

الإطار القانوني لعمليات التمويل الجماعي للمشاريع الصغيرة والمتوسطة (دراسة مقارنة)

الدكتور/ فهد علي الزميع
قسم القانون الخاص
كلية الحقوق - جامعة الكويت

ملخص:

شهدت الآونة الأخيرة اهتماماً متزايداً بالمشاريع الصغيرة والمتوسطة مع توجه غالبية الدول إلى إعطائها دوراً أكبر في التنمية الاقتصادية، واقترن ذلك بظهور العديد من وسائل التمويل غير التقليدية الهادفة إلى توفير الدعم المالي لهذه المشاريع. أحد أبرز هذه الوسائل هو - التمويل الجماعي - المعتمد على المنصات الإلكترونية لتمويل مشاريع وأفكار المبدعين ورواد الأعمال، ولقد تطور عمليات التمويل الجماعي ظهور العديد من الإشكاليات القانونية، مما دفع العديد من الدول إلى صياغة تشريعات لتنظيم هذا النوع الجديد من التمويل.

يستعرض البحث من خلال المنهج التحليلي المقارن الإطار القانوني لعمليات التمويل الجماعي للمشاريع الصغيرة والمتوسطة، وذلك بتعريف القارئ بالمقصود بالتمويل الجماعي وطبيعته الخاصة، واستعراض نشأته وتطوره وأنواعه وأهميته وآلية عمله، وذلك قبل الانتقال لدراسة الإطار القانوني لعمليات التمويل الجماعي الاستثماري القائم على الاكتتاب، بتحديد التحديات القانونية التي تواجهه، والتنظيم القانوني لمنصات التمويل الجماعي في دول الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة الأمريكية وفي الدول العربية.

مقدمة

بدأت فكرة التمويل الجماعي Crowdfunding تلوح في الأفق منذ عام ٢٠٠٣م، والتي كان من شأنها أن تبديل قواعد الاستثمار في المشاريع الصغيرة والمتوسطة الناشئة في العالم، حيث تم إنشاء العديد من المنصات الإلكترونية لتمويل مشاريع وأفكار المبدعين ورواد الأعمال، وكان لتلك المنصات الفضل في تخليص صغار المستثمرين والمبدعين من أبرز المعوقات التي كانت تواجههم بتوفير الدعم المالي اللازم لبدء مشاريعهم بصورة أكثر

مرونة، كما ساعدت في تخليص المبدعين والمستثمرين من سلطة وهيمنة المؤسسات المالية التقليدية وبيروقراطية المؤسسات الحكومية، وتجاوزت هذه المنصات الحدود السياسية بين الدول لتصل المبدع بالجمهور مباشرة دون حاجة إلى وسيط.

تكمن أهمية هذا البحث في أنه خلال الفترة الأخيرة، تطورت عمليات التمويل الجماعي بصورة كبيرة إلى أن أصبحت محل اهتمام عالمي، ونمى حجم هذا السوق إلى مبالغ خيالية، الأمر الذي أثار مجموعة من التحديات القانونية حول خضوع منصات التمويل الجماعي للقوانين المنظمة للتمويل المالي التقليدي، وعليه يهدف هذا البحث إلى تبيان هذه التحديات القانونية، واستعراض تجارب الدول المتقدمة في وضع تنظيم قانوني لمنصات التمويل الجماعي.

يكتسب هذا الموضوع الذي يعد جديداً على الفقه العربي، أهمية بالغة خاصة مع توجه غالبية الدول العربية لدعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة وإعطائها دوراً أكبر في التنمية الاقتصادية، بالإضافة إلى بدء ظهور بعض المنصات العربية للتمويل الجماعي، والتي تمارس عملها دون خضوع لأي تنظيم قانوني أو رقابي.

من خلال المنهج التحليلي المقارن سنتعرض للإطار القانوني لعمليات التمويل الجماعي للمشاريع الصغيرة والمتوسطة، ويتطلب ذلك التعرض بداية إلى المقصود بالتمويل الجماعي وتعريف القارئ بطبيعته الخاصة، وذلك باستعراض نشأته وتطوره وأنواعه وأهميته وآلية عمله (المبحث الأول)، وذلك قبل أن ننتقل إلى دراسة الإطار القانوني لعمليات التمويل الجماعي الاستثماري القائم على الاكتتاب، بتحديد التحديات القانونية التي تواجهه، والتنظيم القانوني لمنصات التمويل الجماعي في دول الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة الأمريكية وفي الدول العربية (المبحث الثاني)، وذلك وفقاً للتقسيم التالي:

المبحث الأول: طبيعة التمويل الجماعي:

أولاً: المقصود بالتمويل الجماعي وتطوره.

ثانياً: أنواع عمليات التمويل الجماعي.

ثالثاً: أهمية عمليات التمويل الجماعي وآلية عملها.

المبحث الثاني: الإطار القانوني لعمليات التمويل الجماعي الاستثماري القائم على الاكتتاب:

أولاً: التحديات القانونية أمام عمليات التمويل الجماعي الاستثماري القائم على الاكتتاب.

ثانياً: التنظيم القانوني لمنصات التمويل الجماعي الاستثماري القائم على الاكتتاب.

المبحث الأول طبيعة التمويل الجماعي

يُعد مصطلح التمويل الجماعي جديداً على القارئ العربي، لذا فمن الضروري قبل أن نتناول الإطار القانوني لعمليات التمويل الجماعي، أن نستعرض طبيعة التمويل الجماعي بتحديد المقصود به وتطوره (أولاً) وأنواعه (ثانياً) وأهميته وآلية عمله (ثالثاً).

أولاً: المقصود بالتمويل الجماعي وتطوره

تعتبر عمليات التمويل الجماعي Crowdfunding من المسائل المستحدثة في عالم المال والأعمال، وتُعرف عمليات التمويل الجماعي على أنها «الممارسات التي تستهدف جمع مبالغ بسيطة، من مجاميع كبيرة، من خلال المنصات الإلكترونية، وذلك بهدف تمويل أي مشروع أو مبادرة أو فكرة»^(١).

وقد قام الاتحاد الأوروبي بتبني تعريف مشابه، حيث قام بتعريف التمويل الجماعي على أنه «دعوة الجمهور لتمويل ودعم مبادرة أو مشروع، وعادة ما تكون هذه الدعوة من خلال مواقع إلكترونية على شبكة المعلومات الدولية «الإنترنت» وذلك من خلال تسويق هذه الدعوة من خلال وسائل التواصل الاجتماعي، وعادة ما تكون المبالغ المساهمة في دعم المشروع محدودة وصغيرة، مع وجود بعض الاستثناءات»^(٢).

يتضح من هذا التعريفات أن ما يميز هذا النوع من التمويل أنه يشارك فيه عدد كبير من الجمهور بمبالغ بسيطة، ولا يقتصر تمويله على جهة واحدة كما هو الحال في التمويل التقليدي، كما يتميز بأن غالبية المشاركات فيه تكون عبر المنصات الإلكترونية.

يرجع البعض أول ظهور لعمليات التمويل الجماعي الإلكتروني إلى مطلع الألفية الحالية^(٣) بإطلاق عدد من المنصات الإلكترونية التي تقدم دعماً وتمويلاً

(١) HU Ying "Regulation of equity crowdfunding in Singapore" Singapore Journal of Legal Studies, Faculty of Law, National University of Singapore (July 2015) p.46.

(٢) European Commission: "Unleashing the Potential of Crowdfunding in the European Union" Communication from the Commission to the European Parliament, The Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Brussels: European Commission publications (27 March 2014) p.3.

(٣) قام موسيقار في مدينة بوسطن يدعى براين كاميليو Brian Camelio بإطلاق أول منصة للتمويل الجماعي في عام ٢٠٠٠م تحمل اسم ArtistShare، بهدف تمكين الموسيقيين من التقدم بطلب لمعجبيهم للحصول على تبرعات ودعم لهم لإنتاج أعمالهم الموسيقية، ولقد حققت هذه المنصة نجاحات منقطعة النظير، وشهد عام ٢٠١٤م نجاح المنصة في تمويل إنتاج أول الألبومات الغنائية =

جماعياً للمشاريع الصغيرة والمتوسطة الناشئة والقائمة على نموذج التبرع الموجه للقطاع الفني، ويفسر نجاح هذه المنصات أن هناك مواهب فنية عديدة كان لها جمهور عبر الوسائل الإلكترونية وبخاصة وسائل التواصل الاجتماعي، ولكنها كانت غير قادرة على نشر إبداعاتها نتيجة غياب الدعم المالي، وعليه اعتمدت هذه المنصات أسلوب عمل يعتمد على إطلاق حملات للمشاركين، وذلك من أجل استقطاب الدعم المالي المطلوب، ويحصل الداعمون عادة على هدايا مجانية كتذكار الحفلات والهدايا التذكارية والمنتجات الفنية من قبل الجهة طالبة الدعم؛ مع ضرورة الأخذ بعين الاعتبار أن مثل هذه الهدايا لا تعد من قبيل العائد على الاستثمار "ROI" Return on Investment، والذي يقصد به الإيرادات أو الربح الذي يتم الحصول عليه مقابل الإنفاق على مشروع استثماري محدد، وعليه تخرج هذه المعاملة من نطاق رقابة الهيئات الحكومية في الدول المختلفة^(٤).

وعقب اندلاع الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨م، تزايدت الصعوبات التي تواجه المشاريع الصغيرة والمتوسطة في الحصول على التمويل والدعم المطلوب من المؤسسات المالية التقليدية، في ظل حالة الكساد المالي التي كانت تمر به العديد من المؤسسات التمويلية نتيجة لتداعيات الأزمة^(٥)، مما دفع فكرة التمويل الجماعي للبروز كردة فعل لمواجهة هذه الصعوبات التمويلية، وتوسع مجالها من دعم الأعمال الفنية ليشمل تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة الناشئة في مختلف المجالات^(٦).

= الممولة بالكامل من جانب المعجبين Fan Funded لأحد المطربين، ولقد استمر نجاح هذا الموقع

حتى عام ٢٠١٧ حصلت الأعمال الفنية المدعومة من قبل المعجبين عبر هذه المنصة على ١٠ جوائز

مرموقة في الفن (جوائز جرامي Grammy) بالإضافة إلى ٣٠ ترشيحاً للحصول على الجائزة.

FINLAYSON, Devin. "A River Runs Through It: The JOBS Act's Course through Crowdfunding, towards Stable Returns on Investment in Real Estate." Journal of the National Association of Administrative Law Judiciary V. 37, I.2, Malibu, Canada: Pepperdine University School of Law (2017), p.822.

(٤) WEINSTEIN, Ross S. "Crowdfunding in the U.S and Abroad: What to Expect When You're Expecting" Cornell International Law Review, Vol. 46, New York: Cornell Law School (2013) p.430.

(٥) هایل عبد المولى طشطوش، المشروعات الصغيرة ودورها في التنمية، عمان: دار الحامد للنشر

والتوزيع، ٢٠١٢، ص١٠٣.

(٦) FREEDMAN, David M. & NUTTING, Matthew R.: Equity Crowdfunding for Investors: A Guide to Risks, Returns, Regulations, Funding Portals, Due Diligence, and Deal Terms, New Jersey: John Wiley & Sons; 1 edition (2015), p.2.

وشهدت عمليات التمويل الجماعي تطوراً كبيراً بتأسيس منصتين إلكترونيتين في عامي ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩ وهما Kickstarter^(٧) وIndiegogo^(٨)، واللذان كان لهما دور كبير في نشر ثقافة التمويل الجماعي حول العالم، وتوسيع أهدافه ليشمل دعم الابتكارات والمشاريع الناشئة بكافة أشكالها الإبداعية وليست الفنية وحسب، ولقد استطاعت منصة Kickstarter في الفترة بين عامي ٢٠٠٩-٢٠١٩م تجميع ما يزيد عن ٤,٤ مليار دولار أمريكي كدعم للمشاريع الناشئة^(٩).

ويرجع البعض عمليات التمويل الجماعي بصورتها التقليدية غير المعتمدة على المنصات الإلكترونية إلى القرن السابع عشر الميلادي^(١٠)، حيث يوجد العديد من الوثائق

(٧) كيك ستارتر Kickstarter هي شركة ذات نفع عام، مقرها في بروكلين نيويورك، تم إنشاؤها في أبريل ٢٠٠٩، وتهدف الشركة إلى مساعدة المشاريع الإبداعية بتوفير التمويل المالي لها عن طريق اتباع أسلوب التمويل الجماعي. للمزيد راجع الموقع الإلكتروني: <https://www.kickstarter.com/about> (تاريخ الدخول: ٢٠١٩/٠٦/٢٧ ٠٩:١٩ ص)

(٨) Indiegogo هو موقع إلكتروني تأسس في يناير ٢٠٠٨، مقره في سان فرانسيسكو كاليفورنيا، يهدف الموقع إلى تمويل الأفكار الإبداعية والشركات الناشئة والأعمال الخيرية وجمع التبرعات في حالات الطوارئ وغيرها. للمزيد راجع الموقع الإلكتروني: <https://www.indiegogo.com/about/what-we-do> (تاريخ الدخول: ٢٠١٩/٠٧/٠٢ ١٠:٤٥ ص)

(٩) في الفترة بين أبريل ٢٠٠٩ و يونيو ٢٠١٩م أطلقت منصة كيك ستارتر أكثر من ٤٥٠ ألف مشروع للجمهور، وقد حقق ما يقارب ١٦٥ ألف مشروع النجاح، بنسبة نجاح تبلغ ٣٧٪ وبدعم من أكثر من ١٦,٥ مليون شخص حول العالم، وقد كان معدل المبالغ التي تم تجميعها لما نسبته ٢٩٪ من هذه الحملات ١٠ آلاف دولار أمريكي. وتحصل المنصة ربح نسبته ٥٪ من قيمة كل حملة ناجحة. هذه البيانات وفقاً للتقرير المالي المقدم من منصة كيك ستارتر للمؤسسات الرقابية والضريبية في الولايات المتحدة الأمريكية، والمنشور على الموقع الإلكتروني للمنصة، للمزيد راجع صفحة إحصائيات منصة كيك ستارتر:

Kickstarter Stats, < <https://www.kickstarter.com/help/stats> > Last updated: 27-Jun-19 9:33 AM (Accessed: 27-Jun-19 9:34 AM)

(١٠) تجدر الإشارة إلى أن مالك موقع ArtistShare قام بتسجيل براءة اختراع تحت اسم «أساليب وأجهزة لتمويل وتسويق العمل الإبداعي»، إلا أنه في سبتمبر ٢٠١١ رفعت شركة KickStarter المنافسة دعوى قضائية ضد ArtistShare بدعوى انتهاك الملكية الفكرية، وجاء في الدعوى أن «تمويل الأعمال الإبداعية ليس بالأمر المستحدث بل تمت بأشكال مختلفة على مدار التاريخ الإنساني، كالتمويل عن طريق البريد والتمويل التبرعي وغيرها من الصور، مما لا يدعى بأن يقوم مالك موقع ArtistShare بتسجيل حقوق براءة اختراع باسمه» وفي يونيو ٢٠١٥ صدر حكم من محكمة جنوب نيويورك لصالح KickStarter، وأكد الحكم على أن فكرة التمويل الجماعي فكرة إنسانية غير مقيدة ببراءات الاختراع، ولا يمكن لأي شخص الادعاء بملكيتها لها.

United States District Court, Southern District Of New York: Case 1:11-cv-06909-KPF, Document, 111, Filed 06/29/15.

التي تشير إلى اتباع أسلوب التمويل الجماعي لتمويل إصدار الكتب والقيام بالخدمات الاجتماعية العامة، مثل الجماعات المجتمعية التي كانت تجمع الأموال لتطوير منتجات جديدة لخدمة المناطق الريفية في غرب أوروبا وأمريكا الشمالية، وفي الولايات المتحدة الأمريكية عندما فشلت حكومة ولاية نيويورك عام ١٨٨٥م في توفير التمويل اللازم لبناء قاعدة لتمثال الحرية المهدي لها من فرنسا، قادت الصحف حينها حملة تمويل جماعي تبرعي لتمويل هذا البناء بقيادة الصحفي جوزيف بوليتزر Joseph Pulitzer^(١١)، وبالفعل تم هذا البناء بدعم من نحو ١٦٠ ألف مانح^(١٢).

ويربط البعض عمليات التمويل الجماعي بما يعرف بعمليات الائتمان متناهية الصغر Microcredit & Microfinance، والتي كان الاقتصادي محمد يونس^(١٣) أحد أهم روادها، حيث كانت تستهدف هذه العمليات تاريخياً الفئات والمشاريع غير القادرة على الحصول على قروض أو تمويل من البنوك أو المؤسسات المالية الأخرى نظراً لضآلة المبالغ المطلوبة، والتي قد لا تتعدى خمسة دولارات أمريكية^(١٤).

وفي الآونة الأخيرة، تزايد عدد المنصات الإلكترونية لعمليات التمويل الجماعي في العالم بشكل كبير، وقدرت في عام ٢٠١٦ بما يقارب ١٤٠٠ منصة، وتعد الولايات المتحدة الأمريكية أحد أكبر الأسواق لعمليات التمويل الجماعي، حيث تقدر الأموال المستثمرة في هذا السوق بما يقارب ٣٤,٥ مليار دولار حتى عام ٢٠١٦، وهذا التوجه نراه متزايداً في الانتشار في باقي الدول، ففي كندا على سبيل المثال، قدرت الأموال المستثمرة في منصات التمويل الجماعي بنحو ٣٣٤,٥ مليون دولار أمريكي بزيادة تقدر بنسبة ٦٢٪ مقارنة بالعام ٢٠١٥^(١٥)، ولقد تم التوسع في استخدام التمويل الجماعي لتمويل مجموعة

(١١) جوزيف بوليتزر (١٨٤٧-١٩١١) صحفي وناشر أمريكي شهير، تخليداً له تقدم جامعة كولومبيا

بنيويورك جوائز سنوية باسمه للمبدعين في مجالات الخدمة العامة والصحافة والآداب والموسيقى.
BRIAN Denis: **Pulitzer: A Life**, Wiley; 1st edition (2001), p.5.

(١٢) MAYNARD Therese H., WARREN Dana M., TREVINO Shannon: **Business Planning: Financing the Start-Up Business and Venture Capital Financing**, Third Edition, New York: Wolters Kluwer Law & Business (2018) p.233.

(١٣) البروفيسور محمد يونس أستاذ الاقتصاد السابق في جامعة شيتاجونج في بنغلاديش، ومؤسس بنك غرامين والحاصل على جائزة نوبل للسلام عام ٢٠٠٦.

للمزيد راجع: محمد يونس، عالم بلا فقر- المشروعات الاجتماعية ومستقبل الرأسمالية، ترجمة: ريم عبد الحليم - إنجي حسين، مراجعة وتقديم: إبراهيم فوزي، القاهرة: مكتبة الشروق الدولية، ٢٠٠٩.

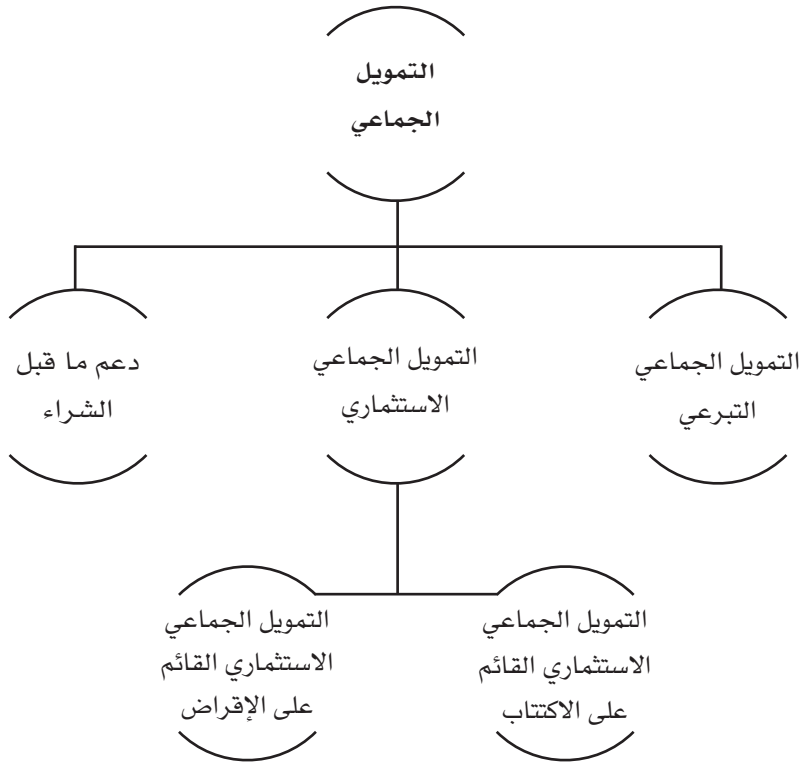
WEINSTEIN, Ross S., Op. Cit., p.428. (١٤)

= ZIEGLER Tania, REEDY E.J., & Kieran Garvey, et al "The Americas Alternative (١٥)

واسعة من المشاريع، مثل المشاريع الفنية والإبداعية، ومشاريع دعم الاختراعات الجديدة، ودعم النفقات الطبية، والسفر، ومشاريع تنمية المجتمع وغيرها.

