



## الإطار القانوني لتمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة وفق التمويل الجماعي: دراسة لبحث مدى قدرة تنظيم نظام التمويل الجماعي وفقاً لقانون هيئة أسواق المال الكويتي ولائحته التنفيذية

د. فهد نعمة الشمري\*

### ملخص

**الأهداف:** تهدف هذه الدراسة إلى تنظيم التمويل الجماعي وفق قانون هيئة أسواق المال الكويتي ولائحته التنفيذية الكتاب الحادي عشر "التعامل في الأوراق المالية"؛ فبالرغم من إصدار المشرع الكويتي لقانون الصندوق الوطني لرعاية وتنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة لضمان حصول المبادرين على التمويل اللازم لمشاريعهم، إلا أنه لم يستطع تحقيق الأهداف التي أُسس من أجلها.

**المنهج:** اتبعت الدراسة النهج التحليلي المقارن المتداخل، مستخدمة طرقتين لنماذج استرشادية مقارنة لفهم فكرة التمويل الجماعي، وما هي أوجه النقص التشريعي في القانون الكويتي.

**النتائج:** كشفت هذه الدراسة وجود بيئة تشريعية خصبة في الكويت تُناسب الطبيعة الخاصة للتمويل الجماعي، لكن لا بد من إدخال بعض التعديلات التشريعية على الكتاب الحادي عشر "التعامل في الأوراق المالية" من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتي؛ وذلك لضمان مواكبة دولة الكويت للانتشار السريع للتمويل الجماعي في عالم ريادة الأعمال.

**الخاتمة:** اختتمت هذه الدراسة بمجموعة من النتائج والتوصيات إلى المشرع الكويتي لإدخال عدة تعديلات على الكتاب الحادي عشر من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال.

**الكلمات المفتاحية:** التمويل الجماعي، المشاريع الصغيرة والمتوسطة، الكويت.

\* جامعة الكويت، الإيميل: fahadnshn@gmail.com

- تُسلّم البحث في 2020/7/1، عُدّل في 2020/8/6، أُجيز للنشر في 2020/8/18.

## المقدمة

تُعدُّ المشاريع الصغيرة والمتوسطة اللبنة الأولى لقيام أي نهضة أو تنمية مستدامة في أي مجتمع<sup>(1)</sup>، حيث إنَّ هذه المشاريع تُعدُّ أداةً لتنشيط العمل الحر في الدولة ومصدراً رئيساً لتنويع الدخل من خلال الأفكار الجديدة التي يقدمها أصحاب المشاريع الريادية<sup>(2)</sup>، فضلاً عن إسهام المشاريع الصغيرة والمتوسطة في توفير فرص عملٍ جديدة في المجتمع، وكذلك تخفُّص نسبة البطالة أيضاً، فكلما زاد عدد المشاريع الصغيرة والمتوسطة زادت معها نسب العمالة وقلَّت نسب البطالة (سليمان، 2016).

وفي الكويت، ما زال الاقتصاد الكويتي يعتمد بصورة شبه مطلقة على قطاع النفط في تمويل الأنشطة الاقتصادية، والتي ما كان لمعظمها أن يتطور لولا الدعم الحكومي الذي تم تمويله باستخدام إيرادات النفط، وهذا ما ترتب عليه زيادة الأعباء المالية على الدولة، فوفقاً لآخر الدراسات، بلغت نسبة إسهام القطاع الخاص في الناتج المحلي 37%، وهي بلا شك تعد نسبة متدنية لا تعكس طموح الدولة في القضاء على انكماش دور القطاع الخاص في

(1) لا يوجد تعريف مُحدّد للمشاريع المتوسطة والصغيرة يُمكن معه تمييزها عن الشركات الكبرى، ومع ذلك يُمكن تحديد مفهوم هذه المشاريع من خلال النظر إلى عدد الموظفين الذين يعملون في المشروع والإيرادات التي يُحقِّقها هذا المشروع سنوياً، ويختلف هذا الرقم من دولة إلى أخرى، فوفقاً للاتحاد الأوروبي، يُعتبر المشروع صغيراً إذا كانت الشركة توظِّف 250 موظفاً كحد أقصى وألاً يزيد حجم مبيعات الشركة على 50 مليون يورو، في حين يُعدُّ المشروع صغيراً أو متوسطاً في الولايات المتحدة إذا كانت الشركة توظِّف أقل من 500 موظف وألاً يكون 25% من أصول الشركة مملوكة لشركة أخرى.

(2) يُعرَّف أصحاب المشاريع الريادية بالأشخاص الذين يفكرون بطريقة إبداعية، حيث يسعون إلى تقديم خدمة أو منتج جديد في المجتمع لم يسبق تقديمه من قبل؛ وذلك عن طريق البدء في مشاريع سريعة النمو تهدف إلى تلبية احتياجات السوق إما من خلال تطوير منتج أو خدمة أو ابتكار فكرة جديدة تُساهم في تطوير السوق.

اقتصادها، وفي ذات الوقت، نالت دولة الكويت المرتبة رقم 65 دولياً لتكون بذلك في المرتبة الأخيرة بين دول مجلس التعاون على مؤشر المواهب لعام 2018 المختص باستقطاب العمالة وتنميتها والحفاظ عليها (حسين، 2018)، والأهم من ذلك، نجد أنّ الحكومة ومجلس الأمة لم ينجحا في دفع الشباب للعمل في القطاع الأهلي بدلاً من القطاع العام، فقد بلغت نسبة الكويتيين العاملين بالقطاع الحكومي 77%، مقابل 4% للعاملين في القطاع الخاص (العقيل، 2019)، مما يُشكّل معه ارتباطاً لأكثر من ثلاثة أرباع القوى العاملة الوطنية في المؤسسات الحكومية.

ولمعالجة هذه المعضلة، قامت دولة الكويت بخطوة إيجابية نحو تشجيع أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة عن طريق تأسيس الصندوق الوطني لدعم وتمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة في عام 2013، في محاولة لإيجاد وسيلة لدعم عجلة الاقتصاد المحلي ودفع الشباب للعمل في القطاع الأهلي بدلاً من القطاع العام، ومع ذلك لم يُحقّق الصندوق الوطني تلك الأهداف المأمولة؛ حيث إنّ الصندوق الوطني للمشاريع الصغيرة قد نجح في تمويل 307 مشاريع فقط، وهو ما يُمثّل 18% من خطة المشروع وهذا ما يُعدُّ جزءاً صغيراً من خطة عمل هذا الصندوق التي تعكس بكل وضوح عدم قدرة الصندوق على تحقيق أهدافه التي أسس من أجلها.

ويرى الدكتور عبد الوهاب صادق في دراسته لهذا الصندوق، أنّ من أهم أسباب فشل الصندوق الوطني هو أنّ صناديق رأس المال المغامر التي تدار من القطاع الحكومي أقل كفاءة من الصناديق التي تدار من القطاع الخاص، حيث إنّ الدعم المالي الكبير الذي تقدمه الصناديق الوطنية يؤدي إلى تقليص فرص نجاح المشروع مقارنة بالدعم المالي المحكم والمحدود (2019)، كذلك خلص صادق (2019)، إلى أنّ من مثالب الدعم الحكومي هو تباين الأهداف في ما يتعلّق بين كلّ من الصناديق الوطنية والصناديق الخاصة، حيث تكون للأولى أهدافاً إستراتيجية وسياسات تسعى إلى إحداث تغيير اجتماعي وثقافي أشمل وأوسع

من أن تقتصر على تحقيق الربح، أيضاً ما يقلل فائدة هذا الصندوق، هو تواضع قدرة الصناديق الحكومية على اختيار المشاريع الناجحة التي سوف تنعكس إيجاباً على المجتمع.

ونعتقد أنّ السبب الرئيسي وراء فشل تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة في دولة الكويت، يعود إلى وجود قناة تمويلية واحدة تقوم بتمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة، والمتمثلة بالصندوق الوطني "صندوق رأسمال مغامر" دون تنظيم قنوات تمويلية أخرى تُساعد هذا الصندوق على تحقيق أهدافه؛ وذلك على ضوء الخصائص الفريدة التي تتمتع بها المشاريع الصغيرة والمتوسطة والمراحل التمويلية التي سوف تخوضها هذه المشاريع. ولهذا التنظيم عدة إشكاليات من وجهة نظرنا:

– أولاً: لا توجد في دولة الكويت آلية مُحدّدة ومحكمة لتمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة تضمن وصول أصحابها إلى المراحل التمويلية اللاحقة، حيث إنّه قد تم تنظيم صندوق رأسمال مغامر حكومي يمول المشاريع الصغيرة والمتوسطة، دون الانتباه إلى كيفية سد الفجوة بين مراحل التمويل المختلفة التي يمر بها المشروع، فتثبت الدراسات أنّ 90% من المشاريع الصغيرة والمتوسطة تفشل في الوصول إلى مرحلة التمويل من قبل صناديق رأس المال المغامر؛ وذلك بعد نجاحها في الحصول على التمويل اللازم في المرحلة الأولى من المشروع، والذي يكون غالباً عن طريق المدخرات الشخصية (Sigar, 2012).

– ثانياً: نصّ الصندوق الوطني لدعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة في المادة الخامسة منه صراحةً على حظر حصول أصحاب المشاريع الذين سبق تمويلهم من قبل الصندوق على تمويل إضافي من الصندوق نفسه، في حين أنّه قد يحتاج أصحاب هذه المشاريع إلى خوض جولات تمويلية عدة وليس جولة تمويلية واحدة، حيث إنهم يديرون

مشاريع تتسم بسرعة النمو تهدف إلى تلبية احتياجات السوق، إما من خلال تطوير منتج، أو من خلال خدمة قائمة في السوق.

بالمقابل من ذلك، ظهرت قناة تمويلية جديدة للمشاريع الصغيرة والمتوسطة "التمويل الجماعي" تعمل من خلال إشراك عدد كبير من الأشخاص يساهمون بمبالغ صغيرة لتمويل أفكار المبادرين وأصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة، حيث إنّ الأفراد قادرون على القيام بالدور نفسه الذي تقوم به مؤسسات التمويل بسبب تطور التكنولوجيا، إنّ هذه القناة التمويلية الجديدة تُسمى بالتمويل الجماعي وتُعدُّ صورةً من صور التكنولوجيا المالية الحديثة "Fintech" والتي لم ينظمها القانون الكويتي<sup>(3)</sup>.

