



ЦЕНТР
СТРАТЕГИЧЕСКИХ
РАЗРАБОТОК

ТЕХНОЛОГИИ

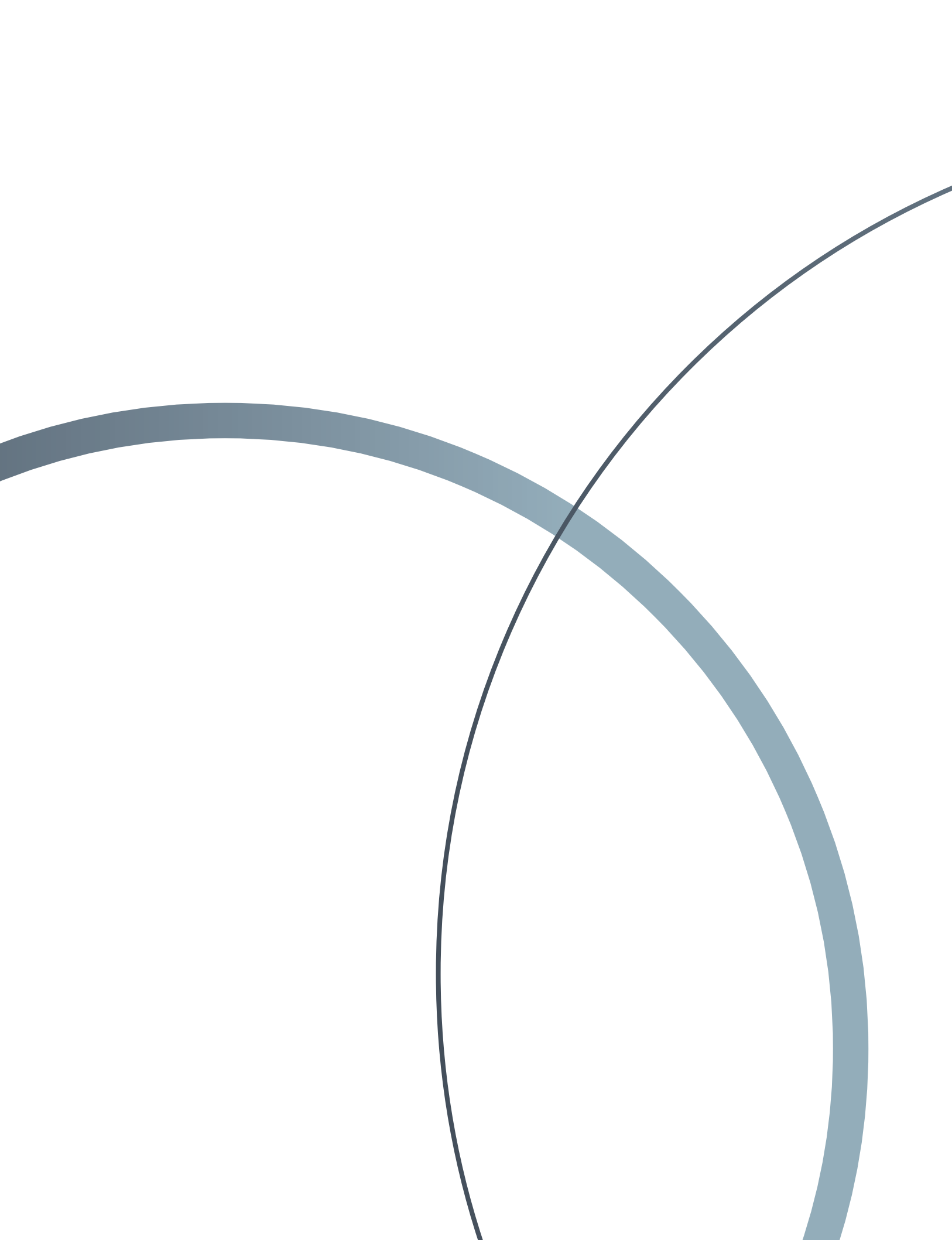
НОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЛЯ РАЗВИТИЯ ТЕХНОЛОГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ: ПРАКТИКА ИСПОЛЬЗОВАНИЯ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ В РОССИИ

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДОКЛАД



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ

VENTURE
CLUB
.CO





ЦЕНТР
СТРАТЕГИЧЕСКИХ
РАЗРАБОТОК

ТЕХНОЛОГИИ

НОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ

ДЛЯ РАЗВИТИЯ
ТЕХНОЛОГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ:
ПРАКТИКА ИСПОЛЬЗОВАНИЯ
И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ
В РОССИИ

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДОКЛАД



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ

VENTURE
CLUB
.CO

МОСКВА
АПРЕЛЬ 2018

НАУЧНОЕ РУКОВОДСТВО

В. Н. **КНЯГИНИН**, вице-президент фонда «Центр стратегических разработок»,
председатель правления фонда «Центр стратегических разработок
„Северо-Запад“».

АВТОРСКИЙ КОЛЛЕКТИВ

И. А. **КУТЕПОВ**, руководитель направления стратегических коммуникаций
ООО «ВенчурКлуб»

Л. И. **ЛЯКИШЕВА**, аналитик фонда «Центр стратегических разработок»

Е. Н. **ПРИВАЛОВА**, генеральный директор ООО «ВенчурКлуб»

Е. С. **РОЖКОВА**, руководитель проектного направления фонда «Центр
стратегических разработок»

И. Н. **СОКОЛОВ**, аналитик проектно-учебной лаборатории «Управление
инновационными системами» Национального исследовательского университета
«Высшая школа экономики — Нижний Новгород»

А. А. **СОЛОХИН**, аналитик проектно-учебной лаборатории «Управление
инновационными системами» Национального исследовательского университета
«Высшая школа экономики — Нижний Новгород»

Э. А. **ФИЯКСЕЛЬ**, профессор, заведующий кафедрой венчурного менеджмента,
заведующий лабораторией «Управление инновационными системами»,
заведующий центром предпринимательства Национального исследовательского
университета «Высшая школа экономики — Нижний Новгород»

СОДЕРЖАНИЕ

Глоссарий.....	5
1. ВВЕДЕНИЕ.....	7
2. РЕЗЮМЕ.....	9
3. ТРАНСФОРМАЦИЯ ИНСТРУМЕНТОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ ТЕХНОЛОГИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ: ГЛОБАЛЬНЫЕ ВЫЗОВЫ И ТЕНДЕНЦИИ.....	12
3.1. Глобальные вызовы.....	12
3.2. Ключевые тенденции.....	16
4. МИРОВОЙ ОПЫТ РАЗВИТИЯ «НОВЫХ ДЕНЕГ».....	23
4.1. Основные инструменты «новых денег»: отличительные черты и предпосылки возникновения.....	23
4.2. Основные тенденции развития инструментов «новых денег».....	28
4.3. Вовлеченность непрофессиональных игроков в рынок «новых денег».....	34
4.4. Влияние развития сектора «новых денег» на экономику.....	35
5. ПОДХОДЫ К РЕГУЛИРОВАНИЮ РЫНКА «НОВЫХ ДЕНЕГ», ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ В МИРОВОЙ ПРАКТИКЕ.....	38
6. РЫНОК «НОВЫХ ДЕНЕГ» В РОССИИ: ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ И ДЕЙСТВУЮЩАЯ ПОЛИТИКА РЕГУЛИРОВАНИЯ.....	43
6.1. Анализ текущего состояния рынка по каждому из инструментов.....	43
6.2. Анализ проводимой государственной политики.....	45
6.3. Основные проблемы развития рынка.....	48
6.4. Возможность использования «новых денег» для решения проблем в российской экономике.....	52
6.5. Ключевые социально-экономические риски для России в рамках развития рынка новых финансовых инструментов.....	53

7. ОСНОВНЫЕ ЦЕЛИ И ЗАДАЧИ РАЗВИТИЯ ИНСТРУМЕНТОВ АЛЬТЕРНАТИВНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ТЕХНОЛОГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ.....	56
7.1. Описание целевой модели рынка.....	58
7.2. Шаги по переходу к целевой модели.....	63
7.3. Необходимые решения на уровне федеральных органов государственной власти.....	65
8. ВЛИЯНИЕ РЫНКА АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ФИНАНСОВ НА СТРАТЕГИЧЕСКИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ЗАДАЧИ И РЕАЛИЗАЦИЮ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ПРОГРАММ.....	67
8.1. Эффекты развития рынка «новых» денег» для экономики Российской Федерации.....	67
8.2. Возможность решения государственных задач и выполнения государственных программ за счет развития инструментов «новых» денег.....	71
9. ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	73
ПРИЛОЖЕНИЕ 1. МИРОВАЯ ПРАКТИКА СТАНДАРТИЗАЦИИ, СЕРТИФИКАЦИИ И ЛИЦЕНЗИРОВАНИЯ КРАУДФИНАНСОВ.....	75
ПРИЛОЖЕНИЕ 2. МИРОВАЯ ПРАКТИКА РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ И ЗАЩИТЫ ПОЛЬЗОВАТЕЛЕЙ КРАУДПЛАТФОРМ.....	79
ПРИЛОЖЕНИЕ 3. МИРОВАЯ ПРАКТИКА ГОСУДАРСТВЕННОЙ ПОДДЕРЖКИ КРАУДПЛАТФОРМ.....	83
ПРИЛОЖЕНИЕ 4: ДИНАМИКА РАЗВИТИЯ ИНСТРУМЕНТОВ «НОВЫХ ДЕНЕГ» ПО ОТДЕЛЬНЫМ СТРАНАМ.....	85
Список источников.....	86

ГЛОССАРИЙ

Блокчейн (от англ. *blockchain*) — технология, объединяющая ряд математических, криптографических и экономических принципов, которые поддерживают существование распределенного между несколькими участниками реестра. Особенности технологии заключаются в невозможности изменить или подделать данные, в прозрачности производимых транзакций, децентрализованной проверке данных, избыточности узлов сети и особенностях верификации с помощью цифровых подписей.

Индустрия 4.0 — четвертая промышленная революция, выражающаяся в интеграции материального и виртуального пространств через широкое внедрение автоматизации и цифровых технологий во всех сферах производства.

Краудинвестинг — разновидность краудфандинга, при которой инвесторы в качестве вознаграждения получают долю в капитале проекта, в который они вложились.

Краудлендинг — разновидность краудфандинга, при которой вкладчики в качестве вознаграждения получают процент от вложенной суммы в течение определенного времени, а сам вклад возвращается к ним по истечении установленного срока.

Краудфандинг — технология коллективного финансирования, в рамках которой сбор средств для реализации того или иного проекта происходит за счет привлечения широкого круга добровольных вкладчиков и осуществляется с помощью сети Интернет на специализированных интернет-ресурсах — краудфандинговых платформах.

Краудфандинговая платформа — специализированный интернет-ресурс для осуществления коллективного финансирования проектов путем привлечения средств от широкого круга добровольных вкладчиков.

Криптовалюта — цифровая валюта, подкрепленная криптографическими вычислениями на основе децентрализованной реестровой записи, исключающей двойные транзакции.

Майнинг — деятельность, направленная на создание криптовалюты и/или валидацию с целью получения вознаграждения в виде криптовалюты.

«Новые деньги» — совокупность инструментов в форме платформенных решений на основе краудтехнологий, позволяющих привлекать средства для развития инновационных и быстрорастущих проектов.

СРО (саморегулируемая организация) — некоммерческая организация, основанная на членстве, объединяющая субъектов предпринимательской деятельности исходя из единства отрасли производства товаров (работ, услуг) или рынка произведенных товаров (работ, услуг) либо объединяющая субъектов профессиональной деятельности определенного вида.

Фиатные (декретные) деньги — деньги, которые правительство страны объявило в качестве законного средства платежа и номинальная стоимость которых устанавливается и гарантируется государством. Фиатные деньги не имеют внутренней стоимости и не обеспечены резервами.

ICO (от англ. Initial Coin Offering) — выпуск каким-либо проектом купонов (разновидностей монет), или токенов, в виде криптовалюты, предназначенных для оплаты услуг или продукта площадки в будущем либо для получения дивидендов от прибыли компании.

1.

ВВЕДЕНИЕ

Аналитический доклад «Новые инструменты привлечения финансирования для технологических компаний: практика использования и перспективы развития в России» подготовлен совместно Центром стратегических разработок и Национальным исследовательским университетом «Высшая школа экономики», ведущим активную работу по исследованию сектора краудфинансирования в России и мире, при участии компании ВенчурКлуб, одной из первых краудинвестиционных площадок в России.

Основная предпосылка подготовки данного доклада — повышение в России спроса на внедрение крупных прорывных инноваций, проведение комплекса мероприятий, направленных на формирование Индустрии 4.0, и, как следствие, острая необходимость в современных, простых и доступных инструментах финансирования технологических проектов. Развитие сегмента малых и средних инновационных компаний приводит к повышению спроса на альтернативные источники финансирования. В мировой практике на начальных этапах ответом на такой запрос стало вовлечение в сектор профессиональных игроков — венчурных инвесторов, а затем и развитие «народного финансирования» — краудинструментов, позволяющих привлекать средства для проектов у тех людей, кто верит в новые продукты и готов вкладывать деньги в прогресс.

Существующая финансовая система и инфраструктура ориентированы в большей степени на финансирование крупных и стабильно развивающихся проектов. Проекты новой экономики и Индустрии 4.0 не подходят под стандарты традиционных финансовых институтов. Требуется создание и дальнейшее развитие новых инструментов финансирования, обеспечивающих реализацию данных проектов. Таким инструментом могут стать «новые деньги» — система альтернативных механизмов вовлечения частного и неактивного в настоящий момент капитала в технологические проекты. Процесс финансирования частными ин-

весторами малого и среднего инновационного бизнеса — органическое явление развитой экономики с сильно зарегулированными традиционными финансовыми инструментами и избыточной денежной ликвидностью у граждан.

«Новые деньги» — это источники финансирования, ранее не задействованные или ограниченно задействованные в экономике, к примеру, накопления частных инвесторов, использование которых создает возможность развития нового инновационного бизнеса. К возможным инструментам, позволяющим получить доступ к «новым деньгам», относятся: краудфандинг, краудинвестинг, краудлендинг и пр. (определение данных терминов приведено в глоссарии).

В последнее время наблюдается рост интереса со стороны государства, профессиональных и непрофессиональных инвесторов и компаний к механизмам активации «новых денег» — краудплощадкам как инструментам их привлечения. Развитие сегмента требует систематизации деятельности в данном направлении, в том числе в части изменения нормативной правовой базы и создания условий для эффективного расширения сектора в России с учетом мирового опыта.

В представленном докладе систематизирована информация о текущем состоянии и тенденциях развития краудфинансирования в России и других странах. Также на основании лучших мировых практик представлены предложения о подходах к регулированию, которые бы могли обеспечить наиболее эффективное развитие отрасли в России.

2.

РЕЗЮМЕ

Процессы, происходящие в течение последних нескольких лет в мировой экономике, создали условия, способствующие активному развитию инструментов «новых денег». К ним относятся в том числе платформенные решения, функционирующие на основе краудтехнологий и позволяющие вовлекать дополнительные средства, необходимые для развития инновационных и быстрорастущих проектов. При этом данные инструменты обладают рядом преимуществ по сравнению с классическими, что связано с их инновационным характером, обусловленным использованием передовых технологий (сети Интернет, финансовых технологий, платежных систем и систем кибербезопасности и пр.). Это дает возможность применения новых подходов к заключению сделок, в частности:

- заключение сделок финансового характера электронно, без личного присутствия контрагентов, и с минимальными рисками;
- привлечение инвестиций от широкого пласта непрофессиональных инвесторов в самый динамичный сектор экономики;
- снижение транзакционных издержек за счет упрощения процесса совершения сделок и проведения их через автоматизированные платформы;
- предоставление дополнительной гибкости для инвестора за счет возможности варьирования объема инвестиций в одну компанию и создания портфеля, соответствующего его индивидуальному риск-профилю.

Указанные преимущества, а также возрастающий спрос на финансирование со стороны технологических компаний привели к тому, что с 2012 по 2016 годы мировой рынок «новых денег» вырос более чем

в 19 раз и достиг отметки в 52 млрд долл. США. Большая часть этой суммы, порядка $\frac{3}{4}$ всего рынка¹, приходится на сделки в сфере краудлендинга.

В течение последних нескольких лет рынок «новых денег» получил активное развитие и в России, хотя его объемы пока еще не сопоставимы с объемами в странах — лидерах данного сегмента, таких как Великобритания, США и пр. На территории России созданы и успешно функционируют несколько инвестиционных площадок, таких как StartTrack, VentureClub, Planeta.ru и другие. Российский рынок «новых денег» проходит только начальную фазу развития, что обуславливается как небольшим числом активных площадок и инвесторов, так и отсутствием устоявшихся подходов к его регулированию со стороны государственных органов. Такая ситуация дает возможность для формирования экосистемы, обеспечивающей функционирование и эффективное развитие «новых денег» с учетом имеющегося мирового опыта и практик его построения, использованных в государствах, лидирующих в данном сегменте. Таким образом, наиболее приемлемыми подходами для регулирования сектора «новых денег» в России являются:

- обеспечение саморегулирования рынка альтернативных финансов;
- привлечение финансирования от институциональных инвесторов в качестве гарантии для краудинвесторов;
- установление максимальных «чеков» инвестиций для непрофессиональных инвесторов;
- обязательное доведение информации об общих и специфических рисках компании, привлекающей краудфинансирование;
- законодательное закрепление модели All-Or-Nothing для всех моделей краудфандинга;
- законодательное закрепление основных понятий в сфере краудфандинга;
- введение налоговых льгот для краудинвесторов, стимулирование проектов, привлекающих краудфинансирование;
- законодательная возможность реализации инфраструктурных и иных проектов в сфере государственно-частного партнерства (ГЧП) с использованием краудтехнологий.