ثانياً: أنواع عمليات التمويل الجماعي

تنقسم عمليات التمويل الجماعي إلى ثلاثة أنواع وهي: التمويل الجماعي التبرعي والتمويل الجماعي الاستثماري «الربحي» ودعم ما قبل الشراء^(١٦)، سنتناول هذه الأنواع الثلاثة بالتفصيل مع الإشارة إلى آلية عمل والمخاطر والفرص التي يوفرها كل نوع.



Finance Industry Report- "Hitting Stride" Cambridge Centre for Alternative Finance & Center for Entrepreneurship and Innovation-The university of Chicago & Chicago Booth- The university of Chicago booth school business, Cambridge: University of Cambridge Judge Business School publications (2017) p.15.

(١٦) تجدر الإشارة إلى أن بعض الباحثين يفضل "دمج دعم ما قبل الشراء" ضمن عمليات التمويل الجماعي الاستثماري.

النوع الأول من عمليات التمويل الجماعي هو التمويل الجماعي التبرعي، ويقوم هذا النوع على أساس العلاقة التبرعية Donation-Based Crowdfunding، فالعلاقة التي تجمع بين الجمهور وصاحب المشروع أو المبدع تكون تبرعية، بحيث يتبرع الجمهور لصاحب الفكرة انطلاقاً من إيمانهم بالفكرة دون أن يكون هناك أي عائد للمتبرع في حالة نجاح الفكرة أو المشروع^(١٧)، وغالباً ما يكون هذا النوع من التمويل موجهاً للفنانين ولأصحاب المشاريع التي تخدم المجتمع كتلك التي تهدف إلى الحفاظ على البيئة أو مساعدة الفئات الضعيفة.

وقد تواجه عمليات التمويل الجماعي التبرعية بعض الصعوبات الاستثمارية في ظل غياب الحافز المادي للمشاركة في التمويل، وذلك دون إهمال لأهمية العائد الخيري والإيماني والإنساني والتشجيعي، وعليه فإن المبالغ التي يمكن جمعها من خلال هذه الآلية قد تكون محدودة في بعض المجتمعات التي لا تنتشر فيها ثقافة المسؤولية الاجتماعية^(١٨)، وعلى الرغم من أن العلاقة تبرعية، ولكن المتبرع قد يتلقى نوعاً من أنواع التقدير لدعمه المشروع أو الفكرة، وهذا التقدير المعنوي يكون من خلال منح المتبرع شهادات الشكر أو إطلاق اسمه على المشروع، أو منحه بعض الهدايا التذكارية المتعلقة بالمشروع.

النوع الثاني من عمليات التمويل الجماعي هو التمويل الجماعي الاستثماري؛ ويقوم هذا النوع على أسس استثمارية وذلك من خلال اتباع أسلوبين: الأسلوب الأول هو دعوة المستثمرين للمساهمة في رأس مال الشركة عن طريق تملك حصص أو أسهم فيها Equity-Based Crowdfunding، وتعتمد عدد من منصات التمويل الجماعي على هذا الأسلوب، بالسماح للشركات الناشئة بعمل حملات لاستقطاب المستثمرين للاكتتاب العام في حصص أو أسهم الشركة، ومن الواضح أن هذا النوع من التمويل الجماعي له أهداف ربحية -على عكس التمويل التبرعي- بتوقع المستثمرين ارتفاع قيمة هذه الحصص أو الأسهم بعد تأسيس المشروع وإطلاقه^(١٩)، مما يتيح لهم المشاركة في الأرباح التي يتم توزيعها بصفة دورية على مالكي الأسهم أو إعادة بيع أسهمهم مع تحقيق هامش ربحي وهو ما يعرف في أسواق المال بالمضاربة^(٢٠).

(١٧) نيكولا بلانشيه وآخرون «الشمول المالي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة في منطقة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى» صندوق النقد الدولي، إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى، واشنطن: منشورات صندوق النقد الدولي، ٢٠١٩، ص ٢٨.

(١٨) Information for Development Program (infoDev)/The World Bank: "Crowdfunding's Potential for the Developing World" Washington: The World Bank publications (2013) p.20.

(١٩) FREEDMAN, David M. & NUTTING, Matthew R., Op. Cit., p.12.

(٢٠) المضاربة بالأوراق المالية يقصد بها المخاطرة بالبيع والشراء بناءً على التوقع في تقلبات الأسعار =

وعادة ما تتبنى منصات التمويل الجماعي مجموعة من المعايير لتنظيم الحملات الراضة في الحصول على تمويل استثماري بالتملك، من أهمها تحقيق درجة معينة من الشفافية، من خلال إلزام صاحب المشروع بإتاحة المعلومات الأساسية للمستثمرين مثال، طبيعة المشروع وعنوانه والمعلومات الشخصية عن ملاكه وخطة عمل المشروع المقترحة والخطة المالية ودراسات الجدوى الاقتصادية حول المشروع، كما تشمل متطلبات الإفصاح عن نسبة الحصص المعروضة للبيع، والحصص التي تم بيعها والمبالغ التي تم تحصيلها مع ضرورة تحديثها بشكل مستمر، وتتشابه هذه المتطلبات بتلك التي نراها في نشرات الاكتتاب العامة للشركات المساهمة وإن كانت بدرجة أقل، وفي بعض الأحيان تضع منصات التمويل الجماعي حدوداً قصوى للمبالغ المستهدفة^(٢١).

ويتضمن الأسلوب الثاني من عمليات التمويل الجماعي الاستثماري أدوات استثمارية تقوم على نموذج الإقراض Debt-Based Crowdfunding، بمعنى إتاحة الفرصة لأصحاب المشاريع للحصول على قروض من الجمهور لتمويل مشروعهم، وذلك وفقاً لنسبة فائدة محددة سلفاً^(٢٢)، وكما هو الحال في الأسلوب الأول فالمساهمون في هذا التمويل يهدفون إلى تحقيق الربح عن طريق استفادتهم من الفوائد على الأموال المقترضة من جانب المشروع^(٢٣).

إلا أن هناك اختلافاً جوهرياً بين التمويل القائم على شراء أسهم أو حصص، والتمويل الذي يقوم على أساس الإقراض، حيث إنه في حالة شراء الأسهم والحصص فإن كافة المستثمرين يتمتعون بذات الشروط، بينما في حالة التمويل من خلال الإقراض فإن كل مستثمر يقوم بالتقدم بعرض لصاحب الحملة بالمبلغ الذي يرغب بعرضه كقرض والفائدة المتوقعة، ويتم التفاوض مع الحملة، وعليه قد تتفاوت الفائدة من مستثمر لآخر^(٢٤).

= بغية الحصول على فارق السعر، وتتم عملية التداول دون أن يكون المضارب حائزاً لسلعة محددة بصورة فعلية، فهي عملية بيع وشراء صورية.

للمزيد راجع: أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة-دراسة فقهية، أربيد: دار الكتاب الثقافي للنشر والتوزيع والدعاية والإعلان، ٢٠١٢، ص٥٧.

Information for Development Program (infoDev)/The World Bank: (٢١)

“Crowdfunding’s Potential for the Developing World”, Op. Cit., P.22.

Dubai Financial Services Authority (DFSA): Crowdfunding SME Financing (٢٢)

Through Lending, Consultation Paper (CP109), DFSA Publishing (31 January 2017) p.7.

FREEDMAN, David M. & NUTTING, Matthew R., Op. Cit., p.1. (٢٣)

Information for Development Program (infoDev)/The World Bank: (٢٤)

“Crowdfunding’s Potential for the Developing World”, Op. Cit., p.23-24.

وتعتمد منصات التمويل الجماعي على مجموعة من المعايير لتنظيم الحملات الراغبة في الحصول على تمويل جماعي استثماري قائم على الإقراض، والتي تتشابه مع معايير الأسلوب الأول مع بعض الاختلافات نتيجة الطبيعة الخاصة لهذا النوع، حيث عادة ما يتم الإفصاح عن طبيعة أداة الاقتراض، وطبيعة القرض ونسبة الفائدة، ومدة القرض.

يُعرف النوع الثالث من عمليات التمويل الجماعي بدعم ما قبل الشراء-Pre-Purchas، ويقوم الداعم في هذا النوع من التمويل الجماعي بشراء المنتج الذي يسعى المشروع أو المبادر إلى تصنيعه أو إنتاجه، ولكنه يحتاج إلى الدعم المالي لإخراج الفكرة من حيزها النظري إلى الواقع العملي، وعليه فإن الداعم يرتبط بعلاقة شراء مع المبادر أو صاحب الحملة ولكن الشراء يكون لسلعة لم يتم تصنيعها بصورة نهائية، وعادة ما ينتظر المشتري/الداعم/الممول فترات طويلة قد تصل إلى سنة كاملة قبل أن يستلم المنتج^(٢٥)، وفي العادة يستفيد المشتري في هذا النوع من التمويل عن طريق الحصول على السلعة بسعر مخفض عن سعره الذي سيطرح به في السوق بعد تصنيعه، مقابل المخاطرة بشراء منتج لم ينته تصنيعه أو إنتاجه.

ويتمتع هذا النوع من التمويل بجذور تاريخية ممتدة حتى القرن السابع عشر- كما ذكر سابقاً- حيث تم تمويل الكتب على مدى قرون ممتدة بقيام المؤلفين والناشرين بالإعلان عن مشروعات الكتب في الصحف والمجلات، والإعلان عن طباعة ونشر الكتاب في حال أبدى عدد محدد من القراء استعدادهم لشراءه، مع خلاف أن هذا التعهد لم يكن مُتعلّقاً بدفع ثمن الكتاب مقدماً كما هو الحال في التمويل الجماعي بدعم ما قبل الشراء، بل كان الأمر يقتصر على تعهد بشراء الكتاب حال إصداره، أحد أمثلة ذلك، ما قام به الفيلسوف الفرنسي أوغست كونت^(٢٦) Auguste Comte باستخدام هذا الأسلوب في مارس ١٨٥٠م لنشر مؤلفه حول الفلسفة الوضعية^(٢٧).

(٢٥) STASIK Agata, WILCZYNSKA Ewa "How Do We Study Crowdfunding? An Overview of Methods and Introduction to New Research Agenda" **Journal of Management and Business Administrative- Central Europe**, Vol 26 No1. Warsaw: Kozminski University (2018) p.57.

(٢٦) أوغست كونت: (١٧٩٨-١٨٥٧) عالم اجتماع وفيلسوف فرنسي، مؤسس الفلسفة الوضعية. للمزيد راجع: فاروق عبد المعطي، أوغست كونت مؤسس علم الاجتماع الحديث، بيروت: دار الكتب العلمية، ١٩٩٣، ص٧.

(٢٧) GUPTA Rohit: **Reward and Donation Crowdfunding: A Complete Guide for Emerging Startups**, Chennai: Notion Press (2018) p.7.

ثالثاً: أهمية عمليات التمويل الجماعي وآلية عملها

تعد عمليات التمويل الجماعي نقلة نوعية في مجال الاستثمارات، وذلك بابتكار أساليب جديدة لتمويل المشاريع الناشئة الصغيرة والمتوسطة عن طريق الاكتتاب والاقتراض الإلكتروني من الجمهور، بدلاً من اللجوء إلى المؤسسات التقليدية التي تقوم بعمليات الاكتتاب العام والخاص^(٢٨)، أو الاقتراض من المؤسسات المالية التقليدية، التي كانت تعتبر الطريق الوحيد لحصول المشاريع الناشئة على الدعم والتمويل المالي المطلوب لبدء مشاريعهم، فالتمويل الجماعي عبارة عن آلية إبداعية ومبتكرة لتمويل مشاريع Entrepreneurial Finance ريادة الأعمال، ولأهمية هذا النوع من التمويل ذكر تقرير البنك الدولي أنه سيساهم في النهوض بمختلف فئات المجتمع حول العالم^(٢٩).

تستهدف عمليات التمويل الجماعي المشاريع الصغيرة والمتوسطة الناشئة Startups، التي تواجه العديد من الصعوبات والمعوقات في الحصول على التمويل والدعم المالي اللازم، وذلك على الرغم من أنه في كثير من الأحيان يكون التمويل اللازم لهذه المشاريع منخفضاً نسبياً مقارنة بعمليات الاكتتاب التي تقوم بها المشاريع الاستثمارية العملاقة، وتجدر الإشارة إلى أن تلك المعوقات التمويلية التي تواجه المشاريع الناشئة كانت ولا زالت أحد أهم معوقات الابتكار^(٣٠) Innovation.

(٢٨) يعرف الاكتتاب العام بأنه الدعوة الموجهة للجمهور للاكتتاب أو لشراء الأوراق المالية عن طريق وسائل النشر المختلفة، بينما يتم تعريف الاكتتاب الخاص بأنه دعوة موجهة إلى فئة معينة أو شخص أو أشخاص معينين للاكتتاب في ورقة مالية.

الكويت: قرار هيئة أسواق المال رقم (٧٢) لسنة ٢٠١٥ بشأن إصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، الكويت اليوم- ملحق العدد ١٢٦١- السنة الحادية والستون، الثلاثاء ٢٨ محرم ١٤٣٧ هـ - الموافق ١٠ نوفمبر ٢٠١٥ م. المعدل بقرار هيئة أسواق المال رقم (١٠٠) لسنة ٢٠١٩، الكويت اليوم - العدد ١٤٥٠- السنة الخامسة والستون، الأحد ٢٠ شوال ١٤٤٠ هـ - الموافق ٢٣ يونيو ٢٠١٩ م.

للمزيد راجع: أحمد عبد الرحمن الملحم، قانون الشركات الكويتي والمقارن وفق المرسوم بقانون رقم ٢٥ لسنة ٢٠١٢ وتعديلاته الصادرة بالقانون رقم ٩٧ لسنة ٢٠١٣، الكويت: جامعة الكويت، مجلس النشر العلمي، لجنة التأليف والتعريب والنشر، ٢٠١٤-٢٠١٥.

(٢٩) **Information for Development Program (infoDev)/The World Bank:** "Crowdfunding's Potential for the Developing World", Op. Cit., p.4.

(٣٠) KUPPUSWAMY, Venkat, BAYUS Barry L. "Crowdfunding Creative Ideas: The Dynamics of Project Backers in Kickstarter" In: CUMMING Douglas, HORNUF Lars (eds.): The Economics of Crowdfunding- Startups, Portals and Investor Behavior, New York: Springer International Publishing (2018) p.151.

ويعتبر سوق عمليات التمويل الجماعي مغرياً وجاذباً للشركات الناشئة للعديد من الأسباب من أبرزها، انخفاض تكلفة التمويل المستهدف مقارنة مع وسائل التمويل التقليدية، ويعود هذا الانخفاض إلى حقيقة أن هناك تطابقاً في الاهتمام بين المستثمرين- الممولين- والشركات المصدرة فيما يتعلق بطبيعة عمل الشركة ورغبات المستثمرين.

إضافة إلى ذلك فإن طبيعة سوق عمليات التمويل الجماعي تتسم بمرونة لا تتوفر في التمويل التقليدي، فعلى سبيل المثال؛ في الكثير من الأحيان يجذب المستثمرون في عمليات التمويل الجماعي إلى الاستثمار في المشاريع الناشئة المبتكرة، والتي عادة ما يكون إنتاجها متميزاً سواء على مستوى الاختراع أو الغاية، ففي كثير من حملات عمليات التمويل الجماعي يكون الهدف من التمويل هو تطوير منتج جديد وتقديمه للسوق، وهذه الخاصية تجعل المستثمرين يجذبون لما هو أكثر من العائد الاستثماري والذي عادة ما يكون الهدف الوحيد للتمويل التقليدي^(٣١).

من جانب آخر فإن سوق عمليات التمويل الجماعي يعد جاذباً للمستثمرين، وقد ساعد في فتح آفاق جديدة للأفراد العاديين، حيث يستطيع صاحب فكرة المشروع أن يعرضها للعامة بسهولة ويسر، ويتلقى التمويل من أفراد من جميع أنحاء العالم دون التقييد بالفرص الاستثمارية المحلية المحدودة، فسوق عمليات التمويل الجماعي غير مقيد بالحدود أو القيود الجغرافية، حيث إن السوق يعمل من خلال الإنترنت.

إضافة إلى أن التمويل الجماعي يتميز عن التمويل التقليدي كونه يخفف من وطأة العديد من القيود القانونية والإجرائية التقليدية لاستثمار الأفراد في الفرص الاستثمارية المحلية - سيتم تناولها بالتفصيل لاحقاً- حيث جاء التمويل الجماعي ليزيل هذه القيود ويوفر فرص الاستثمار للكافة، دون حصر للمشاركة في هذه الاستثمارات على مجموعة معينة من المستثمرين^(٣٢).

إضافة إلى ذلك فإن سوق عمليات التمويل الجماعي يعد وسيلة سهلة للحصول على المنتجات الجديدة، وذلك قبل طرحها للبيع للجُمهور في السوق، وهذا يعد أحد المحفزات التي تجذب المستثمرين لسوق عمليات التمويل الجماعي، بالإضافة إلى أن التمويل الجماعي يوفر إطاراً قانونياً للعلاقة بين المستثمرين والشركات الناشئة، وذلك

(٣١) AGRAWAL, Ajay K., CATALINI Christian, GOLDFRAB, Avi "Some Simple Economics of Crowdfunding" Innovation Policy and the Economy, Vol.14, Chicago: The university of Chicago Press Journals (2014) p.72.
Ibid, p.77.

(٣٢)

خلافًا للمشاريع التي تجمع تمويلها من خلال دعم الأصدقاء والعائلة حيث عادة ما تكون بشكل ودي وغير رسمي.

وتعد خاصية المنتجات المختلطة Hybrid Approach؛ والتي تتمثل في تقديم فرصة استثمارية من قبل أصحاب المشاريع للممولين، بالإضافة إلى حصول الممولين على الإصدار الأول من المنتجات كجزء من الاتفاق، مسألة إيجابية من ناحية اقتصادية للمشروعات الناشئة، حيث تساعد تعليقات وردود فعل المستخدمين الأوائل حول المنتج على تطوير المنتج في إصداراته اللاحقة الموجهة لعموم الجمهور^(٣٢).

وبعد استعراض أهمية عمليات التمويل الجماعي وتميزها، فإنه من الأهمية الإشارة إلى الصعوبات والنقائص في هذا النوع من التمويل، حيث يواجه هذا السوق التمويلي إشكالية اقتصادية حقيقية هي مشكلة توافر المعلومات المطلوبة Asymmetric Information، فتوافر المعلومات المطلوبة للمستثمرين والمكتسبين تمثل عائقاً حقيقياً، وعليه نرى أن التنظيمات القانونية الحديثة لعمليات التمويل الجماعي، والتي لم يتجاوز عمرها خمس سنوات على مستوى العالم، تتمحور حول التأكيد على أهمية الإفصاحات لمعالجة اختلالات هذا السوق، خاصة أن الشركات المصدرة في سوق عمليات التمويل الجماعي عادة ما تكون حديثة التأسيس، وعليه فإن المعلومات المتوفرة عنها تكون محدودة^(٣٤).