بناء على ما سبق، فإنّ اقتصار تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة في دولة الكويت على الصندوق الوطني لدعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة يُثير العديد من التساؤلات المهمة؛ بسبب عدم وجود تنظيم قانوني للتمويل الجماعي. من تلك التساؤلات: كيف سيضمن أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة الحصول على التمويل اللازم لمشاريعهم، إذا افترضنا أنّ الصندوق الوطني قد رفض تمويل أصحاب هذه المشاريع؛ بسبب عدم اقتناعه بالفكرة التي يحملها صاحب المشروع؟ خصوصاً أنّ هذا الصندوق يُعتبر صندوق رأسمال مغامر حكومي، يسعى في المقام الأول لتحقيق أهداف إستراتيجية وسياسات تسعى إلى إحداث تغيير اجتماعي وثقافي أشمل وأوسع من أن تقتصر على تحقيق الربح، أهم من ذلك، كيف سيضمن أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة حصولهم على تمويل إضافي؟ إذا افترضنا نمو مشاريعهم في فترة قصيرة، في

(3) تعرف التكنولوجيا المالية بأنّها مجموعة الابتكارات التكنولوجية التي تؤثر على الأنشطة المالية في المجتمع متضمّنة في ذلك عمليات الدفع، إدارة الاستثمارات والأصول وجمع رؤوس الأموال سعياً إلى تغيير طرق التمويل بشكل أساسي، وذلك عن طريق إزالة الموانع التقليدية التي تعوق من الوصول إلى الموارد المالية.

الوقت الذي قد حظر فيه قانون الصندوق الوطني حصول أصحاب المشاريع على تمويل إضافي إذا كان قد سبق تمويلهم من قبل الصندوق.

لذلك، سأطرق في هذا البحث إلى الإطار القانوني لتنظيم التمويل الجماعي وفق قانون هيئة أسواق المال الكويتي ولائحته التنفيذية، الكتاب الحادي عشر "التعامل في الأوراق المالية"؛ لأنّ إزالة العائق القانوني الأول أمام التمويل الجماعي لن يكون فقط من خلال السماح للشركات غير المساهمة باللجوء إلى عمليات الاكتتاب عن طريق تعديل قانون الشركات كما ذهبت بعض الدراسات السابقة (الزميع، 2019)، بل في حقيقة الأمر لا بد من وجود تصريح لشركة تقوم بتقديم خدمة التقنية المالية "كوسيط" ويتم من خلالها طرح منصات تمويل جماعي يلجأ لها أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة، فضلاً عن ضرورة تضمين عمليات ونشرات الاكتتاب التي وردت في قانون هيئة أسواق المال ولائحته التنفيذية بقواعد خاصة تراعي خصوصية التمويل الجماعي وكيفية حماية المستثمرين.

وفي سبيل تحقيق هذا الهدف، سيتبع البحث النهج التحليلي المقارن المتداخل، مستخدماً طرقاتاً لنماذج استرشادية مقارنة لفهم فكرة التمويل الجماعي، وأوجه النقص التشريعي في القانون الكويتي، واقتراح ما يُناسب من حلول لتطوير قانون هيئة أسواق المال الكويتي لتنظيم التمويل الجماعي، حيث إنّ الاستعانة بالفقه الأمريكي وتعليقاته على قانون دعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة الصادر عام 2012؛ سيكون له دور كبير في إنجاز هذه المهمة.

وسوف أقسم خطة الدراسة إلى مبحثين رئيسيين بالإضافة إلى مبحث تمهيدي نتناول فيه أساس الفجوة التمويلية التي يواجهها أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة. أما في المبحث الأول، فسوف أتناول فيه مفهوم التمويل الجماعي وآليته، وأهم المزايا والتحديات التي يواجهها. أما في المبحث الثاني فسوف أتطرق إلى كيفية إمكانية تنظيم التمويل الجماعي وفقاً لقانون هيئة

أسواق المال ولائحته التنفيذية مع تقديم بعض التعديلات على اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتي لضمان نجاح هذا التنظيم.

## المبحث التمهيدي

### الفجوة التمويلية في تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة

يواجه المبادرون في عالم ريادة الأعمال صعوبة في إيجاد التمويل من قبل مؤسسات التمويل التقليدية التي تضمن لهم التمويل اللازم لتنفيذ أفكارهم حتى تصل إلى مراحلها النهائية<sup>(4)</sup>، فبدايةً تمتنع البنوك عن تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة؛ بسبب عدم رغبة البنوك في تمويل المشاريع التي تكون فيها نسبة المخاطرة عالية، حيث إن نسبة نجاح هذه المشاريع ضعيفة جداً؛ وذلك بسبب عدم وجود سوق لمنتجات هذا المشروع، بل في معظم الحالات قد لا يوجد منتج وقت طرح المشروع للأفراد، ناهيك عن عدم قدرة أصحاب المشاريع على توفير المعلومات الكافية لأصحاب رؤوس الأموال عن مشاريعهم أو عدم تناسق المعلومات التي يقدمها أصحاب المشاريع (David, 2004).

لما كان ذلك، فسوف يبدأ صاحب المشروع الصغير بتمويل مشروعه في مرحلة البذرة "Seed Funding" من قبل الأهل والأصدقاء، حيث سوف ينجح غالباً أصحاب المشاريع الصغيرة في الحصول على خمسمئة ألف دولار في

(4) فكما ترى دراسة طشطوش (2013)، أن الأزمة المالية العالمية التي حدثت في عام 2008، قد زادت من الصعوبات التي تواجه المشاريع الصغيرة والمتوسطة من الحصول على التمويل اللازم. وفي حقيقة الأمر، لقد أدت هذه الأزمة إلى فرض حكومات دول العالم قيوداً إضافية تعوق من وصول أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة إلى رأس المال عن طريق البنوك، فشددت البنوك من سياسات الإقراض وأصبح المبادرون يواجهون صعوبة في الوصول إلى التمويل اللازم مما أدى إلى خلق فجوة تمويلية قدرها 260 مليار دولار بقطاع المشاريع الصغيرة والمتوسطة وأصبح بإمكان مشروع واحد فقط من بين خمسة مشاريع الحصول على قروض مصرفية أو أي أشكال أخرى من الائتمان.

هذه المرحلة، وبعد النجاح في جمع هذا المبلغ في هذه المرحلة، يبدأ أصحاب المشروع في تنفيذه بخطه حتى تواجه الشركة مرحلة "Seed Valley of Death" وهو مصطلح رائد في ريادة الأعمال والشركات الناشئة، يُقصد به المرحلة التي تواجه فيها الشركات الناشئة في مراحلها الأولى خطر عدم قدرتها على تغطية الجانب السلبي للتدفقات النقدية قبل أن تتمكن من تحقيق الأرباح من خلال المنتج الذي تحمله (Cumming & John, 2014).

وبعد تجاوز هذه المرحلة، تدخل الشركة الناشئة في مرحلة تمويلية جديدة، حيث يتم تمويل المشروع من قبل المستثمرين الملائكة "Angel Investors" بمبلغ مليون دولار أو أقل<sup>(5)</sup>، ومع ذلك فلن يُحقّق المستثمرون الملائكة فائدة لأصحاب المشاريع الصغيرة، حيث نادراً ما يوفّر المستثمرون الملائكة تمويلًا إضافيًا للمشاريع التي يستثمرون فيها عندما يكون هذا التمويل الإضافي ضرورياً للحفاظ على خطة سير المشروع ولإنقاذه من الانهيار؛ وذلك لتجنب خسارة المزيد من الأموال (Balachandra & Kim, 2014)، علاوةً على ذلك فإنّ المستثمرين الملائكة يتصفون بالانتهازية؛ حيث يكون جلّ همهم المال دون أي دعم فني يُسهم في تشجيع نمو المشاريع الصغيرة، فيكون المستثمرون الملائكة أقل صبراً على نجاح المشروع، حيث يتوقعون أرباحاً سريعة نظير تمويلهم للمشاريع الصغيرة، وهذا ما ينافي طبيعة المشاريع الصغيرة والمتوسطة التي تحتاج إلى فترة من الزمن وجولات عدة من التمويل حتى تتمكن من النجاح والنمو (Aernoudt, 1999).

(5) يُعرف المستثمرون الملائكة بمجموعة الأفراد أصحاب رؤوس الأموال الضخمة والذين يستثمرون في المشاريع الصغيرة في مراحلها الأولى. ويجب أن يكون المستثمر الملاك مستثمراً معتمداً "Accredited Investor" وهو المستثمر الذي يملك مليون دولار كصافي دخل أو المستثمر الذي يتحصّل على 200.000 دولار كدخل سنوي وفقاً للمادة 506 of Regulation D من قانون هيئة الأوراق المالية الأمريكي.

وبعد تجاوز مرحلة تمويل المستثمرين الملائكة، سيواجه المبادرون فجوة تمويلية جديدة، تتمثل في التفاوت بين مقدار رأس المال الذي يُمكن لصاحب المشروع جمعه من قبل المستثمرين الملائكة، وبين الحد الأدنى الذي سوف تستثمر به صناديق رأس المال المغامر (Oranburg, 2015)، فثبتت الدراسات أنّ 40% فقط من الشركات الناشئة التي نجحت في الحصول على التمويل اللازم بعد مرحلة البذرة سواء من المستثمرين الملائكة أو من التمويل الجماعي في الولايات المتحدة الأمريكية، قد نجحت في الحصول على التمويل من قبل صناديق رأس المال المغامر، وهذا ما يؤكد وجود هذه الفجوة (Seed Investing Report, 2012). وتوجد عوامل عدة تصعب حصول المبادرين على تمويل صناديق رأس المال المغامر في هذه المرحلة منها:

أولاً: تميل صناديق رأس المال المغامر إلى التركيز على استثمارات أكبر وفي مناطق جغرافية معنية يكثر بها الابتكار التكنولوجي؛ حيث وفقاً لتقرير Seed Investing Report (2012) استثمرت صناديق رأس المال المغامر على المستوى العالمي ما يقارب 5.2 مليار دولار في المشاريع الناشئة المتخصصة في تكنولوجيا المعلومات منذ عام 2014 بمقابل استثمارها 404 مليار دولار في شركات غير متخصصة بالتكنولوجيا.

ثانياً: تُعدّ صناديق رأس المال المغامر انتقائية للغاية في الشركات التي تستثمر بها، حيث تقوم بتقييم جودة المقترح عن طريق الكفاءة التي لديها، وكذلك أصحاب الخبرة للموافقة على تمويل المشروع، فضلاً عن أنّ صناديق رأس المال المغامر لا تستثمر في مرحلة الفكرة، والمشاريع التي لم يسبق لها الحصول على أي تمويل كالشركة الناشئة، بل تميل إلى الاستثمار في المشاريع الصغيرة التي مر عليها عدد معين من مراحل التمويل، حيث تُثبت الدراسات أنّ عدد صناديق رأس المال المغامر التي تموّل المشاريع الصغيرة والمتوسطة في مرحلة الفكرة في تناقص حاد منذ عام 2014 إلى وقتنا الحاضر (Bellavitis et al., 2017).

