


<https://doi.org/10.22363/2313-2337-2023-27-1-181-199>

Научная статья / Research Article

Трансформация корпоративного права: квазикорпоративные и квазипубличные структуры

О.В. Новикова  

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»,
г. Москва, Российская Федерация
 mailandlaw@gmail.com

Аннотация. Цель исследования — изучение трансформации корпоративных отношений и корпоративного права, в свете размывания границ фирмы и развития цифровых коммуникаций и культуры стартапов. Результаты и выводы получены на основе общенаучных и частично-научных методов исследования. Рассматриваются примеры квазикорпоративных и квазипубличных структур, создаваемых с помощью: (1) соглашений с отложенной передачей акций (SAFE), (2) краудинвестиционных соглашений, (3) компаний-посредников для выхода на публичный рынок (SPAC), (4) бирж для частных компаний. Обозначены проблемы, возникающие в связи с регулированием квазикорпоративных и квазипубличных структур в России и за рубежом, намечены пути и области теоретического осмысления поставленных вопросов. С появлением трансграничных гибридных корпоративных структур на стыке долгового и акционерного, публичного и частного финансирования текущие дебаты о задачах корпоративного права и целях корпорации приобретают новый ракурс, так как сами границы корпорации становятся подвижными. При этом процедуры принятия решений опосредуются третьими лицами и цифровыми технологиями с перспективой возникновения конфликтов интересов и регулируются, в том числе формирующимися «снизу» стандартами. В цифровую эпоху существенно облегчается процесс создания и трансформации корпоративных структур. В цифровую эпоху гибкость в выборе элементов структуры позволяет «открепиться» от текущего государственного корпоративного регулирования и «прикрепиться» к нему в нужном месте и в нужное время. Сделан вывод о том, что взрывной рост гибридных структур формирует новые области развития правового регулирования при отказе от дихотомии «мягкого» и «жесткого» права. Среди векторов трансформации отмечены возрастающее значение частноправовых унификаций, развитие теоретического аппарата на базе концепции транснационального права, выделение его подсистем, в том числе *lex corporatoria*. Среди задач *lex corporatoria* постулируется формирование стандартов и обычаев в области корпоративных финансов, как нормативной основы функционирования рассмотренных гибридных структур.

Ключевые слова: корпоративное регулирование, трансформация, SAFE, SPAC, краудфандинг, *lex mercatoria*, транснациональное право

Конфликт интересов. Автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

Дата поступления в редакцию: 05 июля 2022 г.

Дата принятия к печати: 15 января 2023 г.

© Новикова О.В., 2023




This work is licensed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License
<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/legalcode>

Для цитирования:

Новикова О.В. Трансформация корпоративного права: квазикорпоративные и квази-публичные структуры // RUDN Journal of Law. 2023. Т. 27. № 1. С. 181—199. <https://doi.org/10.22363/2313-2337-2023-27-1-181-199>

Transformation of corporate law: quasi-corporate and quasi-public structures

Olga V. Novikova  

National Research University “Higher School of Economics”, Moscow, Russian Federation
 mailandlaw@gmail.com

Abstract. The purpose of the research is to study certain aspects of transformation of corporate relations and corporate law, in the light of blurring of company boundaries and development of digital communications and startup culture. The results and conclusions are obtained based on general scientific and private scientific methods of research. Research studies examples of quasi-corporate and quasi-public structures created through (1) deferred share transfer agreements (SAFE), (2) crowdfunding agreements, (3) public market intermediary companies (SPAC), (4) exchanges for private companies. With the emergence of cross-border hybrid corporate structures at intersection of debt and equity, public and private financing, the current debates on the objectives of corporate law and the purpose of the corporation acquire a new perspective, as the very boundaries of the corporation become fluid. At the same time, decision-making procedures are mediated by third parties and digital technologies, with the prospect of conflict of interest, and are regulated, among other things, by standards emerging so to say from below. In the digital era, flexibility in the choice of elements of the structure allows to detach from the current state corporate regulation and attach to it in the right place and at the right time. It is concluded that the explosive growth of hybrid structures forms new areas of development of legal regulation by rejecting the dichotomy of soft and hard law. Among the vectors of transformation, the growing importance of private law unifications, the development of theoretical apparatus based on the concept of transnational law, the emergence of its subsystems, including *lex corporatoria* are noted. Among the tasks of *lex corporatoria* the formation of standards and customs in the field of corporate finance is also postulated as a regulatory framework for functioning of the hybrid structures under study.

Key words: corporate regulation, transformation, SAFE, SPAC, crowdfunding, *lex mercatoria*, transnational law

Conflict of interest. The author declares no conflict of interest.

Article received 05th July 2022

Article accepted 15th January 2023

For citation:

Novikova, O.V. (2023) Transformation of corporate law: quasi-corporate and quasi-public structures. *RUDN Journal of Law*. 27 (1), 181—199. (in Russian). <https://doi.org/10.22363/2313-2337-2023-27-1-181-199>

Введение

Предлагаем к осмыслению практические примеры из жизни корпораций «новой волны». Развитие цифровых коммуникаций и культуры стартапов размывает границы фирмы в экономическом смысле и приводит к появлению новых видов корпоративных и квазикорпоративных структур. Это ставит вопрос о

трансформации корпоративных отношений и корпоративного регулирования, а, возможно, и корпоративного права. Так, в зарубежной доктрине корпоративного права уже десятилетия не смолкают дебаты о том, какие задачи оно призвано решать¹ (Ciepley, 2020; Johnston & Talbot, 2020; Ronnegard & Smith, 2018). Традиционный подход — максимизация акционерной стоимости и защита прав акционеров — оспаривается или дополняется, в более компромиссном варианте, сторонниками теории стейкхолдеров. Последние утверждают, что деятельность корпораций и регламентация корпоративных отношений должны происходить с учетом интересов более широкого по отношению к корпорации круга лиц.

С появлением трансграничных гибридных корпоративных структур на стыке долгового и акционерного, публичного и частного финансирования текущий дискурс приобретает новый ракурс, так как сами границы корпорации становятся подвижными. Это выражается в том, что де-факто акционеры могут не быть акционерами де-юре, а инвесторы-кредиторы ставят вопрос об участии в управлении. При этом процедуры принятия решений опосредуются третьими лицами и цифровыми технологиями, с перспективой возникновения конфликтов интересов, и регулируются в том числе формирующимися «снизу» стандартами.

В цифровую эпоху существенно облегчается процесс создания и трансформации корпоративных структур. Гибкость в выборе элементов структуры позволяет «открепиться» от текущего государственного корпоративного регулирования и «прикрепиться» к нему в нужном месте и в нужное время. Вместе с тем рассматриваемые структуры существуют не в правовом вакууме, а в сложной системе правил, стандартов и практик, нормативность которых утверждается сторонниками теории транснационального права. Как пишет П. Цумбансен, профессор кафедры транснационального права Королевского колледжа Лондона (Zumbansen, 2020:24), регулирование должно быть описано как «транснациональное», поскольку оно пересекает границы между внутренним и международным, государственным и частным. Таким образом, понятие транснациональности служит не столько для демаркации юрисдикционных границ, сколько для выявления доктринальных и концептуальных предпосылок, на основе которых проблема связана с внутренней или международной ареной. Сосредоточив внимание на транснациональном ландшафте различных субъектов, норм и процессов, которые включают, но не ограничиваются государствами, законами и судебными решениями, становится возможным понимать транснациональное право корпоративного управления как методологию конкретной области права в глобальном контексте.