¹ Данные рассчитаны на основе информации, приведенной в разделе 4.2 настоящего Доклада

Чрезмерное регулирование российского рынка «новых денег» на его текущей, зачаточной стадии может привести как к его переходу в серую зону экономики, так и к полному исчезновению. Такое положение требует осторожности и внимательного отношения к позиции участников рынка со стороны государственных органов при выработке подходов к его дальнейшему развитию и регулированию. При этом в перспективе сектор способен оказать положительное влияние на экономику России. В частности, ожидается, что развитие индустрии за период 2017–2020 года приведёт к следующим экономическим эффектам:

- запуск/финансирование более 9 000 компаний, из которых свыше 2 000 будут относиться к венчурным;
 - прирост ВВП в размере 255,8 млрд рублей к концу 2020 года: 173,3 млрд руб. будут получены за счет краудлендинговых проектов и 82,5 млрд руб. — за счет краудинвестинговых;
 - создание порядка 21 000 рабочих мест, при этом компании, получившие финансирование с помощью краудинструментов, продолжат набирать сотрудников в течение своего жизненного цикла и после прогнозного периода;
 - более чем 15 млрд руб. поступят в бюджет как налог на прибыль профинансированных компаний в течение прогнозного периода. Также будет обеспечено поступление в бюджет прочих налоговых отчислений бизнеса (налог на имущество, НДФЛ сотрудников и т. д.).
-

3.

ТРАНСФОРМАЦИЯ ИНСТРУМЕНТОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ ТЕХНОЛОГИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ: ГЛОБАЛЬНЫЕ ВЫЗОВЫ И ТЕНДЕНЦИИ

Финансирование технологических быстрорастущих и высокорисковых проектов в последнее десятилетие находится под давлением ряда глобальных процессов, которые формируют основные вызовы и тенденции для дальнейших изменений современного сектора финансовых инструментов.

3.1. ГЛОБАЛЬНЫЕ ВЫЗОВЫ

А. Глобальный финансовый кризис 2008 года оказал значительное влияние на весь мир, вызвал стагнацию и кризис банковско-кредитной системы и повлек за собой нехватку доступного банковского финансирования для инноваций.

Мировой финансовый кризис 2008 года стал поворотной точкой для развития новых финансовых сервисов, способствовал изменению их восприятия и повышению легитимности².

² Arner D.W., Barberis J., Buckley R. P. *The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm?* // *Georgetown Journal of International Law* — 2016.

В контексте социально-экономического кризиса, который наступил за мировым финансовым, был принят ряд инициатив, которые должны были предотвратить подобные явления в будущем. На международном уровне реакцией на кризис стало выдвинутое в 2009 году Базельским комитетом по банковскому надзору при Банке международных расчетов предложение о введении новых стандартов банковского регулирования, получивших название «Базель III»³. Одно из основных положений документа — повышение требований к достаточности капитала для банков. Оно оказало значительное влияние на рост ставок по кредитам и сокращение их выдачи индивидуальным заемщикам, не обладающим достаточной надежностью, в том числе технологическим стартапам, малым и средним инновационным технологическим компаниям. Требование способствовало перетоку капитала и спроса на него в нерегулируемые сектора экономики, а также обращению к новым финансовым инструментам таким, например, как краудинвестинг и краудлендинг⁴. В отсутствие кредитного финансирования именно они дали возможность для развития стартап-компаний.

В то же время уровень доверия к банкам значительно снизился, а к технологическим компаниям — повысился. Согласно исследованию Gallup Poll, проведенному в 2015 году, уровень доверия к банкам колеблется от 40 до 50%, а к технологическим компаниям и предоставляемым ими финансовым сервисам — от 57 до 63%⁵. Исследования Bain&Co 2017 года показывают, что американцы с большей охотой доверили бы свои деньги технологическим компаниям, нежели банкам⁶. Эта тенденция способствовала появлению новых банков (небанков, технологичных банков), учрежденных глобально активными компаниями, специализирующимися на цифровых технологиях, такими как Google или Amazon. Примером могут служить китайский WeBank, ключевым акционером которого является технологический гигант Tencent, а также Atom Bank и Monzo Bank в Великобритании.

Из-за мирового кризиса многие финансовые специалисты либо потеряли работу, либо стали получать меньшую зарплату. В свою очередь, благодаря повышению уровня доверия к технологическим компаниям и росту интереса к новым технологиям, высвободившаяся рабочая сила нашла для себя иное направление развития и применения навыков — финансовые технологии. В дополнение к этому новое поколение молодых специалистов имело большее понимание технологических рынков и инноваций, что способствовало развитию рынка финансовых технологий.

³ Усоккин В. М., Белоусова В. Ю., Клинцева М. В. *Базель III: влияние на экономический рост (обзор эмпирических исследований)* // *Деньги и кредит*. № 9 — 2013.

⁴ Arner D. W., Barberis J., Buckley R. P. *The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm?* // *Georgetown Journal of International Law* — 2016.

⁵ *Survey Shows Americans Trust Technology Firms More Than Banks and Retailers* // *MEDICI* — 2015.

⁶ *Evolving the Customer Experience in Banking: 'Alexa, Move My Bank Accounts to ...'* // *Bain & Company* — 2017.

В. Венчурное финансирование стало избирательным и сфокусированным на определенных инновационных проектах, готовых прототипах проектов и проектах поздних стадий развития с низким уровнем риска. Это повлекло нехватку финансирования высокорисковых перспективных проектов и идей.

После мирового финансового кризиса резко сократились объемы венчурного финансирования в новые технологические проекты. Например, в Европе общий объем венчурных инвестиций в 2007–2008 годах составлял примерно 6 млрд евро в год, в 2015 году европейские фонды инвестировали уже только порядка 3,8 млрд евро в компании и проекты различных стадий развития⁷. В то же время Ассоциация финансовых рынков Европы отмечает, что практически отсутствуют венчурные инвестиции для проектов на предпосевной и посевной стадиях. Преимущество отдается более зрелым компаниям, генерирующим стабильный денежный поток и подразумевающим меньшие риски для инвесторов. В последние два года наблюдается тенденция к улучшению ситуации, однако проблема нехватки капитала для высокорисковых проектов, как отмечает Ассоциация финансовых рынков Европы, остается крайне актуальной.

С. Начало новой мировой технологической революции.

Взрывное развитие и распространение новых технологий, их проникновение во все сферы человеческой деятельности приводят к быстрым и глубоким изменениям глобальных рынков, структуры и характера современного промышленного производства, экономики и социальной сферы. Совокупно данные масштабные изменения оцениваются как новая технологическая революция, в основе которой лежит переход от массового производства стандартизированной продукции к гибкому высокоэффективному производству, выпускающему индивидуализированную продукцию. При этом «сквозными» технологическими процессами для всех видов производств становятся автоматизация, роботизация и интеллектуализация.

Основными характеристиками новой технологической революции являются:

- использование передовых производственных технологий;
- цифровизация различных процессов, подразумевающая революцию в управлении и базирующаяся на новых технологиях обработки данных;
- переход к платформенным решениям, меняющим архитектуры рынков, тип компаний и их позиции в системе разделения труда.

⁷ *The Shortage of Risk Capital for Europe's High Growth Businesses // AFME — 2017.*

Данные тренды также сказываются на финансовом секторе: происходит технологическая трансформация финансовой и банковской систем, которая сквозным образом затрагивает и заставляет меняться все сферы экономики и общественной жизни и способствует ускорению и конвергенции всех указанных выше изменений.

В целом в основных секторах финансовой сферы происходят следующие изменения:

- тотальная цифровизация деятельности на основе платформенных решений;
- постепенное масштабирование применения технологий распределенного реестра (в том числе на базе блокчейн) для регистрации транзакций, что обеспечивает прозрачность платежей и расчетов, их безопасность, а также возможность создания «умного контракта»;
- распространение технологий биометрии в качестве механизма аутентификации на основе биометрических или других пользовательских данных для обеспечения безопасности и формирования среды цифрового доверия;
- внедрение различных типов аналитики повышенной сложности и использование автоматизированных консультативных технологий на базе технологий искусственного интеллекта и роботизированных систем (роботизированных советников);
- распространение электронных платежных систем как альтернативы традиционным;
- переход к персонализированным финансовым, инвестиционным и страховым стратегиям;
- увеличение доли самообслуживания и доли автоматизированных систем предоставления услуг.

Данные тенденции способствуют переходу к тотальной децентрализации финансовых процессов⁸.

⁸ Новая технологическая революция: вызовы и возможности для России. Экспертно-аналитический доклад. // ЦСР — 2017.

D. Развитие *sharing-economy* и цифровой экономики, а также технологический прогресс привели к повышению требований к гибкости, скорости, безопасности обменных процессов, их безбарьерности. Стремление к сокращению издержек способствует исключению посредников при предоставлении различных финансовых сервисов.

В современном мире потоковой передачи цифровых данных финансовые решения прошлого века, для которых требуются дни, а не секунды расчетов, не удовлетворяют сложившимся потребностям и являются факторами риска и увеличения издержек. Сложность и архаичность систем, а также серьезное давление со стороны регулирующих органов сегодня становятся препятствиями для развития традиционных игроков финансового сектора. Все составляющие финансовой индустрии — банковский сектор, сектор перевода средств и платежных систем, сектор управления активами и капиталом — будут изменяться под воздействием внедрения новых технологий.

Применение новых технологий имеет своей целью повышение доступности, эффективности и безопасности оказываемых услуг, развитие интуитивности сервисов, сокращение издержек, повышение качества, скорости и надежности оказываемых услуг. Клиенты хотят получать тот же уровень обслуживания и уровень рисков, что они получают от лидеров платформенных решений, таких как Apple, Amazon, Baidu или Alibaba.

Согласно исследованию Accenture, традиционные банки выделяют в три раза больше денег на поддержание устаревших систем, чем на создание новых платформ, необходимых для роста, в то время как глобальные технологические компании (например, Google или Facebook) вкладывают средства в инновационные финтех-стартапы⁹. Масштаб и глобальная досягаемость стали фактическими предметами потребления, а информация и ликвидность больше не ограничиваются временными и географическими барьерами. Центральное понятие инвестиционно-банковской деятельности изменяется, на первый план выходит новая цифровая финансовая экосистема.

3.2. КЛЮЧЕВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

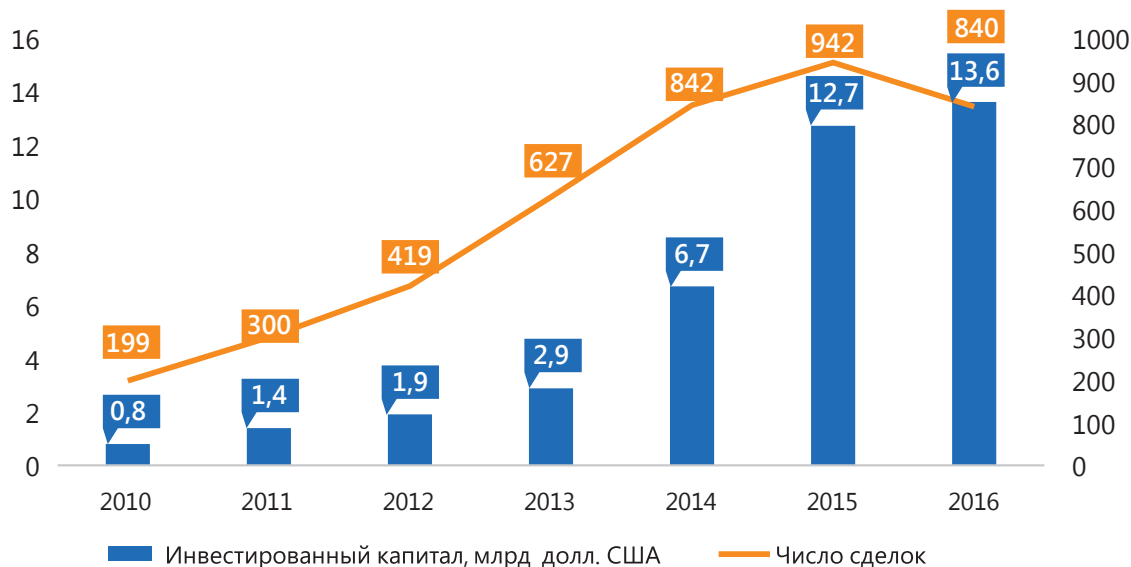
A. Рост спроса на инновационные финансовые технологии, снижение стоимости запуска ИТ-продуктов и, как следствие, взрывной рост количества финтех-компаний.

Мировой финансовый кризис, недоверие к традиционной финансовой системе и развитие технологий вызвали рост спроса на новые финансовые решения. Данные тенденции отразились на венчурных инвестициях по этому направлению. Так,

⁹ *Digital Disruption: Embracing an Integrated Digital Ecosystem // Accenture — 2015.*

с 2010 по 2016 годы объем инвестиций в финтех-компании увеличился с 0,8 млрд долл. США до 13,6 млрд долл. США¹⁰.

Рисунок 1. Мировые венчурные инвестиции в финтех-компании, 2010–2016 годы



Источник: KPMG¹¹

На стоимость запуска инновационных ИТ-продуктов значительное влияние оказали удешевление производства микроэлектроники и рост ее производительности. Согласно оценкам Upfront Ventures, стоимость запуска ИТ-продуктов с 2000 по 2011 год сократилась с 5 млн долл. США до 5 тыс. долл. США¹² и в настоящее время продолжает снижаться. Падение стоимости разработки ИТ-технологий и увеличение спроса на них, а также увеличение инвестиций в новые финансовые сервисы стимулировали взрывной рост количества компаний в данной сфере.

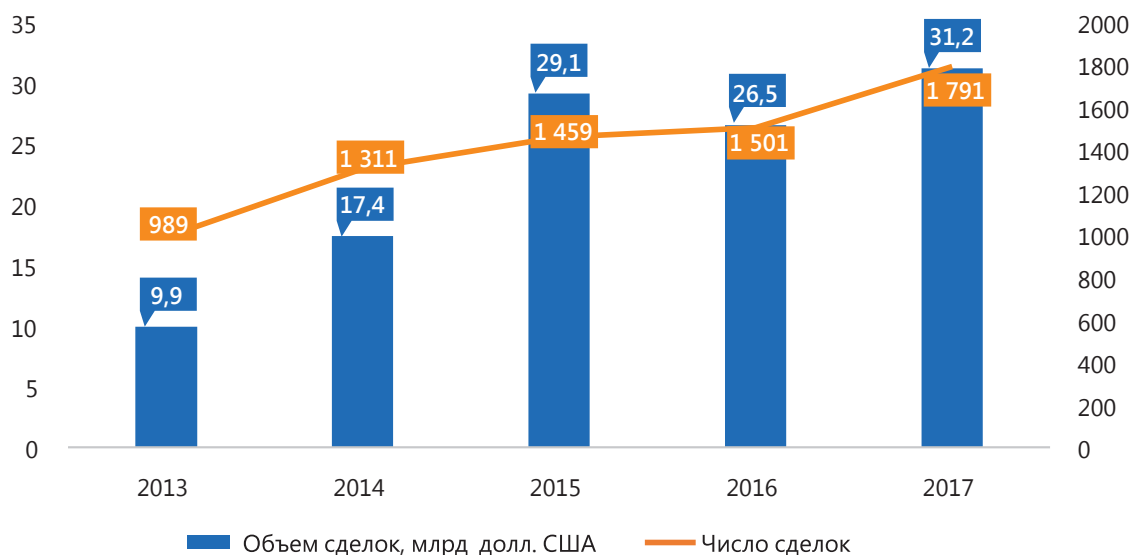
Кроме того, в течение последних нескольких лет повышается спрос на венчурные проекты со стороны корпораций, что положительно сказывается на увеличении объемов инвестирования в отрасль и на ликвидности вложений, осуществленных инвесторами в проекты ранних стадий. В течение 2017 года объем сделок, совершенных корпоративными венчурными фондами в мире, составил 31,2 млрд долл. США, при этом общее число таких сделок достигло 1 791.

¹⁰ *The Pulse of Fintech Q4 2016: Global Analysis Of Investment In Fintech //KPMG International — 2017.*

¹¹ Там же

¹² *Tobias J. The Secret Way to Build Innovation into Your Organisation's DNA // Strategy Group — 2016.*

Рисунок 2. Сделки, совершенные корпоративными венчурными фондами в мире, 2013–2017 годы



Источник: CB Insights¹³

В. Глобальное распространение блокчейн-технологий и криптовалют: из средства обмена в онлайн-среде они превращаются в высоколиквидное платежное средство, облагаемое налогами и регулируемое центральными банками, а также в самостоятельный инвестиционный инструмент.

2009 год ознаменовался появлением нового типа валюты — цифровой, подкрепленной криптографическими вычислениями на основе децентрализованной реестровой записи, исключающей двойные транзакции (блокчейн-технологии). Первой такой валютой стал Bitcoin. Появление нового типа валюты также стало ответом на мировой финансовый кризис, общее недоверие к финансовой системе и фиатным деньгам. Рост ее цены и быстрое распространение в мире вызвали большой ажиотаж на валютном рынке и опасения среди надзорных органов ввиду отсутствия мер регулирования и средств надзора за анонимными операциями. С 2009 по 2017 годы стоимость криптовалюты менялась: если в 2009 году средняя цена биткоина составляла 0,001 долл. США, то в декабре 2017-го она уже достигала отметки 20 тыс. долл. США¹⁴. С 1 ноября 2017 года по 1 января 2018-го общая рыночная капитализация криптовалют выросла с 182,65 до 612,9 млрд долл. США¹⁵.

¹³ The 2017 Global CVC Report // CB Insights — 2018.