والأهم مما سبق، أنّ جميع مؤسسات التمويل التقليدية سواء البنوك أو صناديق رأس المال المغامر أو المستثمرين الملائكة تمارس في كثير من الأحيان ضغوطاً على أصحاب المشاريع الصغيرة تصل حد الابتزاز وفرض الأجندات والسياسات على أصحاب المشاريع، فيخضع أصحاب المشاريع في كثير من الأوقات لشروطهم، فتضيع بوصلة المشاريع عن هدفها الحقيقي وما كانت تصبو إليه من خدمة للمجتمع عن طريق هذه الأفكار القيمة التي لم تحصل على التمويل اللازم.

## المبحث الأول

### التمويل الجماعي القائم على تملك الأوراق المالية

#### تمهيد وتقسيم

تبين لنا من خلال المبحث التمهيدي الفجوة التمويلية التي تواجه أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة في بداية انطلاق مشاريعهم بشكل عام سواء في الولايات المتحدة الأمريكية أو على المستوى الدولي بشكل عام، وكيفية عدم نجاح وسائل التمويل التقليدية في سد هذه الفجوة التمويلية (Oranburg, 2015)، ومع ذلك نواجه اليوم ولادة حقبة جديدة من الخدمات المالية التي تسعى لتمويل الأفراد والشركات عن طريق جمع أكبر عدد من الأموال من قبل الأفراد عن طريق الإنترنت، حيث ظهرت منصات متخصصة بالتمويل الجماعي "Crowdfunding Platforms" تسعى لحشد الأفراد "الممولين" وذلك لغرض دعم أفكار المبادرين بدلاً من الاتصال بوسائل التمويل التقليدية.

وحتى نصل إلى رؤية واضحة لمعرفة هذه القناة التمويلية الجديدة، سنخصّص هذا المبحث لتناول مفهوم التمويل الجماعي وآلية التمويل الجماعي (المطلب الأول)، وذلك قبل أن ننتقل إلى تناول أهم مخاطر ومزايا التمويل الجماعي القائم على تملك الأوراق المالية (المطلب الثاني).

## المطلب الأول: مفهوم التمويل الجماعي وآلية عمله

سنتناول في هذا المطلب ما هو المقصود بالتمويل الجماعي؟ وكيف يُمكن التمييز بين أنواع التمويل الجماعي المتعدّدة؟ (أولاً)، وما هي آلية عمل التمويل الجماعي والمراحل التي سوف تُصاحب انطلاق هذه العملية؟ (ثانياً).

### أولاً: مفهوم التمويل الجماعي القائم على تملك الأوراق المالية

بشكل عام، فإنّ التمويل الجماعي هو تمويل مشروع صغير من قبل مجموعة من الأفراد بدلاً من مؤسسات التمويل التقليدية، حيث يتم عرض الفكرة من قبل صاحب المشروع من خلال منصة في الإنترنت، وإذا أعجبت إحدى الشركات بهذه الفكرة، تقوم هذه الشركة بإعلانها للجمهور، حيث إنّه إذا قام أحد الأفراد بالإسهام في هذا المشروع فسيكون بذلك مالِكاً لحصّة في رأسمال المشروع أو مقرضاً أو متبرّعاً وذلك وفقاً للشكل القانوني المتبع للتمويل الجماعي.

ويتضمّن التمويل الجماعي القائم على إمكانية إسهام الأفراد في المشاريع الصغيرة والمتوسطة ثلاثة أنواع إضافة إلى التمويل الجماعي القائم على تملك حصّة في المشروع الذي يتم الاستثمار فيه، حيث يتميّز كل نوع عن الآخر بما وعد به المستثمرون مقابل إسهاماتهم في هذا المشروع.

النوع الأول من عمليات التمويل الجماعي، هو التمويل الجماعي القائم على شكل إعانات " Donation Fund " والذي تكون فيه إسهامات الأفراد على سبيل التبرعات في التمويل الجماعي، مفاد ذلك أنّه لن يحصل المستثمرون على شيء من العائد النهائي للمبالغ التي أسهموا بها، ويبرز هذا النوع من التبرعات للمشاريع التعليمية والإبداعية والثقافية؛ لدعم المبادرين في هذه المشاريع (Burtch et al., 2013).

النوع الثاني من عمليات التمويل الجماعي، هو التمويل الجماعي الذي يقوم عن طريق الإسهام في المشروع على شكل الإقراض " Peer-to-Peer Lending "، حيث يقدم الأفراد فيه الأموال لصاحب الفكرة مقابل سداد هذه الإسهامات من

قبل صاحب الفكرة لاحقاً دون أية فوائد، فهي تقوم على فكرة القرض الحسن (Giudici et al., 2012). وما يميّز هذه الطريقة عن طريقة الاقتراض التقليدية، أنّ أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة لن يبدأوا بتسديد الأقساط إلا إذا بدأت تلك المشاريع في تحقيق الأرباح والإيرادات الكافية لتسديد هذه القروض، فالفكرة وفق هذا النوع من الإقراض، عبارة عن خلق مجتمع متعاون من خلال تمكين الأفراد من الإسهام المجتمعي البسيط للحصول على القروض التي تُسهم في مساعدتهم لتحسين حياتهم أو إكمال تعليمهم أو البدء بأي نشاط يحسن حياتهم على أن تعود تلك الأموال بعد المدة المحددة.

أما النوع الثالث من التمويل الجماعي، والذي يقوم على أسس استثمارية - وهو موضوع هذه الدراسة- هو التمويل الجماعي القائم على تملك الأوراق المالية في المشروع "Equity Crowdfunding"، والذي يعرف بعرض الأوراق المالية من قبل صاحب المشروع، وذلك من خلال وسيط عن طريق الإنترنت، حيث سيتيح هذا النوع من التمويل الجماعي لأي شخص أن يحصل على حصة في هذه الشركة تُقرر له الحق في الحصول على نسبة في الأرباح وإدارة هذا المشروع (Pierrakis et al., 2013).

ويقدم صاحب الفكرة في هذا النوع من التمويل الجماعي نوعين من الأوراق المالية، "العروض العامة" وكذلك "العروض الخاصة"، فكما يرى الزميع (2019) سوف يحصل المستثمرون في العروض العامة فقط على المبلغ الذي أسهموا به في المشروع دون الحصول على أية أرباح تنتج من وراء هذا المشروع، وذلك بخلاف الشركة المساهمة العامة بمفهومها التقليدي، بينما في العروض الخاصة وفق التمويل الجماعي فسوف يحصل الأفراد على أصل المبلغ الذي أسهموا به مع إمكانية الحصول على أرباح علاوة على هذا المبلغ. أيضاً من صور الاختلاف بين العروض العامة والخاصة أنّ العروض العامة تفتح

مجال المشاركة لعموم الأفراد في المجتمع، بينما العروض الخاصة يقتصر المشاركة فيها على الأصدقاء وأفراد العائلة دون عموم المجتمع<sup>(6)</sup>.

ومن النماذج الشهيرة لمنصات التمويل الجماعي منصتان: الأولى منصة Kickstarter التي تأسست في بروكلين نيويورك، ومنصة Indiegogo التي تأسست في سان فرانسيسكو كاليفورنيا، واللذان لعبتا دوراً كبيراً في نشر ثقافة التمويل الجماعي حول العالم، حيث استطاعت منصة Kickstarter في الفترة ما بين عامي 2009-2019 إطلاق أكثر من 450 ألف مشروع لأصحاب المشاريع الصغيرة، وقد نجحت بجمع ما يزيد على 4 مليارات دولار أمريكي (Bellavitis et al., 2017)، أما على مستوى الوطن العربي فقد نشأت أول منصة للتمويل الجماعي في 1 يوليو عام 2012 باسم "أفلامنا" لتساعد مخرجي الأفلام المستقلين عن شركات الإنتاج على تلقي التمويل لأعمالهم، وشهدنا بعدها انطلاق الكثير من منصات التمويل الجماعي، حيث ظهرت منصة "Zomaal" للتمويل الجماعي، والتي تم إطلاقها في عام 2012 ومقرها في لبنان، حيث يُمكن اعتبارها نسخة عربية من منصة "Kickstarter"؛ لأنها قائمة على الجوائز والحوافز التي تُقدّمها للمستثمرين مقابل إسهامهم في تمويل المشاريع التي يتم طرحها من خلالها.

وبسبب هذا الانتشار الواسع لمنصات التمويل الجماعي على المستوى الأجنبي والعربي، لاقت فكرة التمويل الجماعي قبولاً في بعض دول مجلس التعاون الخليجي، حيث وافقت هيئة السوق المالية في المملكة العربية السعودية في عام 2018 على منح أول تصريح تجريبين للتقنية المالية لشركتين محليتين، وهما شركة منافع للاستثمار وشركة سكوبيير (<https://cma.org.sa>)؛ وذلك لتقديم خدمة تمويل الملكية الجماعية في المملكة العربية السعودية، وفي الإمارات العربية المتحدة أطلقت سلطة دبي للخدمات المالية إطار عمل تنظيمياً

(6) للمزيد حول الأحكام العامة للاكتتاب الخاص راجع (القليوبي، 1974؛ الشمري، 1999).

خاصاً بمنصات التمويل الجماعي للقروض؛ والذي يُعدّ الأول من نوعه في الوطن العربي، حيث ينظم هذا الإطار تحديد ما يجب على الشركات الإفصاح عنه أثناء عملها، وتحديد دور منصة التمويل الجماعي والرسوم التي تتقاضاها، بالإضافة إلى كيفية حل مشكلة تضارب المصالح.

### ثانياً: آلية عمل التمويل الجماعي القائم على تملك الأوراق المالية

تبدأ عملية التمويل الجماعي القائمة على تملك الأوراق المالية عندما يبدأ صاحب الفكرة بنشر طلب تمويل على أحد مواقع الإنترنت للتمويل الجماعي، حيث يصف رجل الأعمال الفكرة وما ينوي القيام به وما هي خطة العمل، وفي ذات الوقت يتصفح المستثمرون أفكار رواد الأعمال على الإنترنت، فإذا وجدوا فكرة تجذبهم فيمكنهم الإسهام بتمويل هذه الفكرة التي طرحها المبادر (Mollick, 2013).

