім ESMA на національному рівні існують державні органи, що видають ліцензію на ведення краудфандингової діяльності. Наприклад, в *Естонії* ліцензія на ведення такої діяльності видається Фінансовою інспекцією (ест. *Finantsinspektsioon*), яка протягом 25 днів розглядає заяву на отримання ліцензії і надає заявнику позитивну або негативну відповідь. У якості адміністративної послуги грошова комісія за подачу такої заяви становить 1000 євро⁶.

Відповідно до Регламенту 2020/1503 строк розгляду заяви на отримання ліцензії на ведення краудфандингової діяльності може займати до трьох місяців. На своєму вебсайті ESMA публікує перелік компетентних органів держав, відповідальних за виконання функцій і обов'язків, встановлених Регламентом 2020/1503 (частина третя статті 29 Регламенту). Постачальники послуг краудфандингу здійснюють свою діяльність під наглядом компетентних органів держав, що надали відповідний дозвіл, і щорічно конфіденційно надають компетентному органу перелік проектів, які фінансуються через платформу краудфандингу (статті 15, 16 Регламенту).

Регламент 2020/1503 передбачає доволі широкий перелік підстав, за яких компетентний орган може відкликати дозвіл на діяльність постачальника послуг краудфандингу. Зокрема, дозвіл може бути відкликано, якщо впродовж 18 місяців ним не скористалися, або у випадку, коли постачальник названих послуг перестав відповідати вимогам, встановленим на момент отримання такого дозволу (стаття 17 Регламенту). Разом із тим, щоб дозволити постачальникам послуг краудфандингу працювати за кордоном, не стикаючись із різними правилами, і, таким чином, сприяти фінансуванню проектів по всьому ЄС інвесторами з різних держав-членів, державам-членам не дозволено встановлювати додаткові вимоги до тих постачальників послуг краудфандингу, які вже мають дозвіл.

Постачальники послуг краудфандингу повинні діяти чесно, справедливо та професійно з метою якнайкращого задоволення інтересів своїх клієнтів. Постачальникам послуг краудфандингу забороняється сплачувати та приймати будь-яку винагороду, знижку чи негрошову вигоду за направлення замовлень інвесторів на певну пропозицію краудфандингу, зроблену на їхній платформі, або на певну пропозицію краудфандингу, зроблену на сторонній платформі.

Регламент 2020/1503 (стаття 19) встановлює зміст основної інвестиційної інформації, яку постачальники послуг краудфандингу мають надавати потенційним інвесторам для кожної пропозиції краудфандингу, щоб вони могли прийняти обґрунтоване інвестиційне рішення. Інформаційний лист про ключову інвестицію має попереджати потенційних інвесторів про те, що інвестиційне

⁵ Register of crowdfunding services providers. URL: <https://www.esma.europa.eu/document/register-crowdfunding-services-providers> (дата звернення: 16.01.2023)

⁶ The operating licence for crowdfunding. URL: <https://www.fi.ee/en/investment/applying-operating-licence/operating-licence-crowdfunding> (дата звернення: 16.01.2023)

середовище, в яке вони потрапили, тягне за собою ризики, які не покриваються ані схемами гарантування вкладів, ані схемами компенсації інвесторам.

Якщо для надання послуг краудфіндингу використовується механізм спеціального призначення, через такий механізм пропонується лише один неліквідний або неподільний актив. Ця вимога застосовується на основі аналізу до основного неліквідного або неподільного активу, що знаходиться у власності фінансових або юридичних структур. Рішення про відкриття такого базового активу приймається виключно інвесторами.

Постачальники краудфіндингових послуг можуть пропонувати індивідуальним інвесторам краудфіндингові проекти, що відповідають одному або декільком конкретним параметрам чи показникам ризику, обраним інвестором. Якщо інвестор бажає інвестувати у запропоновані краудфіндингові проекти, він повинен переглянути та чітко прийняти інвестиційне рішення щодо кожної окремої пропозиції краудфіндингу. Постачальники послуг краудфіндингу, які надають індивідуальне управління портфелем позик, повинні робити це відповідно до параметрів, наданих інвесторами, і вживати всіх необхідних заходів для отримання найкращого результату для інвесторів. Постачальники послуг краудфіндингу повинні розкривати інвесторам процес прийняття рішень щодо виконання отриманого дискреційного доручення.

Відповідно до Регламенту ЄС під «індивідуальним портфелем позик» мається на увазі розподіл постачальником послуг краудфіндингу попередньо визначеної суми коштів інвестора, який є початковим кредитором, для одного або кількох проектів краудфіндингу на платформі, відповідно до наданого індивідуального мандату інвестором (стаття 2 Регламенту). Якщо постачальник послуг краудфіндингу пропонує індивідуальне управління портфелем позик, інвестор повинен надати відповідне доручення із зазначенням параметрів для надання послуги, яким повинна відповідати кожна позика в портфелі. Доручення повинно включати два параметри з визначених (стаття 6 Регламенту ЄС):

- мінімальна та максимальна відсоткова ставка, що підлягає сплаті за будь-якою позикою, наданою інвестором;
- мінімальний та максимальний термін погашення будь-якої позики, наданої інвестором;
- діапазон і розподіл будь-яких категорій ризику, застосованих до позик;
- річна цільова норма прибутку на інвестиції (якщо така пропонується).