Как говорится, *verba docent, exempla trahunt* (от лат.: «слова поучают, примеры увлекают»). Сначала мы рассмотрим примеры инструментов, которые опосредуют создание новых корпоративных структур: 1) соглашения с отложенным распределением акций; 2) некоторые соглашения с участием краудфандинговых платформ; 3) компании-посредники для выхода на публичный рынок; 4) биржи для частных компаний.

¹ Bebchuk, L.A. & Tallarita, R. (2020) The Illusory Promise of Stakeholder Governance. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3581299> [Accessed 27th July 2022].

Затем обозначим вопросы о том, каким может быть и как эволюционирует регулирование квазикорпоративных и квазипубличных структур, в том числе проанализируем роль и позицию регуляторов, как традиционных государственных, так и частных акторов. Роль последних возрастает, так как находить баланс между стимулированием развития коммерческого оборота и защитой интересов отдельных групп его участников становится все сложнее. Кроме того, в силу гибридного и трансграничного характера скорость трансформации самих корпоративных структур выше скорости совершенствования нормативной сферы, которая, в свою очередь, развивается в сторону усложнения палитры источников и форм закрепления соответствующих норм.

В завершении исследования наметим пути и области теоретического осмысления поставленных проблем в свете теории транснационального права, а также современного понимания *lex mercatoria* и корпоративного регулирования.

Примеры квазикорпоративных и квазипубличных структур

Дадим краткую характеристику квазикорпоративным и квазипубличным структурам, ввиду новизны рассматриваемых инструментов как для практиков, так и для правовой доктрины.

1. Типовые соглашения с отложенным распределением акций

В 2013—2014 годах в США были разработаны типовые формы инвестиционных соглашений о финансировании стартапов с отложенным распределением акций — Simple Agreement for Future Equity (SAFE) и Keep It Simple Security (KISS), а также Founder / Advisor Standard Template (FAST) (Coyle & Green, 2018). «Мода» на SAFE распространилась и в среде венчурных предпринимателей из СНГ².

Во многих отношениях SAFE (и аналогичное ему соглашение KISS) напоминает классический конвертируемый заем. Однако в отличие от конвертируемого займа SAFE не имеет срока погашения и по нему не начисляются проценты. Такое сочетание характеристик означает, что сложно отнести SAFE и KISS как к финансированию с привлечением заемного капитала, так и к финансированию за счет выпуска акций. Стороной договора FAST выступает не инвестор, а советник (*advisor*), оказывающий стратегическую поддержку компании. Акции распределяются не в зависимости от инвестиций, а за «трудовое участие». Для нас в этом примере важно, что традиционная дихотомия долгового и акционерного финансирования уступает место гибридным формам, ускользающим из спектра традиционного регулирования³.

Цель разработки рассматриваемых типовых соглашений прослеживается и в названии: сэкономить время и деньги на переговорах и привлечении экспертов. Как обещают разработчики, достаточно заполнить пять или даже одну страницу и подписать ее, чтобы за несколько минут договориться с инвестором или советником о порядке совместной работы и размере приобретаемой доли в капитале.

² Подробнее см., напр.: Режим доступа: <https://rb.ru/opinion/safe-investicii/> (дата обращения: 19.01.2022).

³ См. также подробное исследование и классификацию новых инструментов финансирования: (Bernthal, 2018).

Те же разработчики утверждают, что такие соглашения могут использоваться в любой юрисдикции, где корпоративное право поддерживает выдачу опционов или ограниченных прав на акции без дополнительных затрат на консультации юристов.

Тогда вполне логичен вопрос: кто является разработчиком данных типовых соглашений? Это ведущие компании-акселераторы, которые выступают в качестве инвесторов и реализуют комплексную программу финансирования. В ходе этой программы стартапы получают офисные помещения, стартовый капитал и, самое главное, полезные связи и экспертную поддержку в сфере высоких технологий в обмен на долю в капитале. Вот как они обосновывают появление типовых соглашений: «За последние четыре года мы увидели сотни (если не тысячи) модификаций „классического“ конвертируемого займа. У каждого есть свои достоинства, и, в частности, соглашение SAFE стало большим шагом вперед в создании настоящего отраслевого стандарта. Исторически инвесторы имели больше рычагов влияния во время переговоров, а теперь, напротив, небольшие бизнес-ангелы под давлением соглашаются на невыгодные для себя условия. Соглашение KISS было создано на основании разработок предшественников и с целью обеспечения простоты реализации сделок и установления баланса между инвесторами и учредителями» (Raiten, 2014).

Таким образом, озвучивается важный тезис о создании отраслевого стандарта. Следует подчеркнуть, что данная задача решается на основе условий реальных сделок, обобщаемых неправительственными конкурирующими бизнес-организациями. Насколько популярен данный стандарт? Результаты эмпирических исследований показывают, в частности, что 91 % юристов, работающих со стартапами, знакомы с SAFE. В Калифорнии в сделках с SAFE участвовали 93 % юристов, а использование новых соглашений еще несколько лет назад сравнялось с использованием конвертируемых займов: 25 и 29 % сделок соответственно (Coyle & Green, 2018:54—55). С ростом розничного краудфандинга⁴ соглашение SAFE получило дополнительное применение — несколько краудфандинговых сайтов предлагают его компаниям, стремящимся привлечь капитал от розничных инвесторов через Интернет.

Ряд компаний, проводящих первичное размещение токенов (ICO), также пытались привлечь финансирование с помощью Simple Agreements for Future Tokens (SAFT) — нового инструмента, похожего на SAFE, но разработанного для использования в сфере блокчейна и криптовалют (Guseva, 2021; Green & Coyle, 2016). Более подробный анализ данного инструмента проведен автором в исследовании о стандартизации условий венчурных сделок в США: (Novikova, 2022).

2. Соглашения в области акционерного краудфандинга

Согласно модели акционерного краудфандинга в обмен на предоставленное финансирование инвесторы получают право на долю в будущих доходах

⁴ Краудфандинг (народное финансирование, от англ. crowd funding, crowd — «толпа», funding — «финансирование»). В соответствии с общепринятым определением краудфандинг понимают как коллективное сотрудничество физических лиц, которые добровольно объединяют свои денежные средства и (или) другие ресурсы, как правило, через Интернет, чтобы поддержать инициативы, усилия и проекты других людей или организаций.

компании. В большинстве стран инвесторы получают обыкновенные акции. В некоторых странах (в том числе в Германии и РФ) корпоративное регулирование практически делает невозможным передачу небольшой доли, в частности, по причине высоких затрат на требуемое нотариальное заверение для долей в обществах с ограниченной ответственностью. В Германии инвестиции структурируются с использованием займов с правом участия в прибыли или договоров негласного партнерства, вынося за скобки права участия в корпоративном управлении⁵.