وتكون المرحلة الأولى للتمويل الجماعي القائم على التملك من خلال اختيار المشروع من قبل منصات التمويل الجماعي، حيث تقوم الإدارة القائمة على المنصة في الاختيار الأولي للمشروع من خلال البيانات والدراسات التي يقدمها صاحب الفكرة، وعادة ما تقوم الإدارة القائمة على المنصة بالتأكد من أن المشروع سيكون مؤهلاً للحصول على التمويل اللازم بعد طرحه للجمهور (Belleflamme et al., 2014).

أما المرحلة الثانية، فتكون من خلال طرح حيثيات المشروع وكل ما يتعلق به، من خلال المنصة التي سوف يُشارك بها الأفراد في التمويل، حيث تنظر المنصة إلى المشروع المقدم من صاحب الفكرة وتقوم بمراجعة المشروع والتدقيق على النشاط التجاري الذي يحمله المشروع ومراجعة عوامل أخرى مثل مدى ملاءمة المشروع لآلية التمويل الجماعي، وكذلك النظر في خبرات أصحاب المشاريع، وبمجرد قبول المشروع في منصة التمويل الجماعي يتم تحميل المشاريع للمستثمرين المحتملين لتصفحها على شكل فيديو أو وصف نصّي يشرح نموذج النشاط التجاري وماهيته، حيث يتضمّن المعلومات

الأساسية عن أصحاب المشاريع ومقدار رأس المال الذي يسعون لجمعه، وكمية الأسهم التي سوف يطرحونها للمشاركة في المشروع، وماهي المخاطر التي تصاحب تنفيذ المشروع (Mollick, 2013).

أما المرحلة الثالثة، فهي مرحلة بدء المشاركة من قبل الأفراد في تمويل المشروع بعد موافقة منصة التمويل الجماعي على المشروع، والتأكد من أن المشروع غير مخالف للقوانين المعمول بها، في حين أن المرحلة الأخيرة هي مرحلة بدء وتنفيذ المشروع من قبل صاحبه، حيث يكون ذلك بعد اكتمال المبلغ المطلوب، فتقدم هذه الأموال إلى صاحب المشروع للبدء في تنفيذ المشروع الذي تم تمويله من قبل الأفراد، وبعد تحقيق الأرباح يقوم صاحب المشروع بتسديد رأس المال الذي حصل عليه.

### **المطلب الثاني: أهم مزايا ومخاطر التمويل الجماعي القائم على تملك الأوراق المالية**

سبق الحديث عن مفهوم وآلية عمل التمويل الجماعي، وما هي الفلسفة التي تنطلق منها هذه القناة التمويلية حديثة النشأة، ومع ذلك يبقى السؤال الذي سوف نجيب عنه في هذا المطلب، ماهي مزايا التمويل الجماعي التي ستدفعنا للسعي نحو تنظيم هذه القناة التمويلية؟ (أولاً)، وبعد ذكر أهم المزايا يجب أن نتطرق إلى أهم مخاطر التمويل الجماعي (ثانياً)؛ حتى نتمكن من تقديم نموذج يوازن بين مزايا ومخاطر هذه القناة التمويلية.

#### **أولاً: أهم مزايا التمويل الجماعي**

من أهم مزايا التمويل الجماعي أنه سوف يُساعد على استغلال الأفكار والطاقات الشبابية ذات الفكر الإبداعي داخل الدولة وعدم احتوائهم من قبل دول أخرى؛ بسبب ضمان حصول المبادرين على التمويل اللازم من قبل أفراد داخل المجتمع؛ وهذا الاستغلال الإيجابي سوف ينتج عنه خلق استدامة ونمو اقتصادي داخل المجتمع (Bechter at el., 2011). ولتوضيح ذلك نقول: إن النمو الاقتصادي مدفوع بالابتكار، والابتكار مدفوع بالتجربة، والتجربة مدفوعة

بالتمويل للمبتكرين الذين يفتقرون للتمويل اللازم، من هذا المنطلق وبعد نجاح الشركات الصغيرة في تطبيق أفكارها عن طريق التمويل الجماعي وتوسّع نموها؛ سوف ترقى وتصل إلى مستوى الشركات الكبيرة وتُدرج في البورصة، وبهذه الطريقة سيتم إيجاد كيان اقتصادي ضُلب في الدولة، وذلك فقط من خلال إسهامات قليلة من أفراد المجتمع.

علاوة على النمو الاقتصادي، سوف يُساعد التمويل الجماعي على خلق فرص عمل جديدة في المجتمع، وهذا ما سوف يترتب عليه تحفيز الوضع الاقتصادي وتنميته وتعزيز الابتكارات في الدولة على المدى البعيد (Kitchens & Torrence, 2012)، وبتطبيق ذلك على دولة الكويت؛ نجدها قد أسندت في رؤيتها "الكويت 2035" دوراً جوهرياً للقطاع الخاص كمكوّن أساسي في اقتصاد الدولة، حيث أكدت هذه الرؤية على أهمية أن يقود القطاع الخاص النشاط الاقتصادي للدولة، فالمؤسسات الحكومية تحمّلت أعباءً متزايدة، بدءاً من توفير الفرص الوظيفية لأعداد متزايدة من المواطنين، ومروراً بتقديم معظم الخدمات الاجتماعية في المجتمع، فأصبح القطاع الحكومي يستوعب الجزء الأكبر من قوة العمل في الكويت وما ترتب على ذلك من مشكلة التضخم الوظيفي والذي يطلق عليه بعض الأحيان "البطالة المقنّعة".

وبربط هذا الهدف بالتمويل الجماعي، سوف يستطيع أفراد المجتمع من خلال أفكارهم ومشاريعهم الخاصة القضاء على معدلات البطالة والدفع بالشباب للعمل في القطاع الخاص دون تدخل الحكومة ومجلس الأمة، فلو افترضنا أنّ 50% من موظفي الدولة لديهم رغبة حقيقية في الإسهام في حل قضية العاطلين عن العمل وقرروا المشاركة في تمويل أحد المشاريع الصغيرة بقيمة عشرة دنانير فقط، سوف نحصل على 1,180,545 ديناراً كويتياً، فإنّ هذا المبلغ يُمكن معه تأسيس 20 شركة جديدة بمعدل 50 ألف دينار كويتي لكل شركة، وعلى افتراض أنّ كلّ شركة من هذه الشركات سوف توظف ستة موظفين، فإنّه يُمكن توفير 120 وظيفة بمجرد الإسهام بعشرة دنانير، مفاد ذلك أنّه كلما زادت نسبة مشاركة

الأفراد في التمويل الجماعي، سوف تزيد معها نسبة القضاء على البطالة وأيضاً سوف يتم احتواء المبادرين وأصحاب الأفكار الريادية داخل الدولة. ومن منظور مختلف، تزداد أهمية التمويل الجماعي عندما يكون للأفراد المشاركين في التمويل الجماعي دوافع أخرى ليست مرتبطة بتحقيق الأرباح أو نجاح المشروع من عدمه (Agrawal at el., 2014)، فقد يكون أفراد المجتمع يشعرون بعدم الرضا عن المنتجات الحالية المتاحة في السوق أو بعض سلوكيات الشركات الكبرى المسيطرة في السوق، من هذا المنطلق يُعتبر التمويل الجماعي أداة ووسيلة ضغط لتغيير سلوك معين في المجتمع من خلال قدرة الأفراد على تمويل المشاريع التي تتناسب مع أفكارهم تجاه سلوك معين من قبل المسيطرين على السوق.

### ثانياً: أهم مخاطر التمويل الجماعي

كما ذكرنا في بداية البحث، أنّ التمويل الجماعي يكون لمشاريع ناشئة جديدة لا ترى النور في الواقع، أو قد يكون تم إطلاق الشكل المبدئي للمشروع أو المنتج دون معرفة مدى فرص نجاحه في المجتمع، مما يجعل هذه المشاريع عالية المخاطر، مقارنة ببقية الاستثمارات (Gobble, 2012)، ومع ذلك، فإنه يزيد من نسبة فشل المشاريع الصغيرة والمتوسطة ليس فقط بسبب أنّ هذه المشاريع جديدة وفرص نجاحها غير مؤكد، بل في حقيقة الأمر يعود السبب الأكبر وراء ذلك لغياب قواعد واضحة تُساعد المستثمرين على الاطلاع وتقييم المخاطر التي تُصاحب عملية اختيارهم للمشاريع الذين يريدون الاستثمار بها. ولتوضيح ذلك، فإنّ المبادرين هم أشخاص يحملون أفكاراً جديدة ذات طابع إبداعي على المجتمع والسوق، وهذا ما سوف يجعل من المعلومات التي سيوفرها أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة تتسم بعدم التناسق بسبب طبيعة هذه الأفكار، وليس بسبب الرغبة في التحايل على المستثمرين كما أكد Gobble (2012)، ويُقصد بعدم تناسق المعلومات أن يكون هناك عدم توازن في المعلومات لدى أصحاب المشروع بسبب المتغيرات التي تطرأ عليه والتي من

شأنها أن تصعب على المستثمرين تحديد الوقت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري الصحيح بناءً على هذه المعلومات، فيجب أن يكون لدى المبادرين خطة ورؤية تحمل معها إستراتيجية طرح الفكرة والمنتج في السوق وكيف سيتم تطوير هذا المنتج لاحقاً، حتى لو قدّم أصحاب هذه المشاريع للمستثمرين خطة تتضمن كيفية تنفيذهم لمشاريعهم، فإنّ هذه الخطة سوف تستند في حقيقة الأمر إلى تخمين أصحاب المشاريع الصغيرة في توقع كيفية استقبال الأفراد لهذه الفكرة من عدمه دون تضمين هذه الخطة للقرارات الإستراتيجية الرئيسية للمشروع والتي سوف تمكن المستثمر من اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح. نتيجة لذلك؛ سوف يُساعد التمويل الجماعي على خلق مستثمر لا يعي مخاطر استثماراته؛ وسبب ذلك، أنّ بعض المستثمرين سوف يستثمرون وهم متّبعون لبعض المستثمرين السابقين الذين استثمروا في مشاريع صغيرة حقّقت نجاحاً كبيراً لاحقاً دون علم بالمخاطر التي تُصاحب المشاريع التي يستثمرون بها.