وقد يتساءل القارئ عن الآلية التي تتم بها عمليات التمويل الجماعي، وعن الكيفية التي من خلالها تتم إدارة هذه العملية؟

تم عمليات التمويل الجماعي وتدار بأساليب مختلفة وفقاً للمنصة الحاضرة، إلا أن جميع تلك المنصات تشترط على الممولين والمستثمرين عند انضمامهم تزويدها بمعلوماتهم الأساسية، بالإضافة إلى إرفاق مستندات رسمية للتأكد من صحة المعلومات، ومن شأن ذلك الحد بصورة جزئية من استخدام تلك المنصات في بعض الأمور غير المشروعة قانونياً كعمليات غسل الأموال.

(٣٢) على سبيل المثال؛ تم إدخال العديد من التعديلات على أحد الابتكارات الجديدة المعروفة "بساعة Pebble الذكية" وذلك قبل طرحها بشكل رسمي للسوق، من خلال الاستفادة من آراء المستثمرين في حملتها التي تم تمويلها عن طريق أسلوب التمويل الجماعي عبر منصة التمويل الجماعي Kickstarter، وتجدر الإشارة إلى أن هذه الحملة استطاعت جمع ١٠,٣ مليون دولار أمريكي خلال ٣٧ يوماً فقط (من ١١ أبريل ٢٠١٢ وحتى ١٨ مايو ٢٠١٢).

(٣٤) WESSEL, Michael E.: **Crowdfunding: Platform Dynamics under Asymmetric Information**, Darmstadt, Technische Universität Darmstadt (2016) p.16.

وغالبيتها منصات عمليات التمويل الجماعي لا تقوم بفرض رسوم اشتراك على الشركات المصدرة Fundraiser أو المستثمرين، وعلى الرغم من أن ذلك من شأنه تشجيع الأفراد على الاشتراك في هذه المنصات، إلا أن فرض مثل هذه الرسوم له أهمية بالغة حيث تعمل كآلية لتصفية Screening Device للشركات المصدرة غير الجادة، حيث إنه في ظل فلسفة الرسوم المعمول بها فإن أي شركة تستطيع بدأ حملة للاكتتاب بالمجان، وذلك على خلاف مع عمليات التمويل التقليدي والتي تفرض الرسوم للتأكد من جدية المستثمرين، كما هو الحال في فرض المؤسسات المالية الإسلامية ما يعرف بهامش الجدية^(٣٥)، ويبرر هذا الوضع أن غالبية منصات عمليات التمويل الجماعي حديثة النشأة، وعليه فإنها ترغب في استقطاب عدد كبير من الشركات المصدرة والحملات، ولكنه من المتوقع مع تطور السوق أن يتم البدء في فرض رسوم للتأكد من الجدية^(٣٦).

وتتيح منصات التمويل الجماعي لأصحاب المشاريع إرسال مشاريعهم إلى إدارة المنصة لمراجعتها والتأكد من أنها لا تخالف القوانين أو اللوائح الخاصة بالمنصة، كما يكون لإدارة المنصة الحق بطلب المزيد من المعلومات من أصحاب هذه المشاريع، أو طلب أي وثائق وذلك قبل طرح هذا المشروع للاكتتاب العام لمستخدمي المنصة، ويتاح لأصحاب المشاريع استخدام العديد من الوسائل التي تهدف إلى إقناع الممولين بالاستثمار في هذا المشروع، حيث يتم نشر دراسات الجدوى الاقتصادية، وشرح فكرة المشروع سواء بصورة مكتوبة أو في صورة فيديو تعريفي أو في صورة عرض تقديمي، وغالباً ما تتضمن هذه الوسائل التعريفية بالمشروع الخطة الزمنية والتكلفة المالية والعوائد المتوقعة والصعوبات التي قد تواجه المشروع، بالإضافة إلى التعريف بالمشاركين في إدارة المشروع.

ولتنظيم العمل تتبع بعض المنصات ما يعرف بأسلوب «كل شيء أو لا شيء» All-Or-Nothing Financing، والتي تشترط أن تحدد كل حملة تريد استخدام المنصة ابتداءً المبلغ المطلوب لتمويل مشروعها، وتقوم المنصة بتحديد الفترة الزمنية

(٣٥) هامش الجدية هو مبلغ يدفعه الراغب في الاستثمار تأكيداً على جديته، وفي حالة عدوله يتم خصم جزء من هذا المبلغ كجبر للضرر. للمزيد راجع: صادق الشمري، أساسيات الاستثمار في

المصارف الإسلامية، عمان: دار اليازوري العلمية، ٢٠١٢، ص ٤٨١.
(٣٦) BELLEFLAMME Paul, OMRANI Nasserine, PEITZ Martin "The Economics of Crowdfunding Platforms" CORE Discussion Papers RP, Center for Operations Research and Econometrics, Université catholique de Louvain, No. 2793, (2015) p.21-22.

للحصول على الدعم المالي المستهدف^(٣٧)، وفي حالة عدم الحصول على المبلغ المطلوب في الفترة الزمنية المحددة يتم إلغاء الحملة وإرجاع المبالغ التي دفعت من قبل الداعمين أو المتبرعين^(٣٨)، وذلك سواء أكان التمويل الجماعي تبرعياً أم استثمارياً أم دعم ما قبل الشراء، وهذا هو النموذج المتبع من قبل منصة Kickstarter، وهناك منصات أخرى مثل Indiegogo تجيز للحملة أن تحتفظ بأي مبالغ تم جمعها من الجمهور، وإن لم تحقق المبلغ المستهدف وهو ما يعرف بأسلوب «احتفظ بما تصل إليه» Keep What You Raise^(٣٩)، وتقوم هذه المنصات بفرض رسوم أعلى على الحملات في حالة عدم الوصول إلى التمويل المستهدف، وذلك كحافز للحملة لتكثيف جهودها للوصول إلى المبلغ المستهدف^(٤٠).

وغالبية منصات عمليات التمويل الاستثمارية تعمل وفقاً لنموذج المبالغ المستهدفة Threshold-Pledge، بحيث إن عملية الاكتتاب لا يتم إتمامها مالم يتم الوصول إلى المبلغ المستهدف، ويهدف هذا النموذج إلى حماية المكتتبين/المستثمرين، بحيث يحق لهم استرجاع أموالهم في حالة فشل عملية الاكتتاب - كما هو معمول به في عمليات الاكتتاب العام التقليدية - بالإضافة إلى ذلك فإن هذا النموذج يساهم في ضبط سلوك الشركات المصدرة، بحيث تكون واقعية عندما تحدد المبالغ المستهدفة من عملية الاكتتاب^(٤١).

ولا تقوم منصات عمليات التمويل الجماعي بفرض رسوم سواءً على المستثمرين أو الشركات المصدرة إلا في حالة نجاح عملية الاكتتاب، فعلى سبيل المثال، إحدى منصات عمليات التمويل الجماعي في بريطانيا والتي قامت بالإشراف على أكثر من ٢٠٠ حملة، نتج عنها الاكتتاب فيما يقارب ٣٥ مليون جنيه إسترليني وذلك من خلال ١٤٦ ألف مستثمر، تقوم بفرض عمولة تقدر بنحو ٥٪ من قيمة حملات الاكتتاب الناجحة أو المكتملة، وذات الأمر نراه يطبق من قبل إحدى منصات التمويل الجماعي الفرنسية Smart Angels، حيث تقوم بفرض نسبة ٥٪ أيضاً على الحملات الناجحة^(٤٢).

CUMMING, Douglas J., LEBOEUF GAËL, SCHWIENBACHER Armin (٣٧)
“Crowdfunding models: Keep-it-all vs. all-or-nothing” **Financial Management**,
Volume 48, Issue 2, Financial Management Association International, Tampa:
University of South Florida, (January 8, 2019) p.9.

Information for Development Program (infoDev)/The World Bank: (٣٨)
“Crowdfunding’s Potential for the Developing World”, Op. Cit., p.21.

Ibid, p.21. (٣٩)

BOTTIGLIA Roberto, PICHLER Flavio (eds.): **Crowdfunding for SMEs: A** (٤٠)
European Perspective, London: Springer (2016) p.10.

BELLEFLAMME Paul, OMRANI Nasserine, PEITZ Martin, Op. Cit. p.3-5. (٤١)

Ibid, p5. (٤٢)

المبحث الثاني

الإطار القانوني لعمليات التمويل الجماعي الاستثماري القائم على الاكتتاب

تتطلب دراسة الإطار القانوني لعمليات التمويل الجماعي بكافة أنواعها دراسات مستفيضة، لما يثيره كل نوع منها من إشكاليات قانونية متعددة، ومثال ذلك، فإن عمليات التمويل الجماعي التبرعي تثير الكثير من التساؤلات القانونية حول مدى مشروعية جمع التبرعات، وعن طبيعة الممولين والمستثمرين لهذه التبرعات، وهو الأمر الذي تنظمه العديد من التشريعات^(٤٣)، كما تتداخل مثل هذه العمليات مع القواعد المالية لتحويل الأموال خارج البلاد^(٤٤)، وقوانين غسيل الأموال^(٤٥) والتهرب الضريبي وغيرها، كما تثير عمليات التمويل الجماعي الاستثمارية القائمة على الإقراض العديد من الإشكاليات القانونية المتعلقة بتنظيم المؤسسات المالية المسموح لها بتمويل وإقراض المشاريع، كالبنوك ومؤسسات الإقراض وغيرها من الإشكاليات القانونية.

وعليه يجب التنويه إلى أنه سيتم تناول منصات عمليات التمويل الجماعي الاستثمارية القائمة على الاكتتاب والأسس الاقتصادية والقانونية التي تقوم عليها هذه المنصات بشكل مفصل في هذا البحث، مع التطرق بإيجاز إلى باقي الأنواع كلما تطلب الأمر، مع دعوة الباحثين لسد هذا الفراغ الفقهي بدراسات تفصيلية لها.

تتطلب دراسة الإطار القانوني لعمليات التمويل الجماعي الاستثماري القائم على الاكتتاب تحديد التحديات القانونية التي تواجهه (أولاً)، والتنظيم القانوني لمنصات

(٤٣) الكويت: راجع قرار وزير الشؤون الاجتماعية والعمل رقم (١/٤٨) لسنة ٢٠١٥ بشأن إصدار لائحة تنظيمية للجمعيات الخيرية، الكويت اليوم، العدد ١٢٣١ - السنة الحادية والستون، الأحد ٢٣ جمادى الآخرة ١٤٣٦ هـ، ١٢ إبريل ٢٠١٥م. المعدل بموجب قرار وزارة الشؤون الاجتماعية والعمل رقم (١/١٢٢) لسنة ٢٠١٨، الكويت اليوم، العدد ١٤٢١، السنة الرابعة والستون، الأحد ٢٤ ربيع الأول ١٤٤٠هـ - الموافق ٢ ديسمبر ٢٠١٨م.

(٤٤) الكويت: راجع القانون رقم ٣٢ لسنة ١٩٦٨ في شأن النقد وبنك الكويت المركزي وتنظيم المهنة المصرفية، الكويت اليوم، العدد ٦٨٤ - السنة الرابعة عشرة، الأحد ١١ ربيع الثاني ١٣٨٨هـ الموافق ٧ يوليو ١٩٦٨م. المعدل بالقانون رقم ٣ لسنة ٢٠١٤، الكويت اليوم، العدد ١١٦٩ - السنة الستون، الأحد ٢ ربيع الآخر ١٤٣٥هـ الموافق ٢ فبراير ٢٠١٤م.

(٤٥) الكويت: راجع قانون رقم ١٠٦ لسنة ٢٠١٣ في شأن مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب، الكويت اليوم، العدد ١١٣٧ - السنة التاسعة والخمسون، الأحد ١٤ شعبان ١٤٣٤هـ - الموافق ٢٣ يونيو ٢٠١٣م. المعدل بموجب القانون رقم ٢٤ لسنة ٢٠١٦، الكويت اليوم، العدد ١٢٩٤ - السنة الثانية والستون، الأحد ٢١ رمضان ١٤٣٧هـ - الموافق ٢٦ يونيو ٢٠١٦م.

التمويل الجماعي في الدول المتقدمة كدول الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة الأمريكية بالإضافة إلى الدول العربية (ثانياً).

أولاً: التحديات القانونية أمام عمليات التمويل الجماعي الاستثماري القائم على الاكتتاب

يواجه التمويل الجماعي الاستثماري على أرض الواقع العديد من التحديات القانونية، ويرجع ذلك إلى طبيعته المميزة؛ حيث إنه من جانب يُعد تمويلاً غير تقليدي، ومن ناحية أخرى فهو تمويل جماعي يعتمد على المنصات ذات الطبيعة الإلكترونية، وهو الأمر الذي يخرجها عن نطاق القوانين والقواعد التنظيمية المتعلقة بالتمويل الاستثماري التي وضعت لتنظيم وتعامل مع عمليات الاكتتاب العام التقليدية، ومثال ذلك أن الحصول على موافقة للاكتتاب العام التقليدي عادة ما تكون عملية مكلفة ومعقدة وقاصرة على الشركات المساهمة العامة فقط^(٤٦)، وهو الأمر الذي لا ينطبق على الاكتتاب في منصات التمويل الجماعي.

ويتعارض الإطار القانوني التقليدي بطبيعته مع عمليات التمويل الجماعي التي تستهدف المشاريع الصغيرة والمتوسطة، ومن أبرز التحديات القانونية المكلفة والمعيقة لعمليات التمويل الجماعي هو ما يعرف بمتطلب نشرة الاكتتاب PROSPECTUS REQUIREMENT، فأى شركة تسعى إلى عرض أسهمها أو سندات لها للجمهور تكون مطالبة بإعداد نشرة اكتتاب وتسجيل واعتماد هذه النشرة لدى هيئة أسواق المال^(٤٧)، والالتزام بهذا المتطلب عادة ما يكون مكلفاً بحيث لا يمكن للمشاريع الصغيرة والمتوسطة والتي عادة ما تستهدف مبالغ بسيطة تحمل مثل هذه التكلفة، والتي تتجاوز مبلغ ٣٠ ألف دولار أمريكي في كثير من الأحوال^(٤٨).

وفي ذات الوقت فإن عمليات الاكتتاب الخاصة والتي عادة ما تكون أقل تشدداً، لا تصلح لتكون الإطار القانوني لعمليات التمويل الجماعي، كون أن عمليات التمويل

(٤٦) تطلبت اللائحة التنفيذية لقانون إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية في الكويت عدداً كبيراً من البيانات المتعلقة بنشرة الاكتتاب، وعن الأشخاص المسؤولين عن نشرة الاكتتاب وعن البيانات المتعلقة بالأوراق المالية، وعن جهة الإصدار، وعن الأنشطة الرئيسية للجهة المصدرة. راجع: المواد من ٣٧١ إلى ٣٧٩ من قرار هيئة أسواق المال رقم (٧٢) لسنة ٢٠١٥ بشأن إصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية وتعديلاتها، سابق الإشارة إليه.

(٤٧) مصطفى كمال طه، النظرية العامة للقانون التجاري والبحري، بيروت: منشورات الحلبي الحقوقية، ٢٠٠٦، ص ١١٩.

Hu Ying, Op. Cit., p.65.

(٤٨)

الجماعي عادة ما توجه للجمهور وليس لمجموعة محددة من المستثمرين كما هو مطلوب في عمليات الاكتتاب الخاص^(٤٩).

والقول بإمكانية تطبيق القواعد القانونية للشركات ذات المسؤولية المحدودة على المشاريع الصغيرة والمتوسطة، يواجهه العديد من الصعوبات، وبخاصة تحديد عدد الشركاء والتي عادة ما تكون مقيدة بخمسين شريكاً كحد أقصى^(٥٠)، مما يمثل عائقاً قانونياً أمام تسويق الفرص الاستثمارية، مما يعني أن الشكل القانوني الأكثر انتشاراً للمشاريع الصغيرة والمتوسطة - الشركات ذات المسؤولية المحدودة- لا يتماشى مع طبيعة التمويل الجماعي، والذي يكون غير محدد لعدد الشركاء، ونلاحظ تبايناً كبيراً بين المستثمرين في عمليات التمويل الجماعي، ولكن المتوسط العام للمستثمرين أو كما يطلق عليهم الداعمون Backers هو ١٠٠ مستثمر في المشروع الواحد^(٥١)، ويصل عدد المشاركين في بعض المشاريع إلى نحو ١٠٠٠ مستثمر أو يزيد.

ويرتبط الإطار القانوني لعمليات التمويل الجماعي بالللاعبين الرئيسيين في هذه العملية، والمتمثلين في المنصة الإلكترونية Platform التي تقدم خدمات التمويل الجماعي، والداعمين Backers المشاركين في العمليات، بالإضافة إلى صاحب فكرة المشروع The Project Initiator والذي يسعى للحصول على التمويل الجماعي^(٥٢).

(٤٩) للمزيد حول الأحكام العامة للاكتتاب الخاص راجع:

سميحة القليوبي، القانون التجاري الكويتي: نظرية الأعمال التجارية، التاجر، المحل التجاري، الكويت: مطبعة جامعة الكويت، ١٩٧٤.
طعمة صغفك الشمري، الوسيط في دراسة قانون الشركات التجارية الكويتي وتعديلاته، الطبعة الثالثة، الكويت: مكتبة الطالب الجامعي، ١٩٩٩.

(٥٠) تنص المادة ٩٢ من قانون الشركات الكويتي رقم ١ لسنة ٢٠١٦ وتعديلاته على أن: «الشركة ذات

المسؤولية المحدودة هي التي لا يزيد عدد الشركاء فيها على خمسين شريكاً..»

راجع: قانون رقم ١ لسنة ٢٠١٦ بإصدار قانون الشركات، الكويت اليوم، ملحق العدد ١٢٧٣، السنة الثانية والستون، الإثنين ٢٢ ربيع الآخر ١٤٣٧هـ- الموافق ١ فبراير ٢٠١٦م. المعدل بموجب القانون رقم ١٥ لسنة ٢٠١٧، الكويت اليوم، ملحق العدد ١٣٣٧، السنة الثالثة والستون، الأربعاء ٢٩ رجب ١٤٣٨هـ- الموافق ٢٦ إبريل ٢٠١٧م. والمعدل بموجب القانون رقم ٨٣ لسنة ٢٠١٨م، الكويت اليوم العدد ١٤٠٢، السنة الرابعة والستون، الأحد ٩ ذو القعدة ١٤٣٩هـ- الموافق ٢٢ يوليو ٢٠١٨.

(٥١) تم حساب هذا المتوسط التقريبي بقسمة إجمالي عدد المستثمرين في موقع kickstarter.com على إجمالي عدد المشاريع الناجحة، وتجدر الإشارة إلى أن نحو ٥,٣٢٪ من المستثمرين قد أعادوا تجربة الاستثمار في ذات الموقع في مشاريع أخرى، مقابل ٥,٦٧٪ استثمروا مرة واحدة فقط. للمزيد راجع:

Kickstarter Stats, < <https://www.kickstarter.com/help/stats> > Last updated: 27-Jun-19 9:33 AM (Accessed: 27-Jun-19 9:34 AM)

= GABISON, Garry A. "Understanding Crowdfunding and its Regulations, How can (٥٢)

وتأتي أهمية وجود تنظيم قانوني يساهم في تنظيم إنشاء مثل هذه المنصات، كون أن هذه المنصات تعد أحد الأعمدة الرئيسية لعمليات التمويل الجماعي، وبدونها فإنه لن يكون هناك قطاع حقيقي لعمليات التمويل الجماعي، حيث تعتبر هذه المنصات حلقة الوصل بين الجمهور والشركات والمبادرين، وعليه فيمكن اعتبار هذه المنصات بمثابة وسطاء وسماسرة^(٥٣) Brokers.

ثانياً: التنظيم القانوني لمنصات التمويل الجماعي الاستثماري:

يقع التمويل الجماعي الاستثماري القائم على الاكتتاب ضمن الأطر التنظيمية والتشريعية لأسواق المال، لذا فإن العديد من الدول بدأت تعيد النظر في قوانين أسواق المال Securities Laws التي في أغلبها كانت لا تغطي ولا تنطبق على تلك المعاملات مما أحدث فراغاً تشريعياً، كما أن بعض القواعد القانونية الواردة في بعض قوانين أسواق المال كانت تشكل عائقاً حقيقياً لعمليات التمويل الجماعي ذات الطبيعة الاستثمارية، واتجهت بعض الدول إلى إصدار قوانين متخصصة بدعم المشاريع المستفيدة من التمويل الجماعي الاستثماري، ففي الولايات المتحدة الأمريكية صدر قانون «دعم المشاريع الصغيرة الناشئة في عام ٢٠١٢» «Jumpstart our Business Startup Act» JOBS act، وذات الأمر نراه في دول مثل كندا وإيطاليا ونيوزيلاندا وسنغافورة^(٥٤).