Согласно Обзору рынка краудфандинга в России за 2021 г. и I квартал 2022 г.⁶, подготовленному Банком России, инвестирование с использованием инвестиционных платформ в настоящее время возможно в том числе путем приобретения эмиссионных ценных бумаг. Как правило, краудинвестинг является комплементарной услугой в дополнение к основной деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг (ПУРЦБ) и организуется, в частности, регистраторами для закрытого круга лиц, которые являются клиентами ПУРЦБ по профильному направлению деятельности. Для привлечения инвестиций краудинвестинг используют преимущественно крупные компании. Рынок краудинвестинга формируется двумя-тремя платформами (на крупнейшую приходится 66%). Более чем двукратный прирост активных инвесторов за 2021 г. говорит о привлекательности данного способа инвестирования в качестве альтернативного финансового инструмента.

Краудинвестиционную платформу можно сравнить с фабрикой, «выпускающей» инвестиции. Создавая единый стандарт договора наряду с единым подходом к определению экономических параметров сделки, платформы по принципу конвейера осуществляют сотни инвестиций ежегодно и серьезно экономят на транзакционных издержках. Разработку договоров в целом можно охарактеризовать как процесс гомогенизации, когда различные платформы постепенно создают контракты, схожие по многим основным параметрам.

Материалы эмпирических исследований (Hornuf, Klöhn & Schilling, 2018) показывают, что условия краудинвестиционных договоров де-факто отражают корпоративные отношения. Косвенным подтверждением данного вывода служит информация о том, что первые инвестиции немецкие платформы оформляли с помощью создания негласных товариществ. Е.А. Суханов, рассуждая в традиционной парадигме, предлагает отличать негласное товарищество, в котором негласный участник финансирует деятельность главного (гласного) товарища, осуществляемую им в общих интересах, от обычного договора займа, в котором заимодавец и заемщик преследуют различные цели (Sukhanov, 2014:23—24). Однако в текущей структуре инвесторы оставлены с минимальными правами контроля (к ним можно отнести и наличие у инвесторов права голоса на собрании инвесторов).

⁵ См. подр. о краудфандинге в странах ЕС: (Shneor, Zhao & Flåten (eds.), 2020: 543).

⁶ Обзор рынка краудфандинга в России 2021 год и I квартал 2022 года. Режим доступа: http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/42097/crowdfunding_market_01_2022.pdf (дата обращения: 19.01.2022).

Более подробный анализ данного инструмента проведен автором в исследовании условий краудинвестиционных сделок: (Novikova, 2021b).

3. Биржи для частных компаний

Параллельно с краудфандингом развиваются биржи для частных компаний. В ответ на резкое снижение первичных публичных размещений (IPO) во время финансового кризиса два предприятия (SecondMarket и SharesPost) стали пионерами в запуске онлайн-бирж для вторичного оборота частных ценных бумаг. Не все стартапы могут использовать такие платформы для повышения своей ликвидности, но наиболее зрелые (те, которые, вероятно, довольно близки к выходу на IPO) смогли заключить достаточно сделок, чтобы, по крайней мере, частично удовлетворить свои потребности в финансировании (Adhami, Gianfrate & Soda, 2018:696).

В феврале 2021 года Марк Андрессен, один из наиболее авторитетных венчурных инвесторов, анонсировал запуск биржи CartaX, которая провела размещение собственных акций среди 414 инвесторов на общую сумму 99,7 млн дол. США. CartaX удалось значительно увеличить спрос на свои акции и участвовать в определении рыночных цен задолго до того, как она смогла бы привлечь новый частный капитал или провести IPO для выхода на биржу. Существование квази-публичного рынка отмечается как положительный момент для всех составляющих экосистемы стартапов: самих компаний, их сотрудников, существующих и новых инвесторов, которые получают возможность покупать и продавать свои акции⁷.

Если задачей краудфандинга является первичное привлечение средств в компанию, то появление бирж для частных компаний нацелено на формирование вторичного рынка акций. Однако проблемы, связанные с регламентацией отношений участников, во многом оказываются схожими. Некоторые из этих проблем рассмотрим во второй части настоящей статьи.

4. SPAC (*Special purpose acquisition company*)

Special purpose acquisition company, или сокращенно SPAC — компания-посредник, осуществляющая выход на IPO и привлечение инвесторов в целях последующего приобретения целевой компании. Данная компания не ведет операционной деятельности, ее главная цель и характеристика — вывод на биржу выделенной частной компании путем обмена акций (*reverse merger*), а не традиционного IPO. За прошедший год только в США 250 SPAC привлекли финансирование на 83 млрд дол⁸.

В феврале 2021 г. в России SPAC включили в дорожную карту по развитию инструментов долгосрочного финансирования, подготовленную Минэкономразвития совместно с ЦБ. Для этого предлагается дополнить федеральный закон «О рынке ценных бумаг» понятием проектной компании, которая создается

⁷ CartaX by Marc Andreessen. Режим доступа: <https://a16z.com/2021/02/04/cartax/> (дата обращения: 03.06.2022).

⁸ Подробнее см., напр.: Why SPACs are Wall Street's latest craze. Режим доступа: <https://amp.economist.com/finance-and-economics/2021/02/16/why-spacs-are-wall-streets-latest-craze> (дата обращения: 03.06.2022).

«с целью реорганизации» через присоединение к другой компании. Минэкономразвития рассчитывает, что механизм SPAC позволит непубличным российским компаниям привлекать дополнительные инвестиции и при этом не тратить на дорогостоящую процедуру публичного размещения⁹.

Инициаторы SPAC обозначают примерные ориентиры — в компанию какой отрасли, сектора, деятельности выреченные средства в дальнейшем будут инвестированы. Поступления от IPO направляются на специальный счет, подобный эскроу-счету. Уникальность данной структуры в том, что нет необходимости получать одобрения инвесторов на приобретение целевой компании, но у инвесторов есть право «голосовать ногами», а именно потребовать досрочного возврата вложенных средств. При этом срок действия SPAC обычно ограничен периодом в 24 месяца. Если за этот срок объект для приобретения не будет найден, акционеры SPAC получают обратно свои инвестиции с небольшой доходностью, а все издержки по деятельности компании ложатся на создателя. Также инвесторы в пакете с акциями обычно получают варранты — бумаги, дающие право на приобретение акций по заранее определенной цене. Для частного бизнеса SPAC — это возможность выйти на биржу «через черный ход», минуя процедуру листинга и экономя средства и время¹⁰.