وقد يعتقد البعض أنّ قواعد الإفصاح بشكلها التقليدي ستُحقّق الحماية الكافية للمستثمرين وفق التمويل الجماعي، ومع ذلك، فلن تُحقّق قواعد الإفصاح بشكلها التقليدي الحماية في عمليات ذلك التمويل؛ حيث يؤكد علم الاقتصاد القانوني أنّ القواعد التي تنظم عمليات إصدار شركة لرأسمال بمبلغ معيّن (مئة ألف دولار مثلاً) لا يُمكن أن تكون ذات القواعد التي تنطبق على شركة تصدر رأسمال بمبلغ مختلف (مليون دولار مثلاً)؛ وذلك بسبب تباين أهمية كل عملية عن الأخرى (Steven, 1996) ، أضف إلى ذلك أنّ الشركات الصغيرة تقوم باستثمارات بالغة الخطورة لا يُمكن معها تقدير نسبة نجاح أو فشل هذا المشروع، فكيف يُمكن لقواعد الإفصاح بشكلها التقليدي أن تحمي المستثمر من خلال الإفصاح عن أصل لا توجد ابتداءً معلومات كافية عنه؟ حتى يستطيع المستثمر تقييم المخاطر ونسبة النجاح التي قد تنتج من وراء هذا المشروع بناءً على هذه المعلومات.

وبناء على ما سبق، نجد أنّ غياب تنظيم خاص وفق التمويل الجماعي لعملية الإفصاح التي تتناسب مع حجم العرض من قبل أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة، سوف يزيد من مخاطر الاحتيال في عميات التمويل الجماعي، حيث إنّ هناك علاقة طردية بين الاثنين كما أكد Steven (1996)، فكلما قل العرض المقدم للجمهور، قلت نسبة تعرّض المستثمرين للاحتيال من قبل مصدرّي الأوراق المالية بسبب القدرة على التأكّد من نشاط المشاريع الصغيرة وخطط عملها والعكس صحيح.

ومن أهم مخاطر التمويل الجماعي من جهة أخرى، هو مرحلة ما بعد نجاح المشروع الصغير والمتوسط في مرحلته الأولى، فتمويل المشروع في بدايته قد لا يكون المرحلة الأخيرة من التمويل الذي يحتاجه المشروع، فقد تنجح الشركة الناشئة في الحصول على التمويل اللازم في مراحلها الأولى، ولكن أيضاً بعد نجاحها وتوسّع نشاطها، سوف يحتاج أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة إلى تمويل آخر لتوسعة نشاطهم والبحث عن استثمارات جديدة تواكب التطور المجتمعي أو تطور الفكرة بذاتها التي قام المشروع عليها بدايةً، ومفاد ذلك أنّه سوف ترتفع التكاليف الإدارية المصاحبة لكل عملية إصدار جديد للأسهم للمستثمرين في حالة توسع المشروع وخوضه لجولات تمويل أخرى عن طريق التمويل الجماعي، وفي ذات الوقت، قد لا يملك صاحب المشروع الصغير والمتوسط القدرة الكافية للتعامل مع العدد الكبير من المستثمرين، سواء المستثمرين الجدد أو القدامى من حيث تقديم معلومات دورية مستمرة لهم، أو من خلال القدرة على تغطية التكاليف المصاحبة لعملية التوسّع، وهذا ما سوف يؤدي إلى جعل الاستثمار المستقبلي للمستثمرين في التمويل الجماعي أقل جاذبية.

## المبحث الثاني

### التمويل الجماعي وفق القانون الكويتي

سوف نُخصّص هذا المبحث لمعرفة أهمية اشتراط وسيط يتم التصريح له من قبل هيئة أسواق المال، وما هي الشروط التي يجب توافرها في مقدم الخدمة المالية؟ مسترشدين بتجربة المملكة العربية السعودية الحديثة في هذا الصدد

(المطلب الأول)، وذلك قبل أن ننتقل إلى دراسة الإطار القانوني للتمويل الجماعي على ضوء اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال "الكتاب الحادي عشر" (المطلب الثاني)، على أن يتم اقتراح إدخال بعض التعديلات على النصوص القائمة في الكتاب الحادي عشر؛ وذلك بسبب خصوصية التمويل الجماعي (المطلب الثالث).

**المطلب الأول: اشتراط وسيط يتم الاستثمار من خلاله في التمويل الجماعي**

### 1 - أهمية اشتراط وسيط في عمليات التمويل الجماعي

تكمن الأهمية من اشتراط منصات تقوم بدور الوسيط في عمليات التمويل الجماعي، في أنّ هذه المنصات التي سوف تلعب دور الوسيط سوف تزيد من نسبة الشفافية لعمليات الاستثمار في التمويل الجماعي؛ وذلك من خلال خلق قنوات تواصل بين المستثمرين الحاليين والسابقين والمستقبليين (Bradford, 2012)، وبسبب هذا الدور الذي تقوم به المنصات في عملية التمويل الجماعي؛ سوف يستطيع أي مستثمر يرغب في الاستفسار عن طبيعة نشاط المشروع أو التجربة التي خاضها المستثمر السابق أن يستفسر مباشرة عن طريق التواصل مع أي مستثمر حالي أو سابق، وهذا ما سوف يزيد من توعية وتثقيف المستثمر غير المطلع بشكل كامل على طبيعة المشروع (Gregory, 2014).

أضف إلى ذلك، أنّ المشاريع الصغيرة والمتوسطة سوف تحصل على التمويل من خلال فترات وجولات متعاقبة وليست على مرحلة واحدة، وهذا ما سوف يزيد من ثقة المستثمر بصاحب المشروع؛ وذلك بسبب قدرة المستثمر على التأكد من سلوك صاحب المشروع أثناء الجولات التمويلية السابقة التي حدثت خلال المنصة (Christopher, 2016).

وفي ذات السياق، فإنّ وجود منصات يتم الاستثمار من خلالها سوف يضمن الكشف عن الشركات التي قد لا تهدف للحصول على تمويل لغرض تطبيق المشروع، بل لسرقة أموال المستثمرين، فوفق قانون دعم المشاريع

الصغيرة والمتوسطة الأمريكي نجد أنّ منصات التمويل مخولة قانوناً باستبعاد الشركات غير المؤهلة، أو التي لا تتوافق مع الشروط المنصوص عليها، أو المخالفة لشروط القانون في عمليات التمويل السابقة كمخالفة شروط الإفصاح أو الإغفال المتعمّد لتلك الشروط بعدم الإفصاح عن المعلومات الجوهرية، أو التي يكون للمنصة سببٌ منطقيّ في استبعادها من طلب التمويل من المنصة. ومن منظور آخر، نجد أنّ استخدام منصات الإنترنت كوسيلة يتم من خلالها الاستثمار سوف يُساعد أيضاً المشاريع الصغيرة والمتوسطة التي لم تكتسب شهرة كبيرة في المجتمع للوصول إلى المستثمرين الذين لم يتمكنوا من الوصول إليها عن طريق الوسائل التقليدية كالإعلان في الجرائد؛ أو عن طريق متعهدي الاكتتاب الذين يتولون عملية الطرح العام؛ حيث إنّ لن يرغب متعهدو الاكتتاب في الترويج للمشاريع الصغيرة، وذلك بسبب خطورة هذه المشاريع (Joan & Shelden, 2011).

## 2 - الشروط التي يجب توافرها في مقدّم خدمة التقنية المالية " الوسيط "

في بداية عام 2018، أصدرت هيئة سوق المال السعودية لائحة تنظم إجراءات ومتطلبات الحصول على رخصة استخدام التقنية المالية كأداة من أدوات الابتكار المالي، حيث قرّرت شروطاً عدة يجب أن تتوافر في مقدّم الطلب ليمارس خدمات التقنية المالية، وكذلك يجب أن تتوافر معايير فنية معيّنة في مقدّم طلب التقنية المالية؛ حتى يتم منحه تصريح استخدام التقنية المالية، ومن أهم هذه الشروط:

- 1 - أن يتمتع مقدّم الطلب بالنزاهة والقدرة الكافي من العناية والحرص، وذلك من خلال التواصل مع العملاء وتزويدهم بالمعلومات بصورة واضحة وغير مضلّة.
- 2 - معالجة مشكلة تعارض المصالح بين عملائه، أو بينه وبين عملائه.
- 3 - القدرة على ضمان سرية المعلومات.
- 4 - الإفصاح للهيئة عن جميع الأحداث المهمة والتغيرات في عمله، وأنّه قد

حرص الحرص الواجب، بما في ذلك معرفة القواعد ذات الصلة بتقديم منتج التقنية.

5 - تبيان القدرة على وضع خطة تخارج إستراتيجية عادلة مناسبة للمستثمرين عند التوقّف عن تقديم منتج التقنية المالية.

6 - تقديم بيانات عن المخاطر الجوهرية الناشئة عن استخدام منتج التقنية المالية، وكيف ينبغي تقييمها والحد منها إن أمكن، وماهي الإجراءات الوقائية التي يُمكن أن يوقّرها.

أما من حيث المعايير الفنية التي يجب أن يستوفها مقدم طلب التقنية المالية، فإنّ اللائحة اشترطت على منتج التقنية المالية المقترحة أن يستوفي المعايير التالية:

1 - أن ينطوي على نشاط ذي علاقة بالأوراق المالية، أي أن يدخل ضمن الأنشطة التي تنظمها الهيئة.

2 - أن يُعزّز الابتكار في التقنية المالية من حيث تطبيقات الأعمال ونموذج التقنية.

3 - أن يكون لدى المنتج إمكانية تعزيز النمو الكبير في السوق والكفاءة.

ومع ذلك، فإنّ ما يعيب تنظيم هذه الشروط أنّ هيئة سوق المال السعودية قد قامت فقط بتنظيم شروط إجراءات الحصول على موافقة هيئة سوق المال لغرض التقنية المالية، دون أن تصدر تنظيمًا خاصًا للتمويل الجماعي، وكيفية إمكان حماية المستثمرين وفق هذا النظام على وجه الخصوص، ففوق التنظيم الحالي يستطيع المستثمرون الاستثمار في عمليات التمويل الجماعي دون أي قيد من حيث المبلغ الذي يجب الاستثمار به، أو الفترة الزمنية التي يجب الاستثمار خلالها، كذلك وفق التنظيم الحالي سوف يواجه أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة عقبة الإفصاح؛ حيث إنّ غياب اشتراط الإفصاح الجوهري وكيفية التخفيف من تكلفة الإفصاح على أصحاب المشاريع الصغيرة؛ سوف

يُنْفَر أصحاب المشاريع الصغيرة من اللجوء إلى التمويل الجماعي كطريق بديل لطرق التمويل التقليدية.