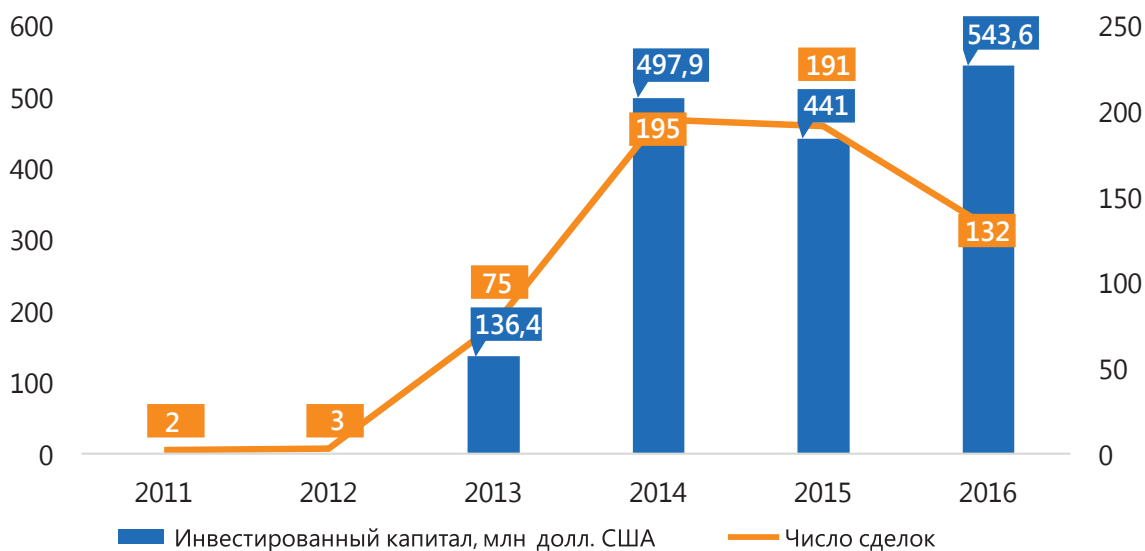
¹⁴ По данным портала Cryptorussia.ru

¹⁵ Еженедельный анализ рынка криптовалют и ICO (1–14 января 2018 г.) // Anycoin.news — 2018.

В связи с нарастающими объемами рынка криптовалют правительства разных стран решаются вопросы о налогообложении майнинга и сделок по покупке/продаже, об обеспечении противодействия легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма, а также о возможном страховании риска. Примечателен опыт Республики Беларусь, не просто легализовавшей криптовалюты в рамках декрета «О развитии цифровой экономики», но и создавшей множество иных преимуществ для резидентов «Парка высоких технологий» (территория с особым правовым режимом, созданная с целью формирования благоприятных условий для разработки в Республике Беларусь программного обеспечения, информационно-коммуникационных технологий, направленных на повышение конкурентоспособности национальной экономики). Здесь разрешаются ICO (первичное размещение токенов на криптобиржах) и майнинг, вводятся инструменты английского права, предоставляются обширные налоговые льготы¹⁶.

Появление блокчейн-технологии с уникальной системой верификации также вызвало значительный интерес, подкрепленный платежеспособным спросом, со стороны организаций, использующих реестровые записи. Объем мирового венчурного финансирования в компании, связанные с биткоин- и блокчейн-технологиями, в 2016 году составил 543,6 млн долл. США.

Рисунок 3. Мировые венчурные инвестиции в биткоин- и блокчейн-компании, 2011–2016 годы



Источник: KPMG¹⁷

¹⁶ Краткое содержание Декрета «О развитии цифровой экономики» // *Reformation* — 2017.

¹⁷ *The Pulse of Fintech Q4 2016: Global Analysis Of Investment In Fintech* // KPMG International — 2017.

С. Резкий рост спроса со стороны малых и средних предприятий на альтернативные способы финансирования. Новые кредитные и депозитарные сервисы и сервисы для роста капитала на основе крауд- и блокчейн-технологий становятся значимым источником капитала. Формируется рынок альтернативного финансирования, появляются «новые деньги».

Как ответ на мировой финансовый кризис, на усиление регуляторных мер банковской системы и на сокращение кредитных возможностей возник резкий спрос на новые инструменты финансирования проектов малого и среднего бизнеса (МСБ), наиболее чувствительных и зависимых от кредитного финансирования. Вследствие этого в настоящее время в странах ОЭСР осуществляется целенаправленная политика по расширению инструментов финансирования проектов МСБ, а также по расширению доступа к инструментам финансирования высокорисковых проектов данной категории предприятий. К таким инструментам относятся: прямые инвестиции, венчурные инвестиции, инвестиции бизнес-ангелов, специальные платформы для открытого размещения акций малых и средних компаний, различные виды краудфандинга (в частности, инвестиционный), факторинг, финансирование на основе активов, альтернативные виды кредитования (корпоративные облигации, секьюритизация кредитов МСП).

Таким образом, отмечается приток средств, ранее не вовлеченных в оборот или игравших незначительную роль в экономике, — средств частных инвесторов, вовлекаемых посредством краудинветинга, краудлендинга, ICO и образующих основу рынка альтернативного финансирования. Новые финансовые инструменты обладают важными преимуществами, такими как возможность привлечения средств широкого круга лиц, низкие транзакционные издержки, высокая скорость расчетов, упрощенная правовая форма привлечения инвестиционных ресурсов. Рынок альтернативного финансирования предполагает ведущую роль неквалифицированного инвестора (не обладающего знаниями и опытом работы на финансовом рынке, а также имеющего ограниченные сбережения), высокие инвестиционные риски и высокодоходные проекты. Так, в докладе ОЭСР *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments* отмечается, что рынок инструментов краудфандинга заметно вырос за последние годы и будет играть одну из главных ролей в финансировании МСП¹⁸. Согласно данным, приведенным на статистическом портале Statista, общий объем краудфандинга в мире с 2012 года по 2015 год вырос с 2,7 до 24,4 млрд долл. США¹⁹. По данным Forbes, общий объем краудфандинга преодолет планку в 300 млрд долл. США к 2025 году²⁰.

¹⁸ *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments. Synthesis report // OECD — 2015.*

¹⁹ *Total Crowdfunding Volume Worldwide From 2012 To 2015 (in billion U.S. dollars) // Statista — 2018.*

²⁰ *Real Estate Crowdfunding: 3 Trends to Watch in 2017 //Forbes — 2017.*

Д. «Новые деньги» позволяют финансировать не только обычные, но и новые типы и форматы проектов. Появляются новые виды акций на основе криптовалют (ICO, токены). С использованием технологий краудфандинга (криптовбиржи для новых проектов) создается новый поток инвестиций (криптовалютные инвестиции) в проекты, в том числе технологические. Этот механизм вызвал большой ажиотаж в начале 2017 года, и интерес к нему продолжает расти.

В связи с появлением криптовалют возник новый способ финансирования венчурных проектов, основанный на криптовалютных технологиях и блокчейн-платформах: ICO, или Initial Coin Offering (первичное размещение токенов). Покупка токенов может производиться как за фиатные деньги, так и за криптовалюту. Таким образом создается дополнительный приток инвестиций, в том числе в виде криптовалюты, в проекты малого и среднего бизнеса ранних стадий развития, зачастую только на стадии идеи.

Например, в ходе краудфандинговой кампании на блокчейн-платформе WAVES российский научно-производственный стартап ZrCoin привлек 7,07 млн долл. США от 3 955 инвесторов²¹. Такой способ привлечения инвестиций является удобным аналогом IPO (Initial Public Offering, первичное публичное размещение акций) и позволяет небольшим компаниям избежать высоких платежей брокерам и сложной процедуры листинга²². В то же время в ряде стран уже приняты ограничительные меры, связанные с ICO, например, в США токен приравнивается к ценным бумагам и регулируется законодательством в данной области. Мировой объем инвестиций в проекты за счет ICO в 2017 году составил 1,266 млрд долл. США, это в 5 раз больше, чем в 2016 году (222 млн долл. США) и в 2 раза больше мирового венчурного финансирования в блокчейн- и биткоин-проекты в 2016 году²³.

Е. Под давлением оказывается традиционная роль и функции центральных банков как государственных регуляторов. Они вынуждены трансформироваться под воздействием новых финансовых технологий, изменяющих как институт банкинга, так и весь финансовый сектор, а также реагировать на возникновение альтернативных форм привлечения капитала и криптовалют.

В качестве одной из важнейших задач для центральных банков разных стран и всемирных банковских регуляторов фиксируется необходимость создания регуляторных механизмов, позволяющих развиваться новым кредитным и депозитарным

²¹ Синергия передовых финансовых и промышленных технологий: первый инвестиционный блокчейн-опцион ZrCoin. Белая книга // ZrCoin — 2017.

²² Что такое ICO и станет ли оно «IPO будущего»? //Forbe — 2017.

²³ 2014–2017 ICO Category Breakdown and Funding // Autonomous Next — 2017.

сервисам, сервисам для роста капитала на основе краудтехнологий и новым видам расчетных средств на основе криптографических вычислений.

Вместе с тем перед центральными банками встает дилемма: как сформулировать регуляторные механизмы таким образом, чтобы инновации могли возникать и развиваться без ущерба для стабильности и доверия? Эффективность финансовой системы будет напрямую зависеть от принятых центральными банками регуляторных механизмов. В связи с трансграничным характером новых финансовых технологий необходимо обеспечить сотрудничество и взаимодействие между надзорными органами в банковской сфере разных стран²⁴. На данный момент в мире отсутствует единое видение относительно регулирования новых расчетных средств и операций на основе криптографических вычислений.

²⁴ См.: *Sound Practices: Implications Of Fintech Developments For Banks And Bank Supervisors* // Basel Committee on Banking Supervision — 2017; *FinTech and the Future of Central Banking: A Latin American Perspective* // Keynote speech by Mario Marcel, Governor of the Central Bank of Chile. Annual Cambridge Centre for Alternative Finance Conference — 2017.

4.

МИРОВОЙ ОПЫТ РАЗВИТИЯ «НОВЫХ ДЕНЕГ»

4.1. ОСНОВНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ «НОВЫХ ДЕНЕГ»: ОТЛИЧИТЕЛЬНЫЕ ЧЕРТЫ И ПРЕДПОСЫЛКИ ВОЗНИКНОВЕНИЯ

Указанные экономические и социальные изменения создали такие условия, при которых появление инструментов «новых денег» стало лишь вопросом времени. Как уже говорилось выше, к подобным инструментам относятся в первую очередь платформенные решения на основе краудтехнологий — краудфандинг, краудлендинг, краудинвестинг, ICO, — позволяющие привлекать средства для развития инновационных и быстрорастущих проектов. Инновационная составляющая этих подходов заключается в следующем:

- **Новые механизмы заключения сделок:** развитие сети Интернет, финансовых технологий, платежных систем и кибербезопасности позволили заключать сделки финансового характера электронно, без личного присутствия, и с минимальными рисками.
- **Новые средства на развитие МСП:** до настоящего момента основными инвесторами малых и средних компаний являлись профессиональные инвесторы и институциональные структуры. «Новые деньги» позволяют привлекать инвестиции от широкого пласта непрофессиональных инвесторов в самый динамичный сектор экономики.
- **Новый порядок транзакционных издержек:** традиционно посредниками между инвесторами и объектом финансирования выступают тяжелые, архаичные структуры (банки, фонды), чье участие сопря-

жено с высокими транзакционными издержками. При использовании «новых денег» посредником выступает только гибкая, автоматизированная платформа, что существенно снижает транзакционные издержки.

- **Новые возможности для управления рисками:** инструменты «новых денег» не меняют соотношения риска и доходности от инвестиций в малый бизнес, однако они дают дополнительную гибкость для инвестора, позволяют варьировать объем инвестиций в одну компанию и тем самым создавать портфель, соответствующий его индивидуальной риск-профилю.

Краудфандинг в общем смысле — это технология коллективного финансирования, в рамках которой происходит сбор средств для реализации того или иного проекта за счет привлечения широкого круга добровольных вкладчиков. Данный процесс происходит на специализированных интернет-ресурсах — краудфандинговых платформах. Они могут быть как информационными посредниками (обеспечивают взаимодействие вкладчиков и проектов, осуществляют перевод средств, однако не задействуют свои собственные счета), так и финансовыми посредниками (средства вкладчиков, прежде чем попасть к проектам, аккумулируются на счетах платформы). Выбранный тип не влияет на саму суть краудфандинга как явления, однако очевидно, что финансовое посредничество требует более пристального контроля со стороны регулирующих органов.

Первая в мире краудфандинговая платформа ArtistShare²⁵, специализирующаяся на сборе средств для музыкальных проектов, появилась в 2001 году. Платформа существует до сих пор, однако ее обороты невелики. Через несколько лет были созданы краудфандинговые платформы более широкого профиля: IndieGoGo²⁶ (2008), Kickstarter²⁷ (2009), RocketHub²⁸ (2010). Они используют модель, при которой вкладчик за свое участие получает заранее определенную награду (сувенир, образец продукта, публичную благодарность и т. д.). Данная модель получила название условно-возвратного краудфандинга (также иногда употребляются термины «наградный» или «классический» краудфандинг). Как источник венчурных финансов ее стали рассматривать после оглушительного успеха проектов Pebble, Oculus Rift, Ouya, Pono Music и других.

Краудлендинг и краудинвестинг отличаются от классического краудфандинга тем, что ориентированы на преумножение капитала инвесторов.

²⁵ Официальный сайт платформы ArtistShare: <http://www.artistshare.com/>

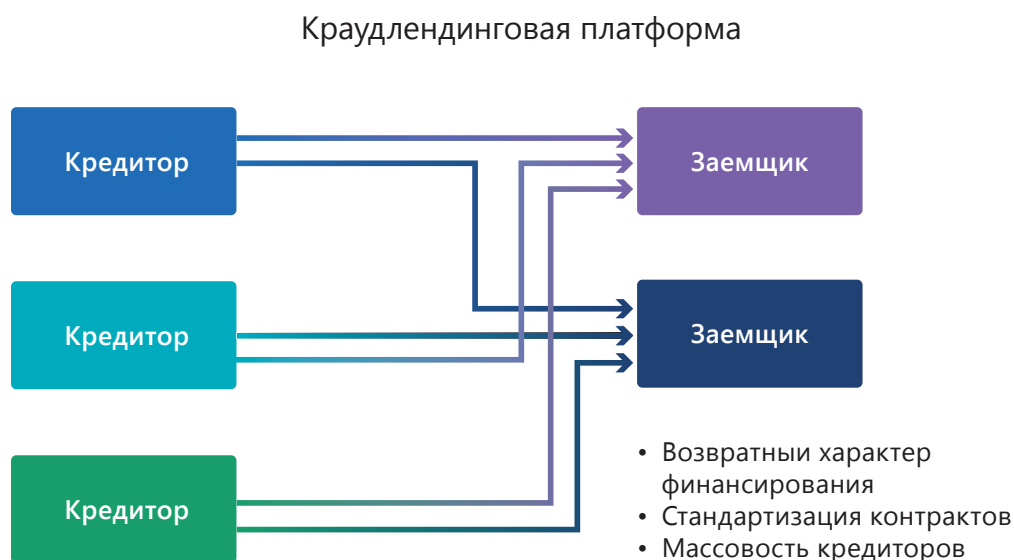
²⁶ Официальный сайт платформы IndieGoGo: <https://www.indiegogo.com/en>

²⁷ Официальный сайт платформы Kickstarter: <https://www.kickstarter.com>

²⁸ Официальный сайт платформы RocketHub: <http://rockethub.com/>

Краудлендинг — разновидность краудфандинга, при которой вкладчики в качестве вознаграждения получают процент от вложенной суммы в течение определенного времени, а сам вклад возвращается к ним по истечении установленного срока. Первая краудлендинговая платформа — Zora²⁹ — была запущена в 2005 году.

Рисунок 4. Типовая модель краудлендинга



Источник: Фияксель Э. А., Соколов И. Н., Солохин А. А. Сравнительный анализ российских краудинвестинговых платформ³⁰

Особенно активно краудлендинг начал развиваться с 2010 года, и сейчас объемы привлеченных с помощью этого инструмента средств превышают объем всех других инструментов альтернативных финансов для бизнеса вместе взятых. Крупнейшими краудлендинговыми платформами являются Funding Circle³¹, Lending Club³², Lendix³³, Loanzen³⁴. В России ведущими игроками являются StartTrack³⁵ и «Альфа-Поток»³⁶.

²⁹ Официальный сайт платформы Zora: <http://www.zora.com/>

³⁰ Фияксель Э. А. Соколов И. Н. Солохин А. А. Сравнительный анализ российских краудинвестинговых платформ // Инновации. № 09 (227) — 2017.

³¹ Официальный сайт платформы Funding Circle: <https://www.fundingcircle.com/uk/>

³² Официальный сайт платформы Lending Club: <https://www.lendingclub.com/>

³³ Официальный сайт платформы Lendix: <https://lendix.com/>

³⁴ Официальный сайт платформы Loanzen: <http://loanzen.in/>

³⁵ Официальный сайт платформы StartTrack: <https://starttrack.ru/>

³⁶ Официальный сайт платформы «Альфа-Поток»: <https://business.potok.digital/>

Как заемный инструмент краудлендинг более интересен компаниям со стабильным денежным потоком и используется как для финансирования новых проектов, так и для наращивания оборотного капитала и покрытия кассовых разрывов. Как правило, к нему прибегают быстрорастущие компании традиционного сектора или стартапы поздних стадий. Молодые технологические компании не могут позволить себе периодически выплачивать проценты по займу, поэтому для них более привлекателен краудинвестинг. С другой стороны, по сравнению с краудинвестингом краудлендинг более доступен (за счет простоты заключения сделки) и понятен для обеих сторон процесса инвестирования.

Краудинвестинг — разновидность краудфандинга, при которой инвесторы в качестве вознаграждения получают **долю в капитале проекта**, в который они вложились. Отличительными чертами краудинвестинга являются:

- значительно меньший по сравнению с другими инструментами прямых и венчурных инвестиций минимальный чек;
- большее число участников (от 20 по версии British Business Bank);
- использование стандартизированных контрактов и сети Интернет для совершения сделки.

Первая краудинвестинговая платформа создана под эгидой GrowVC³⁷ в 2009 году.