وللإطلاع على تجارب الدول المختلفة في التنظيم القانوني لمنصات التمويل الجماعي الاستثماري، سنتناول (أولاً) التنظيم القانوني لمنصات التمويل الجماعي الاستثماري في دول الاتحاد الأوروبي مع التركيز على تجربتي فرنسا وألمانيا، و (ثانياً) التنظيم القانوني لعمليات التمويل الجماعي في الولايات المتحدة الأمريكية، و (ثالثاً) التنظيم القانوني لعمليات التمويل الجماعي في الدول العربية.

١ - التنظيم القانوني لعمليات التمويل الجماعي الاستثماري في دول الاتحاد الأوروبي

بدأت فرنسا بتنظيم عمليات التمويل الجماعي بإصدار المرسوم رقم ٥٥٩-٢٠١٤

Crowdfunding help ICT Innovation?" **Joint Research Centre Science and Policy Report**, European Commission, Luxembourg: Publications Office of the European Union (2015) p.20.

KIRBY Eleanor, WORNER Shane "Crowd-Funding: An Infant Industry Growing Fast" **IOSCO Staff Working Paper- SWP3**, Madrid: International Organization of Securities Commissions Publications (2014) p20.

Hu Ying, Op. Cit., p.74.

(٥٤)

في ٣٠ مايو ٢٠١٤^(٥٥)، وقد تم تعديل هذا المرسوم بعدد من المراسيم المتفرقة لتنظيم ما يعرف بالسندات صغيرة الحجم Mini-Bonds في فضاء الإنترنت، وهي تلك السندات التي تستهدف الشركات صغيرة ومتوسطة الحجم^(٥٦) والحد الأقصى لهذه السندات خمس سنوات، وسلسلة الكتل Block-Chain والتي تشمل أنظمة التسجيل الإلكترونية المشتركة^(٥٧)، وذلك قبل أن يتم دمج جميع هذه المراسيم ضمن القانون المالي والنقدي الموحد^(٥٨)، وتهدف هذه التشريعات والقرارات التنظيمية إلى تعزيز الأطر القانونية لعمليات التمويل الجماعي، واستثناء عمليات التمويل الجماعي من المتطلبات التقليدية لعمليات الاكتتاب العام^(٥٩)، والتي تقتصر على الشركات المساهمة العامة.

ولقد قام المشرع الفرنسي بتنظيم عمليات التمويل الجماعي من خلال تنظيم عمل مستشاري عمليات التمويل الجماعي Crowdfunding Investment Advisor، والذين يمثلون منصات عمليات التمويل الجماعي بشكل عام، وينظم عمل مستشاري عمليات التمويل الجماعي في فرنسا قانون الأمن المالي العام ٢٠٠٣^(٦٠)، ويخضعون بشكل عام للقانون المالي والنقدي^(٦١)، حيث ينبغي أن يتم الإفصاح بموقع مستشار عمليات التمويل الجماعي عن تفاصيل الرسوم التي يتقاضها من قبل الشركة المصدرة، بالإضافة إلى المخاطر المرتبطة بالفرص الاستثمارية المتاحة، مع التزام مستشار عمليات التمويل الجماعي بالتأكد من وضوح وتوازن هذه الإفصاحات^(٦٢) Clarity and Balance of Disclosure.

(٥٥) المرسوم رقم ٥٥٩ لسنة ٢٠١٤ بشأن التمويل الجماعي financement Participative، الجريدة

الرسمية للجمهورية الفرنسية، العدد ٠١٢٥، المؤرخ ٣١ مايو ٢٠١٤، صفحة ٩٠٧٥، النص رقم ١٤.

(٥٦) يعرف الاتحاد الأوروبي الشركات صغيرة ومتوسطة الحجم على أنها «تلك الشركات التي لا يتجاوز عدد

موظفيها ٢٥٠ موظفا وإجمالي إيراداتها لا يتجاوز ٥٠ مليون يورو، وأصولها أقل من ٤٣ مليون يورو».

European Commission: User Guide to the SME Definition, Luxembourg, Publications Office of the European Union, (February 16, 2017) p.10.

(٥٧) ALTMAN Edward I., ESENTATO Maurizio, SABATO Gabriele “Assessing

Italian SME and Mini-bond Issuer Credit Worthiness” **Global Finance Journal**,

Amsterdam: Elsevier (17 September 2018) pp.2-3.

(٥٨) يتم تعديل القانون المالي والنقدي Code monétaire et financier بصفة دورية، يمكن الاطلاع

على آخر تحديثات القانون بتاريخ ٢٩ يونيو ٢٠١٩ عبر الرابط <<https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT000006072026>>, Accessed:30-Jun-19

8:48 AM)

(٥٩) المادة ٢-٤١١ من القانون المالي والنقدي الفرنسي، سابق الإشارة إليه.

(٦٠) راجع: قانون الأمن المالي الفرنسي Loi de sécurité financière، القانون رقم ٧٠٦ لسنة ٢٠٠٣،

الجريدة الرسمية للجمهورية الفرنسية، العدد ١٧٧، المؤرخ ٢ أغسطس ٢٠٠٣.

(٦١) راجع: المادة ٥٤٧-١ من القانون المالي والنقدي، سابق الإشارة إليه.

(٦٢) راجع: المادة ٣٨-٣٢٥ من قانون الأمن المالي الفرنسي، القانون رقم ٧٠٦ لسنة ٢٠٠٣، سابق الإشارة إليه.

وتضفي القواعد المنظمة لعمل مستشاري عمليات التمويل الجماعي أهمية خاصة لسرية المعلومات والبيانات، حيث تلزم المستشار بالامتناع عن الإفصاح عن البيانات الخاصة بالعميل والمتمثل في الشركة المصدرة ما لم يكن ذلك بموافقة العميل^(٦٣)، كما تنص على ضرورة أن يقوم مستشار عمليات التمويل الجماعي بوضع ونشر الأنظمة والقواعد الكفيلة بتنظيم حالات تعارض المصالح^(٦٤).

ولحصول مستشاري عمليات التمويل الجماعي على ترخيص مزاولة المهنة ينبغي عليهم اجتياز عدد من الاختبارات الخاضعة لرقابة هيئة أسواق المال، ويتشابه هذا الترخيص مع ترخيص المستشار الاستثماري المالي Financial Investment Advisor، ولا يتطلب القانون الفرنسي حداً أدنى للصفقات التي يحق لمستشار عمليات التمويل الجماعي أن يروج لها، علماً بأن الحد الأقصى لهذه الصفقات يجب ألا يتجاوز مليون يورو^(٦٥)، ويلزم القانون الفرنسي مستشاري عمليات التمويل الجماعي بضرورة وضع القواعد والإجراءات الفعالة للتعامل مع شكاوى العملاء، وأن تكون هذه الخدمة مجانية، بالإضافة إلى ضرورة الرد على الشكاوى في مدة لا تتجاوز الشهرين^(٦٦).

وتلزم القواعد المنظمة لعمليات التمويل الجماعي في فرنسا ألا يتجاوز إجمالي عمليات التمويل الجماعي للشركة المصدرة مبلغ ٢,٥ مليون يورو في السنة، وأن لا يتجاوز المبلغ محل الاكتتاب ٥٠٪ من رأس مال الشركة في حال تجاوز المبلغ مليون يورو^(٦٧).

ولا تعتبر الاكتتابات التي تتم من خلال منصات عمليات التمويل الجماعي اكتتاباً عاماً، وعليه لا تخضع لمتطلبات الاكتتاب العام التقليدية في القانون الفرنسي، وتجدر الإشارة إلى أن القيد الوارد على الشركات المساهمة المقفلة للقيام باكتتابات عامة قد تم إلغاؤه، حيث تم وضع بعض الشروط اللازم توافرها لتمكين الشركات المساهمة المقفلة من القيام بعمل اكتتابات عامة.

(٦٣) راجع: المادة ٤٠-٣٢٥ من قانون الأمن المالي الفرنسي، القانون رقم ٧٠٦ لسنة ٢٠٠٣، سابق الإشارة إليه.

(٦٤) راجع: المادة ٤٢-٣٢٥ من قانون الأمن المالي الفرنسي، القانون رقم ٧٠٦ لسنة ٢٠٠٣، سابق الإشارة إليه.

(٦٥) GABISON, Garry A., Op. Cit., p.21.

(٦٦) المادة ٤٧-٣٢٥ من قانون الأمن المالي الفرنسي، القانون رقم ٧٠٦ لسنة ٢٠٠٣، سابق الإشارة إليه.

(٦٧) GAJDA Oliver (Ed.) "Review of Crowdfunding Regulation 2017: Interpretations of Existing Regulation Concerning Crowdfunding in Europe, North America and Israel" **European Crowdfunding Network AISBL**, Brussels: European Crowdfunding Network publications (2017) p.243.

وتلتزم منصات التمويل الجماعي بالإفصاح عن بعض المعلومات الجوهرية بشكل مبسط للمستثمرين عندما يتم طرح مشروع جديد للاكتتاب، وتشمل البيانات الواجب الإفصاح عنها؛ نشاط الشركة المصدرة أو المشروع محل التمويل والمخاطر المصاحبة له، بالإضافة إلى البيانات المالية للشركة المصدرة والتوقعات المالية للسنوات القادمة، ونسبة مشاركة الإدارة في عملية الاكتتاب - إن وجدت - وتمتد البيانات المطلوب الإفصاح عنها إلى الحقوق المرتبطة بالورقة المالية محل العرض مثل حقوق التصويت والقيود الواردة على تداول الورقة المالية، إضافة إلى تفاصيل لأي عقود منظمة لعلاقة المساهمين Shareholders Agreement.

ولقد قام المشرع الفرنسي بتنظيم عمليات التمويل الجماعي القائمة على الإقراض بتنظيم عمليات وسطاء عمليات التمويل الجماعي Crowdfunding Investment Intermediary، ويستثني القانون الفرنسي عمليات التمويل الجماعي القائمة على الإقراض Loan/Debt Crowdfunding من الاحتكار التقليدي لعمليات الإقراض التجاري والتي ترتبط عادة بالبنوك، حيث إن عمليات التمويل التقليدية مقصورة بشكل عام على البنوك فقط، ويجب أن تحصل أي مؤسسة ترغب في تقديم القروض على رخصة من قبل الهيئة الرقابية الفرنسية^(٦٨) ACPR، والتي تم تأسيسها في عام ٢٠١٠ ضمن عمليات الإصلاح المالي اللاحقة للأزمة المالية العالمية^(٦٩)، ويفرض القانون الفرنسي عقوبات جنائية على أي مؤسسة تقدم قروضاً تجارية دون أن تكون مرخصة، وتصل العقوبة إلى الحبس ٣ سنوات لملكها وغرامة تقدر بمبلغ ٣٧٥ ألف يورو^(٧٠).

وعليه قامت هيئة أسواق المال الفرنسية AMF بتقديم بعض الاستثناءات لاستيعاب عمليات التمويل الجماعي القائمة على الإقراض، حيث أجازت لمنصات عمليات التمويل الجماعي بإدارة حملات للاقتراض من الجمهور شريطة أن لا يتجاوز الحد الأقصى لعملية الإقراض مليون يورو للحملة الواحدة، وأن لا يتجاوز الحد الأقصى للمقرض من الجمهور ٤ آلاف يورو، وأن لا تتجاوز مدة القرض ٧ سنوات^(٧١)، بالإضافة إلى ذلك فإن القانون الفرنسي يسمح للشركات ذات المسؤولية المحدودة بالاقتراض، وعرض جزء من حصصها للجمهور بخلاف ما هو متعارف عليه من وجود قيد قانوني لهذا النوع من الشركات.

(٦٨) انظر: المواد ٥١١-٥ و٣-٥٧١ من القانون المالي والنقدي الفرنسي، سابق الإشارة إليه.

(٦٩) BENOIS Francois-Regis "Equity Crowdfunding: Legal Framework, Regulatory concerns and Perspectives in France" Paris: European Institute of Financial Regulation publications (EIFA) (February 2015) p.9-10.

(٧٠) انظر: المواد ٥١١-٥ و٣-٥٧١ من القانون المالي والنقدي الفرنسي، سابق الإشارة إليه.

(٧١) BENOIS Francois-Regis , Op. Cit., pp. 9-10.

ولتنظيم عمليات التمويل الجماعي الاستثماري أصدرت ألمانيا في عام ٢٠١٥ قانون حماية صغار المستثمرين^(٧٢) Kleinanlegerschutzgesetz، وتجدر الإشارة إلى أنه هناك أكثر من ٨٠ منصة لعمليات التمويل الجماعي في ألمانيا، وقبل صدور قانون حماية صغار المستثمرين لم يكن هناك تنظيم قانوني محدد ينظم عمل هذه المنصات، حيث كانت تخضع هذه العمليات لقوانين أسواق المال، وكانت هذه المنصات تعمل من خلال بعض الاستثناءات الخاصة للإعفاء من نشرات الاكتتاب والتسجيل والتي تنطبق على عمليات الاكتتاب التي لا تتجاوز ١٠٠ ألف يورو.

بالإضافة إلى ذلك، كانت الأداة المالية الشائع استخدامها في منصات التمويل الجماعي الألمانية ما يطلق عليها قروض المشاركة بالأرباح Subordinated Profit- Participating Loans، حيث ترتبط الفوائد المقررة للمقرضين بالأرباح والعوائد التي تحققها الشركة المقرضة، وعلى الرغم من أن المقرضين يشتركون في الأرباح إلا أنهم لا يتمتعون بأي حق من حقوق الإدارة المقررة لحملة الأسهم أو الحصص^(٧٣).

ويعود السبب وراء شيوع هذه الأداة المالية في عمليات التمويل الجماعي في ألمانيا قبل صدور قانون حماية صغار المستثمرين إلى أن الطبيعة الخاصة لهذه القروض لا تعتبر استثماراً وفقاً لقانون الاستثمار الألماني^(٧٤)، وعليه فلا توجد حاجة إلى إصدار نشرة اكتتاب، ونتيجة لهذا الفراغ القانوني فإن قانون حماية صغار المستثمرين الجديد يدرج قروض المشاركة بالأرباح ضمن قانون المنتجات الاستثمارية الألماني والذي يعد الإطار القانوني للمنتجات الاستثمارية، ويتضمن ضوابط وقواعد قانونية تحمي المستثمرين^(٧٥).

وتجدر الإشارة إلى أن القانون الألماني الخاص بتنظيم عمليات التمويل الجماعي مقتبس بشكل كبير من القانون الأمريكي، والذي سيتم تناوله لاحقاً، وتتمحور فلسفة

(٧٢) القانون الاتحادي لحماية صغار المستثمرين Kleinanlegerschutzgesetz، القانون رقم ٢٨ لسنة ٢٠١٥، الصادر بتاريخ ٠٩ يوليو ٢٠١٥، الجريدة الرسمية للقانون الاتحادي الألماني، ٢٠١٥، الجزء الأول، ص ١١١٤-١١٢٩.

(٧٣) KLOHN Lars, HORNUF Lars, SCHILLING Tobias "The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act: Content, Consequences, Critique, Suggestions" **European Company Law (ECL)**, Vol.13, Issue 2, Baambrugge: Centre for European Company Law Publications (2016) pp. 56-60.

(٧٤) قانون الاستثمار الألماني Das deutsche Investmentgesetz (InvG)، قانون رقم ٦٢ لسنة ٢٠٠٣، الصادر بتاريخ ١٩ ديسمبر ٢٠٠٣، الجريدة الرسمية للقانون الاتحادي الألماني، ٢٠٠٣، الجزء الأول، ص ٢٦٧٦ - ٢٧٣٦.

(٧٥) GAJDA Oliver (Ed.), Op. Cit., p.241.

القانون الألماني حول إعفاء عمليات التمويل الجماعي من متطلبات نشرات الاكتتاب والتسجيل، ويشترط للاستفادة من هذا الاستثناء أن لا يتجاوز الاستثمار المتاح للجمهور مبلغ ٢,٥ مليون يورو، وأن تتم إتاحة الاستثمار للجمهور من خلال المنصات الإلكترونية، من خلال وسطاء استثمار مسجلين، ويجب أن تلتزم منصات التمويل الجماعي بالحصول على ترخيص^(٧٦).

وبخلاف بعض القوانين مثل القانون الأمريكي فإن المشرع الألماني لم يضع أي قيود أو ضوابط حقيقية لتنظيم عمل منصات التمويل الجماعي، باستثناء إلزامها بالتأكد من تطبيق الحدود القصوى للمبلغ الممكن استثماره لكل مشروع أو شركة تستخدم المنصة للوصول إلى الجمهور^(٧٧).

وينبغي أن لا تتجاوز استثمارات الفرد في كل مشروع ١٠ آلاف يورو كحد أقصى، وهذا القيد أصبح محل نقد من قبل البعض، حيث إنه يعزز الدور الأبوي Paternalism للدولة على حساب حرية الأفراد^(٧٨).

وعلى الرغم من استثناء عمليات التمويل الجماعي من متطلبات نشرات الاكتتاب، فإن الحملات الخاصة بعمليات التمويل الجماعي يجب أن توفر حداً أدنى من المعلومات بخصوص الفرص الاستثمارية محل التمويل الجماعي، وتلتزم بإيداع هذا المتطلب لدى هيئة الرقابة المالية الفيدرالية الألمانية، ويجب أن تتضمن وثيقة معلومات الاستثمار Investment Information Sheet تنويهاً في الصفحة الأولى يشير إلى أن هذا النوع من الاستثمار هو استثمار محفوف بالمخاطر العالية^(٧٩)، ويجب أن يقوم المستثمر بالإقرار بعلمه بهذه المخاطر قبل البدء في الاستثمار.

وفيما يتعلق بالإفصاح عن المعلومات الخاصة بالفرصة الاستثمارية التي يتم تسويقها من خلال منصة التمويل الجماعي، فوفقاً لقواعد الاستثمار المالي للوساطة الألمانية، فإن المعلومات التي يجب توفيرها للمستثمر هي معلومات مختصرة للغاية لا تتجاوز ثلاث صفحات Fact Sheet، وذلك تعزيزاً لشفافية عمليات التمويل الجماعي، وفي الوقت نفسه عدم إرهاق المبادرين الراغبين في الحصول على الدعم المالي من خلال عمليات التمويل الجماعي، وتتضمن المعلومات الواجب الإفصاح عنها ما يلي^(٨٠):

KLOHN Lars, HORNUF Lars, SCHILLING Tobias, Op. Cit., p.7.

(٧٦)

Ibid, pp.9-10.

(٧٧)

Ibid, p.10.

(٧٨)

Ibid, p.8.

(٧٩)

GAJDA Oliver (Ed.), Op. Cit., p.245.

(٨٠)

- المركز القانوني والمعلومات العامة حول المنصة المستخدمة لترويج الحملة الاستثمارية للمنتج أو الشركة من خلال التمويل الجماعي.
- تكاليف التمويل والمخاطر المرتبطة بالفرصة الاستثمارية وحالات تعارض المصالح إن وجدت.
- ضوابط وشروط استرداد المبالغ المستثمرة.
- أي تكاليف أو مبالغ مدفوعة لأطراف خارجية Third Parties.

ولقد أدخل المشرع الألماني بعض التعديلات في عام ٢٠١٧م لمعالجة حالة تعارض المصالح بين المستثمرين ومنصات التمويل الجماعي، والتي بمقتضاها لا يجوز للملكي منصات التمويل الجماعي أو العاملين فيها أو أقاربهم من الدرجة الأولى طرح أحد المشاريع الاستثمارية على ذات المنصة، وذلك بهدف تعزيز النزاهة، كما تضمنت هذه التعديلات قواعد لتعزيز متطلبات الإفصاح حول الاستثمار، حيث ينبغي الحصول على موافقة الجهات الرقابية الحكومية قبل البدء في حملة التمويل الجماعي^(٨١).

ويستند البعض النظام الألماني لتنظيم عمليات التمويل الجماعي، فيما يتعلق بالحد الأقصى المتاح للمستثمرين غير المحترفين والذي لا يتجاوز ألف يورو -على الرغم من وجود بعض الاستثناءات- بالإضافة إلى انتقاد الحد الأقصى للمبالغ المستهدفة والمتمثل في مبلغ ٢,٥ مليون يورو، حيث يدعو البعض إلى زيادتها إلى ٥ ملايين يورو^(٨٢).