Регламентом ЄС також визначено повноваження керівного органу постачальника послуг краудфіндингу (стаття 4). Зазначений орган встановлює та здійснює нагляд за впровадженням належної політики і процедур для забезпечення ефективного управління; забезпечує безперервність діяльності та запобігає конфлікту інтересів, таким чином, щоб сприяти цілісності ринку та інтересам своїх клієнтів. Якщо постачальник послуг краудфіндингу визначає ціну пропозиції, він повинен:

- здійснювати обґрунтовану оцінку кредитного ризику краудфіндингового проекту до того, як буде зроблена пропозиція краудфіндингу;
- базувати оцінку кредитного ризику на достатній інформації (перевірені звіти за два останні фінансові роки; відомості, які йому відомі під час проведення

оцінки кредитного ризику; інформація, яка була отримана у відповідних випадках від власника проекту; інформація, яка дозволяє постачальнику послуг краудфандингу здійснити розумну оцінку кредитного ризику);

- встановлювати, впроваджувати та підтримувати чіткі та ефективні правила і процедури, що дозволяють проводити оцінку кредитного ризику, а також публікувати ці правила та процедури;

- усвідомлювати, що ціна є справедливою та відповідною, у тому числі в ситуаціях, коли постачальник послуг краудфандингу, який визначає ціну позик, сприяє виходу кредитора до дати погашення позики;

- здійснювати оцінку кожної позики у момент видачі кредиту; після дефолту; при виході позикодавця до дати погашення позики; якщо вважає, що власник проекту навряд чи виконає свої зобов'язання щодо погашення позики в повному обсязі;

- мати та використовувати структуру управління ризиками, розроблену для виконання своїх обов'язків;

- вести облік кожної пропозиції краудфандингу.

Постачальники послуг краудфандингу не повинні брати участь у жодній пропозиції краудфандингу на своїх платформах, якщо вбачається наявність конфлікту інтересів (стаття 8 Регламенту ЄС).

Регламентом 2020/1503 встановлено не тільки процедуру надання дозволу на здійснення діяльності краудфандингу, а також визначено перелік підстав, за наявності яких компетентний орган може відкликати дозвіл на діяльність постачальника послуг краудфандингу (стаття 17 Регламенту).

Для виконання своїх обов'язків компетентні органи повинні, відповідно до національного законодавства, мати такі повноваження щодо здійснення контролю:

- вимагати від постачальників послуг краудфандингу або третіх осіб, призначених для виконання функцій щодо надання послуг краудфандингу, а також від фізичних та юридичних осіб, які їх контролюють або контролюються ними, надання інформації та документів;

- вимагати від аудиторів та керівників постачальників послуг краудфандингу, а також третіх осіб, призначених для виконання функцій щодо надання послуг краудфандингу, надання інформації;

- проводити перевірки з метою доступу до документів та інших даних у будь-якій формі, якщо існує обґрунтована підозра, що документи та інші дані, пов'язані з предметом розслідування, можуть бути доказом порушення закону (стаття 30 Регламенту). Відповідно до Регламенту 2020/1503 для виконання своїх повноважень компетентні органи також мають право:

- призупинити або заборонити діяльність краудфандингу;

- заборонити або призупинити маркетингові комунікації;

- вимагати від постачальника послуг краудфандингу призупинити надання послуг краудфандингу;

- заборонити надання послуг краудфандингу;

- оприлюднити факт невиконання постачальником послуг краудфандингу або третьою стороною, призначеною для виконання функцій щодо надання послуг краудфандингу, своїх зобов'язань;
- розкривати інформацію, що може вплинути на надання послуг краудфандингу, задля забезпечення захисту інвесторів або вимагати від постачальника послуг краудфандингу чи третьої сторони, призначеної для виконання функцій щодо надання послуг краудфандингу, розкриття усєї суттєвої інформації (частина друга статті 30 Регламенту).

Важливо відмітити, що однією з особливостей правового регулювання краудфандингу в ЄС є необов'язкова умова мати фактичну присутність на території держави-члена ЄС (частина дванадцята статті 12 та стаття 18 Регламенту).

Відповідно до Регламенту 2020/1503 Європейська асоціація з бізнесу (англ. *European Business Association*) у тісній співпраці з ESMA розробляє проекти регуляторних технічних стандартів щодо визначення методології розрахунку ставок дефолту (стаття 20), управління індивідуальним портфелем інвестора (стаття 6), а також надає оцінку щодо фінансових ризиків (стаття 21) тощо.