والأهم مما سبق، إنّ منصات التمويل الجماعي وفق التنظيم الحالي ليست مخولة قانوناً في استبعاد الشركات غير المؤهلة، أو التي لا تتوافق مع الشروط المنصوص عليها، أو التي خالفت شروط القانون في عمليات التمويل السابقة، أو التي مارست عمليات الاحتيال، وذلك لضمان استبعاد الشركات غير المؤهلة أو الشركات التي خالفت شروط الإفصاح، أو التي تعمّدت التغافل عن عدم الإفصاح عن المعلومات الجوهرية، والتي سوف تؤثر على المستثمرين.

### المطلب الثاني: مرحلة ما بعد تنظيم شروط منح استخدام التقنية المالية وفق القانون الكويتي

لو قامت هيئة أسواق المال في الكويت بتنظيم شروط منح استخدام خدمة التقنية المالية، نستطيع القول: إنّ هناك بيئة تشريعية خصبة في الكويت تناسب الطبيعة الخاصة للتمويل الجماعي القائم على التملك، حيث قرّر الكتاب الحادي عشر المنظم لعملية التعامل في الأوراق المالية أنّه لا بد من وجود نشرة اكتتاب يلتزم المصدر بنشرها قبل مشاركة المستثمرين في التمويل وفق الفصل الخامس المادة 5-1، أيضاً قرّرت المادة 5-6 أنّه يجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب العام للمصدر جميع المعلومات التي من شأنها تمكين المستثمرين من إجراء تقييم للوضع المالي للمصدر وتوقعاته المستقبلية والحقوق المتصلة بالأوراق المالية المطروحة، وذلك وفقاً لإجراء تقييم الوضع المالي لطبيعة الإصدار أو الطرح أو طبيعة تلك الأوراق المالية، أيضاً أجازت المادة 3-5 أنّ تطلب الهيئة أية معلومات إضافية لمحتويات نشرة الاكتتاب بخلاف المعلومات والبيانات التي اشترطها هذا الباب.

وقد يرى البعض كيف أنه يمكن إخضاع المشاريع الصغيرة والمتوسطة لعمليات الاكتتاب وفقاً للباب الحادي عشر المنظم لعملية التعامل في الأوراق المالية، حيث إنّ عمليات الاكتتاب وما تشترطه من نشرات الاكتتاب "Prospectus Requirements" - كما تقوم الشركات التي تسعى إلى عرض أسهمها والتي تكون مطالبة بإعداد نشرة اكتتاب وتسجيل واعتماد هذه النشرة لدى هيئة أسواق المال (طه، 2006) - ستكون مكلفة على أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة لأنهم سينفقون مبالغ كبيرة سعياً لعدم مخالفة هذه الشروط، وهذا ما يجعل عمليات طرح الأوراق المالية للجمهور مكلفة على أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة، خصوصاً في مراحلها الأولى التي تسعى من خلالها أن تجمع مبالغ بسيطة (Palmiter, 2012)، تأسيساً على ذلك، ما هي الفائدة من إخضاع أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة لهذه المادة إذا كانت تكلفة تطبيقها سوف تخفّض من التوجه إلى التمويل الجماعي، خصوصاً أنّ أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة يسعون إلى جمع مبالغ بسيطة عن طريق التمويل الجماعي؟

ونستطيع الرد على هذا الرأي، أنه لا يُمكن النظر إلى هذه التكلفة بمعزل عن ضمان حصول أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة على التمويل من قبل الجمهور دون توفير حماية للمستثمرين المتعاملين في عمليات التمويل الجماعي؛ وذلك بسبب ارتفاع نسبة المخاطر في المشاريع الصغيرة، أضف إلى ذلك، أنّ المشاريع الصغيرة تواجه مشكلة عدم السيولة، فلا يوجد سوق جاهز لعرض أسهم هذه الشركة، وكذلك لا توجد فرصة لبيع هذه الشركة بسبب صعوبة تقييم أصولها في حالات خطة التخارج، بمعنى آخر، لا توجد فرصة حقيقية للمستثمرين للتخارج بعد استثمارهم.

ويستطيع أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة وفق القانون الكويتي، تجاوز عقبة تكلفة القيام بنشرات الاكتتاب، أو توفير معلومات كافية وذلك بالاستناد إلى نص الفقرة الثانية من المادة 2-5 من ذات الفصل الذي قرّر

صراحة الجواز لهيئة أسواق المال إعفاء تضمين مسودة نشرة الاكتتاب من بعض البيانات والمعلومات المشار إليها في هذا الكتاب. أضف إلى ذلك، أنّ هذا النص قد قرّر الجواز لهيئة أن تعفي نشرة الاكتتاب من إرفاق بعض المستندات والإقرارات والإفصاحات، وذلك إن اقتضت طبيعة الإصدار أو الطرح أو طبيعة الأوراق المالية ذلك الإعفاء. وأهم من ذلك، قرّرت المادة 5-5 من الفصل الخامس استثناءات عدة على المادة 1-5، حيث أجازت إصدار أوراق مالية دون تقديم نشرة للاكتتاب في حالات عدة منها، إذا كانت دعوة الاكتتاب لا تزيد على إصدار أو طرح الأسهم لا يزيد على مليون دينار خلال فترة اثني عشر شهراً من تاريخ آخر إصدار وأية حالات أخرى تحددها الهيئة.

وقد يجادل البعض في أنّه سوف تزداد تحديات التمويل الجماعي في مرحلة ما بعد نجاح المشروع، حيث إنّهُ سوف تحتاج الشركة الناشئة جولات عدة من التمويل؛ حتى تستطيع أن تنتقل إلى مرحلة نمو أعلى، ونتيجة لهذا التوسع سوف يزداد عدد المستثمرين في الشركة بشكل كبير، وهذا ما سوف يترتب عليه أثر سلبي على حقوق المستثمرين الذين استثمروا في المراحل الأولى في التمويل الجماعي من حيث عدم إمكانية ضمان حقوقهم بسبب دخول عدد كبير من المستثمرين في الشركة.

ونستطيع الرد على هذه الحجة بأنّ المادة 8-5 من الكتاب الحادي عشر المنظم لعملية التعامل في الأوراق المالية ألزمت المصدر بتقديم نشرة اكتتاب تتضمن بيان الحقوق المتعلقة بالورقة المالية، وإجراءات ممارسة الحقوق الأولية المتعلقة بالأوراق المالية، وإعطاء وصف مختصر عن أية قيود على تداول الأوراق المالية وعن أية تدابير مستقبلية لتداول تلك الأوراق المالية. تطبيقاً لذلك سوف يكون المستثمرون على علم شامل بطبيعة حقوقهم المالية المتعلقة بنسب ملكيتهم في حالة زيادة رأسمال المشروع لاحقاً.

وفي ما يلي سوف نتطرّق إلى بعض التعديلات المقترحة على الكتاب الحادي عشر من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال.

## المطلب الثالث: التعديلات المقترحة على الكتاب الحادي عشر من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال

بالرغم من تبني الكتاب الحادي عشر من اللائحة التنفيذية للقواعد التي سوف تُساعد على تنظيم عملية التمويل الجماعي القائم على تملك الأوراق المالية، إلا أنه لابد من تبني قواعد وأحكام خاصة تتناسب مع الطبيعة الخاصة للتمويل الجماعي؛ وذلك لضمان نجاح هذه القناة التمويلية، وكذلك لضمان عدم تعرّض المستثمرين لمخاطر هذه العملية. ولتحقيق هذا الهدف، سوف نقوم باقتراح بعض التعديلات على الكتاب الحادي عشر من اللائحة التنفيذية، وهي السماح بجمع أكثر من مليون دينار من خلال منصات التمويل الجماعي (أولاً)، السماح لأصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة القيام بأعمال الترويج والإعلانات (ثانياً)، تحديد المبالغ التي يجوز للأفراد الاستثمار بها وفق التمويل الجماعي (ثالثاً).

### أولاً: السماح بجمع أكثر من مليون دينار من خلال منصات التمويل الجماعي

لقد قصرت جميع الأنظمة القانونية التي نظمت التمويل الجماعي إمكانية أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة على جمع مبلغ محدد وهو مليون، فكما بيّن الزميع (2019)، أن القانون الفرنسي قد قصر على أصحاب المشاريع الصغيرة جمع مليون يورو من خلال منصات التمويل الجماعي، كذلك قصر القانون الأمريكي وفق المادة (6) (a) § 77d (15 U.S.C.) قدرة المبادرين وأصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة على عرض أوراق مالية لا تتجاوز مليون دولار خلال اثني عشر شهراً من خلال منصات التمويل الجماعي.

ومع ذلك، فإن قصر حصول المشاريع الصغيرة عن طريق التمويل الجماعي على جمع مبلغ مليون، لن يسد الفجوة التمويلية القائمة التي تعاني منها الشركات الناشئة (Thomas Coke, 2017)، فكما بيّننا في بداية هذا البحث، تكمن الفجوة التمويلية لدى الشركات الناشئة وأصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة في المدة التي بعد تجاوزها بنجاح للمراحل الأولى من تمويلها ووصولها إلى مرحلة التمويل من قبل صناديق رأس المال المغامر، وهو ما

يتجاوز 5 ملايين دولار غالباً. لذلك ووفقاً لهذا المبلغ نجد أصحاب المشاريع الصغيرة ما زالوا في ذات المرحلة التمويلية التي يوفرها المستثمر الملاك، حيث إنَّ ما تم فقط، هو استبدال المستثمرين الملائكة بالتمويل الجماعي؛ لأنَّ كلاً من التمويل الجماعي والمستثمرين الملائكة سوف يقومون بسد ذات الفجوة التمويلية للمشاريع الصغيرة والمتوسطة وهي الحصول على مليون دولار أو أقل (Laura, 2014).

ومن منظور مختلف، إنَّ من أسباب عدم قصر التمويل الجماعي على جمع مليون دينار وفق التعديل المقترح من قبلنا هو أنَّ الصندوق الوطني لدعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة في الكويت يقوم فقط بتمويل المشروع الصغير أو المتوسط بخمسمئة ألف دينار، مع النص صراحة في المادة الخامسة من قانون الصندوق على حظر حصول أصحاب المشاريع الذين سبق تمويلهم من قبل الصندوق على تمويل إضافي من قبل الصندوق، من هذا المنطلق سوف يستطيع أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة وفق التعديل الذي نقترحه تجاوز عقبتين في غاية الأهمية، العقبة الأولى، وهي عدم حصول المشاريع الصغيرة والمتوسطة على أكثر من مبلغ التمويل المحدد من قبل الصندوق؛ حيث قد يحتاج أصحاب المشاريع الصغيرة إلى تمويل يتجاوز المبلغ المحدد وفق قانون الصندوق، أما العقبة الثانية، فهي عقبة عدم ضمان حصول أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة على التمويل اللازم بعد حصولهم على تمويل سابق، سواء من قبل الصندوق، أو إذا ما حصلوا على تمويل سابق من قبل المستثمرين الملائكة.