٢ - التنظيم القانوني لعمليات التمويل الجماعي في الولايات المتحدة الأمريكية Jobs Act ٢٠١٢

يعتمد قانون تنظيم أسواق المال في الولايات المتحدة الأمريكية على فلسفة تشريعية قائمة على تعزيز الشفافية وتوفير المعلومات الجوهرية والتفصيلية حول الشركة محل الفرصة الاستثمارية، وترك القرار الأخير للاستثمار في أي عملية اكتتاب أو فرصة استثمارية للمستثمر نفسه، ويتم تحقيق هذا الهدف من خلال ما يعرف بعملية القيد أو التسجيل Registration Process، حيث تلتزم الشركات الراغبة في دخول سوق المال بتسجيل الفرص الاستثمارية من خلال نشرة الاكتتاب، والحصول على الموافقة المطلوبة بعد تأكد الجهة الرقابية من توافر كافة المعلومات الضرورية للمستثمر^(٨٣).

GAJDA Oliver (Ed.), Op. Cit., p.243.

(٨١)

Ibid, p.243.

(٨٢)

= PRADO Felipe G.C” Restricted Offerings in the US and in Brazil: A Comparative (٨٣)

وتعد عملية القيد أو التسجيل أمراً شائعاً في الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام ١٩٣٥م، من خلال الإصدار رقم ٢٨٥ من مفوضية أسواق المال الأمريكية SEC Release 285 no، كما أنه شائع في غالبية القوانين الخاصة بأسواق المال مثل القانون البرازيلي وقوانين دول الاتحاد الأوروبي^(٨٤).

وتجدر الإشارة إلى أن هذه الآلية مكلفة وليست بالأمر اليسير، وعليه فإن التكاليف المصاحبة لها تمثل عائقاً لبعض المستثمرين نتيجة لحجم الاستثمار المستهدف أو طبيعة المستثمرين المستهدفين، وعليه نرى أن قوانين أسواق المال ومن ضمنها القانون الأمريكي Securities Act ١٩٣٣ قد تضمنت بعض الاستثناءات من استيفاء هذا المتطلب، ومن أهمها الإعفاء الوارد لعمليات الاكتتاب الخاصة والتي تستهدف المستثمرين المحترفين المعتمدين^(٨٥) Accredited Investors، حيث تعتبر قوانين أسواق المال أن باستطاعة هؤلاء المستثمرين حماية أنفسهم نتيجة خبراتهم^(٨٦).

Analysis» **The International Lawyer**, Vol 48, No. 1, Chicago: American Bar Association (Summer 2014), p.34.

Ibid, P.36.

(٨٤)

المستثمرون المحترفون هو تصنيف للمستثمرين يشير إلى شخص لديه ما يكفي من رأس المال والخبرة للمشاركة في الفرص الاستثمارية الأكثر تقدماً، وتبرز أهمية هذا التصنيف في أن المستثمر المحترف يكون مؤهلاً للحصول على بعض الفوائد والفرص التي لا يتمتع بها المستثمرون العاديون، مثال ذلك: يحدد قانون هيئة الأوراق المالية والبورصات SEC في الولايات المتحدة آلية التفرقة بين المستثمرين المحترفين (المعتمدين) Accredited Investors وغير المحترفين في المادة ٥٠١ من القاعدة D، ومثال للمزايا التي يتمتع بها المستثمرون المحترفون أن القاعدة B-506 من اللائحة D من قانون هيئة الأوراق المالية والبورصات تنص على أن الشركة يمكنها أن تبيع أوراقها المالية لعدد غير محدود من المستثمرين المحترفين، بالإضافة إلى عدد محدد من المستثمرين غير المحترفين، ويتم تعريف المستثمرين المحترفين على أنهم مستثمرون لديهم ما يكفي من المعرفة والخبرة في الأمور المالية والتجارية، ولديهم القدرة على تقييم مزايا ومخاطر الاستثمار المحتملة.

(٨٥)

وتنص المادة ٥٠١ من اللائحة D على أنه لكي يكون الفرد مستثمراً محترفاً، يجب أن تكون له ثروة صافية تزيد عن مليون دولار، أو أن يكون مجموع دخله السنوي الصافي يزيد عن ٢٠٠ ألف دولار سنوياً لمدة سنتين بعد خصم متطلبات الحياة الأساسية، ويمكن اعتبار المؤسسات محترفة إذا كانت أصولها المالية تتجاوز ٥ مليون دولار أمريكي.

للمزيد راجع:

Rule 506 of Regulation D, U.S Securities and Exchange Commission, <https://www.sec.gov/fast-answers/answers-rule506htm.html> (Accessed: 12/24/2018 10:35 AM)

Neal "Regulation A+: New and Improved after the Jobs Act or a Failed Revival?" (86) Virginia Law & Business Review, Vol 12, No. 2, Virginia: Virginia Law & Business Review Association (2018) p.7.

لكن وعلى الرغم من وجود هذه الاستثناءات إلا أن الواقع العملي أثبت -خاصة منذ سبعينات القرن الماضي - أنه أصبح يشكل عائقاً أمام الشركات المتوسطة، وعليه قامت مفوضية أسواق المال الأمريكية بإدخال تعديلات جذرية تحت ما يسمى Regulation D- Rules Governing the Limited Offer and Sale of Securities Without Registration Under the Securities Act of 1933 ويهدف هذا التعديل لتسهيل وتوسيع نطاق الاستثناء الخاص بمتطلب التسجيل والقيود^(٨٧).

وفي عام ٢٠١٢م أصدر المشرع الأمريكي قانون Jobs Act في محاولة لمساعدة الاقتصاد الأمريكي على التعافي من التباطؤ الذي أصابه نتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية التي أصابت الاقتصاد الأمريكي والعالمي في نهاية عام ٢٠٠٨م، ويهدف هذا القانون إلى تحفيز الاقتصاد من عدة جوانب من بينها ما تم النص عليه في القسم الثالث Title III من القانون والذي يعنى بتنظيم عمليات التمويل الجماعي، حيث فوض المشرع مفوضية أسواق المال الأمريكية بإصدار القواعد التنظيمية اللازمة لعمليات التمويل الجماعي.

وقد قامت المفوضية في شهر أكتوبر ٢٠١٥ بإصدار القواعد التنظيمية لعمليات التمويل الجماعي SEC Crowdfunding Rules والتي بدأ تطبيقها منذ مايو ٢٠١٦^(٨٨)، وفي الصفحات التالية سيتم استعراض أهم ما تضمنه هذا القانون، من تنظيم للأطراف الثلاثة الرئيسية في عمليات التمويل الجماعي وهم المستثمرون والشركات المصدرة ومنصات التمويل الجماعي.

تضمنت القواعد المنظمة لعمليات التمويل الجماعي في الولايات المتحدة الأمريكية عدداً من القيود على المستثمرين، وبخاصة على المبالغ التي يمكن للأفراد استثمارها في الفرص الاستثمارية المعروضة على منصات التمويل الجماعي، ويتحدد المبلغ بناءً على الدخل السنوي وثروة هذا الشخص، فعلى سبيل المثال، فإن الشخص الذي لا يتجاوز دخله السنوي ١٠٧ آلاف دولار أمريكي، فإن الحد الأقصى لاستثماراته السنوية يجب أن لا تتجاوز ٢,٢٠٠ دولار أمريكي أو ٥٪ من دخله أو مجمل قيمة ثروته، ويستثنى من ذلك؛ إذا كان لهذا الشخص ثروة تساوي أو تزيد عن ١٠٧ آلاف دولار، ففي هذه الحالة يسمح للفرد باستثمار ما لا تتجاوز نسبه ١٠٪ من دخله السنوي أو مجمل قيمة ثروته (أيهما

PRADO Felipe G.C, Op. Cit., p.42.

(٨٧)

EPSTEIN Michael, HASHEMI Nazgole «Crowdfunding in Wonderland: Issuer and Investor Risks in Non-Fraudulent Creative Arts Campaigns Under the Jobs Act» American University Business Law Review, Vol 6, No 1 Washington: American University Washington College of Law (2016) p.3.

(٨٨)

أقل)، وفي كل الأحوال فإن الحد الأقصى للمبلغ الذي يجوز لهذا الشخص استثماره يجب أن لا يتجاوز إجمالي دخله السنوي عن ١٠٧ آلاف دولار أمريكي^(٨٩).

علمًا بأن هذه القيود على المستثمرين لا تميز بين المستثمر العادي والمستثمر المحترف، وتنتطبق على جميع الحالات، ويجب التنويه إلى أن قواعد تنظيم عمليات التمويل الجماعي متاحة للشركات الأمريكية فقط، ولا يجوز للشركات الأجنبية الاستفادة منها، ويمتد الحظر إلى الشركات الخاضعة لمفوضية أسواق المال الأمريكية، بالإضافة إلى بعض أنواع شركات الاستثمار، والشركات المخالفة لقواعد عمليات التمويل الجماعي^(٩٠).

وتجدر الإشارة إلى أن المستثمر في عمليات التمويل الجماعي يلتزم بالامتناع عن إعادة بيع الورقة المالية لمدة سنة كاملة، إلا في حال كان المشتري مستثمرًا محترفًا، أو أن يكون المشتري الشركة ذاتها المستثمر فيها أو أحد أفراد العائلة^(٩١).

ويتطلب التنظيم القانوني لعمليات التمويل الجماعي الأمريكية من الشركة المصدرة التي تقوم بعرض حصصها أو أسهمها أو تسعى للحصول على قرض من خلال عمليات التمويل الجماعي، أن تقوم بالإفصاح عن المساهمين الذين تتجاوز ملكيتهم ٢٠٪، وعن أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية، وتلتزم الشركة بالإفصاح عن طبيعة عمل الشركة وخطة عملها بشكل عام^(٩٢)، كما تلتزم الشركة المصدرة بالإفصاح عن أوجه توظيف المبالغ المستهدفة تحصيلها من خلال عملية التمويل الجماعي وذلك بشكل تفصيلي^(٩٣)، بالإضافة إلى سعر الاكتتاب والمبلغ المستهدف وتاريخ قفل الاكتتاب، وتلتزم الشركة أيضًا بالإفصاح عن بعض عمليات التعامل مع أطراف ذات صلة، وعن البيانات المالية والمركز المالي للشركة^(٩٤).

Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers, U.S. Securities and Exchange Commission, Release: May 13, 2016, Last update: April 5, 2017, <<https://www.sec.gov/info/smallbus/sec/rccomplianceguide-051316.htm>> (Accessed: 30-Jun-19 10:32 AM). (٨٩)

راجع القاعدة ١٠٠ (b) من تنظيم التمويل الجماعي لهيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية: U.S. Securities and Exchange Commission: Crowdfunding Final rule, [Release Nos. 33-9974; 34-76324; File No. S7-09-13], May 16, 2016, Federal Register, Vol. 80, No.220, Washington: Office of the Federal Register, November 16, 2015, pp. 71387-71680, p.71396. (٩٠)

Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers, Op. Cit. (٩١)
U.S. Securities and Exchange Commission: Crowdfunding Final rule, Rule 201(d), Op. Cit., p. 71400. (٩٢)

U.S. Securities and Exchange Commission: Crowdfunding Final rule, Rule 201(i), Op. Cit., p. 71401. (٩٣)

Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers, Op. Cit. (٩٤)

وأحد أهم القواعد التي تم استحداثها منذ عام ٢٠١٦؛ هي إعفاء الاكتتابات المتعلقة بعمليات التمويل الجماعي من متطلب نشرات الاكتتاب والتسجيل، بشرط أن لا تتجاوز قيمتها مبلغ مليون دولار أمريكي^(٩٥) ولا يدخل ضمن احتساب هذا القيمة أي مبالغ تم الحصول عليها من خلال أدوات مختلفة عن عمليات التمويل الجماعي^(٩٦).

وبالنسبة للبيانات المالية للشركة، فإن التنظيم القانوني لعمليات التمويل الجماعي الأمريكي يميز بين المتطلبات الخاصة بالبيانات المالية اعتماداً على قيمة الاكتتاب، فبالنسبة للاكتتابات التي تتراوح قيمتها بين ١٠٧ - ٥٣٥ ألف دولار أمريكي، فإنه ينبغي أن تكون البيانات المالية مراجعة من قبل مراقب الحسابات، ولا يشترط أن تكون مدققة، ولكن في حالة توافر البيانات المالية المدققة فإنه يجب الإفصاح عنها، أما الاكتتابات التي تكون قيمتها أقل من ١٠٧ ألف دولار، فإنه لا يشترط أن تكون البيانات المالية مدققة من قبل مراقب حسابات، ويكتفى بتوقيع الرئيس التنفيذي على البيانات المالية، ولكن في حال توافر البيانات المالية المراجعة أو المدققة من قبل مراقب الحسابات فإنه يجب الإفصاح عنها^(٩٧).

ويلاحظ أن التنظيم الأمريكي يهدف إلى تقليص التكاليف المالية على الشركات المصدرة للقواعد المنظمة، حتى لا يكون القانون عائقاً أمام المشاريع الصغيرة والمتوسطة للاستفادة من سوق التمويل الجماعي، ويجب إيداع هذه البيانات لدى مفوضية أسواق المال الأمريكية بالإضافة إلى المنصة الإلكترونية المستخدمة لعرض الفرصة الاستثمارية.

ويشترط القانون الأمريكي على الشركة أن تقوم بالإفصاح عن قيمة المبالغ التي يتم تحصيلها كمؤشر لتبيان درجة الإقبال على الاستثمار، وعادة ما يكون هذا المؤشر في صورة نسبة مئوية تبين المبلغ الذي تم الاكتتاب به من قبل المستثمرين، ونسبته من المبلغ المستهدف من عملية الاكتتاب، وفي حال إن كانت المنصة التي تتم من خلالها حملة الاكتتاب تقوم بتقديم مثل هذه الخدمة، فإنه لا يشترط للشركة المكتتب فيها أن تقدم هذا المؤشر، ولكنها تظل ملزمة بتقديم إقرار نهائي Form C-U لمفوضية هيئة أسواق المال لتبيان إجمالي المبلغ الذي تم الاكتتاب فيه^(٩٨).

وتلتزم الشركات المستفيدة من الإطار القانوني لعمليات التمويل الجماعي في الولايات المتحدة الأمريكية بإيداع تقارير سنوية لدى مفوضية أسواق المال الأمريكية،

EPSTEIN Michael, HASHEMI Nazgole , Op. Cit, p.3. (٩٥)

Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers, Op. Cit. (٩٦)

Ibid. (٩٧)

Ibid. (٩٨)

وتشترط القواعد المنظمة لعمليات التمويل الجماعي أن يشمل التقرير السنوي على ذات البيانات المطلوب الإفصاح عنها وقت الاكتتاب، وبطبيعة الحال فإن هناك بعض متطلبات الإفصاح التي لا تنطبق في حالة التقارير السنوية مثل سعر بيع الورقة المالية على سبيل المثال، علماً بأنه يسقط الالتزام بتقديم تقارير سنوية في حالة انخفاض عدد الشركاء أو المساهمين ليصبح أقل من ٣٠٠ مساهم، أو في حالة قيام الشركة بتقديم ثلاثة تقارير سنوية مع عدم تجاوز قيمة أصولها عشرة ملايين دولار أمريكي، كما ويسقط الالتزام بتقديم تقارير سنوية أيضاً في حالة بيع الشركة بالكامل من قبل طرف واحد^(٩٩).

وقد أثير نقاش حول مدى إلزامية إيداع التقارير السنوية لدى مفوضية أسواق المال الأمريكية، وهل يعتبر إيداع التقارير التزاماً مستمراً Ongoing Reporting Requirement، وقد استقر الرأي على أن إيداع التقرير السنوي يعد متطلباً كافياً، ولا يوجد هناك حاجة لخلق التزام مستمر على الشركات المصدرة، حيث إن مثل هذا الالتزام سيكون مكلفاً، خاصة ما إذا علمنا أن المبالغ محل الاستثمار قليلة نسبياً، علماً بأن الشركات المصدرة ملزمة بالإضافة إلى إيداع تقاريرها السنوية لدى المفوضية بنشر هذه التقارير على موقعها الإلكتروني، وأن تكون هذه التقارير متاحة للعامة^(١٠٠).

وبالإضافة إلى المبلغ المستهدف، تلزم القواعد المنظمة لعمليات التمويل الجماعي الشركة المصدرة بتوضيح ما إذا كانت ستقبل أي أموال إضافية في حالة تم الوصول إلى المبلغ المستهدف، وتحديد الحد الأقصى لهذه المبالغ الإضافية، وفي هذه الحالة فإن الشركة المصدرة تلتزم بالإفصاح عن المبلغ المستهدف والمبلغ الممكن قبوله، ويجوز للشركة المصدرة أن تعلن عن قفل باب الاكتتاب في حال الوصول إلى المبلغ المستهدف، ولكنها ملزمة بأن تكون فترة الاكتتاب قد تجاوزت ٢١ يوماً، وأن يتم الإعلان عن نية قفل باب الاكتتاب قبل التاريخ المحدد لقفل الاكتتاب بخمسة أيام على الأقل^(١٠١).

بالإضافة إلى ما سبق، فإن الحد الأقصى لعمليات التمويل الجماعي والمتمثل في مبلغ مليون دولار، يجب أن يطبق في كل الأحوال، بمعنى أنه لا يمكن أن يتجاوز المبلغ المكتتب فيه لصالح الشركة المصدرة مليون دولار، وتلتزم الشركة المصدرة بالإفصاح عن الآلية التي ستتبعها الشركة فيما يتعلق بالمبالغ المتجاوزة للمبلغ المستهدف في الاكتتاب.

ibid.

EPSTEIN Michael, HASHEMI Nazgole , Op. Cit, p.5.

U.S. Securities and Exchange Commission: Crowdfunding Final rule, Rule 201(j), Op. Cit., p. 71401 & Rule 302(d), p. 71441.

(٩٩)

(١٠٠)

(١٠١)

ومن ضمن البيانات المطلوب الإفصاح عنها من قبل الشركة المصدرة للجمهور؛ الالتزام بالإفصاح عن المبالغ المدفوعة لمنصة عمليات التمويل الجماعي المستخدمة لعرض الورقة المالية للشركة المصدرة^(١٠٢)، والإفصاح عن عدد الموظفين العاملين لدى الشركة المصدرة، بالإضافة إلى المخاطر المرتبطة بالاستثمار محل العرض، مع الإعلان عن الموقع الإلكتروني للشركة المصدرة إن وجد، والكيفية التي يمكن للمستثمرين الوصول من خلالها إلى التقارير السنوية للشركة المصدرة، وتلتزم الشركة المصدرة بالإفصاح عن الحالات التي سبقت وخالفت فيها القواعد المنظمة لعمليات التمويل الجماعي إن وجدت^(١٠٣).

وتجيز القواعد المنظمة لعمليات التمويل الجماعي للشركات المصدرة أن تقوم بتعديل البيانات المفصحة عنها في حالة وجود تطور جوهري أثناء فترة الاكتتاب، وفي حالة وجود مثل هذا التعديل فإنه يجب الحصول على إعادة تأكيد من قبل المستثمرين الذين قاموا بالاكتتاب، ويجب أن تتاح لهم حرية الاختيار بين الاستمرار بالاستثمار أو الانسحاب منه، وذلك خلال خمسة أيام عمل^(١٠٤)؛ ويعتبر التطور جوهرياً في حال وجود احتمالية عالية من منظور المستثمر العقلاني Reasonable Investor بأن هذه المعلومة سيكون لها أثر على قراره الاستثماري في الاستمرار أو الانسحاب من الاستثمار.