Важливо відмітити, що постачальники послуг краудфандингу повинні забезпечити чітку ідентифікацію всіх своїх маркетингових повідомлень про послуги, включно з тими, що надаються третім сторонам. Інформація, що міститься в маркетингових повідомленнях, має бути правдивою, чіткою (стаття 27 Регламенту).

Компетентні органи держави повинні мати такі повноваження, щоб у разі виявлення порушення законодавства про краудфандинг накладення адміністративних стягнень та вжиття інших адміністративних заходів були ефективними, пропорційними та стримуючими. Мінімальний перелік та обсяг таких стягнень та заходів передбачений Регламентом 2020/1503 (Розділ VII). Варто відзначити, що кожна держава-член ЄС має право на національному рівні встановити додаткові покарання або визначити додаткові заходи, у тому числі й вищі рівні адміністративних штрафів, ніж ті, що передбачені Регламентом щодо фізичних та юридичних осіб, відповідальних за порушення. Рішення про накладення адміністративних стягнень або вжиття інших адміністративних заходів може бути оскаржене у суді і кожна держава-член ЄС забезпечує можливість оскарження таких рішень до суду.

Однією із максимально розвинених країн у сфері краудфандингу є **Франція** – друга в Європі з найбільшим капіталом, утвореним внаслідок активної підтримки краудфандингових фондів. Так, у Франції вже на початок 2016 р. діяла велика кількість краудфандингових платформ, серед них такі відомі, як: KissKissBankBank & Ulule, Lendix, Unilend, Lendopolis та Lendosphere, Anaxago та WiSeed, Prêt d'Union. З огляду на це французьким урядом було зроблено спробу впровадження регуляторного режиму спільного інвестування та спонсорування. Для таких майданчиків сформовано «унікальне зведення правил», що чітко регламентують дії всіх учасників. Також впроваджено регуляторний режим і для платформ, що здійснюють акціонерний та борговий краудфандинг.

Франція стала своєрідним «піонером» у законодавчій ініціативності щодо краудфандингу. Одним із перших кроків щодо удосконалення відносин у цій сфері стало прийняття Закону № 2014-559 від 30.05.2014 р. «Про краудфандинг»⁷. Більшість норм зазначеного Закону втратили чинність внаслідок прийняття нових нормативно-правових актів, спрямованих на удосконалення сфери альтернативного фінансування, однак саме його прийняття пов'язують із початком становлення краудфандингу в Європі. Закон передбачає краудфандинг у формі фінансових цінних паперів (статті 1–14), дозволяє фінансування у формі позик або пожертвувань (статті 15–21), встановлює загальні положення щодо такого виду діяльності (статті 22–25), а також положення щодо зарубіжних країн (статті 26–36).

Послуги з краудфандингу також визначені у Валютно-фінансовому кодексі Франції⁸ (Книга V «Постачальники послуг», розділ IV «Інші постачальники послуг»), у якому містяться загальні положення з посиланням на Регламент 2020/1503 (Глава VIII): «...постачальники послуг краудфандингу – це юридичні особи, визначені в підпункті е) пункту 1 статті 2 Регламенту (ЄС) № 2020/1503 від 07.10.2020 р. Діяльність постачальника послуг краудфандингу схвалюється Управлінням фінансових ринків Франції (прим.: фр. *Autorité des Marchés Financiers*, AMF) на умовах, встановлених Кодексом. Відкликання ліцензії здійснюється AMF (стаття L547-1 Кодексу)».

В *Угорщині* питання краудфандингової діяльності також врегульовано на законодавчому рівні шляхом імплементації європейських стандартів у Законі «Про ринок капіталу»⁹. Законом визначаються загальні правила щодо надання права учасникам краудфандингових відносин провадити відповідний вид діяльності задля реалізації власних інтересів у подібних проектах (стаття 1/В-6). Слід наголосити, що Закон має на меті сприяти розвитку ринку національного капіталу, підвищенню його міжнародної конкурентоспроможності, забезпеченню його прозорості роботи, підвищенню безпеки інвестицій, захисту інвесторів та забезпеченню ефективного нагляду з боку держави. У Законі викладено основні норми щодо розуміння краудфандингових відносин (частина 8/А-2, статті 296/А-4, 296/В-5); визначено основний спосіб функціонування краудфандингу у формі позики; встановлено відповідальність власника або керівництва краудфандингової платформи за недостовірність інформації про інвестиції у розумінні статті 23 Регламенту 2020/1503. Законом також визначено умови (стаття 400), за яких компетентні органи влади можуть накладати на порушників санкції відповідно до статті 39 Регламенту 2020/1503.