Важно отметить, что у инвесторов SPAC нет гарантий, что их средства будут вложены в ту или иную компанию, даже если спонсоры SPAC сообщают о договоренности о сделке. Значительная часть SPAC не находит бизнеса для приобретения и распускается. Для инвестора это далеко не худший вариант, поскольку он получает обратно свои вложенные средства. Возможен и другой вариант: приобретение, в результате которого бумаги SPAC теряют в цене. По данным WSJ, акции более половины SPAC, ставших публичными в 2015—2016 гг., сейчас торгуются ниже стоимости IPO¹¹. Одна из причин этого — возможное желание спонсоров любой ценой реализовать имеющийся капитал и заработать, в результате чего может иметь место переплата за относительно недорогие компании. Чаще всего это случается со сделками, заключенными в самом конце двухлетнего периода. Рынок оценивает приобретенный бизнес более адекватно, и бумаги новой компании стремительно дешевеют.

Появление SPAC смещает фокус в оценке рисков: инвесторы оценивают, скорее, инициаторов SPAC, а не ключевые показатели деятельности целевой компании, которые призвана оценивать команда спонсоров SPAC. Это бросает вызов традиционному регулированию финансовых рынков, опирающемуся на процедуры раскрытия информации о деятельности компании.

Итак мы кратко охарактеризовали рассмотренные структуры. Более подробный анализ проводится в отдельных исследованиях автора в области

⁹ Как чиновники внедряют в России размещение на бирже через SPAC и при чем тут «Роснано». Режим доступа: <https://www.forbes.ru/finansy/451533-kak-cinovniki-vnedrat-v-rossii-razmesenie-na-birze-cerez-spac-i-pri-chem-tut-rosnano> (дата обращения: 19.01.2022).

¹⁰ Подробнее на РБК: Что такое SPAC: рассказываем, как заработать на компании-пустышке. Режим доступа: <https://quote.rbc.ru/news/training/5f0c71919a79476b08bde6da> (дата обращения: 24.05.2022).

¹¹ Blank-Check Companies, a Hot IPO Fad, Contain Pitfalls for Investors. Режим доступа: <https://www.wsj.com/articles/blank-check-companies-a-hot-ipo-fad-contain-pitfalls-for-investors-11551186000> (дата обращения: 24.05.2022).

квазикорпоративных структур: (Novikova, Стандартизация сделок M&A, 2021a); (Novikova, 2021b); (Novikova, 2022). Данные исследования во многом привели к постановке схожих проблем. В этой связи в следующей части у нас есть возможность обобщить накопленные выводы относительно проблем и задач правового регулирования рассматриваемых отношений.

Проблемы правового регулирования гибридных корпоративных структур

1. Балансировка позиции регулятора

Смогут ли платформы, акселераторы, а также онлайн-биржи как акторы частноправового регулирования функционировать в качестве независимых регуляторов? Хорошим примером для понимания проблематики является использование SAFE в практике американских краудфандинговых платформ, а также европейский опыт унификации регулирования в данной сфере.

В первом случае сложность заключается в том, что различные инвесторы обычно приобретают публично торгуемые акции и облигации. Они вряд ли знакомы с конвертируемыми облигациями и SAFE, используемыми более опытными инвесторами для инвестирования в технологические стартапы. Безопасность, подразумеваемая аббревиатурой SAFE, фактически указывает на безопасность инструмента для компании-эмитента, которая в состоянии избежать сроков погашения, связанных с конвертируемыми облигациями, а не на какую-либо безопасность для инвестора. Потенциальная проблема использования SAFE в краудфандинге, таким образом, заключается в том, что неквалифицированные инвесторы могут ошибочно принимать решения об инвестициях, не полностью понимая риски, которые они принимают на себя, приобретая SAFE¹². В данной ситуации не совсем понятно, кто должен защищать интересы розничных инвесторов. Сами они не всегда имеют возможность объединиться для усиления своей переговорной позиции. Надежда, что краудфандинговая платформа защитит их интересы, может не оправдаться. Комиссия по ценным бумагам и биржам США предоставила большую свободу участникам данного сегмента в целях стимулирования инвестиций и не ограничивает список разрешенных ценных бумаг.

В Европе новейшее законодательство о краудфандинге 2020 года¹³ предполагает унификацию требований, предъявляемых к платформам, в том числе в целях обеспечения инвесторам возможности принимать взвешенные решения о соотношении рисков и доходности инвестиций. К ним относятся, в частности, меры по предупреждению конфликта интересов, например, в форме запрета на участие в проектах самими операторами платформ и запрета на использование маршрутизации пользователей, предопределяющей выбор того или иного проекта. Кроме того, целью гармонизации европейского законодательства является

¹² См. подробный анализ и аргументы по данной проблеме: (Green & Coyle, 2016).

¹³ Regulation (EU) 2020/ 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 // Official Journal of the European Union L 347/1. 20.10.2020. P. 1-49; Directive (EU) 2020/1504 of the European Parliament and of the Council of 7 October 2020 amending Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments (Text with EEA relevance) PE/36/2020/INIT OJ L 347, 20.10.2020. P. 50—51.

формирование единого рынка и здоровой конкуренции среди платформ (Hooghiemstra, 2020).

С вступлением в январе 2020 года в силу закона об инвестиционных платформах в РФ¹⁴ Центральный банк РФ регистрирует платформы для краудинвестинга и следит за тем, чтобы они придерживались установленных правил, в том числе с использованием методов мягкого регулирования и консультативного надзора за деятельностью инвестиционных платформ.

Бум в области создания SPAC также весьма озадачил регулирующие органы и специалистов в данной сфере. Вопрос соотношения прав и обязанностей сторон в инвестициях в SPAC красноречиво отражен в заголовке одной из статей: «Деньги просто так, акции бесплатно» (Greenspan, 2021). 22 декабря 2020 года Комиссия по ценным бумагам США выпустила руководство, в котором описаны некоторые проблемы, характерные для SPAC¹⁵. Среди них — возможные конфликты интересов между юридическим лицом или командой менеджеров (спонсоров), которые формируют SPAC, а также должностными лицами, директорами и аффилированными лицами SPAC и акционерами, инвестирующими в SPAC. Комиссия рекомендует SPAC внимательно рассмотреть свои обязательства по раскрытию информации в соответствии с федеральными законами о ценных бумагах. Кроме того, предлагается рассмотреть, как четко описаны финансовые стимулы спонсоров, директоров и должностных лиц SPAC для завершения сделки по объединению бизнеса и чем эти стимулы могут отличаться от интересов акционеров. Кроме того, Комиссия обращает внимание на возможность раскрытия информации о перспективах продления времени для завершения объединения бизнеса. По мнению регулятора, важным моментом также является, насколько детально SPAC раскрывает финансовые последствия для спонсора, директоров, должностных лиц и аффилированных лиц, если SPAC не сможет завершить какую-либо транзакцию по объединению бизнеса.

Другой пример потенциальных конфликтов, отмеченных Комиссией, — это конфликты, связанные с любым дополнительным финансированием, которое может потребоваться для завершения сделки по объединению бизнеса. Комиссия предлагает раскрывать потенциальную информацию о том, как условия дополнительного финансирования могут повлиять на публичных акционеров, и, если дополнительное финансирование предполагает выпуск ценных бумаг, то как цена и условия приобретения этих ценных бумаг отличаются от условий приобретения ценных бумаг, проданных в ходе IPO.