من جانب آخر، فهناك قيود على عملية الإعلان والتسويق للفرص الاستثمارية المرتبطة بعمليات التمويل الجماعي، فلا يجوز للشركة المصدرة القيام بأي حملات تسويقية باستثناء الإعلان إلى وجود فرصة استثمارية (الاكتتاب بأوراقها المالية)، وأنها مرخصة وفقاً للتنظيم الخاص بعمليات التمويل الجماعي، مع الإشارة إلى المنصة (وموقعها الإلكتروني) التي سيتم من خلالها عرض هذه الفرصة الاستثمارية، مع ضرورة أن تكون هذه المنصة إحدى منصات التمويل الجماعي المرخصة من قبل مفوضية أسواق المال الأمريكية، بالإضافة إلى ما سبق يتضمن الإعلان البيانات العامة للشركة المصدرة والمتمثلة باسم الشركة وموطنها وموقعها الإلكتروني، وتجيز القواعد أن يتضمن الإعلان تفاصيل الاكتتاب لتشمل سعر الاكتتاب وطبيعة الورقة المالية المعروض للاكتتاب فيها وتاريخ قفل الاكتتاب^(١٠٥)، وتجيز القواعد الخاصة بعمليات التمويل الجماعي استخدام

U.S. Securities and Exchange Commission: Crowdfunding Final rule, Rule 201, (١٠٢) Op. Cit., p. 71399.

U.S. Securities and Exchange Commission: Crowdfunding Final rule, Rule (١٠٢) 201(j), Op. Cit., p. 71401 & Rule 302(d), p. 71441.

U.S. Securities and Exchange Commission: Crowdfunding Final rule, Rule (١٠٤) 203(a)(2), Op. Cit., p. 71417.

U.S. Securities and Exchange Commission: Crowdfunding Final rule, Rule 204, (١٠٥) Op. Cit., p. 71424.

أطراف مستقلة معتمدة للإعلان عن الاكتتاب، شريطة إفصاح هذه الجهات عن أنها تقوم بالترويج للفرصة الاستثمارية مقابل مبلغ مادي مدفوع لها من قبل الشركة، علماً بأن الترويج يجب أن يقتصر على البيانات المحددة من جانب القانون^(١٠٦).

وفيما يتعلق بالقواعد المنظمة للمنصات التي تتم من خلالها عمليات التمويل الجماعي، فإن القواعد المنظمة لعمليات التمويل الجماعي تشترط أن تكون المنصة مسجلة كسمسار Broker^(١٠٧) كإحدى المنظمات ذاتية التنظيم^(١٠٨) Self-Regulatory Organization وذلك وفقاً للبند ٣٠٠ (a) من القواعد المنظمة لعمليات التمويل الجماعي^(١٠٩).

وقد عرف المشرع منصات التمويل الجماعي على أنها «أي جهة تعمل كوسيط في عمليات بيع وشراء الأوراق المالية لحساب الغير، وذلك في مجال عمليات التمويل الجماعي» ولا تقوم هذه الجهات بتقديم أي توصيات حول الفرص الاستثمارية المعروضة لديها، ولا تقوم بشراء أو بيع أي ورقة مالية تكون معروضة في منصة الجهة، وتلتزم هذه الجهة بعدم تحفيز موظفيها أو وكلائها من خلال دفع مبالغ مالية لترويجها أيًا من الأوراق المالية المعروضة على منصتها، ويحظر على منصات التمويل الجماعي الاحتفاظ أو إدارة أموال المستثمرين^(١١٠).

وتهدف هذه القيود إلى منع خلق أي حوافز سلبية للمنصات قد يكون لها أثر سلبي على سوق التمويل الجماعي، وقصر دور هذه المنصات على عرض الفرص الاستثمارية، وترك القرار النهائي للجمهور دون تأثير من قبل المنصة، وهذه القيود تمتد إلى الأشخاص المرتبطين بالمنصة Associated Persons ، فوفقاً لنص المادة ٣٠٠ (c)(١) من القواعد المنظمة لعمليات التمويل الجماعي يشمل (الأشخاص المرتبطين) الشركاء

Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers, Op. Cit. (١٠٦)

(١٠٧) يعرف قانون الأوراق المالية الأمريكي The Securities Exchange Act of ١٩٣٤ السمسار Broker-Dealer وفقاً للبند ٣(a)(٤) (A) أنه «أي شخص يقوم بعقد صفقات مرتبطة بأوراق مالية لصالح الغير»

U.S. Securities and Exchange Commission: Guide to Broker-Dealer Registration, Release: April 2008, <<https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/divisionsmarketregbdguidehtm.html>> (Accessed: 30-Jun-19 11:11 AM)

(١٠٨) المنظمات ذاتية التنظيم هي كيانات تضع وتنفذ وتراقب قواعد سلوكها ذاتياً لغرض تنظيم العمليات ومعايير الممارسة والسلوك التجاري لأعضائها وممثليها بهدف تعزيز حماية المستثمرين والمصلحة العامة، مثال ذلك مفضوية أسواق المال الأمريكية والبورصة الأمريكية.

U.S. Securities and Exchange Commission: Crowdfunding Final rule, Rule 300 (١٠٩) (a), Op. Cit., p. 71429.

Ibid. (١١٠)

والمدراء وموظفي منصة التمويل الجماعي وأي شخص يسيطر أو المسيطر عليه من قبل منصة التمويل الجماعي^(١١١).

ويحظر أن تكون للمنصات المرخصة لعمليات التمويل الجماعي أي مصلحة مالية في الأوراق المالية التي تعرض للجمهور من خلالها، وقد تم تعريف المصلحة المالية لتشمل «أي ملكية مباشرة أو غير مباشرة أو أي مصلحة اقتصادية في أي فئة من فئات الأوراق المالية للشركة المصدرة»^(١١٢)، لكن يجوز استثناءً أن يكون للمنصة مصلحة في الأوراق المالية المعروضة للجمهور، شريطة أن تكون هذه المصلحة نتيجة تقديم المنصة لخدماتها للشركة المصدرة، بمعنى آخر فإنه يجوز للمنصات أن يكون المقابل المستحق لها نظير خدماتها المقدمة للشركة المصدرة بشكل عيني متمثل بتملك المنصة لمصلحة مالية في الشركة المصدرة كمقابل للخدمات المقدمة، ولكن يشترط أن تكون هذه المصلحة المالية من ذات فئة الأوراق المالية التي تم عرضها للجمهور من خلال منصة عمليات التمويل الجماعي، وبذات الشروط والحقوق التي تم عرضها للجمهور، وفي كل الأحوال فإنه يجب أن يكون هناك إفصاح من قبل المنصة للجمهور حول هذه المصلحة المالية، وتجدر الإشارة إلى أن هذا الاستثناء جاء كنتيجة للآراء الاسترشادية التي استلمتها المفوضية قبل اعتماد قواعد التمويل الجماعي^(١١٣).

من جانب آخر فإن القواعد المنظمة لأعمال منصات التمويل الجماعي تتعامل مع احتمالية وجود عمليات احتيال من قبل الشركة المصدرة للأوراق المالية، تتمثل بإلزام المنصة بضرورة الاطمئنان إلى سلامة الشركة المصدرة Reasonable Basis، وعدم وجود عملية احتيالية، ولكن هذا الالتزام لا يرقى إلى ضرورة قيام منصات عمليات التمويل الجماعي بالتأكد من سلامة الشركة المصدرة من خلال عمل تدقيق نافي للجهالة Due Diligence، ويمتد هذا الالتزام ليشمل اطمئنان المنصة باحتفاظ الشركة المصدرة للدفاتر المطلوبة بخصوص الأوراق المالية محل العرض Records of Securities Holders، كما تلتزم الشركة المصدرة بضرورة التوقيع على إقرار بسلامة أعمالها Representations of the Issuers^(١١٤).

U.S. Securities and Exchange Commission: Crowdfunding Final rule, Rule 300(c)(1), Op. Cit., p. 71428. (١١١)

U.S. Securities and Exchange Commission: Crowdfunding Final rule, Rule 300(b), Op. Cit., p. 71430. (١١٢)

U.S. Securities and Exchange Commission: Crowdfunding Final rule, Rule 300(b), Op. Cit., p. 71430. (١١٣)

U.S. Securities and Exchange Commission: Crowdfunding Final rule, Rule 301(a), Op. Cit., p. 71432 & Rule 301(b), p. 71433. (١١٤)

وفي ذات الإطار الساعي لتقليص حالات الاحتيال، فإن منصات التمويل الجماعي ملزمة بالتأكد من أن الشركة المصدرة للأوراق المالية الراغبة باستخدام المنصة، أو أن أحد الملاك الرئيسيين المالكين لحصص نسبتها ٢٠٪، أو أحد أعضاء مجلس الإدارة، أو الإدارة التنفيذية، غير مدرجين بقائمة المحظور عليهم الاستفادة من قواعد عمليات التمويل الجماعي^(١١٥).

وتلتزم منصات التمويل الجماعي بضرورة تزويد المستثمرين فور انتهائهم من إجراءات فتح الحساب لدى المنصة بمنشورات تعليمية و تثقيفية مصاغة بلغة بسيطة تتضمن بشكل عام إجراءات الاكتتاب بأي ورقة مالية من خلال المنصة، إضافة إلى المخاطر المصاحبة للاستثمار في عمليات التمويل الجماعي، وأنواع الأوراق المالية المتاحة من خلال المنصة، والمخاطر المرتبطة بكل نوع من أنواع الأوراق المالية، وحقوق الإدارة والتصويت المرتبطة بهذه الأوراق.

ويجب أن تتضمن هذه المواد التثقيفية تبيان القيود الواردة على إعادة البيع للأوراق المالية المعروضة لدى منصة التمويل الجماعي، والتزامات الشركات المصدرة للأوراق المالية فيما يتعلق بالتقارير السنوية، والإفصاحات المطلوبة منها في حالة عرض أي ورقة مالية لدى منصات التمويل الجماعي، كما يجب أن تتضمن تبياناً للحدود القصوى للمبالغ التي يمكن للمستثمرين استثمارها في عمليات التمويل الجماعي^(١١٦).

ويمتد التزام منصات التمويل الجماعي إلى ضرورة الإفصاح عن نسبة وألية الرسوم التي ستقاضيها المنصة، وهذا الإفصاح يكون عند قيام المستثمر بفتح الحساب وليس قبل إتمام الصفقة، بالإضافة إلى الإفصاحات اللاحقة المطلوبة من قبل المنصة^(١١٧)، ويمتد هذا الالتزام ليشمل إلزام المستثمر بالإقرار بأنه قد اطلع على الإفصاحات الخاصة بالمخاطر المرتبطة بالاستثمار بالأوراق المالية المعروضة من قبل منصة التمويل الجماعي، وأنه يعلم باحتمالية خسارة كامل المبالغ المستثمرة، والأمر المثير في هذه القواعد يتمثل بإلزام المنصات بعمل استبيان يتضمن مجموعة أسئلة تطرح على المستثمر قبل الموافقة على استثماره للتأكد من استيعابه لهذه المخاطر^(١١٨).

U.S. Securities and Exchange Commission: Crowdfunding Final rule, Rule 301(c), Op. Cit., p. 71434. (١١٥)

U.S. Securities and Exchange Commission: Crowdfunding Final rule, Rule 302(b)(1), Op. Cit., p. 71438. (١١٦)

U.S. Securities and Exchange Commission: Crowdfunding Final rule, Rule 302(d), Op. Cit., p. 71441. (١١٧)

U.S. Securities and Exchange Commission: Crowdfunding Final rule, Rule 302(b)(2), Op. Cit., p. 71440. (١١٨)

بالإضافة إلى ما سبق، فإن منصات التمويل الجماعي تلتزم بعرض الإفصاحات الخاصة بالشركة المصدرة - السابق ذكرها - على موقع المنصة لمدة لا تقل عن ٢١ يوماً قبل بدء عملية الاكتتاب، مع استمرار إتاحة نشرة الإفصاح الخاصة بالشركة المصدرة طوال فترة عملية الاكتتاب، ويجب أن تكون هذه الإفصاحات متاحة للجمهور بسهولة ويسر^(١١٩).

وتمتد التزامات منصات التمويل الجماعي لتشمل ضرورة متابعتها مدى تحقق شرط البالغ القسوى المسموح للمستثمرين استثمارها في عمليات التمويل الجماعي، ولكن الفلسفة التنظيمية في الولايات المتحدة الأمريكية تعتمد بشكل رئيسي على القرارات التي يقدمها المستثمر للمنصة، مع إلزام المنصة في حال وجود شكوك حول هذه القرارات أن تتخذ الإجراءات المطلوبة للتحقق من استيفاء هذا القيد، علماً بأنه كان هناك بعض التوصيات بضرورة إيجاد قواعد معلومات مركزية للمستثمرين للتأكد من الالتزام بهذا القيد.

وبعد عرض القواعد المنظمة لعمليات التمويل الجماعي في الولايات المتحدة الأمريكية، فإنه من الأهمية بمكان التطرق للأسس الاقتصادية لهذه القواعد حيث إن مفوضية أسواق المال الأمريكية ملزمة وفقاً للمادة ٢ (a) من قانون الأوراق المالية الصادر في العام ١٩٣٣ Securities Act، بعمل تحليل اقتصادي للمنافع والتكاليف المتوقعة قبل الشروع بأي عملية تنظيمية، وتأثيرها على التنافسية وتكوين رؤوس الأموال^(١٢٠).

وقد كان الأساس الذي بني عليه التحليل الاقتصادي للقواعد الجديدة المنظمة لعمليات التمويل الجماعي، هو مقارنتها مع الوضع الذي كان قائماً قبل إصدار القواعد الجديدة المتاحة للمشاريع الصغيرة والمتوسطة للحصول على رؤوس الأموال المطلوبة بما لا يتجاوز مليون دولار أمريكي، حيث إن الوضع السابق لصدور القواعد الجديدة لعمليات التمويل الجماعي والمتمثل ابتداء بعمليات الاكتتاب العام لا تصلح لهذا النوع، حيث إن الدراسات تشير إلى أن تكلفة الاكتتابات العامة تبلغ ٥, ٢ مليون دولار أمريكي (التكاليف القانونية والدراسات الفنية) بالإضافة إلى تكلفة سنوية تقدر بمليون دولار للالتزام بهذه القواعد Compliance Cost.

U.S. Securities and Exchange Commission: Crowdfunding Final rule, Rule 303(a), Op. Cit., p. 71441. (١١٩)

U.S. Securities and Exchange Commission: Crowdfunding Final rule, Rule 302(b)(2), Op. Cit., p. 71441. (١٢٠)

أما بالنسبة للوسائل الأخرى والمتمثلة بالإعفاءات المتاحة للحصول على الأموال المطلوبة من الجمهور بخلاف الاكتتاب العام، والتي تمت الإشارة إليها سابقاً Regulation A و D، فإن متوسط التكلفة غير متوفر، ولكن القيود الواردة على هذه الآليات تشكل عائقاً حقيقياً للشركات الصغيرة والمتوسطة، مثل منع الحملات التسويقية ووضع قيود على من يحق له الاستثمار في الأوراق المالية المعروضة بشكل رئيسي لما يعرف بالمستثمرين المحترفين.

وعليه فإن الحاجة إلى عمليات التمويل الجماعي لها مبرراتها الاقتصادية لمعالجة هذه القيود، وعليه تأتي القواعد التنظيمية الجديدة لعمليات التمويل الجماعي لمعالجة هذا النقص، ولكنه يجب التنويه إلى أنه وعلى الرغم من وجود هذه القيود إلا أنه لا يمكن اعتبار القواعد السابقة المنظمة للاكتتابات المعفية - Regulation D & Regulation A - والتي كانت تحكم سوق المال للمشاريع الصغيرة والمتوسطة قبل صدور قواعد تنظيم عمليات التمويل الجماعي كانت غير فعالة، فقد بلغ عدد الشركات المصدرة للأوراق المالية والتي تستهدف مبالغ أقل من مليون دولار بين الأعوام ٢٠٠٩ و ٢٠١٤ ما يقارب ٤,٥٥٩ شركة، ويشمل هذا العدد شركات أشخاص وشركات أموال.

٣ - التنظيم القانوني لعمليات التمويل الجماعي في الدول العربية

بعد استعراض التطور التاريخي وحجم سوق عمليات التمويل الجماعي في بعض الدول الأوروبية والولايات المتحدة الأمريكية، والفوائد الاقتصادية لهذا الأسلوب التمويلي، فإنه مما لا شك فيه أن العالم العربي يحتاج لمثل هذه العمليات، خاصة في ظل الخطط والبرامج الاقتصادية المعلنة مؤخراً في الكويت^(١٢١) والإمارات

(١٢١) تم إنشاء الصندوق الوطني لرعاية وتنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الكويت بموجب القانون رقم ٩٨ لسنة ٢٠١٣ بهدف رعاية وتنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة ودعم الشباب ومحاربة البطالة، وتمكين القطاع الخاص من تحقيق النمو الاقتصادي في دولة الكويت، وتم إجراء تعديلات كبيرة على هذا القانون بهدف تحسين وتطوير القانون لتحويل الفكر المتعلق بالقانون من جهة تمويلية بحتة إلى جعله جهازاً محفزاً ومنمياً لبيئة الأعمال المتعلقة بالمشاريع الصغيرة والمتوسطة وتعزيز وتنمية روح المبادرة لدى المواطنين، وخلق الفرص لهم بهدف خلق قيمة مضافة للدولة واقتصادها.

للمزيد راجع: قانون رقم ٩٨ لسنة ٢٠١٣ في شأن الصندوق الوطني لرعاية وتنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة، الكويت اليوم، ملحق العدد ١١٢٥، السنة التاسعة والخمسون، الثلاثاء ٢١ جمادى الأولى ١٤٣٤ هـ الموافق ٢ إبريل (نيسان) ٢٠١٣ م.

تم تعديل القانون بموجب القانون رقم ٢ لسنة ٢٠١٤ بتعديل بعض أحكام القانون رقم ٩٨ لسنة ٢٠١٣ =

العربية المتحدة^(١٢٢) والمملكة العربية السعودية^(١٢٣) وقطر^(١٢٤) والبحرين^(١٢٥) وجمهورية مصر العربية^(١٢٦) وغيرها من الدول العربية لدعم وتطوير المشاريع الصغيرة

= في شأن إنشاء الصندوق الوطني لرعاية وتنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة، الكويت اليوم، العدد رقم ١١٦٩، السنة الستون، الأحد ٢ ربيع الآخر ١٤٣٥هـ- الموافق ٢ فبراير «شباط» ٢٠١٤م. وبموجب القانون رقم (٢) لسنة ٢٠١٧ في شأن تعديل بعض أحكام القانون رقم (١٠) لسنة ١٩٩٨ في شأن إنشاء محفظة مالية لدى بنك الكويت الصناعي لدعم تمويل النشاط الحرفي والمشاريع الصغيرة للكويتيين وتعديل نص المادة (٣٢) من القانون رقم (٩٨) لسنة ٢٠١٣ بشأن الصندوق الوطني لرعاية وتنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة، الكويت اليوم، العدد رقم ١٣٣٦، السنة الثالثة والستون، الأحد ١٩ رجب ١٤٢٨هـ- الموافق ١٦ أبريل ٢٠١٧م. وبموجب القانون رقم (١٤) لسنة ٢٠١٨ بتعديل القانون رقم (٩٨) لسنة ٢٠١٣ في شأن الصندوق الوطني لرعاية المشروعات الصغيرة والمتوسطة، الكويت اليوم، العدد رقم ١٣٨٩، السنة الرابعة والستون، الأحد ٦ شعبان ١٤٢٩هـ- الموافق ٢٢ أبريل ٢٠١٨م.

(١٢٢) ينظم المشاريع الصغيرة والمتوسطة في الإمارات العربية المتحدة القانون الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٤ بشأن المشاريع والمنشآت الصغيرة والمتوسطة، وبالإضافة إلى هذا القانون أصدرت إمارات أبو ظبي ودبي والشارقة والفجيرة قوانين ومراسيم خاصة بإنشاء مؤسسات لدعم المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

قانون اتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٤م بشأن المشاريع والمنشآت الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية، العدد رقم ٥٦١،٤ مارس ٢٠١٤ الموافق ٣ جمادي الأولى ١٤٣٥هـ، ص١١.

(١٢٣) يوجد في المملكة العربية السعودية العديد من الجهات الحكومية التي تعمل على دعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة مثل صندوق المؤنوية، ومعهد ريادة والبنك السعودي للتسليف والادخار، وبرنامج كفاءة - وزارة المالية السعودية وصندوق التنمية الزراعي وغيرها الكثير وينظمها قرار رئيس الوزراء رقم ٣٠١ لسنة ١٤٣٧هـ بشأن تنظيم الهيئة العامة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية، ٢٩/٠٧/١٤٣٧هـ الموافق: ٢٠١٦/٠٥/٠٦هـ، المعدل بموجب قرار مجلس الوزراء رقم: (١١٦) بتاريخ: ١٤/٢/١٤٢٨هـ، وقرار مجلس الوزراء رقم (٥٥٢) بتاريخ ٣/٩/١٤٢٨هـ.