У *Литві* ще задовго до прийняття Регламенту 2020/1503 було ухвалено національний Закон про краудфандинг¹⁰, який набув чинності 1 грудня 2016 року. Відповідно до Закону краудфандингом вважається «спосіб фінансування, коли

⁷ Ordonnance n 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif. URL: <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000029008408/> (дата звернення: 16.01.2023)

⁸ Code monétaire et financier. URL: <https://www.legifrance.gouv.fr/codes/id/LEGITEXT000006072026> (дата звернення: 16.01.2023)

⁹ Act CXX of 2001 on the Capital Market. Hatály: 2022.VIII.12. URL: <https://net.jogtar.hu/getpdf?docid=A0100120.tv&targetdate=&printTitle=Act%20CXX%20of%202001&dbnum=62&getdoc=1> (дата звернення: 16.01.2023)

¹⁰ 26828/2016. The Law on Crowdfunding. URL: https://www.lb.lt/uploads/documents/docs/21260_6db7d27ff7c119ec8da05c7a5f53c40c.docx (дата звернення: 17.01.2023)

проект, опублікований на спеціальній платформі, фінансується за рахунок власних коштів спонсорів, не пов'язаних із проектом, або коли спонсори купують вимоги кредиторів, продані на платформі краудфандингу». Краудфандингова платформа – це інформаційна система, що керується оператором краудфандингових платформ, і за допомогою якої здійснюється альтернативне фінансування. Згідно із законодавством Литви юридичні особи можуть виступати операторами краудфандингових майданчиків, їм дозволено залучати капітал через краудфандингові платформи за допомогою одного з чотирьох інструментів: простого кредитного договору; випуску боргових цінних паперів (облігацій); випуску пайових цінних паперів (акцій); переуступки прав вимоги, що впливають із уже укладених кредитних угод. Приватним товариствам з обмеженою відповідальністю не дозволено публічно пропонувати свої акції. Закон про краудфандинг не поширюється на краудфандинг, який включає краудфандинг пожертвувань і винагород.

У **Латвії** європейські стандарти щодо краудфандингу імплементовано у Законі про краудфандингові послуги¹¹. Відповідно до положень цього Закону компетентним органом у цій сфері є Комісія ринку фінансів і капіталу (англ. *Financial and Capital Market Commission*) (далі – Комісія). Особа, яка бажає надавати послуги краудфандингу, повинна сплатити Комісії 2500 євро за перевірку документів, поданих для отримання дозволу на діяльність постачальника послуг краудфандингу. Після внесення відомостей про постачальника послуг краудфандингу у відповідний реєстр (Реєстр постачальників послуг краудфандингу), постачальник послуг зобов'язаний щороку сплачувати Комісії 4000 євро і додатково до 1,4 % валового річного доходу, пов'язаного із наданням послуг краудфандингу, але загальна сума платежів постачальника послуг краудфандингу не повинна перевищувати 100,000 євро на рік.

Варто наголосити, що в Латвії розгляд документів, поданих для отримання дозволу на діяльність постачальника послуг краудфандингу здійснюється відповідно до процедури та у строки, встановлені Регламентом 2020/1503 (стаття 12). Постачальник послуг краудфандингу не має права займатися будь-якою іншою комерційною діяльністю додатково до надання послуг краудфандингу, якщо це може спровокувати його фінансову нестабільність або нездатність Комісії здійснювати нагляд за його діяльністю. У такому випадку Комісія пропонує постачальнику послуг краудфандингу створення окремої юридичної особи для надання послуг краудфандингу. Відповідно до національного законодавства розгляд заяв та скарг інвесторів, які вважаються споживачами, забезпечує Центр захисту прав споживачів.

У **Фінляндії** регулювання відносин спільного інвестування стало результатом консенсусу в результаті тривалого діалогу між владою та промисловими компаніями, внаслідок чого у 2016 році ухвалено Закон про краудфандинг (*Joukkorahoituslaki 734/2016*)¹². Прийняття Закону в подальшому зумовило активний розвиток ринку акціонерного краудфандингу.

¹¹ Crowdfunding Services Law. URL: <https://likumi.lv/ta/en/en/id/331740> (дата звернення: 25.01.2023)

¹² 25.8.2016/734 Joukkorahoituslaki. URL: <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2016/20160734>

Краудфандингові платформи у Фінляндії працюють за ліцензією від фінансового регулятора Finanssivalvonta¹³. Згідно з параграфом 3 зазначеного Закону неліцензований краудфандинговий посередник може виступати посередником у краудфандингу з іншими інструментами, ніж фінансові, якщо він зареєстрований в реєстрі краудфандингових посередників, який веде фінансовий регулятор.

Правове регулювання краудфандингових відносин в *Італії* є доволі специфічним. Італія першою із країн ЄС запровадила спеціальний правовий режим для акціонерного краудфандингу ще за відсутності спеціальної нормативної бази, що регламентує процес пірингового кредитування. Реалізувати такий вид кредитування можливо на підставі ліцензії. Наразі в Італії сфера краудфандингу регулюється Регламентом про посередників (Delibera Consob 15 febbraio 2018 n. 20307: il nuovo Regolamento Intermediari)¹⁴.