Кроме того, Комиссия рекомендует предоставлять подробную информацию о том, как и почему целевая компания была выбрана из альтернативных вариантов, как были определены характер и сумма вознаграждения, которое SPAC заплатит за приобретение операционной компании, и какие факторы влияют на директоров при принятии решения об одобрении сделки.

¹⁴ Федеральный закон от 02.08.2019 № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // СЗ РФ от 5 августа 2019 г. № 31 ст. 4418.

¹⁵ Division of Corporation Finance, CF Disclosure Guidance: Topic No. 11 (Dec. 22, 2020). Режим доступа: <https://www.sec.gov/corpfin/disclosure-special-purpose-acquisition-companies> (дата обращения: 03.05.2022).

Власти Великобритании озабочены тем, как регулировать SPAC, так как данный механизм набирает популярность для выхода и на Лондонскую биржу. С одной стороны, проанализировав опыт SPAC в США, Управление по финансовым рынкам (Financial Conduct Authority) в целях обеспечения прозрачности и защиты инвесторов установило довольно строгие требования вплоть до приостановления котировки акций SPAC на период закрытия сделки с целевой компанией до предоставления ею всех документов, требуемых для листинга. С другой стороны, курс на «закручивание гаек» был скорректирован из-за стремления привлечь мировые финансы в конкуренции с Нью-Йорком и другими европейскими центрами. В итоге в мае 2021 г. FCA анонсировало ослабление требований, по крайней мере для некоторых SPAC¹⁶.

Стоит отметить также, что пока против развития SPAC в России выступает Минфин: там считают, что при размещении через «пустышку» есть коррупционные риски и под вопросом доверие к рынку в целом.

Проблемы оформления венчурных и краудинвестиционных сделок на американском рынке, акценты европейского регулирования в данной области, первые подходы к регламентации корпоративных отношений в структурах со SPAC являются хорошей иллюстрацией дилеммы регулятора: находить баланс между стимулированием развития коммерческого оборота и защитой интересов отдельных групп его участников становится все сложнее. Кроме того, в силу гибридного и трансграничного характера скорость трансформации самих корпоративных структур выше скорости совершенствования нормативной сферы, которая, в свою очередь, эволюционирует в сторону усложнения палитры источников и форм закрепления соответствующих норм.

2. Отказ от дихотомии «мягкого» и «жесткого» регулирования

Обобщая опыт регулирования в области венчурных инвестиций, акционерного краудфандинга и квазипубличных корпораций, можно отметить, что речь идет о комплексности состава участников отношений и сложности спектра регулирующих инструментов, а не об отмене «жесткого» права и замене его «мягким». Последнее неправильно описывается как частный или саморегулируемый подход к регулированию корпоративного управления. Его более уместно рассматривать как «ассоциацию», «совместное регулирование» или как форму «регулируемой автономии», осуществляемой рынком, но поддерживаемой государственным регулированием. По мнению ученых, неполное понимание, во-первых, влияния мягкого права на отдельные компании и заинтересованные стороны на микроуровне (индивидуальной фирмы) и на финансовые рынки на макроуровне, во-вторых, уникальной институциональной экосистемы, в которой это мягкое право функционирует, приводит к тому, что складывается тенденция упускать из виду весь спектр вариантов, лежащих между полярными крайностями государственных/обязательных норм и негосударственных/необязательных норм (Katelouzou & Zumbansen, 2020:36).

¹⁶ Exit through the SPAC door? UK FCA publishes proposed changes to the Listing Rules (May 20, 2021). Режим доступа: <https://www.jdsupra.com/legalnews/exit-through-the-spac-door-uk-fca-1052471/> (дата обращения: 25.06.2022).

Отказ от дихотомии мягкого и жесткого права, проявившийся в том числе и в сфере регулирования корпоративных отношений, восходит к актуальной дискуссии о трансформации права как такового, классификации правовых норм, а также эволюции понятия нормативности (Abashidze, Gulyaeva & Trikoz, 2022).

3. Переосмысление задач корпоративного регулирования

Текущее корпоративное регулирование не включает в свою сферу расширяющиеся границы фирмы в экономическом смысле и, соответственно, не ставит своей задачей защитить права участников корпорации, не обладающей соответствующей правосубъектностью (формой юридического лица, статусом компании, акции которой котируются на бирже и т.п.). В результате деятельности рассматриваемых гибридных корпоративных структур инвесторы зачастую остаются с минимальными правами контроля. Фокус управления рисками сдвигается в пользу инструментов вне сферы корпоративного регулирования, что лишает участников возможности прибегнуть к средствам корпоративной защиты.

Вопрос, насколько инвестор действительно оказывается менее защищен в рассматриваемых структурах, остается открытым, поскольку совсем не обязательно, что инвесторы — миноритарные акционеры — смогли бы оказывать контролирующее воздействие на менеджмент при той же распыленности капитала, в частности, и парадигмальном кризисе корпоративного права, в целом.

Кроме того, между самими инвесторами, не являющимися акционерами, также возникают горизонтальные конфликты. В некоторых случаях интерес сохранить репутацию и доступ на рынок может сдерживать неэффективный оппортунизм фирм за счет инвесторов. Однако остаются открытыми вопросы, в частности, о том, при каких обстоятельствах потребуется более строгая договорная защита и должны ли директора иметь какое-либо обязательство думать о неакционерах.

С ростом популярности SPAC увеличивается число исков акционеров SPAC, поданных вскоре после объявления о слиянии SPAC и их целевых компаний¹⁷. Иски, связанные с SPAC, не ограничиваются обвинениями в нарушении федеральных законов о ценных бумагах: инвесторы также подали иски о нарушении фидуциарных обязательств.

Классический вариант выхода на IPO предполагает, что в течение некоторого времени, когда взят курс на IPO, компания налаживает выполнение требований в отношении раскрытия информации. Выход на биржу через SPAC позволяет сократить срок подготовки к IPO, а, значит, теоретически компания в течение относительно меньшего срока подает отчетность, заверенную аудитором. Является ли это проблемой для инвесторов? Судя по популярности SPAC — нет, хотя количество исков также растет. Означает ли эта ситуация, что требования регуляторов к IPO не полностью отражают баланс интересов на рынке? Насколько текущие требования к выходу на IPO соотносятся с целями регулирования, в том числе защитой инвесторов?

Эти и другие вопросы требуют дальнейшего исследования, особенно в свете глобальной тенденции к сокращению числа публичных компаний. Несомненно

¹⁷ Stanford Law School, Securities Class Action Clearinghouse, Current Topics in Securities Class Action Filings. Режим доступа: <https://securities.stanford.edu/current-topics.html> (дата обращения: 06.05.2022).

то, что проблематика регулирования квазикорпоративных структур во многом накладывается на системный кризис корпоративного права и дискуссии о трансформации права в целом. В этой связи теоретическое осмысление обозначенных проблем становится частью поиска и практических решений, о чем речь пойдет далее.

Концептуальные основы трансформации корпоративного регулирования

1. В чем трансформация?