(١٢٤) في قطر تم إصدار قرار أميري رقم (١٧) لسنة ٢٠١١ بإنشاء جهاز قطر لتنمية المشاريع الصغيرة والمتوسطة بهدف تشجيع إقامة المشاريع، والنهوض بالمشاريع القائمة، وزيادة نسبة مساهمة المشاريع في الناتج المحلي الإجمالي.

قرار أميري رقم (١٧) لسنة ٢٠١١ بإنشاء جهاز قطر لتنمية المشاريع الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية، العدد ٣، ٢٠١١/٠٣/١٥ الموافق ١٤٣٢/٠٤/١٠هـ، ص٢٥.

(١٢٥) أصدرت وزارة الصناعة والتجارة البحرينية قرار رقم (٢٤) لسنة ٢٠١٤ بشأن إصدار استراتيجية وزارة الصناعة والتجارة المتعلقة بالمؤسسات متناهية الصغر، والصغيرة، والمتوسطة. قرار وزير الصناعة والتجارة رقم (٢٤) لسنة ٢٠١٤ بشأن إصدار استراتيجية وزارة الصناعة والتجارة المتعلقة بالمؤسسات متناهية الصغر، والصغيرة، والمتوسطة، الجريدة الرسمية، العدد ٣١٤٧، بتاريخ ١٣ مارس ٢٠١٤، ص١٢.

(١٢٦) بدأ الاهتمام في مصر بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة بإنشاء الصندوق الاجتماعي للتنمية بموجب القرار الجمهوري رقم ٤٠ لعام ١٩٩١ بهدف مساندة المشروعات الصغيرة ومتناهية =

والمتوسطة^(١٢٧)، لذا فإنه من الأهمية بمكان استعراض العوائق القانونية لتطبيق التمويل الجماعي في عالمنا العربي.

وتجدر الإشارة إلى أن قوانين الشركات في العديد من الدول-خاصة الدول النامية- مازالت تحظر وتجرم دعوة الجمهور للاكتتاب العام للحصول على التمويل المطلوب عند تأسيسها أو زيادة رأس مالها أو الاقتراض من خلال أدوات الدين مثل السندات والصكوك في أي صورة من صور الشركات؛ عدا الشركات المساهمة العامة^(١٢٨)؛ وتقع غالبية الدول العربية ومن ضمنها الكويت ضمن هذه الفئة فيما يعرف بجريمة توجيه الدعوة إلى الجمهور للاكتتاب في أسهم وسندات شركات غير مساهمة^(١٢٩).

ويعد هذا الحظر على الاكتتاب العام العائق القانوني الأول، فكما تم استعراضه في هذا البحث فإن الشركات المصدرة في عمليات التمويل الجماعي هي شركات صغيرة

= الصغر، ويتقدم حزمة متكاملة من الخدمات المالية وغير المالية لها وبالتنسيق مع كل الأطراف المعنية بهذه المشروعات بهدف تبني السياسات والتشريعات اللازمة لتطويرها، وفي عام ٢٠٠٤ تم إصدار قانون تنمية المشروعات الصغيرة رقم ١٤١ لعام ٢٠٠٤ للتأكيد على تحقيق هذه الأهداف، وفي عام ٢٠١٤ تم إصدار القانون رقم ١٤١ لسنة ٢٠١٤ بشأن تنظيم نشاط التمويل متناهي الصغر، وفي عام ٢٠١٧ تم حل الصندوق الاجتماعي للتنمية واستبداله بجهاز تنمية المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر بحيث يكون تابعا لوزير الصناعة والتجارة الخارجية، ويكون هو الجهة المعنية بتنمية تلك المشروعات.

قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٩٤٧ لسنة ٢٠١٧ بإنشاء جهاز تنمية المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر، الجريدة الرسمية، العدد ١٦ مكرر (أ) في ٢٤ أبريل ٢٠١٧. المعدل بموجب قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٣٧٠ لسنة ٢٠١٨ بتعديل قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٩٤٧ لسنة ٢٠١٧ بإنشاء جهاز تنمية المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر، الجريدة الرسمية، العدد ٤٥ (تابع) في ٨ نوفمبر ٢٠١٨.

(١٢٧) للمزيد راجع: طارق إسماعيل: بيئة أعمال المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية -الوضع الراهن والتحديات، دراسات اقتصادية، العدد ٣٨، أبوظبي: صندوق النقد العربي، ٢٠١٧. KIRBY Eleanor, WORNER Shane Op. Cit., p.20. (١٢٨)

(١٢٩) تنص المادة ٣٠٣ من قانون الشركات الكويتي رقم ١ لسنة ٢٠١٦م سابق الإشارة إليه على أن «مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد ينص عليها قانون آخر، يعاقب بالحبس مدة لا تزيد على ثلاث سنوات وبغرامة لا تقل عن عشرة آلاف دينار ولا تزيد على مائة ألف دينار أو بإحدى هاتين العقوبتين: ٢ - كل من وجه الدعوة إلى الجمهور للاكتتاب في أسهم أو سندات صادرة باسم شركات غير مساهمة»

(راجع: قانون رقم ١ لسنة ٢٠١٦ بإصدار قانون الشركات وتعديلاته، سابق الإشارة إليه). للمزيد حول تطبيقات هذه الجريمة راجع: حكم محكمة الاستئناف الكويتية، رقم ٢٠١٨/٣٧٨ الدائرة الجزائية الثامنة، جلسة ١٧ فبراير ٢٠١٩م.

ومتوسطة، والتي لا تأخذ شكل الشركات المساهمة العامة بطبيعة الحال نظراً للتعقيدات المرتبطة بتأسيسها، حيث تتطلب قوانين الشركات العربية صدور قرارات وزارية لتأسيس مثل هذه الشركات، أو من جانب تكاليف تشغيل الشركة حيث المتطلبات التشريعية للشركات المساهمة أكثر تعقيداً نظراً لطبيعتها.

وعليه فإنه من الأفضل أن يتم تعديل قوانين الشركات في الدول العربية لتحيل مسألة الاكتتابات العامة - سواءً أكانت تقليدية، أم من خلال عمليات التمويل الجماعي - لهيئات أسواق المال لتنظيمها دون الحاجة إلى وضع قيد قانوني على نوع الشركات التي يحق لها اللجوء إلى الاكتتاب العام للحصول على التمويل اللازم، فعلى سبيل المثال فإن المادة ٩٤ من قانون الشركات الكويتي رقم ١ لسنة ٢٠١٦ تنص على أنه «لا يجوز تأسيس شركات ذات مسؤولية محدودة أو زيادة رأس مالها عن طريق الاكتتاب العام، ويعتبر في حكم الاكتتاب العام التوجه إلى الجمهور بشكل مباشر أو غير مباشر بدعوة للاشتراك في الشركة، ولا يجوز أن تكون حصص الشركاء في شكل أسهم قابلة للتداول، كما لا يجوز للشركة أن تقترض عن طريق إصدار أي ورقة مالية قابلة للتداول»^(١٣٠).

(١٣٠) لا يجوز وفقاً لقانون الشركات الكويتي «قانون رقم ١ لسنة ٢٠١٦» لجميع أنواع الشركات من الاكتتاب العام عند تأسيسها أو زيادة رأس مالها، عدا الشركة المساهمة العامة وفقاً للمادة ١٢٨، ويحظر المشرع على شركة التضامن (م٣٦) والشركة ذات المسؤولية المحدودة (م٩٤) والشركة المساهمة المقفلة (م٢٣٤) تأسيس الشركة أو زيادة رأس مالها عن طريق الاكتتاب العام. (راجع قانون رقم ١ لسنة ٢٠١٦ بإصدار قانون الشركات وتعديلاته، سابق الإشارة إليه).

وتنص المادة ٦٢ من نظام الشركات السعودي الصادر في ١٤٣٧هـ / ٢٠١٥م على أنه يجوز تأسيس الشركة أو زيادة رأس مالها عن طريق الاكتتاب العام، بينما تحظر المادة ١٥٣ على «الشركة ذات المسؤولية المحدودة أن تلجأ إلى الاكتتاب العام لتكوين رأس مالها أو زيادته أو للحصول على قرض، ولا أن تصدر صكوكاً قابلة للتداول». (نظام الشركات السعودي الصادر في ١٤٣٧هـ بناءً على المرسوم ملكي رقم: (م / ٣) وتاريخ: ٢٨ / ١ / ١٤٣٧ هـ المعدل بموجب المرسوم الملكي رقم (م / ٩٧) وتاريخ ١٤٣٩/٧/٢٥ هـ).

ويحظر المشرع المصري في المادة ٤ من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ على الشركة ذات المسؤولية المحدودة «تأسيس الشركة أو زيادة رأس مالها أو الاقتراض لحسابها عن طريق الاكتتاب العام، ولا يجوز لها إصدار أسهم أو سندات قابلة للتداول». (قانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بإصدار قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة، الجريدة الرسمية العدد ٤٠، أول أكتوبر سنة ١٩٨١، ص٢٦٧-٢٧٠٤. المعدل بموجب القانون رقم ٢١٢ لسنة ١٩٩٤ والقانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٨ والقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٩٨ والقانون رقم ٩٤ لسنة ٢٠٠٥ والقانون رقم ٦٨ لسنة ٢٠٠٩ والقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٥، والقانون رقم ٤ لسنة ٢٠١٨).

ويحظر المشرع البحريني في المادة ٢٦١ من قانون الشركات التجارية رقم ٢١ لسنة ٢٠٠١ على =

هذه المادة تحظر بشكل واضح عمليات التمويل الجماعي بالنسبة للشركات ذات المسؤولية المحدودة، وتشدد المشرع في هذا القيد بالنص على أنه يعتبر في حكم الاكتتاب العام التوجه إلى الجمهور بطريق مباشر أو غير مباشر بدعوة للاشتراك في الشركة^(١٣١).

وذات الأمر نراه في المادة ٢٣٤ من قانون الشركات الكويتي رقم ١ لسنة ٢٠١٦ والتي تنص على « يقتصر الاكتتاب في أسهم رأس مال شركة المساهمة المغفلة عند التأسيس على المؤسسين...»^(١٣٢)، وعليه فإن إلغاء مثل هذه المواد في قوانين الشركات تعد المحطة الأولى لتنظيم عمليات التمويل الجماعي والاعتراف بها.

= الشركة ذات المسؤولية المحدودة اللجوء إلى الاكتتاب العام عند تأسيسها أو زيادة رأسمالها أو الاقتراض وذلك بالنص على: "ولا يجوز تأسيس الشركة أو زيادة رأسمالها أو الاقتراض لحسابها عن طريق الاكتتاب العام، ولا يجوز لها إصدار أسهم أو سندات قابلة للتداول...". (قانون الشركات التجارية رقم ٢١ لسنة ٢٠٠١، ملحق الجريدة الرسمية، العدد ٢٤٨٤، الأربعاء ٢٠ يونيو ٢٠٠١ م. المعدل بموجب قانون رقم (٥٠) لسنة ٢٠١٤، الجريدة الرسمية، العدد ٣١٧٤، الأربعاء ١٨ سبتمبر ٢٠١٤ م. وبموجب القانون رقم ٢٨ لسنة ٢٠١٥، الجريدة الرسمية، ملحق العدد ٣٢٣٠، ٠٨ أكتوبر ٢٠١٥ م. وبموجب القانون رقم (١) لسنة ٢٠١٩، الجريدة الرسمية العدد رقم ٣٣٤٨، ١١ يناير ٢٠١٨ م. وبموجب القانون رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٨، الجريدة الرسمية، العدد ٣٣٩٥، ٢٩ نوفمبر ٢٠١٨ م.)

وتنص المادة ٢٣٠ من قانون الشركات التجارية القطري رقم ١١ لسنة ٢٠١٥ على أن الشركة ذات المسؤولية المحدودة « لا يجوز للشركة أن تلجأ إلى الاكتتاب العام لتكوين رأس مالها أو لزيادته أو للحصول على القروض اللازمة له، ولا يجوز لها إصدار أسهم أو سندات قابلة للتداول» كما تنص المادة ٢٠٦ من ذات القانون على « فيما عدا أحكام الاكتتاب العام والتداول تسري على شركة المساهمة الخاصة جميع الأحكام الواردة في هذا القانون بشأن شركات المساهمة العامة». (قانون رقم (١١) لسنة ٢٠١٥ بإصدار قانون الشركات التجارية، الجريدة الرسمية، العدد ١٣، ٠٧/٠٧/٢٠١٥ الموافق ٢٠/٠٩/١٤٣٦ هجري، ص ٤).

ووفقاً للقانون الاتحادي الإماراتي رقم (٢) لسنة ٢٠١٥ بشأن الشركات التجارية فإن المادة ٣٢ تنص على « لا يجوز لأية شركة غير شركة المساهمة العامة القيام بعرض أية أوراق مالية في اكتتاب عام، وفي جميع الأحوال لا يجوز لأية شركة أو جهة أو شخص طبيعي أو اعتباري مؤسس أو مسجل داخل الدولة أو بالمناطق الحرة أو خارج الدولة نشر أية إعلانات في الدولة تتضمن الدعوة للاكتتاب العام في أوراق مالية قبل الحصول على موافقة الهيئة». وتنص المادة ٢٦٥ على أن « فيما عدا أحكام الاكتتاب العام تسري على شركة المساهمة الخاصة فيما لم يرد به نص خاص جميع الأحكام الواردة في هذا القانون في شأن شركة المساهمة العامة» (القانون الاتحادي رقم ٢ لسنة ٢٠١٥ بشأن الشركات التجارية، الجريدة الرسمية العدد ٥٧٧ السنة الخامسة والأربعون بتاريخ ٣١ / ٣ / ٢٠١٥ وعمل به من تاريخ ٢٠ / ٦ / ٢٠١٥. المعدل بموجب مرسوم بقانون اتحادي رقم (١٨) لسنة ٢٠١٧، العدد رقم (٦٢٢) ملحق من الجريدة الرسمية، ٢٨-٠٩-٢٠١٧. والمعدل بموجب مرسوم بقانون اتحادي رقم ٧ لسنة ٢٠١٨، الجريدة الرسمية، ٣١ يوليو ٢٠١٨).

(١٣١) إبراهيم سيد أحمد، الشركات التجارية: فقهاً وقضاء: دراسة مقارنة بين القانونين المصري

والكويتي، القاهرة: المركز القومي للإصدارات القانونية، ٢٠١٥، ص ٦٢.

(١٣٢) راجع: قانون رقم ١ لسنة ٢٠١٦ بإصدار قانون الشركات وتعديلاته، سابق الإشارة إليه.

وتشير التقارير الدولية إلى أن التمويل الجماعي يعد من الوسائل الحديثة الهامة لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسط في الدول العربية^(١٣٣)، وتبرز أهمية عمليات التمويل الجماعي في أنها تمثل آفاق استثمارات متزايدة في الدول العربية، حيث لا تتناقض من حيث المبدأ مع عمليات التمويل الإسلامي، والذي يركز في المقام الأول على مشاركة المخاطر^(١٣٤)، وهو ما يقوم به التمويل الجماعي حيث يتيح للأفراد والشركات مشاركة المخاطر التي تواجهها المشاريع الصغيرة والمتوسطة في عملياتها، بالإضافة إلى مشاركة المكافآت من النشاط الاقتصادي، وهذا تداخل جيد بين التمويل الإسلامي وقطاع المشاريع الصغيرة والمتوسطة، مما سيكون له بالغ الأثر في دعم وتنمية هذه الشركات^(١٣٥)، بالإضافة إلى دعم جهود الأعمال الخيرية وغير الربحية^(١٣٦).

وإيماناً بأهمية هذا الأسلوب لتمويل المشاريع الناشئة، أطلقت سلطة دبي للخدمات المالية في أغسطس ٢٠١٧م إطار عمل تنظيمي خاص بمنصات التمويل الجماعي للقروض وللاستثمار^(١٣٧)، ويعد إطار العمل هذا الأول من نوعه في الدول العربية، ويشكل جزءاً من خطة دعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة.

وينظم هذا الإطار الجوانب الرئيسية التي يشتمل عليها التمويل الجماعي، وبالأخص توضيح الجهات المسؤولة ومسؤولياتها، وتحديد ما يجب على الشركات الإفصاح عنه حول أعمالها، وتحديد دور منصة التمويل الجماعي والعمليات والرسوم،

(١٣٣) نيكولا بلانشيه وآخرون، المرجع السابق، ص ٢٩.

(١٣٤) عدنان عبدالله محمد عويضة، نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي: دراسة تأصيلية تطبيقية، فرجينيا: المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ١٤٣١هـ-٢٠١٠م، ص ٢١٣.

(١٣٥) التمويل الجماعي قاطرة نمو المشاريع الصغيرة، دبي: جريدة البيان، مؤسسة دبي للإعلام، ٠١ يوليو 2017، <https://www.albayan.ae/economy/local-market/2017-07-01-1.2991981>،

(تاريخ الدخول: ٢٠١٩/٠٩/٠٥، ص ٠٩:٤٥)

(١٣٦) أطلق بعض رواد الأعمال المسلمين عدداً من منصات التمويل الجماعي الهادفة إلى تحفيز الأعمال الخيرية في المجتمعات العربية والإسلامية الفقيرة عن طريق مشاريع قائمة على التمويل الجماعي التبرعي. إحدى هذه المنصات هي launchgood والتي تركز على مشاريع التنمية في المجتمعات الإسلامية والتي استطاعت في الفترة بين عامي ٢٠١٣ و ٢٠١٩ تمويل نحو ٧٩٠٠ حملة في ١٢١ دولة بقيمة تقارب ٩٠ مليون دولار أمريكي.

للمزيد راجع: <https://www.launchgood.com/about-us>، (تاريخ الدخول: ٢٠١٩/٠٩/٠٥، ص ٠٩:٤٥)

(١٣٧) سلطة دبي للخدمات المالية: تنظيم التمويل الجماعي لسلطة دبي للخدمات المالية، الفصل الحادي عشر من كتاب قواعد سلطة دبي للخدمات المالية- سلوك وحدات الأعمال، http://dfs.a.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=1547&element_id=23522 (تاريخ الدخول: 08:53 2019/07/02 ص)

وطريقة إدارة تضارب المصالح، وتوضيح المخاطر المتعلقة بهذا الأسلوب من التمويل، بالإضافة إلى قواعد تعمل على الحد من استخدام منصات التمويل الجماعي لغسيل الأموال، أو لغايات تمويل تنظيمات إرهابية، وإجراءات واحترافات حماية المستثمرين ووسائل تخارجهم^(١٣٨).

وفي يوليو ٢٠١٨م، تم إنشاء أول منصة تمويل جماعي في المملكة العربية السعودية حيث قامت هيئة السوق المالية بمنح تصريح لإنشاء منصتين تعملان وفقاً لأسلوب تمويل الملكية الجماعية^(١٣٩)، واستمر هذا النهج بمنح شركة ثالثة تصريحاً في فبراير ٢٠١٩^(١٤٠).

وفي الكويت تواجه العديد من الشركات الراغبة في إنشاء منصات التمويل الجماعي العديد من الصعوبات في الحصول على التراخيص اللازمة^(١٤١)، إلا أنه مؤخراً كشفت وزارة التجارة والصناعة والصندوق الوطني لرعاية وتنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة^(١٤٢) أنهما بصدد تطوير مشروع قانون لتنظيم التمويل الجماعي، على أن يتم عرضه على مجلس الأمة الكويتي خلال عام ٢٠١٩^(١٤٣).