Ранние краудинвестинговые платформы в США (Angellist³⁸) и Великобритании (Seedrs³⁹, Crowdcube⁴⁰) стали появляться в 2010–2011 годах. Сегодня к лидерам рынка также относятся платформы Crowdfunder⁴¹, SeedInvest⁴², SyndicateRoom⁴³.

Краудинвестинг — предпочтительный инструмент для высокотехнологичных стартапов, венчурных проектов и предприятий, которые не могут позволить себе долговую нагрузку, так как не имеют стабильного денежного потока.

³⁷ Официальный сайт платформы GrowVC: <http://group.growvc.com/>

³⁸ Официальный сайт платформы Angellist: <https://angel.co/>

³⁹ Официальный сайт платформы Seedrs: <https://www.seedrs.com/>

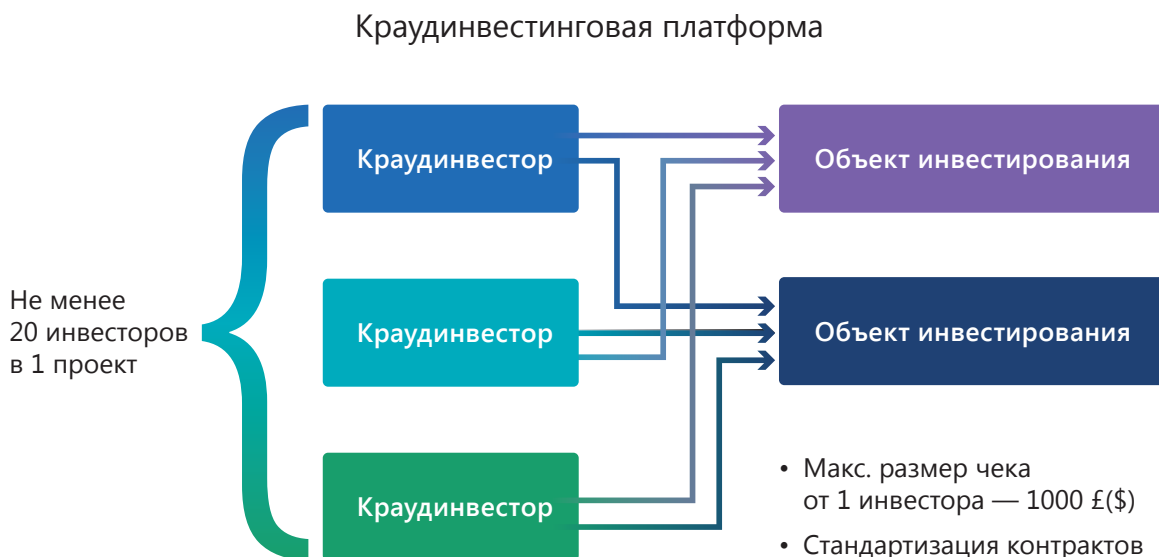
⁴⁰ Официальный сайт платформы Crowdcube: <https://www.crowdcube.com/>

⁴¹ Официальный сайт платформы Crowdfunder: <https://www.crowdfunder.com/>

⁴² Официальный сайт платформы SeedInvest: <https://www.seedinvest.com/>

⁴³ Официальный сайт платформы SyndicateRoom: <https://www.syndicatoroom.com/>

Рисунок 5. Типовая модель краудинвестинга



Источник: Фияксель Э. А., Соколов И. Н., Солохин А. А. Сравнительный анализ российских краудинвестинговых платформ⁴⁴

Несмотря на многообещающие перспективы инструмента, его развитие было замедленно ввиду высокого числа юридических барьеров. Действующее мировое законодательство было не адаптировано под такие инструменты, в связи с чем полноценное функционирование краудинвестинговых платформ было сопряжено либо с высокими транзакционными издержками, либо с использованием серых схем и законодательных лазеек. Первые законопроекты в области регулирования краудинвестинга вступили в силу в 2012 году в США и Великобритании (см. **подробнее в разделе 5**). В России соответствующее законодательство находится в процессе разработки.

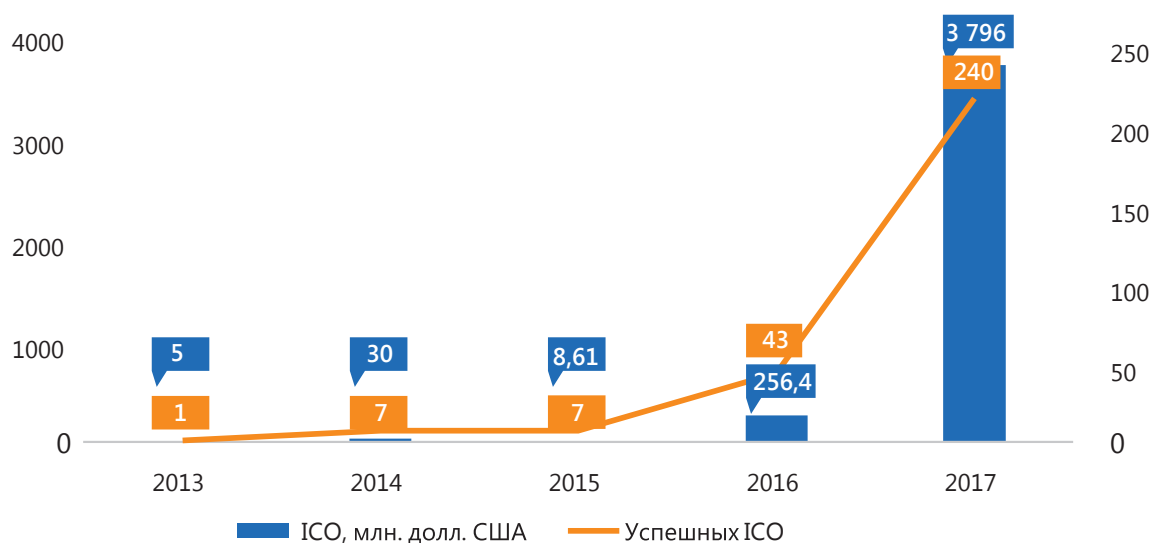
Публичная продажа токенов (ICO) создает дополнительный приток инвестиций, в том числе в виде криптовалюты, в проекты малого и среднего бизнеса ранних стадий развития, зачастую только на стадии идеи. Таким образом, ICO может являться более дешевым аналогом IPO (в зависимости от специфики проекта стоимость проведения ICO колеблется от 100 тыс. долл. США до 1,5 млн долл. США⁴⁵) для субъектов МСП. Однако не следует отождествлять ICO с другими методами привлечения капитала.

⁴⁴ Фияксель Э. А., Соколов И. Н., Солохин А. А. Сравнительный анализ российских краудинвестинговых платформ // *Инновации*. № 09 (227) — 2017.

⁴⁵ Запуск ICO: сколько это стоит? // *ICO Review* — 2017.

Первая процедура ICO состоялась в 2013 году, однако ажиотаж вокруг инструмента пришелся на 2017 год (**рисунок 6**). Одним из драйверов развития ICO стало повсеместное использование технологии смарт-контрактов, автоматизирующей процесс исполнения заключенных соглашений обеими сторонами. Однако держателям криптоконов следует помнить, что смарт-контракты не имеют юридической силы, а инвесторы защищены лишь в ограниченном ряде юрисдикций.

Рисунок 6. Динамика ICO в мире



Источник: CoinDesk, Medium.com⁴⁶

ICO полностью попадает под определение краудфандинга, однако никакой проверки проектов, выходящих на ICO, внешними сторонами не осуществляется. Это значительно увеличивает риски инвестирования в данный инструмент и часто приводит к слишком высокой оценке проектов. Процент мошенничества при ICO также выше, чем в среднем по венчурному рынку.

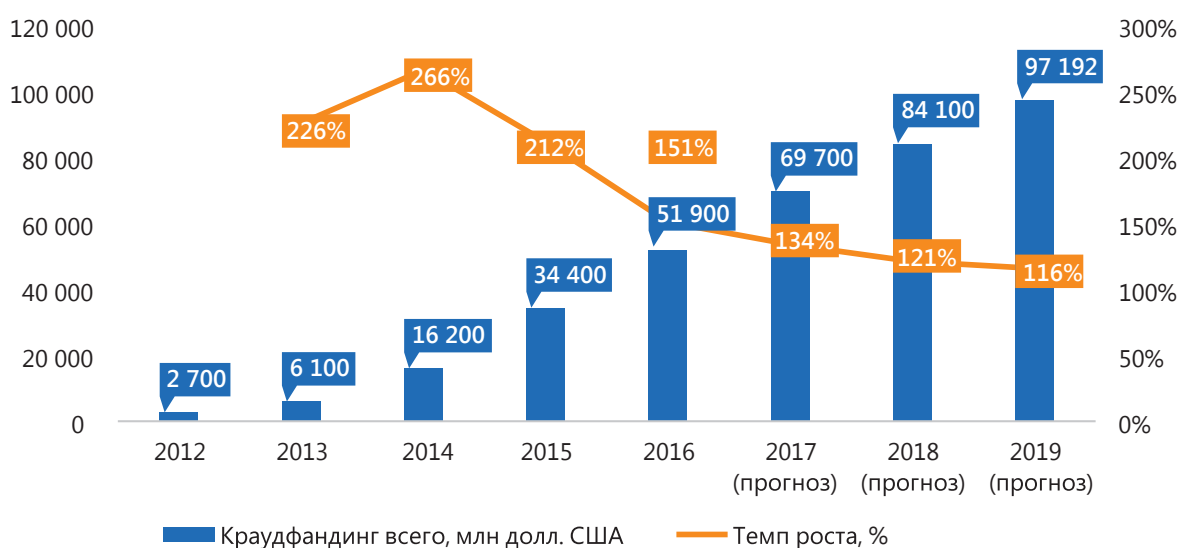
4.2. ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ ИНСТРУМЕНТОВ «НОВЫХ ДЕНЕГ»

Развитие рынка «новых денег» в мире характеризуется наличием следующих тенденций:

⁴⁶Примечание: данные за 2013–2016 годы взяты с портала CoinDesk.com; данные за 2017 год взяты с портала medium.com.

1. Стремительный рост индустрии «новых денег». С 2012 по 2016 годы краудфандинг активно развивался, о чем свидетельствует экспоненциальная динамика общего объема сделок (**рисунок 7**). Ожидается, что темпы роста будут постепенно снижаться по мере того, как определенные сегменты индустрии (в частности, краудлендинг) будут достигать своей зрелости. Тем не менее прогнозный CAGR на 2017–2019 годы составляет 17%⁴⁷, в то время как объем венчурного рынка в целом практически не изменяется.

Рисунок 7. Динамика краудсектора в мире



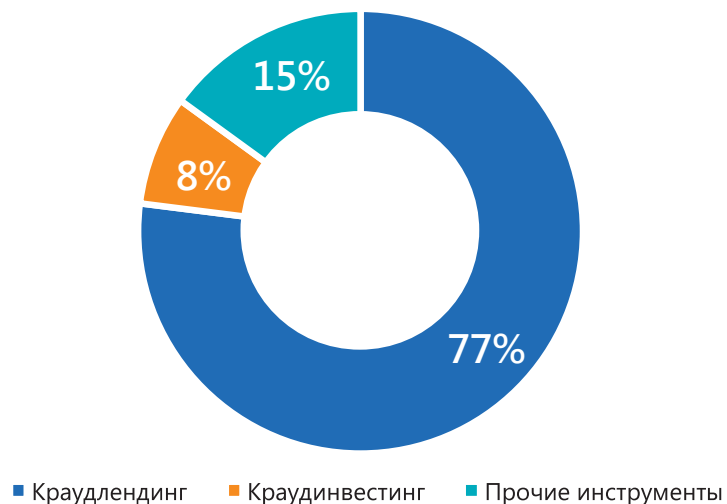
Источник: Massolution⁴⁸

2. Преобладание краудлендинга на рынке. Объем краудлендинговых сделок составляет более $\frac{3}{4}$ всего рынка краудфандинга (**рисунок 8**). Это объясняется большей доступностью и меньшими рисками инструмента по сравнению с краудинвестингом. При этом в 2013–2014 годах краудлендинг демонстрировал темпы роста значительно выше индустрии, после чего рост замедлился (**рисунок 9**). Так как на этом рынке оперирует уже достаточно большое число игроков, а явные драйверы роста отсутствуют, в 2017–2019 годах прогнозируемый темп роста будет ниже, чем по рынку. Ожидается, что рост отдельно взятых краудлендинговых компаний также замедлится и постепенно сведется к нулю, поэтому рост рынка будет обеспечен увеличением количества компаний.

⁴⁷ Global Crowdfunding Market 2016–2020 // Technavio.com — 2017.

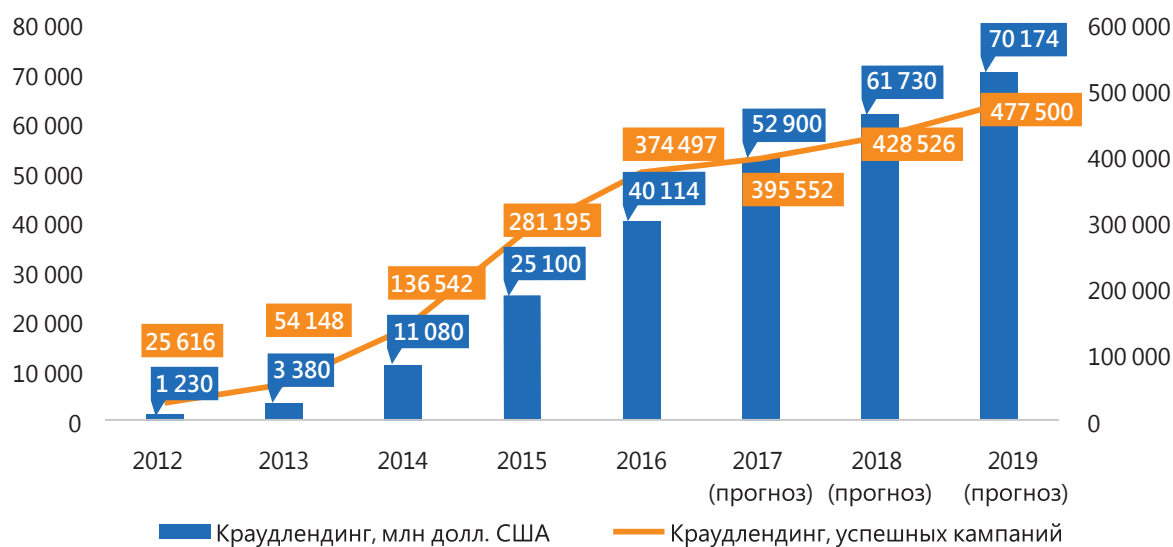
⁴⁸ 2015CF: Crowdfunding Industry Report // Massolution.com — 2016.

Рисунок 8. Распределение инструментов «новых денег» в 2016 году



Источник: НИУ ВШЭ по материалам Massolution

Рисунок 9. Динамика краудлендинга в мире



Источник: Massolution⁴⁹

⁴⁹ 2015 CF: Crowdfunding industry report // Massolution.com — 2016; экспертная оценка НИУ ВШЭ.

3. Рост числа и размера краудинвестинговых компаний. Введение регулирования краудинвестинга в ряде мировых экономик и повсеместное внедрение лучших практик дополнительно стимулирует данный инструмент, что приводит к увеличению числа как новых компаний, так и проинвестированных компаний. Также отчетливо видна тенденция на увеличение объема каждой кампании: так, в Великобритании ее средний объем вырос с 200 000 фунтов стерлингов до 800 000 фунтов стерлингов с 2014 по 2016 год⁵⁰. В среднем по миру аналогичный показатель все же несколько ниже: чуть более 300 000 долл. США в 2016 году, что соответствует seed-раунду венчурных инвестиций. Происходят и более крупные сделки: в Великобритании проект Hopstar привлек 4 700 000 фунтов стерлингов через платформу VentureFounder⁵¹. Таким образом, краудинвестинг позволяет закрывать не только seed-раунды (объем привлекаемых средств от 50 тыс до 2 млн долл. США⁵²), но и полноценные А-раунды (объем привлекаемых средств от 2 до 10 млн долл. США⁵³), что делает инструмент привлекательным и для стартапов поздних стадий.

Сочетание роста количества компаний и их среднего размера обеспечивает краудинвестингу высокие темпы роста (*рисунок 10*), которые сохранятся в течение ближайших нескольких лет.

Преимущества краудинвестинга перед остальными видами финансирования заключаются прежде всего в том, что это финансирование в капитал компаний, а следовательно, как инвесторы, так и основатели предприятия ответственно подходят к данному процессу. В краудлендинге, например, инвестора заботит не столько успех проекта или качество выпускаемой продукции, сколько своевременность выплат по договору и величина процентов. Краудинвестинг позволяет значительному числу людей стать собственниками новых бизнесов, компаний и технологий, принять участие в их развитии не только финансово, но и, как в случае смарт-инвестирования, вложить интеллектуальный ресурс в будущий успех компании. Возможность участвовать в ее развитии становится для частного инвестора немаловажным мотивирующим фактором.