Корпоративные отношения под влиянием цифровизации легко возникают и легко трансформируются в мире глобальном и одновременно сжимающемся до динамично актуализирующихся сообществ. Эти сообщества сами по себе как общность людей сродни корпорации в средневековом понимании данного термина.

Развитие информационных технологий в последнее десятилетие приводит к тому, что формирование международных обычаев и разработка регулирования «снизу» идет темпами, в разы превышающими предыдущий опыт, например, с классическими сделками M&A¹⁸. На предыдущем этапе трансграничные корпоративные сделки были уделом крупных игроков, их условия скорее напоминали индивидуальный пошив у дизайнера, чем массовое производство в условиях сетевых структур.

На сближение подходов к заключению договоров купли-продажи долей в капитале корпораций в Европе и США ушли десятилетия, при этом миграция формата M&A сделок из англо-американской правовой среды в другие правовые системы (в частности, системы гражданского права) создала большое количество вопросов и проблем, которые необходимо решить в каждой юрисдикции¹⁹. Новеллы в гражданском законодательстве РФ о корпоративном договоре (ст. 67.2 ГК РФ), заверениях об обстоятельствах (ст. 431.2 ГК РФ), опционах (ст. 429.2 ГК РФ) являются красноречивым отражением данного процесса.

Проведение эмпирических исследований в области «обычных» сделок M&A по-прежнему затруднено. Аналитика аудиторов, инвестиционных банкиров и юристов в большинстве случаев отражает только опыт конкретной команды, а количество исследуемых сделок с точки зрения статистики весьма ограничено²⁰.

Развитие цифровых коммуникаций будет способствовать обработке больших массивов информации. Одним из форпостов развития информационных технологий является разработка программного обеспечения для анализа крупных

¹⁸ См. подр. о стандартизации сделок M&A: (Novikova, 2021a).

¹⁹ Cavallo P. Notes on the ABA 2019 European Private Target M&A Deal Points Study. Режим доступа: <https://portolano.it/en/newsletter/portolano-cavallo-inform-corporate/notes-on-the-aba-2019-european-private-target-ma-deal-points-study> (дата обращения: 12.01.22).

²⁰ См., напр.: MarketStandard — Financial Terms & PPAs. Режим доступа: <https://marketstandard.srsacquiom.com/home#Finacial%20Terms%20%26%20PPAs> (дата обращения: 06.01.2022); Hamilton Locke M&A Deal Data Report. Режим доступа: <https://www.hamiltonlocke.com.au/ma-deal-data-report-july-2020> (дата обращения: 07.01.2022); 2019 European Private Target M&A Deal Points Study. Режим доступа: https://www.americanbar.org/groups/business_law/committees/ma/deal_points (дата обращения: 06.01.2022).

массивов юридических документов, например, условий договоров, которые публичные компании предоставили регулирующим органам (в США это архив из миллионов документов). Такой анализ способен выявить тенденции применения тех или иных условий в зависимости от факторов и обстоятельств, которые важны участникам отношений. Однако это дело будущего.

В отличие от традиционного рынка купли-продажи долей в корпорациях сетевой эффект на рынках краудинвестирования и венчурного финансирования выражается в том, что чем больше инвестиций будет осуществляться при посредничестве акселераторов и краудинвестиционных платформ, тем больше участников рынка будут знать о предлагаемых такими посредниками сделках и их условиях. Таким образом, быстрее и проще не только отразить сложившийся на рынке баланс интересов участников, но и сформировать и управлять складывающимися в той или иной сфере обычаями и стандартами. Упомянутые нами организации-акселераторы и операторы краудинвестиционных платформ вполне осознанно ставят перед собой данную цель и ведут борьбу за выбранную сферу влияния.

Формирование стандартов и обычаев в области корпоративных отношений в целом и в области корпоративных финансов, в частности, служит регуляторной основой для появления квазикорпоративных и квазипубличных структур, рассмотренных выше.

2. Развитие теоретического аппарата на базе концепции транснационального права

Описанный выше процесс стандартизации условий корпоративных сделок является современной иллюстрацией тенденций, уже получивших свою характеристику в доктрине. Исследователи неоднократно отмечали, что типовой контракт представляет собой инструмент саморегулирования отношений участников трансграничных договоров в условиях, когда государство не успевает за стремительным развитием взаимодействия хозяйствующих субъектов и многообразием используемых ими договорных форм (Vilkova, 2019).

В результате традиционные подходы, выработанные в рамках национального или международного права, в том числе и метод сравнительного правоведения, не всегда в состоянии предложить необходимый набор аналитических и концептуальных инструментов для картирования сложной нормативно-правовой среды, которая формируется на наших глазах. Этот ландшафт отмечен распространением гибридного нормотворчества в контексте узкоспециализированных, отраслевых режимов, которые не ограничиваются национальными или региональными границами. Национальные государства больше не имеют (если вообще когда-либо имели) монополии на регулирование того, как компании (как ТНК, так и местные) контролируются и привлекаются к ответственности. В теории транснационального права постулируется переход от регулирования, ориентированного на государство, к все более фрагментированной системе саморегулирования со стороны публичных и частных акторов.

Согласно наблюдениям профессора Цумбансена умножается количество политико-экономических систем, в которых сегодня действуют корпорации. Это

умножение носит как геополитический, так и институциональный и процедурный характер, так как оно обусловлено растущим числом институциональных субъектов, банков, институциональных инвесторов, фондовых бирж и «эксперт-ократий», которые вмешиваются в процесс выработки и внедрения правил корпоративного управления. В этой связи корпоративное управление становится полем для транснационального регулирования, вмещающего одновременно процессы гармонизации и конкуренции, конвергенции и дивергенции правопорядков (Katelouzou & Zumbansen, 2021:41).

Несмотря на то, что в ведущих университетах мира уже имеются кафедры транснационального права, обилие терминологии в связи с данной концепцией говорит о том, что она находится в стадии формирования. Текущий этап развития концепции транснационального права связан с выделением отдельных фрагментов, институтов и дискурсов. Среди них: киберправо, электронная коммерция, инвестиционное право, транснациональное корпоративное управление. Если вернуться к университетской номенклатуре юридических дисциплин, с большей уверенностью анонсируется не только транснациональное, но и возникающее на сходных основаниях международное корпоративное право.

Оптимизм многих специалистов «на местах» понятен: концепция транснационального права, возможно, дает ключ к пониманию текущих проблем как в традиционных областях регулирования, так и в относительно новых, связанных с развитием цифровой экономики и киберпространства, которому имманентно присуща трансграничность. Например, ТНК по определению приобретают правосубъектность в транснациональном праве. Другой пример: *lex mercatoria* в МЧП и ранее определялось через совокупность норм и правил негосударственного происхождения, регулирующих частноправовые отношения в международном коммерческом обороте, что всегда вызывало споры о его статусе в МЧП. Будучи, по сути, «незаконорожденным ребенком», *lex mercatoria* обретает «легитимный» статус в МЧП в русле теорий транснационального и мягкого права. Более того, нормы, заключенные в частноправовых унификациях, занимают главенствующее положение в системе его источников (Belov, 2020:60).