وفي تونس أطلقت السلطات مبادرات تهدف إلى تقديم التمويل الجماعي عن طريق إشراك الجهات الفاعلة العامة والخاصة المشاركة في تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة الحجم^(١٤٤)، وتم إعداد مشروع قانون حول التمويل الجماعي في فبراير ٢٠١٨

(١٣٨) سلطة دبي للخدمات المالية: تنظيم التمويل الجماعي لسلطة دبي للخدمات المالية، سابق الإشارة إليه.
(١٣٩) المملكة العربية السعودية- هيئة السوق المالية: التقرير السنوي 1440-1439هـ (2018م)، https://cma.org.sa/Market/Reports/Documents/cma_2018_report.pdf، ص31،
(تاريخ الدخول: 2019/06/26 12:55 م)

(١٤٠) المملكة العربية السعودية- هيئة السوق المالية، الإعلانات، هيئة السوق المالية توافق على طلب تصريح تجريبية التقنية المالية المقدم من شركة فالكم للخدمات المالية لإنشاء منصة تمويل الملكية الجماعية، https://cma.org.sa/Market/NEWS/Pages/CMA_N_2524.aspx (تاريخ الدخول: 2019/06/26 12:55 م)

(١٤١) «رساميل» تفتح باب التمويل الجماعي في الكويت، الكويت: جريدة الأنباء، ١٧/١٢/٢٠١٨، <https://alanba.com.kw/>، ٨٧٤٠٥٠، (تاريخ الدخول: ٢٠١٩/٠٦/٢٦ ٠١:٢٩ م)

(١٤٢) إيهاب حشيش الكندري: قانون التمويل الجماعي هدفه تفادي أزمة «سوق مناخ» جديدة، جريدة الراي، العدد ١٤٥٠١، الأربعاء ٢٧ مارس ٢٠١٩، ص٢٠.

(١٤٣) الروضان: قانون التمويل الجماعي قريباً.. لتحسين بيئة الأعمال، جريدة القبس الإلكترونية، ٨ أكتوبر ٢٠١٨، <https://alqabas.com/>، ٥٨٩٩٥٩، (تاريخ الدخول: ٢٠١٩/٠٩/٠٥ ٠٩:٤٥ ص)

(١٤٤) منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية ومؤسسة التدريب الأوروبية والمفوضية الأوروبية: منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا المتوسطة ٢٠١٨- التقييم المرحلي للإصلاحات المتعلقة بالمشاريع الصغيرة والمتوسطة الحجم، باريس: منشورات منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، ٢٠١٩، ص١٤١.

ولكن هذا القانون لم يرَ النور حتى الآن^(١٤٥).

يتضح مما سبق إمكانية الاستفادة من التمويل الجماعي ليشكل رافداً مهماً لدعم مبادرات ريادة الأعمال، حيث تعمل المنصات على توفير البيئة المناسبة لتسهيل وصول رواد الأعمال إلى المستثمرين المحتملين أو التمويل، بعيداً عن تكاليف وأساليب التمويل البنكية المعتادة أو تعقيدات شركات الاستثمار، وكما أسلفنا فإن وجود التنظيمات القانونية الملائمة للحالة الاقتصادية في الدول العربية، يسرع من اندماجها في هذا السوق الواعد.

الخاتمة

يكتسب هذا الموضوع أهمية كبيرة خاصة مع توجه غالبية الدول العربية لدعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة وإعطائها دوراً أكبر في التنمية الاقتصادية، بالإضافة إلى بدء ظهور بعض المنصات العربية للتمويل الجماعي^(١٤٦)، التي تمارس عملها دون خضوع لأي تنظيم قانوني أو رقابي في الدول التي لم تشرع قوانين منظمة للتمويل الجماعي.

وتأتي الدعوة لإصدار قوانين منظمة لعمليات التمويل الجماعي لبدء ظهور بعض الإشكاليات القانونية على أرض الواقع، مما يستدعي تدخل المشرع بتشريعات تنظم هذه العمليات، كما أنه في بعض الأحيان يكون إصدار التشريعات مصدر تشجيع وإلهام للأفراد والجماعات على الانخراط في أحد أشكال الاستثمار الجديدة، مما سيكون له أثر إيجابي على المشاريع الصغيرة والمتوسطة الناشئة في الدول العربية.

ولقد اعتمد المشرع الكويتي في قانون الشركات الجديد تلك الفلسفة التشريعية الاستباقية، وذلك بتنظيم أنواع من الشركات لم تكن موجودة على أرض الواقع، حيث أدى تنظيم المشرع للشركات غير الربحية وشركات الشخص الواحد إلى تشجيع العديد من المستثمرين إلى اعتماد هذه الأشكال الجديدة عند تأسيسهم الشركات، مما شكل وقاية لهم من الوقوع في إشكاليات قانونية متعددة في حال اعتمادهم على أحد أشكال الشركات النمطية التقليدية في القانون القديم.

Enhancement of the Business Environment in the Southern Mediterranean (١٤٥) (EBESM): Developing A Legal Framework for Crowdfunding For Tunisia, <<http://www.ebesm.eu/posts/developing-a-legal-framework-for-crowdfunding-for-tunisia>> (Acceded: 05-Sep-19 9:45 AM).

(١٤٦) تشير التقارير الدولية إلى عدد من المنصات العربية الرائدة في تقديم خدمات التمويل الجماعي مثل منصات Beehive وEureeca في الإمارات العربية المتحدة ومنصة ذومال في لبنان ومنصة Liwwa في الأردن.

للمزيد راجع: نيكولا بلانشيه وآخرون، المرجع السابق، ص ٢٩.

بل قد تصبو حكومات الدول العربية إلى أبعد من ذلك، بإنشاء منصات إلكترونية حكومية للتمويل الجماعي تدار تحت رقابتها، مما يشجع صغار المستثمرين على استثمار فوائض أموالهم في مثل هذه المنصات بدلاً من توجيهها للمنصات العالمية، كما تشجع القطاع الخاص على إنشاء منصات مشابهة.

ولا تقتصر أهمية نشر ثقافة التمويل الجماعي في المجتمعات العربية والخليجية على جانب استثمار الأموال في مشاريع صغيرة ومتوسطة والتي سيكون لها أثر مباشر في تنشيط السوق، بل إن لها دوراً اجتماعياً غاية في الأهمية بتمويل تلك المنصات الإلكترونية لمشاريع وأفكار المبدعين ورواد الأعمال، مما سيكون له الفضل في تخليص صغار المستثمرين والمبدعين من أبرز المعوقات التي كانت تواجههم لإقامة مشاريعهم بتوفير الدعم المالي اللازم لبدء مشاريعهم، كما ستساعد المنصات المستقلة في تخليص المبدعين والمستثمرين من سلطة وهيمنة المؤسسات الكبرى وبيروقراطية المؤسسات الحكومية، وتجاوز الحدود السياسية بين الدول لتصل المبدع بالجمهور مباشرة دون حاجة لوسيط.

المراجع

المراجع العربية:

• الكتب:

- إبراهيم سيد أحمد، الشركات التجارية: فقهاً وقضاً: دراسة مقارنة بين القانونين المصري والكويتي، القاهرة: المركز القومي للإصدارات القانونية، ٢٠١٥.
- أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة-دراسة فقهية، أريد: دار الكتاب الثقافي للنشر والتوزيع والدعاية والإعلان، ٢٠١٢.
- أحمد عبد الرحمن المحم، قانون الشركات الكويتي والمقارن وفق المرسوم بقانون رقم ٢٥ لسنة ٢٠١٢ وتعديلاته الصادرة بالقانون رقم ٩٧ لسنة ٢٠١٣، الكويت: جامعة الكويت، مجلس النشر العلمي، لجنة التأليف والتعريب والنشر، ٢٠١٤-٢٠١٥.
- سميحة القليوبي، القانون التجاري الكويتي: نظرية الأعمال التجارية، التاجر، المحل التجاري، الكويت: مطبعة جامعة الكويت، ١٩٧٤.
- صادق الشمري، أساسيات الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار اليازوري العلمية، ٢٠١٢.
- طعمة صعفك الشمري، الوسيط في دراسة قانون الشركات التجارية الكويتي وتعديلاته، الطبعة الثالثة، الكويت: مكتبة الطالب الجامعي، ١٩٩٩.
- عدنان عبد الله محمد عويضة، نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي: دراسة تأصيلية تطبيقية، فرجينيا: المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ١٤٣١هـ-٢٠١٠م.
- فاروق عبد المعطي، أوجست كونت مؤسس علم الاجتماع الحديث، بيروت: دار الكتب العلمية، ١٩٩٣.
- محمد يونس، عالم بلا فقر- المشروعات الاجتماعية ومستقبل الرأسمالية، ترجمة: ريم عبد الحليم - إنجي حسين، مراجعة وتقديم: إبراهيم فوزي، القاهرة: مكتبة الشروق الدولية، ٢٠٠٩.
- مصطفى كمال طه، النظرية العامة للقانون التجاري والبحري، بيروت: منشورات الحلبي الحقوقية، ٢٠٠٦.

- هايل عبد المولى طشطوش، المشروعات الصغيرة ودورها في التنمية، عمّان: دار الحامد للنشر والتوزيع، ٢٠١٢.

• الأبحاث والمقالات:

- إيهاب حشيش الكندري: قانون التمويل الجماعي هدفه تفادي أزمة «سوق مناخ» جديدة، جريدة الراي، العدد ١٤٥٠١، الأربعاء ٢٧ مارس ٢٠١٩.
- التمويل الجماعي قاطرة نمو المشاريع الصغيرة، دبي: جريدة البيان، مؤسسة دبي للإعلام، ٠١ يوليو ٢٠١٧، <https://www.albayan.ae/economy/local-2017-07-01-12991981>، (تاريخ الدخول: ٢٠١٩/٠٩/٠٥ ص ٠٩:٤٥)
- المملكة العربية السعودية- هيئة السوق المالية: الإعلانات، هيئة السوق المالية توافق على طلب تصريح تجربة التقنية المالية المقدم من شركة فالكم للخدمات المالية لإنشاء منصة تمويل الملكية الجماعية، [https://cma.org.sa/Market/NEWS/](https://cma.org.sa/Market/NEWS.aspx.2524_Pages/CMA_N)، (تاريخ الدخول: ٢٠١٩/٠٦/٢٦ م ١٢:٥٥)
- رساميل تفتح باب التمويل الجماعي في الكويت، الكويت: جريدة الأنباء، الاثنين ١٧/١٢/٢٠١٨، <https://alanba.com.kw>، 874050، (تاريخ الدخول: ٢٠١٩/٠٦/٢٦ م ٠١:٢٩)
- الروضان: قانون التمويل الجماعي قريباً.. لتحسين بيئة الأعمال، جريدة القبس الإلكترونية، ٨ أكتوبر ٢٠١٨، <https://alqabas.com>، ٥٨٩٩٥٩، (تاريخ الدخول: ٢٠١٩/٠٩/٠٥ ص ٠٩:٤٥)

- طارق إسماعيل، بيئة أعمال المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية-الوضع الراهن والتحديات، دراسات اقتصادية، العدد ٣٨، أبو ظبي: صندوق النقد العربي، ٢٠١٧.

• التقارير والأحكام القضائية:

- المملكة العربية السعودية- هيئة السوق المالية: التقرير السنوي ١٤٤٠/١٤٤٠هـ (٢٠١٨م)، [https://cma.org.sa/Market/Reports/Documents/](https://cma.org.sa/Market/Reports/Documents/report.pdf_2018_cma)، (تاريخ الدخول: ٢٠١٩/٠٦/٢٦ م ١٢:٥٥ ص ٣١)
- منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية ومؤسسة التدريب الأوروبية والمفوضية الأوروبية: منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا المتوسطة ٢٠١٨- التقييم المرحلي للإصلاحات المتعلقة بالمشاريع الصغيرة والمتوسطة الحجم، باريس: منشورات منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، ٢٠١٩.

- نيكولا بلانشيه وآخرون «الشمول المالي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة في منطقة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى» صندوق النقد الدولي، إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى، واشنطن: منشورات صندوق النقد الدولي، ٢٠١٩.
- سلطة دبي للخدمات المالية: تنظيم التمويل الجماعي لسلطة دبي للخدمات المالية، الفصل الحادي عشر من كتاب قواعد سلطة دبي للخدمات المالية- سلوك وحدات الأعمال، http://dfsa.complinet.com/en/display/display_main، 23522=element_id&1547=html?rbid (تاريخ الدخول: ٠٢/٠٧/١٩٠٢٠١٩: ٠٨:٠٨ ص)
- محكمة الاستئناف الكويتية: حكم رقم ٢٠١٨/٣٧٨ الدائرة الجزائية الثامنة، جلسة ١٧ فبراير ٢٠١٩م.

المراجع الأجنبية:

• الكتب:

- BOTTIGLIA Roberto, PICHLER Flavio (eds.): **Crowdfunding for SMEs: A European Perspective**, London: Springer (2016).
- BRIAN Denis: **Pulitzer: A Life**, Wiley; 1st edition (2001).
- FREEDMAN, David M. & NUTTING, Matthew R.: **Equity Crowdfunding for Investors: A Guide to Risks, Returns, Regulations, Funding Portals, Due Diligence, and Deal Terms**, New Jersey: John Wiley & Sons; 1st edition (2015).
- GIONES Ferran, BREM Alexander: Crowdfunding as A Tool for Innovation Marketing- Technology Entrepreneurship Commercialization Strategies, In: APPIO Francesco P., YOON Hyungseok, THÉRIN François (Eds.): **Handbook of Research on Techno-Entrepreneurship- Ecosystems Innovation and Development**, Third Edition, Cheltenham: Edward Elgar Publishing (2019).
- GUPTA Rohit: **Reward and Donation Crowdfunding: A Complete Guide for Emerging Startups**, Chennai: Notion Press (2018).
- KUPPUSWAMY, Venkat, BAYUS Barry L. “Crowdfunding Creative Ideas: The Dynamics of Project Backers in Kickstarter” In: CUMMING Douglas,

HORNUF Lars (eds.): The Economics of Crowdfunding- Startups, **Portals and Investor Behavior**, New York: Springer International Publishing (2018).

- MAYNARD Therese H., WARREN Dana M., TREVINO Shannon: Business Planning: Financing the Start-Up Business and Venture **Capital Financing**, Third Edition, New York: Wolters Kluwer Law & Business, (2018).
- WESSEL, Michael E.: Crowdfunding: Platform Dynamics under **Asymmetric Information**, Darmstadt, Technische Universität Darmstadt (2016).

• الأبحاث والمقالات:

- AGRAWAL, Ajay K., CATALINI Christian, GOLDFRAB, Avi “Some Simple Economics of Crowdfunding” **Innovation Policy and the Economy**, Vol.14, Chicago: The university of Chicago Press Journals (2014).
- ALTMAN Edward I., ESENTATO Maurizio, SABATO Gabriele “Assessing Italian SME and Mini-bond Issuer Credit Worthiness” **Global Finance Journal**, Amsterdam: Elsevier (17 September 2018).
- BELLEFLAMME Paul, OMRANI Nasserine, PEITZ Martin “The Economics of Crowdfunding Platforms” **CORE Discussion Papers RP**, Center for Operations Research and Econometrics, Université catholique de Louvain, No. 2793, (2015).
- BENOIS Francois-Regis “Equity Crowdfunding: Legal Framework, Regulatory concerns and Perspectives in France” **Paris: European Institute of Financial Regulation publications (EIFA)** (February 2015).
- CUMMING, Douglas J., LEBOEUF GAËL, SCHWIENBACHER Armin “Crowdfunding models: Keep-it-all vs. all-or-nothing” **Financial Management**, Volume 48, Issue 2, Financial Management Association International, Tampa: University of South Florida, (January 8, 2019).

- Electronic Code of Federal Regulations, **Definitions and Terms Used in Regulation D.**, <https://www.ecfr.gov/cgi-bin/retrieveECFR?gp=&SID=8edfd12967d69c024485029d968ee737&r=SECTION&n=17y3.0.1.1.12.0.46.176> (Accessed: 12/24/2018 10:35 AM)
- **Enhancement of the Business Environment in the Southern Mediterranean (EBESM):** Developing A Legal Framework for Crowdfunding For Tunisia <<http://www.ebesm.eu/posts/developing-a-legal-framework-for-crowdfunding-for-tunisia>> (Accessed: 05-Sep-19 9:45 AM)
- EPSTEIN Michael, HASHEMI Nazgole «Crowdfunding in Wonderland: Issuer and Investor Risks in Non-Fraudulent Creative Arts Campaigns Under the Jobs Act» **American University Business Law Review**, Vol 6, No 1 Washington: American University Washington College of Law (2016).
- FINLAYSON, Devin. “A River Runs Through It: The JOBS Act’s Course through Crowdfunding, towards Stable Returns on Investment in Real Estate.” **Journal of the National Association of Administrative Law Judiciary** V. 37, I.2, Malibu, Canada: Pepperdine University School of Law (2017).
- GABISON, Garry A. “Understanding Crowdfunding and its Regulations, how can Crowdfunding help ICT Innovation?” **Joint Research Centre Science and Policy Report**, European Commission, Luxembourg: Publications Office of the European Union (2015).
- GAJDA Oliver (Ed.) “Review of Crowdfunding Regulation 2017: Interpretations of Existing Regulation Concerning Crowdfunding in Europe, North America and Israel” **European Crowdfunding Network AISBL**, Brussels: European Crowdfunding Network publications (2017).
- HU Ying “Regulation of equity crowdfunding in **Singapore**” **Singapore Journal of Legal Studies**, Faculty of Law, National University of Singapore (July 2015).
- **Kickstarter Stats**, < <https://www.kickstarter.com/help/stats> > Last updated: 27-Jun-19 9:33 AM (Accessed: 27-Jun-19 9:34 AM)

- KIRBY Eleanor, WORNER Shane “Crowd-Funding: An Infant Industry Growing Fast” **IOSCO Staff Working Paper- SWP3**, Madrid: International Organization of Securities Commissions Publications (2014).
- KLOHN Lars, HORNUF Lars, SCHILLING Tobias “The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act: Content, Consequences, Critique, Suggestions” **European Company Law (ECL)**, Vol.13, Issue 2, Baambrugge: Centre for European Company Law Publications (2016).
- NEWMAN Neal “Regulation A+: New and Improved after the Jobs Act or a Failed Revival?” **Virginia Law & Business Review**, Vol 12, No. 2, Virginia: Virginia Law & Business Review Association (2018).
- PRADO Felipe G.C” Restricted Offerings in the US and in Brazil: A Comparative Analysis» **The International Lawyer**, Vol 48, No. 1, Chicago: American Bar Association (Summer 2014).
- Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers, **U.S. Securities and Exchange Commission**, Release: May 13, 2016, Last update: April 5, 2017, <<https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316.htm>> (Accessed: 30-Jun-19 10:32 AM)
- Rule 506 of Regulation D, **U.S Securities and Exchange Commission**,<https://www.sec.gov/fast-answers/answers-rule506htm.html> (Accessed: 12/24/2018 10:35 AM)
- STASIK Agata, WILCZYNSKA Ewa “How Do We Study Crowdfunding? An Overview of Methods and Introduction to New Research Agenda” **Journal of Management and Business Administrative- Central Europe**, Vol 26 No1. Warsaw: Kozminski University (2018).
- **U.S. Securities and Exchange Commission**: Guide to Broker-Dealer Registration, Release: April 2008, <<https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/divisionsmarketregbdguidehtm.html>> (Accessed: 30-Jun-19 11:11 AM)
- WEINSTEIN, Ross S. “Crowdfunding in the U.S and Abroad: What to Expect When You’re Expecting” **Cornell International Law Review**, Vol. 46, New York: Cornell Law School (2013).

- ZIEGLER Tania, REEDY E.J, & Kieran Garvey ,et al “The Americas Alternative Finance Industry Report- Hitting Stride” **Cambridge Centre for Alternative Finance** & Center for Entrepreneurship and Innovation- The university of Chicago & Chicago Booth- The university of Chicago booth school business, Cambridge: University of Cambridge Judge Business School publications (2017).

• التقارير والأحكام القضائية:

- Communication from the Commission to the European Parliament, The Council, **The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions**: Unleashing the Potential of Crowdfunding in the European Union, (2014).
- **Dubai Financial Services Authority (DFSA)**: Crowdfunding SME Financing Through Lending, Consultation Paper (CP109), DFSA Publishing (31 January 2017).
- **European Commission**: “Unleashing the Potential of Crowdfunding in the European Union” Communication from the Commission to the European Parliament, The Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Brussels: European Commission publications, (27 March 2014).
- **Information for Development Program (infoDev)/The World Bank**: “Crowdfunding’s Potential for the Developing World” Washington: The World Bank publications (2013).
- **United States District Court, Southern District Of New York**: Case 1:11-cv-06909-KPF, Document, 111, Filed 06/29/15.