Проводити краудінвестингову діяльність, за італійським законодавством, мають право дві групи компаній. До першої групи належать мікропідприємства, кількість працівників у яких становить не більше 10 осіб, а загальний обіг коштів не перевищує 2 млн євро, а також усі малі підприємства зі штатом не більше 50 осіб і загальним обігом коштів до 10 млн євро. До другої групи компаній належать середні підприємства, кількість працівників у яких не перевищує 50 осіб, а ліміт обігу коштів складає 43 млн євро.

Відповідно до законодавства Італії краудфандингові платформи на своїх сайтах повинні відображати перелік запропонованих послуг, встановлювати гарантії та правила прозорості. Керівники краудфандингових платформ з метою захисту своїх інвесторів зобов'язані приєднатися до так званої «компенсаційної схеми». В якості альтернативи керівники краудфандингових платформ можуть передбачити укладання договорів страхування від будь-яких ризиків, що можуть виникнути в процесі їх діяльності, на суму не менше, ніж 20 тисяч євро – щодо кожної вимоги, та у розмірі 1 мільйона євро – якщо йдеться відразу про всі вимоги інвесторів (у річному вимірі).

Велика Британія 1 січня 2021 року завершила процес виходу з ЄС, який розпочався наприкінці січня 2020 року. Однак варто додатково проаналізувати досвід цієї держави як світового лідера на ринку альтернативного фінансування. У Великій Британії Новими правилами 2019 року, встановленими Інспекцією з контролю над діяльністю фінансових організацій (FCA)¹⁵, визначено вимогу щодо мінімального капіталу для роботи платформи за моделлю P2P-кредитування, який має складати 50 тисяч євро.

Під час P2P-кредитування заборонено навмисно приховувати інформацію, яка може створити неадекватно оптимістичну оцінку інвестицій. У разі виникнення скарг інвестори можуть звернутися до відповідної служби

¹³ FIN-FSA financial supervisory authority. URL: <https://www.finanssivalvonta.fi/en>

¹⁴ Delibera Consob 15 febbraio 2018 n. 20307: il nuovo Regolamento Intermediari. URL: <https://www.studiomantovano.it/item/662-delibera-consob-15-febbraio-2018-n-20307-il-nuovo-regolamento-intermediari>

¹⁵ The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media Feedback to CP13/13 and final rules. Policy Statement PS14/4 March 2014. URL: <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf>

фінансового омбудсмена, яка діє у державі¹⁶, а також мають можливість відмовитися від угоди впродовж 14-денного терміну.

Норми Нових правил 2019 року визначають краудфандинг як платформу, на якій споживачі можуть прямо чи опосередковано інвестувати в новий чи вже існуючий бізнес, здійснюючи інвестиції, купуючи акції чи боргові цінні папери. Платформи можуть працювати лише з великими і досвідченими інвесторами – такими, як венчурні фонди та особи, котрі володіють значним капіталом і можуть підтвердити, що вони інвестуватимуть менше 10 % своїх чистих активів. Інвестори при цьому мають усвідомлювати всі ризики, пов’язані з ігноруванням цих правил.

Нові правила 2019 року зосереджено на оцінці кредитного ризику, управлінні ризиками та практиці справедливої оцінки, особливо для платформ із більш складними бізнес-моделями (пп. 1.14-1.16). FCA, зокрема, уточнила, що роздрібні інвестори можуть отримати інформацію про проект перед поданням заявки на інвестування. Платформи P2P, які пропонують цільову норму прибутку, повинні надавати докази того, що вони можуть робити це ефективно¹⁷.

Досвід застосування правил FCA станом на 2021 рік показав, що завдяки новим правилам і законам краудфандингові платформи стали добре керованими та ефективно конкурують за бізнес; інвестори мають чітку та точну інформацію про інвестиційний ризик і отримують відповідну винагороду за це. Нещодавня ініціатива FCA була пов’язана із посиленням правил фінансової промоції для високоризикових інвестицій з метою подальшого сегментування високоризикових інвестицій від основного ринку.

2. Загальні засади функціонування краудфандингових платформ.

Більшість краудфандингових платформ у державах-членах ЄС функціонують у чотирьох основних фінансово-правових парадигмах: моделі пожертвувань; моделі, заснованій на винагороді; моделі акціонерного капіталу, та; моделі, заснованій на позиках. Названі групи представлено схематично¹⁸:

КРАУФАНДИНГ	
Моделі, не пов’язані з отриманням фінансового прибутку	
<p>Модель пожертвувань (Donation-based model)</p> <p>Провайдери краудфандингових послуг та власники проектів не мають юридичних обов’язкових фінансових зобов’язань перед інвесторами, а інвестори, своєю чергою, не очікують фінансових чи матеріальних прибутків</p>	<p>Модель, заснована на винагороді (Reward-based model)</p> <p>Інвестори очікують, що провайдери краудфандингових послуг та власники проектів нададуть матеріальні (але не фінансові) винагороди або продукти в обмін на внесені ними кошти</p>