3. Сделки с долями в капитале корпораций и *lex mercatoria*

Под вывеской *lex mercatoria* множатся частноправовые унификации в различных областях регулирования: *lex registrum*²¹, *lex finanziaria*²², *lex electronica*²³,

²¹ *Lex registrum* представляется формирующимся казуальным правопорядком, который может быть выбран сторонами частноправовых отношений, использующими для их реализации блокчейн-технологии» (Shakhnazarov, 2019).

²² По аналогии с Принципами международных коммерческих договоров УНИДРУА, называемыми «*Lex mercatoria*», в международной практике формируются Принципы регулирования трансграничных банковских расчетно-платежных операций, называемые «*Lex finanziaria*» (Petrova, 2017).

²³ Объективная необходимость унификации подходов к разрешению споров, возникающих из сделок, заключенных посредством сети Интернет, обусловила появление *lex electrónica (informática)* — транснационального права электронной торговли, под которым понимается система норм международно-правового характера, регулирующих отношения, возникающие в связи с совершением транснациональных сделок в электронной информационной среде, устанавливаемая участниками таких отношений для внутреннего пользования и применяемая арбитрами при разрешении споров, вытекающих из этих отношений с учетом намерений сторон и сравнительно-правового анализа, учитывающего текущее состояние сферы электронной торговли (Kazachenok, 2014).

*lex constructionis*²⁴ и т.п. Такой областью может стать и сфера трансграничных сделок с долями в капитале корпораций. Специфика данных сделок по причине их «нагруженности» корпоративным элементом, позволяет выделить их в отдельный по отношению к торговым отношениям предмет регулирования и отнести к сфере корпоративного права. При этом близость к торговым отношениям наделяет куплю-продажу долей динамичностью и инновационностью, благодаря которым в этой области корпоративного регулирования, возможно, более явно актуализируются тенденции плюрализации источников и форм регулирования, отмеченные в более общем ключе в рамках теории транснационального права.

Инструментарий МЧП и его «пасынка» *lex mercatoria* представляется более близким для трансграничных корпоративных отношений в сфере сделок по приобретению долей в корпорациях. Развитие *lex mercatoria* по пути выделения «отраслей» («аватарок») представляет удобную форму для фрагментирования материала не в соответствии с общепринятыми отраслями, а в соответствии со спецификой частноправовых отношений, регулирование которых контурируется вокруг тех или иных актуализирующихся институтов. Так, для *lex mercatoria* уже давно отмечена тенденция саморегулирования участников через стандартизацию договоров между ними. В области корпоративных сделок она приобретает новое звучание — *lex corporatoria*.

В пользу выделения *lex corporatoria* в отдельную составляющую *lex mercatoria* можно привести следующие аргументы:

1) специфика субъектов регулирования, в том числе (помимо государства) банки, биржи, краудфандинговые платформы и венчурные акселераторы, международные правительственные и неправительственные организации, а также сами ТНК;

2) специфика предмета регулирования: корпоративные отношения во всем их многообразии и расширяющемся понимании, в том числе в рамках транснациональных квазикорпоративных структур и ТНК;

3) специфика источников регулирования: возрастающая роль кодексов корпоративного поведения и управления, типовых договоров, международных обычаев и стандартов сделок с долями в капитале корпораций в условиях глобализации деятельности корпораций и квазикорпораций и отсутствия соответствующего унифицированного международного и/или национального регулирования.

Заключение

SAFE, SPAC, краудфандинг, биржи для частных компаний опосредуют создание гибридных квазикорпоративных и/или квазипубличных структур, появление которых поставило целый ряд вопросов. Совершенствование регулирования в рассматриваемых областях уже сейчас является одной из актуальных

²⁴ *Lex constructionis* — основной источник регулирования договора строительного подряда в международном частном праве. *Lex constructionis* представляет собой негосударственное регулирование международной инвестиционно-строительной деятельности, систематизирующее обычаи и наиболее распространенные условия международных строительных контрактов (типовые контракты, правовые руководства) (Novoselov, 2014).

задач в повестке дня государственных и частноправовых регуляторов США, Европы и России.

Проблемы оформления венчурных и краудинвестиционных сделок на американском рынке, акценты европейского регулирования в данной области, первые подходы к регламентации корпоративных отношений в структурах со SPAC являются хорошей иллюстрацией дилеммы регулятора: находить баланс между стимулированием развития коммерческого оборота и защитой интересов отдельных групп его участников становится все сложнее. Кроме того, относительная легкость появления квазикорпораций, а теперь и квазипубличных структур дополняется и легкостью их ликвидации или трансформации в иные формы. Скорость такой трансформации выше скорости совершенствования нормативной сферы, которая, в свою очередь, эволюционирует в сторону усложнения палитры источников и форм закрепления соответствующих норм.

Во всех рассмотренных примерах фокус управления рисками сдвигается в пользу инструментов вне сферы корпоративного регулирования, что лишает участников возможности прибегнуть к средствам корпоративной защиты. Остается открытым вопрос, каким образом в новых корпоративных структурах будет решаться агентская проблема, в том числе в отсутствие фидуциарных обязательств по отношению к кредиторам.

Взрывной рост гибридных структур формирует новые области развития правового регулирования при отказе от дихотомии мягкого и жесткого права. На примере процессов стандартизации условий трансграничных сделок с долями корпораций представляется возможным отследить процесс трансформации корпоративного регулирования. Растет значение частноправовых унификаций, развивается теоретический аппарат на базе концепции транснационального права, формируются его подсистемы, одной из которых может стать *lex corporatoria*. Среди задач *lex corporatoria* — формирование стандартов и обычаев в области корпоративных финансов как нормативной основы функционирования рассмотренных выше гибридных структур.

References / Список литературы

- Abashidze, A.Kh. & Gulyaeva, E.E. & Trikoz, E.N. (2022) Technique and practice of international rule-making: review of the materials of the ESIL International conference. *RUDN Journal of Law*. 26 (2), 508—527. <https://doi.org/10.22363/2313-2337-2022-26-2-508-527> (in Russian).
Абашидзе А.Х., Гуляева Е.Е., Трикоз Е.Н. Техника и практика международного нормотворчества: обзор материалов Международной конференции ESIL // *RUDN Journal of Law*. 2022. Т. 26. № 2. С. 508—527. <https://doi.org/10.22363/2313-2337-2022-26-2-508-527>
- Adhami, S., Gianfrate, G. & Soda, G. (2018) Private Capital Marketplaces and IPOs. In: *The Oxford Handbook of IPOs*. Edited by Douglas Cumming. Oxford, Oxford University Press, pp. 696—719.
- Belov, V.A. (2020) *International Trade Law and the Law of WTO*. Moscow, Urait Publ. (in Russian).
Белов В.А. Международное торговое право и право ВТО. М.: Юрайт, 2020.
- Bernthal, J.B. (2018) The Evolution of Entrepreneurial Finance: A New Typology. *Brigham Young University Law Review*. (4), 773—858.