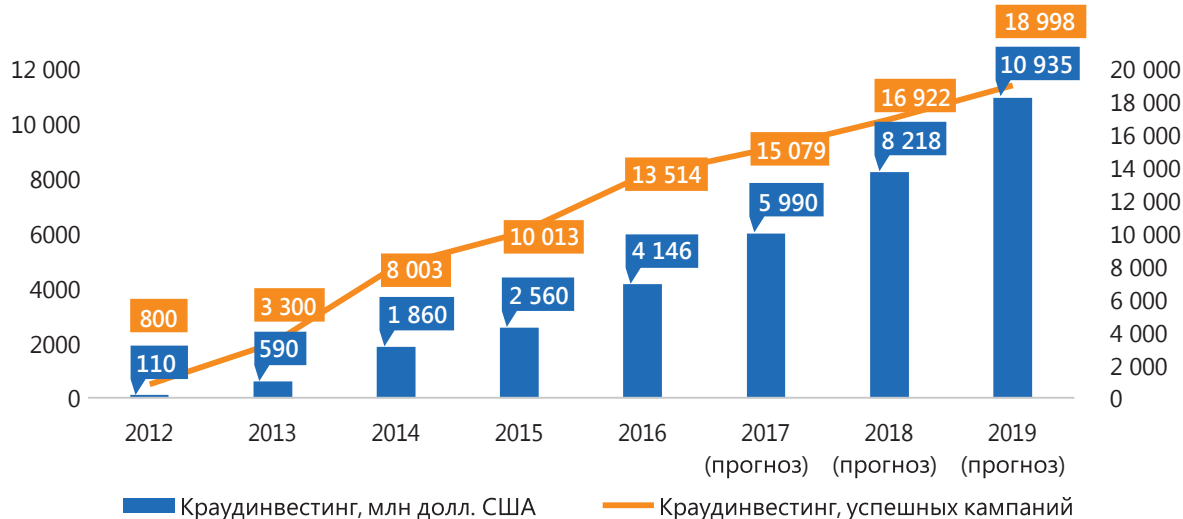
⁵⁰ *The 4th UK Alternative Finance Industry Report: Entrenching innovation // Cambridge Centre for Alternative Finance — 2017.*

⁵¹ *По данным Crowdcube.com*

⁵² *How Startup Funding Rounds Differ: Seed vs. Series A // RocketSpace — 2017.*

⁵³ *Там же.*

Рисунок 10. Динамика краудинвестинга в мире



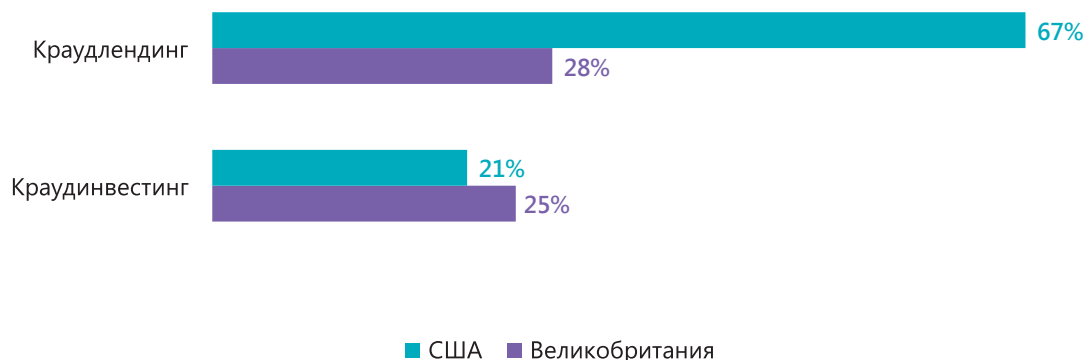
Источник: Massolution⁵⁴

4. **Активное участие профессиональных инвесторов.** В Англии и США⁵⁵ получил широкое распространение подход, при котором профессиональный инвестор (бизнес-ангел, акселератор, фонд) является лид-инвестором проекта (т. е. от лица всех участников компании осуществляет взаимодействие с командой проинвестированного проекта и представляет их интересы в совете директоров), привносит в него свою экспертизу и является гарантом надежности для других инвесторов. Так работают английская Syndicate Room и американская Crowdfunder. Помимо лид-инвесторов, в краудкампаниях также активно принимают участие прочие институциональные инвесторы (рисунок 11).
5. **Появление мультифункциональных платформ.** Современные платформы часто предлагают пользователям несколько видов краудфандинга на выбор. Однако некоторые платформы идут дальше и внедряют дополнительные сервисы для инвесторов и проектов. Например, платформа AngelList включает в себя маркетплейс стартап-вакансий. Ряд платформ (Seedrs и др.) тестируют вторичный рынок для краудфандинга. Американская SeedInvest предлагает инвесторам торговые рекомендации и автоуправление портфелем. Предполагается, что спектр дополнительных сервисов будет увеличиваться. Таким образом, вокруг краудфандинговых платформ могут быть образованы полноценные экосистемы для инвесторов и стартапов.

⁵⁴ 2015 CF: Crowdfunding industry report // Massolution.com — 2016; экспертная оценка НИУ ВШЭ.

⁵⁵ 2017 The Americas Alternative Finance Industry Report: Hitting Stride // Cambridge Centre for Alternative Finance — 2017.

Рисунок 11. Доля институциональных инвесторов в краудсекторе



Источник: Cambridge Centre for Alternative Finance^{56, 57}

6. **Глобализация рынка «новых денег».** На данный момент попытки совершения инвестиций с помощью краудплатформ в юрисдикцию страны, в которой у лица нет резидентства, могут быть сопряжены с рядом трудностей, начиная с двойного налогообложения и заканчивая полной невозможностью такой операции. Тем временем рынок активно пытается вырваться за государственные границы. Так, малазийская **Alix Global** является представительством шведской **FundedByMe** и осуществляет отбор проектов на азиатском рынке для головной платформы. Английская краудлендинговая платформа **Finding Circle**, как и многие другие, располагает рядом филиалов за пределами Великобритании, в частности, в США, Германии и Нидерландах, таким образом позволяя вкладывать средства в свои проекты американским и европейским инвесторам. Наконец, ICO — полностью интернациональный формат: инвестировать в ICO-проекты может гражданин любой страны, где это не запрещено. Однако при использовании ICO инвестор обязан понимать все сопряженные риски.
7. **Развитие сервисных компаний вокруг краудплатформ.** Стремительный рост краудфандинга, начавшийся после 2012 года, сделал рентабельным ряд бизнесов, направленных на решение проблем, с которыми сталкиваются пользователи краудфандинговых платформ. В частности, появились сервисы для аутсорсинга услуг по доставке «наград» до вкладчиков в классическом краудфандинге, аналоги CRM-систем, собирающие, хранящие и анализирующие данные о вкладчиках, консалтинговые компании, готовые помочь с организацией краудфандинговой кампании или провести ее под ключ. Таким образом, вокруг платформ

⁵⁶ Там же.

⁵⁷ *The 4th UK Alternative Finance Industry Report: Entrenching innovation // Cambridge Centre for Alternative Finance — 2017.*

формируется экосистема из новых, поддерживающих компаний, обеспечивающих дополнительную ценность для участников краудинвестиций, а также вносящих свой вклад в развитие экономики.

4.3. ВОВЛЕЧЕННОСТЬ НЕПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ ИГРОКОВ В РЫНОК «НОВЫХ ДЕНЕГ»

Несмотря на активное участие институциональных инвесторов и профессиональных бизнес-ангелов в краудфандинговых и краудинвестиционных кампаниях, основной движущей силой данных инструментов остаются частные, непрофессиональные инвесторы. Для непрофессиональных инвесторов инвестиционная деятельность не является основным источником дохода. Часто они не имеют образования и компетенций в сфере экономики и финансов, поэтому принимают решения спонтанно, на основе интуиции и личных предпочтений, порождая так называемую мудрость толпы, или же ориентируются на мнение авторитетных лид-инвесторов.

По данным Cambridge Centre for Alternative Finance, 54%⁵⁸ капитала, привлеченного с помощью различных инструментов альтернативных финансов в США, поступило от частных инвесторов, не являющихся бизнес-ангелами. Согласно результатам опроса, представленным на портале Statista, краудфандинг и краудлендинг используют около 10% населения США (*таблица 1*).

Таблица 1. Осведомленность жителей США о краудфандинге и краудлендинге в 2016 году

	Не знаком с инструментом, %	Слышал об инструменте, но не собираюсь использовать, %	Слышал об инструменте и собираюсь использовать, %	Использую инструмент, %
Краудфандинг	36%	30%	22%	12%
Краудлендинг	39%	29%	22%	10%

Источник: Statista

В Великобритании за 2016 год к использованию альтернативных финансов прибегло более 2,5 миллионов человек (3,8% населения). По сравнению с предыдущим годом рост составил 130% (*рисунок 12*).

⁵⁸ 2017 The Americas Alternative Finance Industry Report: Hitting Stride // Cambridge Centre for Alternative Finance – 2017.

Рисунок 12. Число активных частных инвесторов в Великобритании



Источник: Cambridge Centre for Alternative Finance⁵⁹

При этом представители британской платформы Syndicate Room заявляют, что среди клиентов — физических лиц преобладают представители обеспеченной интеллигенции, у которых есть свободные средства: врачи, адвокаты, преподаватели и предприниматели.

В России за все время существования краудсектора всего 900 000 человек (0,6% населения) вкладывали деньги в те или иные проекты с помощью краудплатформ. При этом только 40 000 человек использовали краудинструменты инвестиционного характера (краудинвестинг и краудлендинг)⁶⁰. Такие показатели обусловлены в том числе низким уровнем финансовой грамотности в стране.

4.4. ВЛИЯНИЕ РАЗВИТИЯ СЕКТОРА «НОВЫХ ДЕНЕГ» НА ЭКОНОМИКУ

Развитие инструментов «новых денег» и краудсектора оказывает исключительно положительное влияние на мировую экономику. Краудсектор же ориентирован на малый и средний бизнес, который может многократно вырасти за один год, а также гораздо больше нуждается в инвестициях в той или иной форме. Таким образом, деньги инвесторов попадают в наиболее быстрорастущий, важный сектор экономики, что приводит к следующим эффектам:

- **Увеличение количества новых бизнес-проектов.** Только за 2016 год с помощью краудфинансов по всему миру было профинансировано более 400 000 компаний

⁵⁹ The 4th UK Alternative Finance Industry Report: Entrenching innovation // Cambridge Centre for Alternative Finance — 2017.

⁶⁰ Экспертная оценка НИУ ВШЭ.

на сумму чуть менее 51,9 млрд долл. США. Из них свыше 10 000 — это венчурные компании ранних стадий⁶¹. Для сравнения, специалисты KPMG при подготовке отчета Venture Pulse Q4 2016⁶² выявили 13 665 венчурных сделок (в том числе поздних стадий) по всему миру: следовательно, краудинвестинг позволяет запустить практически столько же технологических проектов, сколько и традиционные венчурные финансы.

- **Повышение «выживаемости» молодых проектов.** Одной из проблем венчурных и быстрорастущих компаний является невозможность привлечь финансирование (как долговое, так и в форме прямых инвестиций) на том или ином этапе развития (т. н. «пропасть капитала»). Получая средства с помощью инструментов «новых денег», компании не только преодолевают пропасть капитала, но и повышают свою привлекательность для традиционных инвесторов: по данным Crowdfund Capital Advisors⁶³, 28% компаний, которые привлекли средства с помощью краудфандинга, в течение 3 месяцев также привлекли инвестиции от бизнес-ангелов и венчурных фондов. Другие 43% в это же время вели переговоры с институциональными инвесторами⁶⁴.
- **Повышение эффективности инвестиционного процесса.** Подписание контракта с крупным институциональным инвестором, как правило, сопряжено с длительным ожиданием и большим количеством формальных и юридических процедур. Краудлендинг и краудинвестинг используют стандартизированные контракты, что существенно ускоряет заключение сделки и снижает транзакционные издержки. Так, только юридические издержки на заключение одной венчурной сделки варьируются в диапазоне от 15 000 до 50 000 долл. США. Краудфандинговые платформы всех типов обычно берут комиссию в размере 5–10% от суммы сделки⁶⁵.
- **Увеличение числа рабочих мест.** Одной из целей привлечения финансирования в малый и средний бизнес является найм дополнительных сотрудников для ускорения развития компании. Crowdfund Capital Advisors выяснили, что 39% компаний, сумевших привлечь инвестиции с помощью краудинвестинга и краудлендинга, нанимают новых сотрудников. Медианное количество новых сотрудников при этом составляет 2,2 человека⁶⁶. Чем крупнее предприятие и

⁶¹ Расчеты на основе данных, представленных на рисунках 7, 9 и 10.

⁶² *The Pulse of Fintech Q4 2016: Global Analysis of Investment In Fintech* // KPMG International — 2017.

⁶³ *How Does Crowdfunding Impact Job Creation, Company Revenue and Professional Investor Interest?* // Crowdfund Capital Advisors — 2014.

⁶⁴ *Crowdfunding Impact on Jobs, Revenue and Follow on Financing* // Crowdfund Capital Advisors — 2014.

⁶⁵ Экспертная оценка НИУ ВШЭ.

⁶⁶ *How Does Crowdfunding Impact Job Creation, Company Revenue and Professional Investor Interest?* // Crowdfund Capital Advisors — 2014.

чем больше объем привлеченных средств, тем больше вероятность, что будут наняты новые сотрудники. По мере дальнейшего развития компании также создают дополнительные рабочие места.

- **Увеличение поступления налоговых платежей.** Даже если новые компании будут подпадать под действие специальных налоговых условий, количество поступлений увеличится за счет выплаты НДФЛ сотрудников, налогов на имущество и части (в случае действия специальных условий) налога на прибыль.
- **Рост ВВП.** Очевидное следствие появления новых компаний. После успешной краудфандинговой кампании выручка проектов растет в среднем на 24%. В случае краудинвестиционной кампании средний **рост выручки составляет 351%**⁶⁷. Так как выручка фирм, использующих краудинструменты, в момент привлечения инвестиций не превышает 1 млн долл. США, связанный с ней прирост ВВП незначителен, однако важен долгосрочный эффект от последующего развития: выручка, а следовательно, и связанный с ней прирост ВВП мультиплицируются.
- **Повышение конкурентоспособности страны и региона.** Прирост ВВП, числа рабочих мест и налоговых платежей, связанный с успешными краудфандинговыми кампаниями, очевидно ведет к увеличению благосостояния региона, в котором данные кампании проходят. Более того, высокотехнологичные предприятия, как правило, ориентированы на глобальный рынок, следовательно, краудинструменты также приводят к увеличению объема экспорта.

Таким образом, распространение «новых денег» создает дополнительную возможность для развития мировой экономики и экономики отдельных стран, что требует от органов государственной власти реализации ряда мер, обеспечивающих расширение использования данных инструментов, в том числе в части разработки и внедрения соответствующей нормативной базы.

⁶⁷ Там же.

5.

ПОДХОДЫ К РЕГУЛИРОВАНИЮ РЫНКА «НОВЫХ ДЕНЕГ», ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ В МИРОВОЙ ПРАКТИКЕ

Следует отметить несколько взаимосвязанных особенностей, связанных с природой «новых денег» и имеющих особое значение для понимания подходов к их нормативно-правовому регулированию.

Во-первых, «новые деньги» отличает глокальность — особенность экономической природы, заключающаяся в сочетании транснациональности и возможности приносить социально-экономическую пользу для локальных территорий. На равных сосуществуют как относительно локальные краудплатформы (например, российская дальневосточная MainTrust), так и платформы, претендующие на глобальный характер (например, шведская FundedByMe, имеющая развитую партнерскую сеть в Финляндии, Сингапуре и Малайзии).

Отсутствие международного единообразия законодательной базы определяется исследовательским сообществом в качестве одного из важнейших барьеров для развития альтернативных инструментов финансирования предпринимательских (в т. ч. технологических) проектов⁶⁸.

⁶⁸ См.: Корнейко О. В., Бадун Э. А., Ткаченко В. А., Тихонова А. С. Новые финансовые возможности в сфере предпринимательства: внедрение микрофинансирования, краудфандинга, peer-to-peer-кредитования // Экономика и предпринимательство № 7 — 2015. Arjya B. Majumdar. Regulating Equity Crowdfunding in India — A Response to SEBI's Consultation Paper // SSRN — 2015.

В дополнение к этому Европейской комиссией озвучивается позиция, упреждающая принятие скоропалительных решений по разработке национального законодательства: *«преждевременное регулирование может затруднить, а не способствовать развитию столь инновационных и быстрорастущих каналов финансирования»*⁶⁹. В определенной степени глокализация «новых денег» отражена в законодательстве США, где, несмотря на наличие национального регулирования, определенные компетенции отдаются штатам⁷⁰.

Во-вторых, нельзя забывать и о том, что «новые деньги» принципиальным образом отличаются от существующих традиционных финансов. Краудплатформы — это не инвестиционные фонды и тем более не фондовый рынок, не рынок акций и не кредитные организации. Для выстраивания эффективной системы регулирования необходимо принимать во внимание их децентрализованную экономическую природу. К сожалению, далеко не все национальные законодательства учитывают эти особенности, выбирая путь наименьшего сопротивления — регулирование по аналогии с традиционными финансовыми инструментами.

Третья особенность, которую необходимо помнить при изучении мирового опыта регулирования рынка «новых денег», заключается в невозможности прямого переноса норм правового регулирования, используемого одним государством, в другое без учета инфраструктурного, странового контекста. Таким образом, если относительно жесткое регулирование еще допустимо в странах с развитой инвестиционной культурой и серьезной вовлеченностью широких слоев населения в инвестиционные процессы, основанные на традиционных инструментах (например, в США), то там, где данный рынок только зарождается (в том числе в России), подобное регулирование приведет к терминальной стадии рынка «новых денег». Оно сделает национальные краудплатформы абсолютно неконкурентоспособными в мировом масштабе, а уровень вовлеченности населения в инвестиционные процессы останется низким.

С учетом вышесказанного выделяются следующие подходы к регулированию рынка «новых денег» в разных странах.

СТАНДАРТИЗАЦИЯ, СЕРТИФИКАЦИЯ, ЛИЦЕНЗИРОВАНИЕ

Вопрос установления базовых принципов регулирования в области стандартизации, сертификации и регулирования является ключевым для национальных законодательств. Единообразие регулирования на данный момент отсутствует, вместе с тем можно выделить ряд общих подходов:

⁶⁹ *Crowdfunding Legal Framework Overview // Renewable Energy Crowdfunding Conference — 2015.*

⁷⁰ *Pierce-Wright C. H. State Equity Crowdfunding and Investor Protection // Washington Law Review № 6 — 2016.*

- в ряде стран-лидеров (например, в США, Великобритании, Франции и Японии) активно используются инструменты саморегулирования: здесь членство в саморегулируемых организациях оценивается в том числе как показатель надежности краудплатформ;
- в той или иной форме регистрация и контроль краудплатформ со стороны госорганов применяется практически во всех странах;
- частичное или полное выведение краудплатформ из-под действия законодательства, регулирующего деятельность брокерско-дилерских компаний и банковского законодательства (США, Швейцария).