### **ثانياً: السماح لأصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة القيام بأعمال الترويج والإعلانات**

لقد حظرت اللائحة التنفيذية على المصدر القيام بأية عمليات ترويجية أثناء القيام بعملية الاكتتاب، إلا إذا كانت هذه العمليات الترويجية وفقاً لضوابط الإعلانات الترويجية المنصوص عليها في الفصل السابع من الكتاب الثامن

"أخلاقيات العمل"، وبالرجوع إلى الكتاب الثامن، نجد أنّ المادة 7-1 من الفصل السابع قد قرّرت عدم جواز توجيه إعلان أو دعوة إلى أي شخص لحثه على الدخول في استثمار يتعلق بورقة مالية، إلا عن طريق شخص مرخص له، أو أن يكون محتوى الإعلان قد وافق عليه شخص مرخص له. ومع ذلك، نستطيع القول إنّ هذا التنظيم قد يكون مفيداً للشركات الكبيرة والتي تجاوزت جميع مراحل تطورها ونموها، لكنّه غير مناسب للشركات الناشئة، وآية ذلك، أنّ المشاريع الصغيرة والمتوسطة تحتاج إلى تمويل أكثر ورأسمال أكبر من الشركات الكبيرة، وذلك بسبب سرعة نموها وتطورها ومرورها بجولات تمويلية متعدّدة.

أضف إلى ذلك، أنّ الأتعاب والرسوم التي يتقاضها الوسطاء من وراء عمليات الاكتتاب والترويج لها سوف تكون نسبة تتحدّد بناء على مدى نجاح عملية الاكتتاب التي تتضمن بيعاً للأوراق المالية، ويربط هذه الآلية في تحديد رسوم الوسطاء بالجولات التمويلية الأولية التي تقوم بها الشركات الناشئة، فإنّه لن يشترك الوسطاء في هذه المرحلة الخطرة من تمويل الشركة الناشئة إذا لم تتمكن الشركات المصدرة من جذب متعهدي الاكتتاب والوسطاء للمشاركة في هذه المرحلة الخطرة؛ وذلك لأنّ هذه الجولة التمويلية تُعتبر عالية الخطورة بسبب طبيعة المشاريع الصغيرة التي تُكوّن أفكاراً جديدة يتم طرحها بالسوق، ناهيك عن نسبة الأرباح التي سوف تُعتبر غير مجدية للوسطاء مقارنة بالأسهم القليلة التي يسعى أصحاب المشروع الصغير والمتوسط طرحها للجُمهور في هذه المرحلة (Laura & Wendy, 2011).

### ثالثاً: تحديد المبالغ التي يجوز للأفراد الاستثمار بها وفق التمويل الجماعي

مما لا شك فيه أنّ التمويل الجماعي يُعتبر طريقة أسهل لأصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة في الحصول على التمويل اللازم، مقارنة باللجوء إلى صناديق رأس المال المغامر التي تُعتبر انتقائية جداً في اختيار المشاريع الصغيرة التي تستثمر فيها، ومع ذلك، فإنّ هذه السهولة في الوصول إلى التمويل اللازم تُصاحبها خطورة على المستثمرين؛ وذلك بسبب غياب

الإشراف والدعم الفني لأصحاب المشاريع الصغيرة من قبل التمويل الجماعي، مقارنة بصناديق رأس المال المغامر التي تقدم التوجيه والإرشاد، والخبرة، والتقنية والإشراف الصحيح للمشروع إضافة إلى التمويل المالي.

ومع ذلك، فإذا كان المبادر مؤمناً بالفكرة التي يريد تنفيذها ويسعى إلى الحصول على التمويل عن طريق التمويل الجماعي بالرغم من خطورة هذه القناة التمويلية بالنسبة للأفراد، فإنه لا بد من أن تكون هناك حماية للممولين "الأفراد"، وذلك عن طريق تحديد المبالغ التي يجوز لهم الاستثمار بها وفقاً للتمويل الجماعي. تطبيقاً لذلك ولضمان عدم استثمار الأفراد لجميع مدخراتهم عبر منصات التمويل الجماعي، نجد أن القانون الأمريكي في المادة (6) (a) § 77d (15 U.S.C.) قد قصر على الفرد أن يستثمر بشركة واحدة وبمبلغ أقصاه 2000 دولار أو بنسبة 5% إذا كان صافي الدخل للفرد مئة ألف دولار سنوياً، أو 10% إذا كان صافي الدخل للفرد يتجاوز مئة ألف دولار. أيضاً حصر القانون الأمريكي إعادة بيع الأوراق المالية خلال سنة إلا إذا كان شراء الورقة المالية من قبل الجهة المصدرة للورقة المالية أو الأقارب.

إن ما يعيب هذا التنظيم وفق القانون الأمريكي، أنه لو كان الهدف من هذا التنظيم حماية المستثمرين من الخسائر التي قد يتعرضون إليها، وجب أن يتم تقييد استثمار الأفراد خلال مدة معينة كسنة بدلاً من قصر ذلك على عدم الاستثمار بشركة واحدة من خلال التمويل الجماعي، فلو افترضنا بدلاً من ذلك الصافي للفرد أربعون ألف دولار، فسوف يستطيع الفرد أن يشارك بأكثر من شركة عن طريق التمويل الجماعي، وهذا ما سوف يترتب عليه تعرض المساهمين لخطورة أكثر بسبب توجيه مدخراتهم في نشاط معين عالي المخاطر وفي فترة زمنية واحدة.

عليه يتضح لنا جلياً أن ما ينقص اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتي لنجاح حماية المستثمرين في التمويل الجماعي هو أنه يجب تحديد مبالغ معينة يسمح بها للأفراد المشاركة في التمويل الجماعي كالسماح لهم بالاستثمار

بعد أقصى بمبلغ عشرين ألف دينار كويتي، وبذلك لن يستطيع الأفراد الاستثمار في جميع مدخراتهم عن طريق منصات التمويل الجماعي؛ لأنّ التمويل الجماعي يقوم على فكرة جمع التمويل من عددٍ كبيرٍ من الأفراد وليس موجهاً لمستثمر بعينه كما في حالة المستثمرين الملائكة وصناديق رأس المال المغامر. ولضمان حماية المستثمرين، يجب أن تقيّد هيئة أسواق المال الكويتية المستثمرين بالاستثمار وفقاً لفترة زمنية معيّنة علاوةً على تحديد مبالغ معيّنة؛ لأنّ تقييد المستثمرين بفترة زمنية سوف يترتب عليه زيادة يقين المستثمرين بهذه القناة التمويلية، حيث إنهم سوف ينتظرون أداء الشركات التي استثمروا فيها ومدى نسبة النجاح التي حققتها الشركة، فإذا كانت الشركة تُحقّق النجاح، فسوف يقوم الفرد بالاستثمار في العام التالي مع اكتسابه خبرة أكثر بسبب تجربته الأولى، وأهم من ذلك، إذا لم يُحقّق المشروع نجاحاً فسوف يخسر المستثمر فقط ما أسهم به في هذه الشركة دون غيرها، وهذا ما سوف يُحقّق معه حماية للمستثمرين في عمليات التمويل الجماعي.

### الخاتمة

سعيًا في هذا البحث إلى إدخال قناة تمويلية جديدة في المنظومة القانونية الكويتية، تعمل بالتوازي مع الصندوق الوطني لدعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة، مع ضمان حماية المستثمرين من مخاطر هذه القناة التمويلية الجديدة، وذلك من خلال استعراض القواعد التي تُساعد على نجاح تنظيم هذه القناة التمويلية تحت مظلة الكتاب الحادي عشر من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال، مع مراعاة إدخال بعض التعديلات الخاصة على هذه القواعد، وذلك بسبب خصوصية عمليات التمويل الجماعي.

### النتائج

خلصت الدراسة إلى عددٍ من النتائج نوردتها في ما يلي:

- إنّ التمويل الجماعي -كقناة تمويلية جديدة- لن يعمل كمنافس للصندوق الوطني لدعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة، بل سيعمل

بالتوازي مع هذا الصندوق، بحيث يسد الفجوة التمويلية التي لا يستطيع الصندوق الوطني تقديمها لأصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة، وهذا ما سيعود بالنفع المباشر على أصحاب الأفكار الإبداعية بشكل خاص، وعلى الاقتصاد الكويتي بشكل عام.

– إنَّ عدم سماح نصوص قانون الشركات الكويتي للشركات غير المساهمة في استخدام عمليات الاكتتاب العام، يُعدُّ من أهم العوامل التي تقف عائقاً أمام عدم قدرة تنظيم التمويل الجماعي في دولة الكويت، لكن السبب الرئيسي يعود إلى عدم وجود تنظيم لشروط منح تصريح استخدام خدمة التقنية المالية وفق قانون هيئة أسواق المال ولائحته التنفيذية، حتى تتمكن الشركات من طرح منصات التمويل الجماعي.

## التوصيات

- وفي ختام هذه الدراسة فإننا نورد بعض التوصيات لهيئة أسواق المال الكويتية:
- وجوب تنظيم شروط منح استخدام خدمة التقنية المالية في كتاب مستقل من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتي.
- وجوب تعديل الكتاب الحادي عشر "التعامل في الأوراق المالية"، وذلك بأن ينص على السماح بجمع أكثر من مليون دينار من خلال منصات التمويل الجماعي.
- وجوب تعديل الكتاب الحادي عشر "التعامل في الأوراق المالية"، وذلك بأن ينص على المبالغ التي يجوز للأفراد الاستثمار بها وفق التمويل الجماعي.
- وجوب النص على عدم انطباق المادة 7-1 من الفصل السابع من الكتاب الثامن "أخلاقيات العمل" على عمليات التمويل الجماعي.