- Ciepley, D. (2020) The Anglo-American misconception of stockholders as ‘owners’ and ‘members’: its origins and consequences. *Journal of Institutional Economics*. 16 (5), 623—642. <https://doi.org/10.1017/S1744137419000420>
- Coyle, J.F. & Green, J.M. (2018) The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts. *Minnesota Law Review Headnotes*. (103), 42—66.
- Green, J.M. & Coyle, J. (2016) Crowdfunding and the not-so-safe SAFE. *Virginia Law Review Online*. (102), 168—182.
- Greenspan, R. (2021) Money for Nothing, Shares for Free: A Brief History of the SPAC. Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3832710> [Accessed 12th July 2022].
- Guseva, Y.A. (2021) Conceptual Framework for Digital-Asset Securities: Tokens and Coins as Debt and Equity. *Maryland Law Review*. 80 (1), 166—213.
- Hooghiemstra, S.N. (2020). The European Crowdfunding Regulation — Towards Harmonization of (Equity-and Lending-Based) Crowdfunding in Europe? Available at: SSRN <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3679142> [Accessed 12th March 2022].
- Hornuf, L., Klöhn, L. & Schilling, T. (2018) Financial contracting in crowdinvesting: Lessons from the German market. *German Law Journal*. 19 (3), 509—578. <https://doi.org/10.1017/S2071832200022781>
- Johnston, A. & Talbot, L. (eds.). (2020) *Great Debates in Commercial and Corporate Law*. Red Globe Press.
- Katelouzou, D. & Zumbansen, P. (2020) The New Geographies of Corporate Governance. *University of Pennsylvania Journal of International Law*. 42 (1), 51—153.
- Kazachenok, O.P. (2020) Raising investments on the investment platforms (crowdfunding): directions of development of legal regulation. *Courier of Kutafin Moscow State Law University (MSAL)*. 8 (72), 74—85. <https://doi.org/10.17803/2311-5998.2020.72.8.074-085> (in Russian).
Казаченок О.П. Привлечение инвестиций с использованием инвестиционных платформ (краудфандинг): направления развития правового регулирования // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина. 2020. № 8 (72). С. 74—85. https://doi.org/10.17803/2311-5998.2020.72.8.074-085
- Novikova, O.V. (2022) Standardization of terms for venture transactions in the USA and the Formation of Lex Corporatoria. In: Blazheev V.V & Egorova M.A. (eds.). *Actual problems of law and economics in the perspective of interdisciplinary scientific research as a form of international cooperation*. Prospect Publ, 293—305. (in Russian).
Новикова О.В. Стандартизация условий венчурных сделок в США и формирование Lex Corporatoria // Актуальные проблемы права и экономики в ракурсе междисциплинарных научных исследований как формы международного сотрудничества: монография / под общ. ред. Блажеева В.В., Егоровой М.А. М.: Проспект, 2022. С. 293—305.
- Novikova, O.V. (2021a) Standardization of M&A Transactions in the USA and Europe: Empirical Research and Conceptual Analysis. *Lex Russica*. 9 (178), 131—143. <https://doi.org/10.17803/1729-5920.2021.178.9.131-143> (in Russian).
Новикова О.В. Стандартизация сделок M&A в США и Европе: эмпирические исследования и концептуальный анализ // Lex Russica. 2021. № 9 (178). С. 131—143. https://doi.org/10.17803/1729-5920.2021.178.9.131-143
- Novikova, O.V. (2021b) Terms of crowdfunding transactions and the formation of the lex corporatoria. *Journal of Business and Corporate Law*. 3 (23), 23—33. (in Russian).
Новикова О.В. Условия краудинвестиционных сделок и формирование lex corporatoria // Журнал предпринимательского и корпоративного права. 2021. № 3 (23). С. 23—33.
- Novoselov, M.A. (2014) Application of the lex constructionis in Russia for the regulation of the international construction contract. *Problems of Economics and Law Practice*. (4), 104—107. (in Russian).
Новоселов М.А. Применение lex constructionis в России для регулирования договора международного строительного подряда // Проблемы экономики и юридической практики. 2014. № 4. С. 104—107.

- Petrova, G.V. (2017) International Payment and Settlement Law: Current Development Trends. *Problems of Economics and Legal Practice*. (3), 105—108. (in Russian).
Петрова Г.В. Международное платежно-расчетное право: современные тенденции развития // Проблемы экономики и юридической практики. 2017. № 3. С. 105—108.
- Ronnegard, D. & Smith, N.C. (2018) Shareholder Primacy vs. Stakeholder Theory: The Law as Constraint and Potential Enabler of Stakeholder Concerns. Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3165992> [Accessed 27th July 2022].
- Shakhnazarov, B.A. (2019) Complex Interconnection of Blockchain Technology and Intellectual Property Objects in Cross-Border Private Law Relations. *Law. Journal of the Higher School of Economics*. (5), 121—147. (in Russian).
Шахназаров Б.А. Комплексная взаимосвязь блокчейн-технологии и объектов интеллектуальной собственности в трансграничных частноправовых отношениях // Право. Журнал Высшей школы экономики. 2019. № 5. С. 121—147.
- Shneor, R., Zhao, L. & Flåten, B.-T. (eds.). (2020) *Advances in Crowdfunding: Research and Practice*. Cham: Springer International Publ.
- Sukhanov, E.A. (2014) *Comparative Corporate Law*. Moscow, Statut Publ.
Суханов Е.А. Сравнительное корпоративное право. М.: Статут, 2014. 456 с.
- Vilkova, N.G. (2019) Model Contracts in the 21st Century: Present and Future In: *Arbitration and Regulation of International Trade: Russian, Foreign, and Cross-Border Approaches*. Liber Amicorum in Honor of the 70th Anniversary of Komarov A.S. Moscow, Statut Publ. pp. 164—165. (in Russian).
Вилкова Н.Г. Типовые контракты в XXI веке: настоящее и будущее // Арбитраж и регулирование международного коммерческого оборота: российские, иностранные и трансграничные подходы. Liber Amicorum в честь 70-летия АС Комарова. М.: Статут, 2019. С. 164—165.
- Zumbansen, P. (ed.). (2020) *The Many Lives of Transnational Law: Critical Engagements with Jessup's Bold Proposal*. Cambridge University Press.

Сведения об авторе:

Новикова Ольга Владимировна — кандидат юридических наук, доцент департамента правового регулирования бизнеса, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»; Российская Федерация, 109028, г. Москва, Большой Трёхсвятительский пер., д. 3

ORCID ID: 0000-0002-0546-6059

e-mail: mailandlaw@gmail.com

About the author:

Olga V. Novikova — Candidate of Legal Sciences, Associate Professor of the School of Legal Regulation of Business of the Faculty of Law, National Research University “Higher School of Economics” (HSE University); 3 Bolshoy Trekhsvyatitsky lane, Moscow, 109028, Russian Federation

ORCID ID: 0000-0002-0546-6059

e-mail: mailandlaw@gmail.com