Более детально информация о мировой практике стандартизации, сертификации и лицензирования краудфинансов приведена в *Приложении 1*.

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ И ЗАЩИТА ПРАВ ИНВЕСТОРОВ

Во многих странах, где активно развиваются краудфандинг и соответствующее законодательство, предусмотрены и/или обсуждаются инструменты защиты инвесторов, а также предпринимаются попытки найти баланс между запросами игроков рынка и пользователями их услуг. В частности, в Италии применяется условие о необходимости привлечения финансирования от институциональных инвесторов в качестве гарантии для краудинвесторов⁷¹. Также существует требование о том, чтобы платформа была привязана к финансовому учреждению для снижения вероятности реализации мошеннических схем.

Кроме того, в ряде стран, в частности в Израиле, Германии, Греции и др., установлены ограничения на объемы средств, которые инвесторы могут вкладывать в один проект и/или инвестировать в течение одного года, а также на объемы проводимых краудкампаний. В законодательстве некоторых государств (к примеру, в США) предусмотрено обязательное раскрытие информации об общих рисках компании, привлекающей краудфинансирование.

Детальное описание информации о подходах к раскрытию информации и защите прав инвесторов приведено в *Приложении 2*.

⁷¹ Lombardi R., Trequattrini R., Russo G. *Innovative Start-Ups and Equity Crowdfunding // International Journal of Risk Assessment and Management Vol. 19, Nos. 1/2 — 2016.*

СОДЕЙСТВИЕ СО СТОРОНЫ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ИНСТИТУТОВ РАЗВИТИЯ И ПРЕДОСТАВЛЕНИЕ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ПОДДЕРЖКИ, В Т. Ч. НАЛОГОВЫХ ЛЬГОТ

Несмотря на то, что государство пока достаточно осторожно относится к краудсектору, в некоторых странах формируется интересная практика синергетического взаимодействия. В ее рамках государство не только оказывает содействие, но и решает собственные задачи (в т. ч. краудфандинговые кампании становятся маркером, указывающим на сферы, заслуживающие финансовой поддержки со стороны государства).

В качестве вариантов господдержки можно привести софинансирование успешных проектов со стороны государства (Австралия, Швеция); предоставление компаниям, привлекающим финансирование на определенных площадках, части необходимых средств под более выгодный процент (Великобритания); предоставление различных налоговых льгот инвесторам, финансирующим молодые компании в области высоких технологий (Великобритания).

Примеры содействия краудсектору со стороны государства приведены в *Приложении 3*.

МЕЖДУНАРОДНАЯ ПРАКТИКА РЕГУЛИРОВАНИЯ ICO

ICO хоть и является разновидностью краудфинансов, заслуживает отдельного регулирования в силу иной технологической природы, основанной на блокчейне и криптотехнологиях.

Можно выделить несколько основных подходов к регулированию ICO:

1. полный запрет (Китай, Южная Корея⁷²);
2. токены могут признаваться инвестиционным инструментом, а операции с ними являются частью регулируемого финансового рынка; оперирующие компании должны иметь необходимые лицензии и разрешения (Гонконг);
3. применение к ICO законодательства о ценных бумагах (Канада, Сингапур, США, ОАЭ); во многих юрисдикциях обсуждения продолжаются, и регулирование остается в стадии формирования (Малайзия, Израиль, Швеция, Великобритания, Франция, Германия)⁷³;

⁷² Южная Корея запретила ICO вслед за Китаем // РБК — 2017.

⁷³ Обзор регулирования ICO. Изменения по ключевым юрисдикциям // Deloitte — 2017; 2018 станет годом регулирования ICO // DeCenter — 2018.

4. создание экосистемы для развития ICO при наличии контроля за соблюдением положений о борьбе с отмыванием денег и финансированием терроризма, законодательства о банках и банковской деятельности, торговле ценными бумагами, механизмах коллективного инвестирования (Швейцария, Германия, Эстония и др.⁷⁴).

Для обеспечения ускоренного развития рынка «новых денег» в России и повышения его привлекательности как для инвесторов, так и для проектов, накопленный в мире опыт регулирования данного сектора и используемые лучшие практики по его управлению могут быть использованы для создания нормативной базы, регулирующей функционирование соответствующих инструментов. Такая нормативная база, однако, должна создаваться с учетом российской специфики, о которой будет более подробно рассказано в следующем разделе.

⁷⁴ 2018 станет годом регулирования ICO // DeCenter — 2018.

6.

РЫНОК «НОВЫХ ДЕНЕГ» В РОССИИ: ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ И ДЕЙСТВУЮЩАЯ ПОЛИТИКА РЕГУЛИРОВАНИЯ

6.1. АНАЛИЗ ТЕКУЩЕГО СОСТОЯНИЯ РЫНКА ПО КАЖДОМУ ИЗ ИНСТРУМЕНТОВ

А) КЛЮЧЕВЫЕ ОСОБЕННОСТИ

У рынка краудфандинга в России есть ряд особенностей по сравнению с рынками прочих стран:

- маскировка краудлендинговых платформ под краудинвестинговые (например, платформа StartTrack позиционирует себя в качестве краудинвестинговой, но фактически большинство кампаний проводится в формате заемного финансирования);
- более высокий по сравнению с мировыми показателями средний чек на одного инвестора (British Business Bank определяет [в рамках

своей методологии] в качестве краудинвестиционных платформ⁷⁵, где чек краудинвестиции не превышает одну тысячу фунтов стерлингов), что обусловлено участием в краудинвестинге в основном инвесторов с достаточно высоким уровнем дохода. «Типовой» портрет инвестора VentureClub выглядит следующим образом: мужчина в возрасте 40–45 лет, имеющий успешный опыт в бизнесе и обладающий свободными финансовыми средствами, рассматривающий альтернативные варианты их вложения. При этом средний чек на одного инвестора на площадке составляет порядка 3 млн рублей⁷⁶. Представители российской платформы StartTrack характеризуют ее аудиторию как «средний класс плюс: это действующие и бывшие предприниматели, компетентные в бизнесе люди, которые ищут возможность приумножить свободный капитал;

- наличие дотационных игроков при крупных инфраструктурах на рынке (StartTrack учрежден ФРИИ, «Альфа-Поток» входит в «Альфа-Групп»);
- крайне незначительное распространение локальных краудфандинговых платформ (по сути, на декабрь 2017 года к ним можно причислить только Main Trust);
- низкий уровень финансовой грамотности компаний (не способны профессионально подготовить документацию, необходимую для участия на краудплощадках);
- кооперация краудплощадок с банковскими структурами (российские краудинвестиционные площадки предлагают банкам привлекать частное финансирование для юридических лиц, которым отказали в банковском кредите или выдали его в недостаточном объеме: StartTrack и «Уралсиб», «Альфа-Поток» и «Ак Барс»).

В) СТАТИСТИКА ПО РЫНКУ И КЛЮЧЕВЫЕ ИГРОКИ

Рынок краудфандинга в России находится в фазе формирования. Однако уже на данный момент можно выделить несколько основных игроков, функционирующих несколько лет и стабильно показывающих достойные финансовые результаты (*таблица 2*).

Необходимо отметить, что в настоящий момент у компаний с государственным участием растет интерес к инструментам краудфинансирования. Это связано с тем, что данные компании формируют корпоративные венчурные фонды, которые необходимо наполнять качественными проектами. С подобной проблемой может

⁷⁵ *Equity Crowdfunding in the UK: Evidence from the Equity Tracker // British Business Bank, Department for Business Innovation and Skills — 2014.*

⁷⁶ *Оценка VentureClub*

помочь в том числе создание собственных краудинвестиционных площадок. С их же помощью решается и такая задача, как привлечение средств частных инвесторов к финансированию венчурных проектов, в развитии которых заинтересованы компании с государственным участием. В качестве примера такой площадки можно привести платформу Госстарт⁷⁷, созданную ГК «Росатом».

Таблица 2. Сравнительный анализ отечественных краудплатформ

Платформа	Тип краудфандинга	Привлечено средств (тыс. руб.)*	Количество успешных проектов	Количество инвесторов (кредиторов)
Boomstarter.ru	Классический краудфандинг	337 000	1 617	182 000
Planeta.ru	Классический краудфандинг	760 200	2 680	678 115
MainTrust	Классический краудфандинг	1 451,8	н/д	2 166
«Город Денег»	Краудлендинг	465 800	н/д	4 698
StartTrack	Краудлендинг, краудинвестинг	1 538 000	55	2 169
«Альфа-Поток»	Краудлендинг	1 845 000	347	8 920
VentureClub	Краудинвестинг, краудлендинг	1 140 000	47	1 700
АКТИВО	Краудинвестинг (недвижимость)	104 756,3	н/д	302

* Инфографика: как устроен рынок краудинвестинга в России // Inc. — 2017.

Источники: Inc., StartTrack, РБК, экспертная оценка НИУ ВШЭ

6.2. АНАЛИЗ ПРОВОДИМОЙ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ПОЛИТИКИ

Власти страны неоднократно озвучивали необходимость развития механизмов, обеспечивающих дальнейшее внедрение инноваций в России, включая инструменты финансирования. Так, в рамках выступления президента РФ В.В. Путина на Петербургском международном экономическом форуме в 2017 году была отмечена важность развития стартапов, зачастую являющихся носителями прорывных инновационных технологий и позволяющих обеспечить дальнейшее развитие

⁷⁷ Официальный сайт платформы Госстарт: <https://gosstart.ru/>

российской экономики. Кроме того, руководству крупнейших государственных корпораций и компаний с государственным участием, таких как «Ростех», «Роскосмос», ОАК, ОСК, «Росатом», а также других отечественных высокотехнологичных компаний, дано поручение создать подразделения по работе со стартапами и малыми инновационными компаниями и венчурные фонды, обеспечивающие финансирование таких проектов⁷⁸.

Этот вопрос поднимался и на заседании президиума Совета при Президенте Российской Федерации по модернизации экономики и инновационному развитию России, состоявшемся 25 мая 2017 года. Председатель Правительства РФ Д.А. Медведев дал поручение до 15 октября 2017 года представить в правительство предложения по развитию альтернативных механизмов финансирования (краудфандинга, краудинвестинга, краудлендинга) и инструментов инвестирования в инновационные компании. Данные предложения должны быть подготовлены с учетом международного опыта и должны включать в том числе решения по совершенствованию законодательного регулирования конвертируемых облигаций, привилегированных акций и налогообложения доходов по ним⁷⁹. Подготовить данный документ должны были Минэкономразвития совместно с Минфином при участии Банка России и рабочей группы по созданию международного финансового центра при Совете при Президенте РФ по развитию финансового рынка России.

По результатам соответствующего отчета правительство поручило до конца июня 2018 года подготовить предложения в части нормативной базы, регулирующей функционирование альтернативных механизмов финансирования (краудфандинга, краудинвестинга, краудлендинга) на территории России. В настоящий момент Министерством экономического развития и Банком России составлен проект Федерального закона «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ», который вынесен на рассмотрение в Государственную Думу.

По итогам совещания по вопросу использования цифровых технологий в финансовой сфере, состоявшегося 10 октября 2017 года, Президент дал поручение Правительству и Банку России проработать ряд вопросов, в частности:

- определение статуса цифровых технологий, применяемых в финансовой сфере, и их понятий (в том числе таких, как «технология распределенных реестров», «цифровой аккредитив», «цифровая закладная», «криптовалюта», «токен», «смарт-контракт»);

⁷⁸ Перечень поручений по итогам Петербургского международного экономического форума // Официальный сайт Президента России — 2017.

⁷⁹ О решениях по итогам заседания президиума Совета при Президенте России по модернизации экономики и инновационному развитию // Официальный сайт Правительства России — 2017.

- установление требований к организации и производству, основанному на принципах криптографии в среде распределенных реестров (майнингу), включая регистрацию хозяйствующих субъектов, осуществляющих такую деятельность, а также определение порядка ее налогообложения;
- регулирование публичного привлечения денежных средств и криптовалют путем размещения токенов по аналогии с регулированием первичного размещения ценных бумаг;
- создание на базе Банка России специальной регулятивной площадки («песочницы») для апробации инновационных финансовых технологий, продуктов и услуг до установления правил регулирования отношений, связанных с их применением на финансовом рынке⁸⁰.

Проект Федерального закона «О цифровых финансовых активах» также подготовлен Минфином России и Банком России и вынесен на рассмотрение в Государственную Думу.

Для проработки вопросов, связанных с развитием «новых денег» на территории России, федеральными органами исполнительной власти создан ряд рабочих групп с привлечением участников рынка, в частности:

- рабочая группа при Минэкономразвития России по развитию краудфандинга, краудинвестинга и краудлендинга. Группа участвовала в обсуждении предложений по подходам к функционированию краудфандинга, краудинвестинга и краудлендинга и их нормативному регулированию и в подготовке сводных предложений по данным вопросам, которые были направлены на рассмотрение в Правительство Российской Федерации;
- рабочая группа Банка России по мониторингу, оценке потребительских рисков и разработке предложений по регулированию сектора краудфандинга. Рабочая группа обсуждает вопросы, связанные с законодательным регулированием краудсектора, а также проводит ежеквартальный мониторинг показателей функционирования краудплатформ.

Кроме того, обсуждение части вопросов, в первую очередь в части нормативного регулирования, проводилось на площадке рабочей группы «Финтех», созданной на базе центра компетенций «Сколково» по нормативному регулированию цифровой экономики.

⁸⁰ Перечень поручений по итогам совещания по вопросу использования цифровых технологий в финансовой сфере // *Официальный сайт Президента России — 2017.*

В целом в настоящий момент государственная политика в сфере краудфинансирования нацелена на разработку и утверждение общих принципов функционирования отрасли для обеспечения ее прозрачности и защиты интересов инвесторов (прежде всего особо защищаемых категорий), а также подходов к контролю деятельности инвестиционных платформ. При этом органы государственной власти прорабатывают вопросы классифицирования инвесторов по различным группам и установления для наименее опытных из них лимитов на осуществление сделок.

Особенности российского рынка «новых денег» (в первую очередь более высокий по сравнению со среднемировым размер среднего чека и уровня дохода потенциальных инвесторов) требует от органов государственной власти особой осторожности и применения взвешенного подхода при внедрении регуляторных норм. Чрезмерно жесткие требования и неоправданно низкие лимиты по объемам сделок могут отпугнуть потенциальных инвесторов, что способно привести к стагнации сектора и даже к его исчезновению. Это же относится и к чрезмерно жесткому регулированию стандартов раскрытия информации инвестиционными проектами, следствием чего может стать неоправданное увеличение административных издержек.

6.3. ОСНОВНЫЕ ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА

А) НЕОБХОДИМОСТЬ ДОРАБОТКИ НОРМАТИВНОЙ БАЗЫ И ВЫРАБОТКИ ПОДХОДОВ К ФУНКЦИОНИРОВАНИЮ РЫНКА

Правовое регулирование — один из самых значительных факторов, влияющих на альтернативные источники финансирования инновационных проектов. В силу организационного характера инновации, лежащей в основе краудтехнологий, законодательство может как выступить катализатором развития, так и создать определенные барьеры для участников рынка (в т.ч. барьеры входа, трудности при осуществлении транзакций и пр.).

При этом основными проблемами правового регулирования, мешающими развитию краудфандинга в России, являются:

- отсутствие законодательного закрепления основных определений в сфере краудфандинга;
- отсутствие законодательного закрепления юридического статуса краудфандинговой площадки и правил ее работы;

- возможность появления недобросовестных участников на рынке краудтехнологий как со стороны платформ, так и со стороны эмитентов;
- отсутствие налоговых преференций для краудинвесторов и инструментов стимулирования проектов, привлекающих краудфинансирование;
- национальные различия законодательств о краудинвестинге, выступающие барьером для глобализации рынка.

В) ОТСУТСТВИЕ СТИМУЛОВ ДЛЯ УЧАСТИЯ В РЫНКЕ НЕПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ, НЕОБХОДИМОСТЬ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ИХ ЗАЩИТЫ В СЛУЧАЕ АКТИВНОГО РАЗВИТИЯ РЫНКА

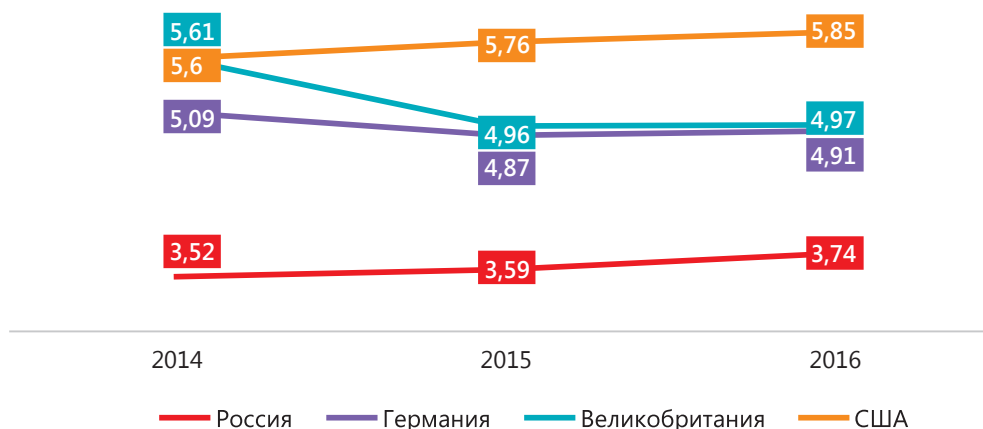
Непрофессиональный инвестор, в данном случае — это представитель среднего класса, который может инвестировать сравнительно небольшую сумму в отдельный проект.