¹⁶ Policy Statement PS19/14 June 2019: Loan-based («peer-to-peer») and investment-based crowdfunding platforms: Feedback to CP18/20 and final rules FCA

¹⁷ The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media Feedback to CP13/13 and final rules. Pp 1.14-1.16.p.7. URL: <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf>

¹⁸ Regulation and Policy for Market Development. URL: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2017-05-eastafrika-crowdfunding-report.pdf>

Моделі, пов'язані з отриманням фінансового прибутку	
<p>Модель акціонерного капіталу (Equity-based model)</p> <p>Передбачає продаж інвесторам в обмін на їхні внески зареєстрованих цінних паперів, а також прямі інвестиції фізичних осіб у нерухомість, як правило, через продаж іменних цінних паперів. Така модель здебільшого застосовується підприємствами на ранній стадії розвитку і розрахована на роздрібних інвесторів (retail investors), компанії та організації, що інвестують кошти від імені інших людей</p>	<p>Модель, заснована на позиках (Loan-based model)</p> <p>Модель реалізує механізм запозичення коштів між фізичними особами за допомогою спеціальних онлайн-майданчиків (P2P-кредитування – peer-to-peer lending). Таке кредитування можливе у формі забезпеченої чи незабезпеченої позики, облігацій чи векселя боржника. Модель фінансування, засновану на боргу, називають ринковим кредитуванням</p>

Краудфандинг на основі пожертвувань та краудфандинг на основі винагороди – це нефінансові моделі прибутку, які зазвичай не відносяться до компетенції фінансових регуляторів. Тоді як фінансова діяльність інтернет-платформ за моделями, заснованими на позиках і акціонерному капіталі, підпадає під дію законів та нормативно-правових актів фінансового сектору більшості європейських держав.

Альтернативне фінансування, засноване на боргу, домінувало на ринках альтернативного фінансування в Європі у 2019–2020 рр. Водночас неінвестиційні моделі, включно з краудфандингом на основі винагород та пожертвувань, є тими різновидами краудфандингу, що мають найбільше схвалення громадськості¹⁹.

Враховуючи ризики, пов'язані з краудфандинговими інвестиціями, в інтересах ефективного захисту інвесторів та забезпечення механізму ринкової дисципліни законодавством держав-членів ЄС встановлюється поріг для загальної компенсації пропозицій краудфандингу, зроблених конкретним власником проекту, на рівні 5 млн євро, що є стандартною пороговою сумою, яка дозволена у більшості держав-членів ЄС. Попри всі наявні ризики, експертні дослідження свідчать про стійке зростання альтернативного інвестування у ключових європейських економіках, зокрема, Великої Британії, Німеччини та Франції. Така тенденція свідчить, що краудфандинг більше не є даниною моді, а перетворюється на перспективний напрямок підтримки малого та середнього бізнесу²⁰.

Окрім альтернативного джерела фінансування, краудфандинг може запропонувати підприємствам інші переваги. Він ефективний тим, що може перевірити надійність і прибутковість певної бізнес-ідеї, надати підприємцям доступ до великого кола експертів, які володіють інформацією щодо управління проектами, і зрештою – стати прибутковим маркетинговим інструментом.

¹⁹ The Second Global Alternative Finance Market Benchmarking Report. CCAF. URL: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2021/06/ccaf-2021-06-report-2nd-global-alternative-finance-benchmarking-study-report.pdf>

²⁰ The Second Global Alternative Finance Market Benchmarking Report. CCAF. URL: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2021/06/ccaf-2021-06-report-2nd-global-alternative-finance-benchmarking-study-report.pdf>

3. Загальні вимоги до суб'єктів, які мають право ініціювати збір коштів на краудфандингових платформах (постачальники послуг краудфандингу), а також до суб'єктів, які мають право спонсорувати подані проекти (інвестори).

Ключовими суб'єктами або учасниками відносин на ринку альтернативного фінансування виступають інвестори, власники проектів та інтернет-платформи.

Власником або автором проекту є будь-яка фізична або юридична особа, яка шукає фінансування через краудфандингову платформу. Водночас не може бути власником проекту фізична особа, визначена в пункті (а) статті 3 Директиви 2008/48/ЄС Європейського парламенту та Ради від 23.04.2008 р. про кредитні договори для споживачів²¹ (споживач, який діє з метою, що виходить за межі його торгівлі, бізнесу чи професії).

Окрім згаданих суб'єктів, Регламент 2020/1503 також містить поняття «акредитований інвестор» та «неакредитований інвестор» (стаття 2). До акредитованих інвесторів відносять: будь-яку фізичну або юридичну особу, яка має право здійснювати свою діяльність відповідно до ліцензії на фінансових ринках; великі підприємства (загальна сума балансу яких становить принаймні 20 млн євро); національні та регіональні уряди, включно з державними органами, що управляють державним боргом на національному або регіональному рівні; центральні банки; міжнародні установи (Світовий банк, Міжнародний Валютний Фонд, Європейський Центральний Банк, Європейський Інвестиційний Банк тощо); інших інституційних інвесторів, основною діяльністю яких є інвестування у фінансові інструменти, і які займаються сек'юритизацією активів або іншими фінансовими операціями.