## المراجع

- الزميع، فهد. (2019). الإطار القانوني لعمليات التمويل الجماعي للمشاريع الصغيرة والمتوسطة، *مجلة الحقوق*، 4(43)، 1-52.
- سليمان، سرحان، (2016). دور المشروعات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية (المفاهيم - الأهداف - التقييم) [محاضرة]. أقيمت المحاضرة بمركز النيل للإعلام بكفر الشيخ بتاريخ 10-5-2016.
- الشمري، طعمة. (1999). *الوسيط في دراسة قانون الشركات التجارية الكويتي وتعديلاته* (ط.3). مكتبة الطالب الجامعي.
- صاوق، عبد الوهاب. (2019). الإطار القانوني لآلية دعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة - دراسة لتطوير القانون رقم 98 لسنة 2013 بشأن الدعم المقدم من الصندوق الوطني لرعاية وتنمية المشاريع الصغيرة والمتوسطة، *مجلة الحقوق*، 3(43)، 89-125.
- طشطوش، هائل. (2013). *المشروعات الصغيرة ودورها في التنمية*. دار الحامد للنشر والتوزيع.
- طه، مصطفى. (2006) *النظرية العامة للقانون التجاري والبحري*. منشورات الحلبي الحقوقية.
- القليوبي، سميحة. (1974). *القانون التجاري الكويتي، نظرية الأعمال التجارية، التاجر، المحل التجاري*. مطبعة جامعة الكويت.
- Aernoudt, R. (1999). Business Angels: Should They Fly On Their Own Wings?, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*. 1 (2), 187-195. <https://doi.org/10.1080/136910699295965>
- Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2014). Some Simple Economics of Crowdfunding. *Innovation Policy and the Economy*, 14, 63-97. doi:10.1086/674021
- Alqalyubi, S. (1974). *Kuwaiti Commercial Law: Business Theory - The Merchant - The Commercial Shop* (in Arabic). Kuwait University Press.
- Al-Shammari, T. S. (1999). *The Mediator in The Study of Kuwaiti Companies Law and its Amendments* (3rd ed.) (in Arabic). Kuwait University Press.
- Alzumai, F. (2019). Crowdfunding Legal Framework: Comparative Study (in Arabic). Kuwait University, *Journal of Law*, 43(4), June.
- Balachandra L., Sapienza, H. & Kim, D. (2014). How Critical Cues Influence Angels' Investment Preferences", *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 34 (1), 1-16.
- Burtch G., Ghose, A. & Wattal, S. (2013). An Empirical Examination of the Antecedents and Consequences of Contribution Patterns in Crowdfunded Markets, *Inf Syst Res*, 24, 499-519. <https://doi.org/10.1287/isre.1120.0468>

- Bellavitis, C., Filatotehev, I., Kamuriwo, D. S., & Vanacker, T. (2019). INTRODUCTION: Entrepreneurial finance: new frontiers of research and practice. *Entrepreneurial Finance*, 1-16. doi:10.4324/9781351202152-1
- Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2012). Crowdfunding: Tapping the Right Crowd. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.1836873
- Bechter, C., Jentzsch, S., & Frey, M. (2011). From Wisdom to Wisdom of the Crowd and Crowdfunding. *Journal of Communication and Computer*, 251-273. <https://ssrn.com/abstract=1851142>
- Bradford, S. (1996). Transaction Exemptions in the Securities Act of 1933: An Economic Analysis. *Collage of Law Faculty Publications*, 89, 591-672. <https://digitalcommons.unl.edu/lawfacpub/89/>
- Bradford, S. (2012). Crowdfunding and the Federal Securities Laws. *Colum. Bus. L. Rev.* 1,1-150. <https://digitalcommons.unl.edu/lawfacpub/119>
- Denis, D. J. (2004). Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence. *Journal of Corporate Finance*, 10(2), 301-326. doi:10.1016/s0929-1199(03)00059-2
- Cumming, D. J., & Johan, S. A. (2014). *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective* 5(2d ed.).
- Florida, R. L., & Kenney, M. (1988). Venture Capital, High Technology and Regional Development. *Regional Studies*, 22(1), 33-48. doi:10.1080/00343408812331344750
- Giudici, G., Nava, R., Rossi Lamastra, C., & Verecondo, C. (2012). Crowdfunding: The New Frontier for Financing Entrepreneurship?. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.2157429
- Gobble, M. (2012). Everyone is a Venture Capitalist: The New Age of Crowdfunding, *Research Technology Management* 4 (55) 4-7. <https://www.jstor.org/stable/26586617>
- Gregory, D. (2014). Comment, Wisdom of the Intermediary Crowd: What the Proposed Rules Mean for Ambitious Crowdfunding Intermediaries. *St. Louis U.L.J* 58, 1145-1167. <https://scholarship.law.slu.edu/lj/vol58/iss4/11>
- Christopher, H. Pierce-Wright. (2016). State Equity Crowdfunding and Investor Protection, *Washington Law Rev Vol 91:847*, 847- 886. <https://digitalcommons.law.uw.edu/wlr/vol91/iss2/21>
- Jassim, H. (2018, July 8) *Distinguish the Kuwaiti economy*. <https://al-sharq.com/opinion/08/07/2018/>
- Joan, M. & Shelden, R. (2011). Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933. 78 *TENN. L. Revm.*, 879, 931-32. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1875584>
- Kitchens, R., & Torrence, P. D. (2012). The JOBS Act: Crowdfunding and Beyond. *Economic Development Journal*, 11, 42-47. <https://search.proquest.com/openview/9b29aafbda6f03bb8e367c45f470e1e/1?pq-origsite=gscholar&cbl=44217>

- Laura, M. (2014). Crowdfunding: Putting a Cap on the Risks for Unsophisticated Investors. *8 Charleston L. Rev.*, 483, 483-508. [https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/charlwrev8&div=24 & id=&page=](https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/charlwrev8&div=24&id=&page=)
- Laura, S., & Wendy, B., Brokers. (2011). *Dealers and Finders in Broker- Dealer Regulation* (2nd ed.). Clifford E. Kirsch
- Minister of State for Economics. (2019, April 17). *72 Percent of Worker in Private Sectors Are Non- Kuwaiti*. Kuwait News Agency (Kuna), <https://www.kuna.net.kw/ArticleDetails.aspx?id=2788963>
- Mollick, E. (2013). The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study. *Journal of Business Venturing* 29(1), 1-16. <https://ssrn.com/abstract=2088298>
- Oranburg, S. B. (2015). Crowdfunding and the Market for Entrepreneurial Finance. *Cornell Journal of Law and Public Policy*, 25. 397-452. <http://scholarship.law.cornell.edu/cjlp/vol25/iss2/3>
- Pierrakis, Y., & Collins, L. (2013). *Crowdfunding: A New Innovative Model of Providing Funding to Projects and Businesses*. 1-23. <https://ssrn.com/abstract=2395226>.
- Palmiter, R. (2012). Pricing Disclosure: Crowdfunding's Curious Conundrum. *7 Ohio St. Entrepreneurial Bus. LJ*, 373-374. <https://ssrn.com/abstract=2241833>
- RESEARCHBRIEFS. (2012, Dec 19). *Seed Investing Report-Startup Orphans and the Series A Crunch*, Cb Insights. <https://www.cbinsights.com/blog/seed-investing-report/>.
- Sadeq, A. (2019). The Legal Framework on the Small and Medium Enterprises Support: Study on Law No. 98 of 2013 (in Arabic). Kuwait University, *Journal of Law*, 43(3), June.
- Sigar, K. (2012). Inapplicability of Crowdfunding Concerns in The Internet Age and The JOBS Act's Safeguards, *Administrative Law Rev*, 2(64), 474-505. <http://www.administrativelawreview.org/wp-content/uploads/2014/04/Fret-No-More-Inapplicability-of-Crowdfunding-Concerns-in-the-Internet-Age-and-the-Jobs-Acts-Safeguards.pdf>
- Suleiman, S. (2016). *The Role of SMEs in The Economic Development (Concepts, Objectives, Evaluation)* [Lecture] (in Arabic). Which Have Been Given in the Nile Media Center Organizes in Kafr El Sheikh, 10-5-2016.
- Taha, M. K. (2006). *The General Theory of Commercial and Maritime Law* (in Arabic). Alhalabi Legal publications.
- Tashtoush, H. A. (2013). *Small Business and Their Role in Development* (in Arabic). Alhamed for Publishing and Distribution, 2012.
- The official Website of Saudi Capital Market Authority*. (2018, July 10). [https://cma.org.sa/MediaCenter/PR/Pages/Fintech\\_Two\\_Licenses.aspx](https://cma.org.sa/MediaCenter/PR/Pages/Fintech_Two_Licenses.aspx)
- Thomas Coke. (2017), Why the New Crowdfunding Rules Are Important but Ultimately a Letdown, *17 J. Bus. & Sec. L*, 217-223. <http://digitalcommons.law.msu.edu/jbsl/vol17/iss1/6>

## The Legal Framework of Small and Medium Enterprises' Financing by Crowdfunding A Study on Crowdfunding Regulation Ability under the Capital Markets Authority Law and Its Executive Bylaw

Dr. Fahad N. Alshammari\*

### Abstract

**Objectives:** This study aims to regulate the crowdfunding under Kuwait Capital Markets law and its executive bylaws, Module Eleven "Dealing in Securities". Although the Kuwait legislator had enacted the national fund for small and medium enterprise development to ensure that entrepreneurs obtain the optimal fund for their projects, the national fund has fallen short of the goals that the Kuwaiti legislator sought to achieve.

**Method:** The study conducted the nested comparative analytical approach using comparative models to understand the concept of crowdfunding and to identify the legislative shortcomings' aspects in the Kuwaiti law.

**Results:** This study revealed that Kuwait has proper legislative rules that fit the distinctive features of crowdfunding; however, this study recommended several legal amendments to Module Eleven "Dealing in Securities" of the executive bylaw of the Capital Markets Authority to ensure that Kuwait keeps up with the fast pace of crowdfunding spread in the business world.

**Conclusion:** This study was concluded with a set of results and recommendations to the Kuwaiti legislator to introduce several legal amendments to Module Eleven of the executive bylaw of Capital Markets Authority law.

**Keywords:** Crowdfunding, Small and Medium Enterprises, Kuwait.

---

\* Kuwait University, E-mail: fahadnshn@gmail.com

د. فهد نعمه الشمري، حاصل على درجة الدكتوراه في القانون التجاري من جامعة واشنطن، سانت لويس، الولايات المتحدة الأمريكية، عام 2020، وعلى درجة الماجستير في القانون التجاري من جامعة جنوب كاليفورنيا، الولايات المتحدة الأمريكية، عام 2017، وعلى درجة البكالوريوس من جامعة الكويت، عام 2015، ويعمل حالياً أستاذاً مساعداً بقسم القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة الكويت. الاهتمامات البحثية: قوانين الشركات، أسواق المال، الإفلاس وإعادة الهيكلة، الشركات الناشئة ورأس المال الجريء.  
الإيميل: fahadnshn@gmail.com