До неакредитованого інвестора Регламент 2020/1503 відносить особу, яка не відповідає ознакам акредитованого інвестора, і є простою людиною, яка бажає здійснити інвестування (пункти «j» та «к» статті 2).

З метою підтримання високого рівня захисту інвесторів, зменшення ризиків, пов'язаних з краудфандингом, забезпечення справедливого ставлення до всіх клієнтів, постачальники послуг краудфандингу повинні проводити політику, спрямовану на те, щоб проекти на їхніх платформах відбиралися професійно, у чесний і прозорий спосіб, а послуги з краудфандингу надавалися так само.

Оскільки лише постачальникам платіжних послуг дозволено надавати платіжні послуги, як це визначено Директивою ЄС 2015/2366 Європейського Парламенту та Ради про платіжні послуги на внутрішньому ринку²², дозвіл надавати послуги краудфандингу не прирівнюється до дозволу надавати платіжні послуги. І якщо постачальник послуг краудфандингу надає платіжні послуги при наданні послуг краудфандингу, він також повинен мати право бути постачальником платіжних послуг, як це визначено Директивою.

²¹ Directive 2008/48/EC of the European Parliament and of the Council of 23 April 2008 on credit agreements for consumers. URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv%3AOJ.L_.2008.133.01.0066.01.ENG&toc=OJ%3AL%3A2008%3A133%3ATOC (дата звернення: 25.01.2023)

²² Directive (EU) 2015/2366 of the European Parliament and of the Council of 25 November 2015 on payment services in the internal market. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02015L2366-20151223> (дата звернення: 17.01.2023)

Постачальник послуг краудфандингу повинен проводити принаймні мінімальний рівень належної перевірки щодо власників, які пропонують свої проекти для фінансування через платформу краудфандингу. Мінімальний рівень належної перевірки включає отримання таких доказів:

- власник проекту не має кримінального минулого щодо порушень національних правил у сфері комерційного права, законодавства про банкрутство, про фінансові послуги, про боротьбу з відмиванням грошей, про шахрайство або зобов'язань щодо професійної відповідальності;

- власник проекту не зареєстрований у юрисдикції, яка не співпрацює з політикою ЄС, або в юрисдикції третіх держав із високим ризиком фінансування тероризму або відмивання грошей (стаття 5 Регламенту).

Постачальники послуг краудфандингу повинні мати ефективні і прозорі процедури для швидкого, справедливого та послідовного розгляду скарг, отриманих від клієнтів. Описи цих процедур підлягають оприлюдненню (стаття 7 Регламенту).

Відповідно до статті 12 Регламенту 2020/1503 визначені критерії, яким повинна відповідати юридична особа, яка має намір надавати послуги з краудфандингу, зокрема:

- відсутність судимості за порушення національних правил у сфері комерційного права, законодавства про неплатоспроможність, про фінансові послуги, про боротьбу з відмиванням грошей, про шахрайство;

- відсутність зобов'язань щодо професійної відповідальності для всіх фізичних осіб, залучених до постачання послуг краудфандингу, а також для акціонерів, які мають 20 % або більше акціонерного капіталу або прав голосу;

- наявність достатніх знань, навичок та досвіду (кваліфікаційні вимоги).

Що стосується національного законодавства, то в деяких держава-членах

ЄС формується список постачальників послуг краудфандингу. Наприклад, у Литві такий список формує Банк Литовської Республіки відповідно до поданої заявки. Для включення до публічного списку операторів краудфандингових платформ оператор повинен надати інформацію про членів та керівників оператора платформи, про заходи, які планується вжити тощо. Рішення про включення до публічного списку приймає контролюючий орган протягом 30 робочих днів. Постачальники послуг краудфандингу, включені до списку, вважатимуться фінансовими консалтинговими компаніями відповідно до Закону про ринок фінансових інструментів²³. Згідно з останнім фінансова консалтингова фірма може надавати послуги лише з прийому та передачі замовлень, а також надавати інвестиційні рекомендації. Відповідно до Закону про краудфандинг постачальник, який крім консалтингових послуг бажає надавати інвестиційні послуги, повинен отримати ліцензію на діяльність в якості фінансової брокерської фірми, що передбачено відповідним законом.

Згідно з вимогами, встановленими у приписах частини першої статті 7 Закону про краудфандинг, особа, яка бажає бути включеною до відкритого списку

²³ 1024/2007. The law on Markets in Financial Instruments of the Republic of Lithuania. URL: https://www.lb.lt/uploads/documents/docs/21254_3a85fe568da7dff185b1b2a7eefa1d53.docx (дата звернення: 17.01.2023)

постачальників послуг краудфандингової платформи, повинна відповідати принаймні одному із таких критеріїв: її власний капітал повинен сягати 40 тис. євро або така особа повинна мати гарантійне зобов'язання, видане страховою компанією на мінімальну суму у 100 тис. євро на одну вимогу інвестора щодо компенсації збитків і 500 тис. євро на всі вимоги інвестора щодо компенсації збитків упродовж року.

4. Проекти, що не можуть фінансуватися коштом краудфандингу (за предметним критерієм).

Як вже зазначалося, постачальник послуг краудфандингу повинен проводити принаймні мінімальний рівень належної перевірки щодо власників, які пропонують свої проекти для фінансування через платформу краудфандингу. Головними умовами їх діяльності на платформі є відсутність кримінальних правопорушень у сфері фінансів та відсутність зв'язку із забороненими організаціями.

Одним із основних фільтрів стримування від неналежного фінансування, про який згадувалося у цій аналітичній записці, є верхня межа у 5 млн євро для краудфандингових проектів із часовим обмеженням у 12 місяців.

Європейське законодавство не має конкретних обмежень на предмети краудфандингових проектів, однак популярні краудфандингові платформи встановлюють такі обмеження самостійно. Наприклад, Kickstarter зазначає, що

«забороняються проекти, які є незаконними, потенційно небезпечними для інвесторів». Зокрема, до них відносяться:

- будь-який предмет, який діагностує, виліковує, лікує або запобігає хворобі чи хворобливому стану;
- конкурси, купони, азартні ігри та розіграші;
- енергетичні продукти та напої;
- образливий матеріал (мова ворожнечі, заохочення до насильства щодо інших тощо);
- генетично модифікований організм (як винагорода);
- живі тварини (проекти не можуть включати живих тварин як винагороду);
- алкоголь (як винагорода);
- фінансові послуги, послуги з обробки грошей або кредитування;
- туристичні послуги (наприклад, турпакети);
- телефонні послуги (наприклад, передплачені телефонні послуги);
- бізнес-маркетингові послуги;
- політичний збір коштів;
- порнографічні матеріали;
- проекти, які пропагують дискримінацію, фанатизм або нетерпимість;
- перепродаж;
- наркотики, нікотин, тютюн, випарники та пов'язані з ними атрибути;
- зброя, реплікації зброї та аксесуари до неї²⁴.

²⁴ Kickstarter. Prohibited items. URL: <https://www.kickstarter.com/rules/prohibited> (дата звернення: 18.01.2023)

Висновки. Інновації та зростання цифрової економіки обумовили радикальні зміни у сфері фінансових послуг. Краудфандинг став тим видом альтернативного фінансування, який хоч і позначений високою ризиковістю, але дозволяє ефективно фінансувати малі та середні підприємства на ранньому етапі їхнього створення.

Задля захисту прав споживачів, розвитку ринку фінансових послуг уряди європейських держав демонструють різноманітність національних підходів до управління різними моделями краудфандингу на регуляторному рівні, у тому числі за рахунок впровадження інновації.

Низка європейських держав здійснюють державне регулювання шляхом внесення змін до вже існуючих законів, інші – приймають окремі закони. Деякі з європейських держав досі не прийняли адресного законодавчого акта у сфері альтернативних фінансів.

Регулювання краудфандингових платформ здійснюється в основному за трьома напрямками: відносини краудфандингу не регулюються; діяльність краудфандингової платформи регулюється у якості посередника; діяльність краудфандингової платформи регулюється як банківська діяльність.

Краудфандинг на основі пожертвувань та краудфандинг на основі винагороди є нефінансовими моделями прибутку і зазвичай не входять до компетенції фінансових регуляторів.

Водночас фінансова діяльність інтернет-платформ за моделями, заснованими на позиках і акціонерному капіталі, переважно підпадає під дію законів та інших нормативно-правових актів у більшості європейських держав.

Значну увагу під час вироблення політики щодо краудфандингу державні регуляторні органи в Європі приділяють саме піринговому кредитуванню або – як його ще інакше називають – рівноправному чи P2P-кредитуванню.

Регламент 2020/1503 Європейського парламенту та Ради від 07.10.2020 р. «Про європейських постачальників краудфандингових послуг для бізнесу» безпосередньо застосовується в усіх державах-членах ЄС з 10.11.2021 р. і є основним орієнтиром регулювання відносин у сфері краудфандингу.

***Дослідницька служба
Верховної Ради України***

**Цей документ підготовлений Дослідницькою службою Верховної Ради України як довідковий інформаційно-аналітичний матеріал. Інформація та позиції, викладені у документі, не є офіційною позицією Верховної Ради України, її органів або посадових осіб. Цей документ може бути цитований, відтворений та перекладений для некомерційних цілей за умови відповідного посилання на джерело.*