Отсутствие стимулов у непрофессиональных инвесторов может быть обусловлено несколькими факторами:

- общие внешние и внутренние экономические проблемы, ведущие к снижению реальных доходов населения и, как следствие, к снижению желания совершать инвестиции;
- отсутствие у потенциальных непрофессиональных инвесторов знаний о площадках, механизмах их работы и функционирования;
- недоверие потенциальных непрофессиональных инвесторов к совершению инвестиций через интернет.

Используя показатели международного отчета The Global Competitiveness Report Всемирного экономического форума, можно сделать вывод об уровне доверия и уверенности (trustworthiness and confidence) к «развитию финансового рынка» (financial market development) в России и других государствах в период с 2014 по 2016 год (**рисунок 13**). Данные подтверждают, что наша страна колоссально отстает от США, Великобритании и Германии, занимающих лидирующее положение по данному показателю.

Рисунок 13. Индекс доверия и уверенности к группе показателей «развитие финансового рынка» (Россия, Германия, Великобритания, США), 2014–2016 годы



Источник: World Economic Forum⁸¹

Повышение уровня доверия потенциальных инвесторов — важная задача, решение которой будет способствовать росту рынка краудфандинга в России.

С) ОТСУТСТВИЕ СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ПОДДЕРЖКИ УЧАСТНИКОВ РЫНКА АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ФИНАНСОВ И СЛОЖНОСТЬ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СУЩЕСТВУЮЩИХ ИНСТРУМЕНТОВ ПОДДЕРЖКИ

В настоящее время отсутствуют специализированные инструменты поддержки участников рынка альтернативных финансов. Однако платформы и проекты могут использовать уже существующие инструменты, многие из которых вызывают множество нареканий.

Среди ограничений, с которыми сталкиваются российские финтех-стартапы при получении государственной поддержки, можно выделить следующие:

- исключение из претендентов на получение государственной поддержки по Федеральному закону от 24.07.2007 № 209-ФЗ «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации ряда организаций (кредитных организаций, страховых организаций [за исключением потребительских кооперативов], инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, профессиональных участников

⁸¹ The Global Competitiveness Report 2017–2018 // World Economic Forum — 2017.

рынка ценных бумаг, ломбардов)». Из-за отсутствия нормативных рамок игроки рынка альтернативных финансов могут использовать одну из указанных выше форм для осуществления своей деятельности и лишиться возможности получения государственной поддержки. Например, платформа АКТИВО, осуществляющая краудинвестиции в недвижимость, работает в формате ЗПИФ и лишена возможности получения поддержки;

- невозможность заселения в некоторые бизнес-инкубаторы организаций, работающих в сфере оказания финансовых услуг⁸²;
- отсутствие программ софинансирования краудпроектов со стороны институтов развития и программ сотрудничества органов государственной власти и местного самоуправления с краудплатформами для решения социально-экономических проблем;
- отсутствие налоговых льгот как инструментов стимулирования инвесторов, работающих на краудплатформах.

Государство должно не просто предоставлять разнообразную поддержку игрокам рынка альтернативных финансов, но и рассматривать их в качестве полноценных партнеров. Инструментом стимулирования может стать совершенствование российского законодательства о государственно-частном партнерстве и дополнение его положениями о возможности привлечения механизмов краудфинансирования для решения публичных задач⁸³, а также закрепление упрощенного порядка подобного взаимодействия.

Д) НЕОБХОДИМОСТЬ ПРИМЕНЕНИЯ МЕР ПО ПРЕДОТВРАЩЕНИЮ ОТМЫВАНИЯ ПРЕСТУПНЫХ ДОХОДОВ И ФИНАНСИРОВАНИЯ ТЕРРОРИЗМА НА КРАУДПЛАТФОРМАХ

Так как проекты, проводящие краудкампании, как правило, представлены юридическими лицами, созданными менее трех лет назад и не имеющими истории,

⁸² См., например: Постановление Правительства Нижегородской области от 25.04.2013 № 261 и Постановление Правительства Республики Мордовия от 8 сентября 2006 г. № 397. Есть основания полагать, что подобное ограничение вызвано расширительным толкованием п. 1 ч. 3 ст. 14 Федерального закона от 24.07.2007 № 209-ФЗ (ред. от 27.11.2017) «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации».

⁸³ Объекты соглашений о ГЧП указаны в ст. 7 Федерального закона от 13.07.2015 № 224-ФЗ (ред. от 03.07.2016) «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»

существует риск запуска фиктивных проектов с целью отмывания денежных средств, полученных преступным путем, и финансирования терроризма. Основным методом минимизации данного риска является соблюдение принципа максимальной прозрачности, который включает в себя:

- подотчетность краудплатформ Росфинмониторингу наравне со всеми остальными финансовыми институтами в рамках действующего законодательства (Федеральный закон от 7 августа 2001 года №115-ФЗ "О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем и финансированию терроризма");
- проверка краудплатформой юридической чистоты компаний, желающих провести краудкампанию на данной платформе, и их основателей;
- хранение краудплатформой информации о компаниях, проводящих краудкампании на данной платформе, их основателях и ключевых лицах; готовность предоставить эту информацию по требованию Росфинмониторинга или правоохранительных органов;
- аккредитация краудплатформой инвесторов, которые в рамках одной краудкампании готовы инвестировать сумму, превышающую 100 тыс. рублей, хранение информации о них и готовность предоставить эту информацию по требованию Росфинмониторинга или правоохранительных органов.

6.4. ВОЗМОЖНОСТЬ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ «НОВЫХ ДЕНЕГ» ДЛЯ РЕШЕНИЯ ПРОБЛЕМ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ

Развитие краудфандинга в России может стать катализатором для частичного решения ключевых проблем отечественной экономики. В первую очередь это связано с инфраструктурной ролью краудфандинговых платформ, которые выполняют стимулирующую функцию как для проектов, которым необходимо финансирование, так и для инвесторов, ищущих объекты инвестирования. Краудплатформы способствуют появлению и сохранению на рынке предприятий малого и среднего бизнеса, следовательно, их работа приводит к образованию новых рабочих мест и решению проблемы высокого уровня безработицы.

Краудфандинг — высокодоходный инвестиционный инструмент, который может диверсифицировать портфель непрофессиональных инвесторов. Это позволит вывести часть средств населения из банковских депозитов и, как результат, повы-

сильнее его инвестиционную активность. Отбор проекта для привлечения средств на краудплатформах значительно менее трудоемкий и бюрократизированный, чем в традиционных источниках финансирования бизнеса. Многие перспективные компании не могут получить банковский кредит по формальным признакам. Краудфандинг дает им дополнительную возможность привлечь необходимые средства, что позволит преломить тенденцию снижения предпринимательской активности.

С учетом наблюдаемого на текущем этапе дефицита средств «новые деньги» позволят достичь синергии между запросом граждан на создание инфраструктурных объектов, желанием инвестировать средства в строительство таких объектов и установкой государства на поддержку таких инициатив. Помимо этого, краудплатформы помогают определить заинтересованность населения в тех или иных инфраструктурных объектах.

Важно понимать, что для решения всех обозначенных выше проблем с помощью «новых денег» необходимо стимулировать развитие данного сектора. Несмотря на неплохие темпы роста, очевидно, что сфера альтернативных финансовых инструментов в России требует дальнейшего усовершенствования внешних условий и механизмов регулирования.

6.5. КЛЮЧЕВЫЕ СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКИЕ РИСКИ ДЛЯ РОССИИ В РАМКАХ РАЗВИТИЯ РЫНКА НОВЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Существующие регуляторные механизмы и нормы не предоставляют оптимальных условий для развития отрасли «новых денег». Для одних форм финансирования не в полной мере подходит нормативная база, и игроки рынка вынуждены искать варианты и компромиссы для работы в текущих условиях. Для других форм и вовсе отсутствуют необходимые правовые конструкции. В связи с несовершенством отечественной нормативно-правовой базы и интенсивным ростом отрасли существует риск развития ряда негативных сценариев.

Таблица 3. Ключевые риски для России в рамках развития инструментов «новых денег»

Риск	Краткое описание	Вероятность*
Уход сектора в серую зону	В отсутствие видимых перспектив позитивных изменений высока вероятность поиска обходных путей и попыток действовать в серой зоне	Средняя
Увеличение оттока капитала и инновационных проектов в другие страны	Представители отрасли особо отмечают, что несовершенство регулирования является одним из основных препятствий на пути развития краудинвестинга в России**. В связи с трудностями работы в российской правовой системе возможен уход проектов и инвесторов в более комфортные юрисдикции, что крайне невыгодно для экономики в свете статистики ЦБ РФ по оттоку капитала***.	Высокая
Исключение страны из процессов международной интеграции в данной сфере при принятии запретительных и ограничительных мер	Вопросы регулирования краудфинансирования обсуждаются и на международном уровне****. Развитие новых финансовых инструментов оказывает значительный глобализационный эффект, формирует международное сообщество в рамках отрасли. Игнорирование глобальных тенденций приведет к исключению возможности международного взаимодействия в данной области	Высокая
Недоверие со стороны потенциальных инвесторов к новым финансовым инструментам	Современное российское общество характеризуется низкой вовлеченностью в инвестиционные процессы, недостаточным уровнем финансовой грамотности населения, высоким уровнем недоверия. Поскольку массовость непрофессионального инвестирования в проекты является одной из основ роста рынка краудфинансирования, в данных условиях скептицизм и инертность населения могут стать серьезным препятствием для развития отрасли	Высокая
Снижение устойчивости сложившейся финансовой системы и традиционных финансовых институтов	В связи с динамичным ростом рынка новых финансовых инструментов (см. Приложение 4) существует вероятность снижения спроса на услуги традиционных финансовых институтов как средства финансирования традиционных и инновационных проектов. Если текущая динамика сохранится, банки и инвестиционные фонды будут вынуждены трансформироваться в новых условиях	Средняя

* Экспертная оценка НИУ ВШЭ.

** Зельдин М. Краудинвестинг в России: быть или не быть? // Rusbase — 2016.

*** Калюков Е. Отток капитала из России с начала года увеличился вдвое // РБК — 2017.

**** Capital Markets Union: Commission Supports Crowdfunding As Alternative Source Of Finance For Europe's Start-Ups // European Commission — 2016.

Для минимизации рисков ухода отрасли в серую зону и оттока перспективных проектов и капитала в другие страны необходимо создать оптимальные регуляторные условия для нового рынка. Разработка комфортного для игроков профильного законодательства позволила бы отечественной юрисдикции не только успешно интегрироваться в международное сообщество в данной сфере, но и создавать привлекательные условия для авторов проектов и инвесторов в регионе в целом⁸⁴.

Несмотря на стремительный рост отрасли, **нельзя говорить о замещении традиционных институтов новыми финансовыми инструментами**. В долгосрочной перспективе существует вероятность того, что часть игроков рынка предпочтут «новые деньги» традиционным способам финансирования, например, для преодоления пропасти капитала между посевной стадией и стадией старта или же в случае отказа в инвестициях от бизнес-ангелов и венчурных фондов.

Отечественный рынок находится в стадии зарождения, его объемы значительно меньше зарубежных, поэтому **рано говорить о значительном влиянии новых финансовых инструментов на существующую систему**. Практика стран-лидеров по развитию альтернативных механизмов финансирования технологических проектов говорит об интеграции новых форм в имеющиеся финансовые схемы: институциональные инвесторы и фонды уже сейчас используют краудинвестинг в качестве дополнительного инструмента.

⁸⁴ Вместе с тем улучшение инвестиционного климата является одним из магистральных направлений деятельности российских институтов развития, например, Агентства стратегических инициатив.

7.

ОСНОВНЫЕ ЦЕЛИ И ЗАДАЧИ РАЗВИТИЯ ИНСТРУМЕНТОВ АЛЬТЕРНАТИВНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ТЕХНОЛОГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ

Главная цель распространения инструментов привлечения частного финансирования для развития технологических компаний в России — создание нового рынка альтернативных инвестиционных ресурсов, основанного на децентрализованном привлечении денежных средств широкого круга лиц.

Для достижения данной цели необходимо решить ряд задач:

- разработать государственную политику в отношении альтернативных механизмов привлечения капитала в технологические проекты;
- сформировать комфортную нормативную основу функционирования сферы «новых денег», внося изменения в существующие и издав новые нормативные правовые акты;
- создать эффективную систему взаимодействия власти и представителей отрасли;

- разработать оптимальные средства контроля отрасли, которые бы не оказывали чрезмерного давления на игроков рынка;
- принять меры по интеграции новых финансовых инструментов в деятельность существующих институтов развития.

Таким образом, устранение законодательных барьеров и создание комфортной регуляторной среды являются приоритетными аспектами при определении регуляторной модели.

Важно определить допустимую степень вмешательства государства в отрасль, поскольку в России существует тенденция к излишнему регулированию и чрезмерной сложности правовых механизмов. Такое вмешательство должно быть минимальным, а субъектом взаимодействия с государством должна стать саморегулируемая организация, а не сама краудплатформа. С другой стороны, для роста доверия населения пользователям необходимо предоставить прозрачную организационную схему, не ущемляющую права участников рынка.

Необходимо отметить, что введение жестких барьеров входа на рынок (например, лицензирования) может негативно сказаться на потенциале развития рынка альтернативных финансов не только в силу высоких издержек, но и в силу потенциального снижения уровня конкуренции. На развивающемся рынке игроки будут выигрывать от конкуренции, так как каждая платформа сможет популяризировать новые инструменты среди широких слоев населения (это один из залогов выживания на формирующемся рынке, где основная часть потребителей пока еще относится к категории «инноваторов» и «ранних последователей»⁸⁵). А это значит, что, узнав об инструменте как таковом, потребитель сможет направить свои денежные средства не только через эту платформу, но и через другие. Плюс к тому лицензирование — один из наиболее сильных инструментов монополизации, ограничивающих приток новых игроков рынка и ресурсов в отрасль⁸⁶. Экономист Фридрих Хайек, спрогнозировавший многие аспекты развития децентрализованных финансовых систем, излагая свою концепцию «частных денег», называл влияние государства самой большой опасностью для функционирования инструментов «новых финансов»⁸⁷.

Кроме того, недопустимо строить правовое регулирование на основе патернализма и рассмотрения пользователей платформ в качестве лиц, не способных принимать

⁸⁵ В соответствии с сегментацией восприимчивости к инновациям, разработанной Брюсом Райаном и Нейлом Гроссом. См.: Ryan, B. *The Diffusion Of Hybrid Seed Corn In Two Iowa Communities* // *Rural Sociology*. 8 (1) — 1943.

⁸⁶ Ротбард М. *Власть и рынок: государство и экономика* // Челябинск: Социум — 2003.

⁸⁷ Хайек, Ф.А. *Частные деньги* // *Институт национальной модели экономики* — 1996.

самостоятельные решения и брать на себя ответственность за них. В ином случае в России никогда не сформируется широкий пласт частных инвесторов, умеющих здраво оценивать риски. В ситуации, когда потребитель финансовой услуги знает, что государство всегда готово прийти на помощь (даже в случае, когда он стал заложником собственной непредусмотрительности, а не злого умысла третьих лиц), он будет выбирать наиболее рискованные схемы⁸⁸.

При введении ограничений для краудинвесторов (например, требований к уровню доходов) следует учитывать уровень доходов российских граждан и сопоставлять его с уровнем доходов граждан тех стран, где такие ограничения введены. На начальном этапе такие статусные ограничения, как имущественный ценз, представляются нецелесообразными для России, так как могут сделать недоступным рынок «новых денег» для широких масс. В соответствии с данными ОЭСР, «в *Российской Федерации* чистый семейный скорректированный доход после уплаты налогов на душу населения в среднем составляет **16 657 долл. США** в год⁸⁹, а, например, в *Германии*, где есть имущественные требования к розничным краудинвесторам, такой же показатель достигает **33 652 долл. США** в год⁹⁰. Появление любых ограничений по имущественному статусу для инвесторов в России будет способствовать увеличению социального неравенства и снижению возможностей для развития рынка «новых денег».

7.1. ОПИСАНИЕ ЦЕЛЕВОЙ МОДЕЛИ РЫНКА

С учетом анализа мирового опыта лучшими практиками, пригодными к внедрению в отечественных экономико-правовых реалиях, будут следующие.

А) НЕОБХОДИМОСТЬ ОРИЕНТАЦИИ НА МЯГКОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

Рассмотрение международной практики (см. *раздел 5* данного доклада) показывает, что наиболее предпочтительным является мягкое регулирование, учитывающее как интересы отраслевых игроков, так и необходимость защиты прав инвесторов.

Среди основных принципов, которые должны быть заложены в основу регулирования, можно выделить:

⁸⁸ Это можно увидеть на примере потребителей услуг микрофинансовых организаций, которые, несмотря на массовые случаи формирования огромных, неподъемных задолженностей и действия коллекторов, продолжают брать займы с огромной ставкой. См., например: Кто становится заложниками МФО и жертвами коллекторов // Бизнес ФМ — 2017.

⁸⁹ Значения приведены по данным Индекса лучшей жизни ОЭСР.

⁹⁰ Значения приведены по данным Индекса лучшей жизни ОЭСР.

- отсутствие системы допуска (в т.ч. лицензирования) на рынок с использованием дискреционных полномочий органов государственной власти⁹¹;
- законодательное установление ограничительных требований к представителям рынка исключительно в целях определения порядка их взаимодействия с органами государственной власти, органами МСУ и институтами развития (например, в формате аккредитации при институте развития для участия в программах софинансирования);
- отсутствие ограничений на объекты финансирования (кроме прямо запрещенных или ограниченных в обороте);
- определение саморегулирования в качестве основы для регулирования рынка альтернативных финансов;
- презумпция добросовестности представителей рынка альтернативных финансов⁹²;
- отсутствие патернализма при регулировании аспектов защиты прав инвесторов; необходимо создать условия, когда открытая и прозрачная информация будет доступна потенциальным инвесторам для принятия самостоятельного решения;
- отсутствие имущественных и иных статусных требований к инвесторам, ограничивающих доступ широких масс населения к новым финансовым инструментам;
- гармонизация нормативно-правового регулирования с другими странами.

В) ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ САМОРЕГУЛИРОВАНИЯ, АККРЕДИТАЦИИ

Естественной стадией, которая должна следовать за регуляторной «песочницей», инициированной Центральным Банком Российской Федерации для добровольного тестирования инвестиционных площадок, и принятием профильных федеральных законов, указанных в **разделе 6.2**, является формирование системы саморегулиро-

⁹¹ Следует напомнить, что необоснованно широкие дискреционные полномочия органов государственной власти представляют собой коррупциогенный фактор, в соответствии с Постановлением Правительства РФ от 26 февраля 2010 г. № 96 «Об антикоррупционной экспертизе нормативных правовых актов и проектов нормативных правовых актов».

⁹² Презумпция добросовестности лежит в основе отечественного гражданского права и закреплена в ст. 10 Гражданского кодекса РФ.

вания⁹³. Именно в рамках саморегулируемой организации должны быть закреплены основные требования, предъявляемые к краудфандинговым, краудинвестинговым и краудлендинговым платформам. К **основным функциям** и полномочиям саморегулируемой организации должны относиться:

- определение рыночных стандартов работы краудплатформ, в т.ч. в области раскрытия информации и защиты прав инвесторов, безопасности;
- установление условий членства в саморегулируемой организации;
- выдача платформам допусков к деятельности на рынке краудфинансирования;
- контроль за платформами — членами саморегулируемой организации в части соблюдения ими правил и стандартов рыночной деятельности;
- применение санкций, дисциплинарного воздействия на членов саморегулируемой организации в случае нарушения ими правил и стандартов рыночной деятельности;
- разрешение споров в рамках специально созданного при саморегулируемой организации третейского суда;
- досудебное разрешение споров в рамках специально созданного при саморегулируемой организации органа медиации;
- представление интересов краудплатформ в органах госвласти и МСУ;
- проведение образовательных мероприятий и популяризация рынка альтернативных финансов.

Разумным представляется развитие системы аккредитации при институтах развития, органах государственной власти и местного самоуправления. Данная система позволит краудплатформам участвовать в программах софинансирования и совместного решения социально-значимых проблем.

⁹³ Создание системы саморегулирования рынка альтернативных финансов в целом созвучно инициативе Экспертного совета при комитете Госдумы по финансам по созданию саморегулируемой организации для рынка криптовалют. См.: Зыков В. Правила для криптовалюты напишет отрасль // Известия — 2017.

С) СТАНДАРТЫ РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ И ЗАЩИТЫ ПРАВ ИНВЕСТОРОВ

На основании мирового опыта, а также с учетом российской специфики можно выделить следующие целевые стандарты раскрытия информации и защиты инвесторов:

1. *Обязательное доведение до инвесторов информации об общих и специфических рисках компании, привлекающей краудфинансирование.* Необходимо предусмотреть механизмы, предупреждающие инвесторов о рисках краудфинансирования (для краудинвестинга и краудлендинга) вплоть до полной потери вложенных средств.
2. *Дифференциация между профессиональными и непрофессиональными инвесторами.* Для инвесторов — физических лиц, не осуществляющих предпринимательскую деятельность и не имеющих достаточного понимания специфики инструментов краудфинансирования, необходимо ввести разумные ограничения по уровню максимальных индивидуальных инвестиций. При этом установление критериев отнесения инвесторов к той или иной категории и лимитов сделок для непрофессиональных инвесторов должно проводиться государственными органами с должной степенью осторожности, принимая во внимание специфику российского рынка краудинвестиций.
3. *Обязательное соинвестирование со стороны институционального инвестора.* Для отдельных категорий наиболее высокорисковых проектов (инновационных, высокотехнологичных) стоит предусмотреть обязательное софинансирование со стороны институциональных инвесторов (например, представителей ассоциации бизнес-ангелов).
4. *Законодательное закрепление модели All-Or-Nothing для всех видов краудфандинга для защиты инвесторов* (проект получает средства от краудплатформы только в случае достижения изначально поставленной финансовой цели).
5. *Функционирование третейских судов и органов медиации при саморегулируемых организациях.* Для оперативного разрешения споров, возникающих в рамках функционирования краудплатформ, необходимо предусмотреть создание третейских судов и органов медиации в рамках СРО.

D) УЧАСТИЕ И РОЛЬ ИНСТИТУТОВ РАЗВИТИЯ В СТАНОВЛЕНИИ РЫНКА «НОВЫХ ДЕНЕГ»

Российские институты развития могут использовать краудплатформы:

- как инструмент привлечения дополнительного финансирования в проекты;
- как инструмент определения направлений своей деятельности (поддержка проектов широкими массами населения как индикатор общественной значимости).

При установлении отношений с краудплатформами институты развития могут реализовывать программы аккредитации.

В **таблице 4** представлены возможные роли институтов развития в становлении рынка альтернативных финансов.

Таблица 4. Роль институтов развития в рамках целевой модели рынка краудфинансов

№	Институт развития	Возможная роль в развитии рынка
1	Фонд «Сколково»	Фонд «Сколково» может как выступать поставщиком проектов для краудфандинговых, краудинвестинговых и краудлендинговых платформ, так и осуществлять финансовую поддержку, предоставляя гранты
2	Агентство стратегических инициатив по продвижению новых проектов (АСИ)	Краудтехнологии могут использоваться для привлечения финансирования в проекты, реализующиеся в рамках Национальной технологической инициативы (НТИ) — одного из основных направлений работы АСИ. Кроме того, разумным представляется создание при содействии АСИ краудфандинговых платформ социального характера. В настоящее время ведется разработка дорожной карты НТИ по направлению FinNet, которая будет включать в себя и краудтехнологии*
3	Фонд развития интернет-инициатив (ФРИИ)	ФРИИ может софинансировать проекты, успешно привлечшие краудфинансирование
4	Российская венчурная компания (РВК)	РВК может выполнять инфраструктурную функцию в рамках Программы развития инфраструктуры венчурного рынка РВК: инициировать проведение мероприятий и конкурсов в сфере краудфандинга
5	Внешэкономбанк	Фонд «ВЭБ Инновации» может как выступать поставщиком проектов для краудфандинговых, краудинвестинговых и краудлендинговых платформ, так и осуществлять финансовую поддержку, предоставляя гранты

№	Институт развития	Возможная роль в развитии рынка
* <i>FinNet. Децентрализованные финансовые системы и персонафицированные сетевые финансовые сервисы // НТИ — 2017.</i>		
6	Федеральное государственное бюджетное учреждение «Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере» (Фонд содействия инновациям)	Возможно встраивание краудплатформ в текущую деятельность Фонда содействия инновациям. Таким образом, фонд может оказывать грантовую поддержку проектам, успешно завершившим кампанию по привлечению краудфандингового финансирования

7.2. ШАГИ ПО ПЕРЕХОДУ К ЦЕЛЕВОЙ МОДЕЛИ

В настоящий момент реализуется ряд мероприятий по переходу к целевой модели рынка, в том числе:

- работа регуляторной «песочницы», в рамках которой будет проведено тестирование специфики функционирования платформ с учетом ряда критериев, установленных ЦБ: по результатам можно будет принять решение о подходах, обеспечивающих оптимальное регулирование отрасли;
- формирование основы нормативно-правовой базы, в первую очередь путем принятия профильного закона, дающего определения базовым понятиям в сфере альтернативных финансов, краудтехнологий;
- устранение барьеров (законодательных и административных) функционирования рынка альтернативных финансов, выявленных в том числе, в рамках работы регуляторной «песочницы», путем внесения корректировок в действующее законодательство.

В дальнейшем предлагается реализовать ряд дополнительных мероприятий, обеспечивающих развитие рынка «новых денег», в том числе:

- создание и функционирование международных рабочих групп с представительством стран СНГ и Евразийского союза для согласования принципов регулирования альтернативных финансов и поощрения взаимообогащения децентрализованных финансовых рынков;
- формирование системы рыночного саморегулирования, предусматривающей:
 - создание саморегулируемой организации в сфере краудфинансирования;

- определение рыночных стандартов деятельности для членов саморегулируемой организации;
- формирование структурных подразделений саморегулируемой организации, в т. ч. третейского суда и органа медиации;
- получение саморегулируемой организацией полномочий по текущему контролю за отраслью альтернативных финансов.
- развитие системы аккредитации при органах государственной власти и институтах развития, включая:
 - определение участников (органов госвласти и МСУ, институтов развития) пилотного проекта по аккредитации платформ;
 - нахождение возможных форм и направлений взаимодействия платформ и органов госвласти, МСУ и институтов развития;
 - определение требований к аккредитации, доведение информации до представителей рынка.
- запуск пилотных программ софинансирования со стороны институтов развития включая:
 - получение аккредитации участниками рынка альтернативных финансов;
 - формирование условий для реализации программ софинансирования и ГЧП;
 - реализацию пилотных проектов софинансирования и ГЧП.
- отслеживание результатов развития рынка и корректировку рыночных стандартов саморегулирования (при необходимости), предусматривающие постоянный мониторинг функционирования рынка альтернативных финансов со стороны саморегулируемой организации и ЦБ и корректировку нормативной базы и рыночных стандартов саморегулирования, в случае наличия такой необходимости.

7.3. НЕОБХОДИМЫЕ РЕШЕНИЯ НА УРОВНЕ ФЕДЕРАЛЬНЫХ ОРГАНОВ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ВЛАСТИ

Переход к целевой модели рынка альтернативных финансов сопряжен с принятием следующего комплекса решений на государственном уровне.

1. *Формирование основы нормативно-правовой базы, включая следующие мероприятия:*

- координация рабочих групп по альтернативным финансам, функционирующих при Банке России, Минэкономразвития России и в рамках формирования дорожной карты FinNet НТИ;
- разработка и утверждение федерального закона, устанавливающего базовые основы регулирования рынка альтернативных финансов.

2. *Устранение барьеров (законодательных и административных) функционирования рынка альтернативных финансов.* На основании утвержденного федерального закона, устанавливающего базовые основы регулирования рынка, необходимо внести корректировки в ряд нормативных правовых актов, в т. ч. в следующие:

- Федеральный закон от 01.12.2007 № 315-ФЗ «О саморегулируемых организациях» в части учета в нем специфических моментов, относящихся к функциям и полномочиям саморегулируемой организации, контролирующей деятельность рынка альтернативных финансов;
- Федеральный закон от 13.07.2015 № 224-ФЗ «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» в части включения в него положений, облегчающих возможность реализации программ софинансирования и ГЧП совместно с субъектами МСП, работающими, в том числе, в сфере оказания финансовых услуг;
- Федеральный закон от 24.07.2007 № 209-ФЗ «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации» в части внедрения механизмов, облегчающих использование инструментов господдержки компаниями МСП, работающими, в том числе, в сфере оказания финансовых услуг;
- нормативные правовые акты, регулирующие деятельность институтов развития, деятельность объектов инновационной инфраструктуры;

- иные акты, необходимость корректировки которых будет выявлена в ходе функционирования регуляторной «песочницы» и при формировании системы саморегулирования рынка альтернативных финансов.
3. *Создание международных рабочих групп по гармонизации законодательства в сфере альтернативных финансов на базе Евразийского экономического союза и иных экономических международных организаций с участием России.* Необходимо инициировать создание международных рабочих групп, состоящих из представителей органов законодательной и исполнительной власти, институтов развития и участников рынка альтернативных финансов, для определения направлений гармонизации законодательства (в приоритете — страны СНГ и Евразийского союза).
 4. *Формирование системы рыночного саморегулирования.* Включение в действующее законодательство о саморегулировании положений о создании и порядке работы саморегулируемой организации на рынке альтернативных финансов.
 5. *Развитие системы аккредитации при органах государственной власти и институтах развития, в т.ч.:*
 - инициирование выработки институтами развития, органами государственной власти и МСУ направлений сотрудничества с участниками рынка альтернативных финансов;
 - принятие нормативных правовых актов, определяющих требования и порядок получения аккредитации участниками рынка альтернативных финансов.

Таким образом, формирование модели рынка «новых денег», обеспечивающей его дальнейшее развитие на территории России, предполагает реализацию комплекса мероприятий, нацеленных как на повышение самоорганизации участников рынка, в первую очередь в части создания соответствующей СРО, так и на дальнейшее развитие нормативной базы, что потребует слаженной совместной работы участников рынка «новых денег» и государственных органов.

8.

ВЛИЯНИЕ РЫНКА АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ФИНАНСОВ

НА СТРАТЕГИЧЕСКИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ЗАДАЧИ И РЕАЛИЗАЦИЮ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ПРОГРАММ

8.1. ЭФФЕКТЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА «НОВЫХ» ДЕНЕГ» ДЛЯ ЭКОНОМИКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Несмотря на то, что рынок альтернативных финансов в России все еще находится в зачаточном состоянии, за период с 2014 по 2017 год удалось достичь следующих результатов:

- задействовано 40 000 частных краудинвесторов⁹⁴;

⁹⁴Здесь и далее в подразделе — экспертная оценка НИУ ВШЭ на основе данных, приведенных в разделе 6.

- привлечено 3,4 млрд рублей от частных инвесторов;
- из них более 900 млн рублей были привлечены венчурными и инновационными проектами;
- более 870 бизнес-проектов получили средства для развития с помощью краудлендинга и краудинвестинга⁹⁵;
- создано более 1 000 новых рабочих мест;
- оценочный прирост ВВП за счет созданных/профинансированных предприятий — 11,5 млрд рублей (менее 0,015% ВВП);
- налоговые отчисления от созданных/профинансированных предприятий — более 700 млн рублей.

На данный момент полезный эффект для экономики кажется несущественным, однако он будет расти по мере развития краудсектора. Более того, эффект носит долгосрочный характер, и его положительное влияние с течением времени будет увеличиваться.

Переход к целевой модели даст дополнительный толчок для отрасли уже на начальном этапе реализации. Ожидается создание новых краудинвестинговых платформ, рост числа частных инвесторов, использование инструментов альтернативных финансов институциональными инвесторами и бизнес-ангелами.

В новую категорию индивидуальных краудинвесторов войдут:

- индивидуальные инвесторы на фондовом рынке;
- действующие профессиональные и начинающие бизнес-ангелы;
- физические лица, впервые использующие инвестиционные инструменты.

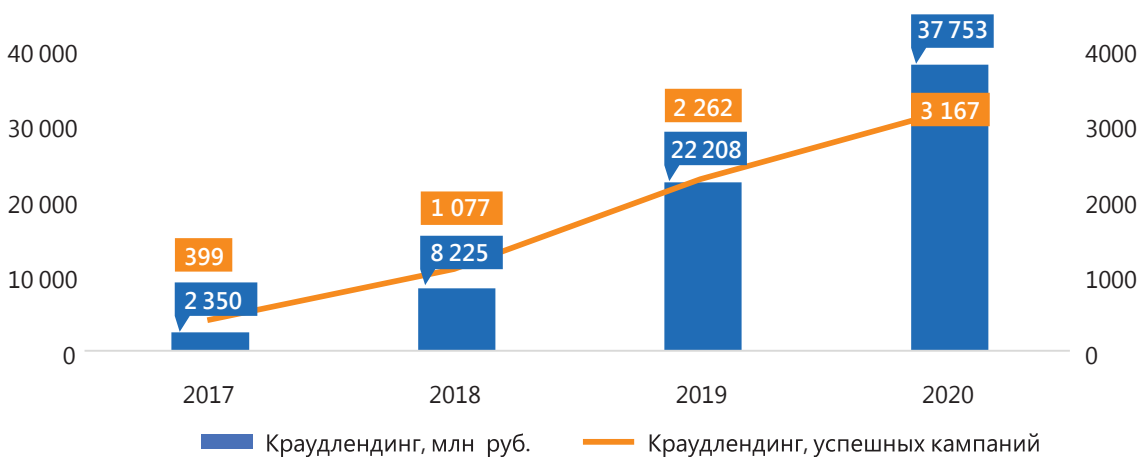
Краудинвесторов не стоит отождествлять с бизнес-ангелами, несмотря на то что эти категории пересекаются. В отличие от бизнес-ангелов, краудинвесторы — это не обязательно профессионалы, они могут осуществлять деятельность в отсутствие географической близости к проекту и не оказывают обязательное непосредствен-

⁹⁵ *Инфографика: как устроен рынок краудинвестинга в России // Inc. — 2017.*

ное и прямое влияние на деятельность проинвестированных компаний⁹⁶. Таким образом, бизнес-ангелы могут являться краудинвесторами, но далеко не все краудинвесторы подходят под категорию бизнес-ангелов. Краудинвесторы расширяют рынок венчурных инвестиций за счет вливания новых средств частных лиц, что особенно необходимо на фоне его снижения более чем на 80% в 2016 году⁹⁷.

Рынок альтернативных финансов в России в целом отстает в развитии от стран-лидеров (США, Великобритания) на 4–5 лет. В этой связи можно ожидать темпы роста, характерные для передовых стран в 2012–2013 году. Рост объемов привлеченных с помощью краудлендинга и краудинвестинга средств может составить до 500% в 2018 году⁹⁸ и будет снижаться в следующие годы. Представители индустрии в 2017 году оценивают потенциальный объем рынка альтернативных финансов в 1 трлн рублей⁹⁹. Часть средств, задействованных в краудфандинге, будет перемещена из существующих финансовых инструментов, в т. ч. банковских депозитов, другая часть — деньги, ранее не задействованные в экономике. Драйверами рынка станут рост существующих и появление новых платформ.

Рисунок 14. Прогноз рынка краудлендинга в России в 2017–2020 годах



Источник: экспертная оценка НИУ ВШЭ

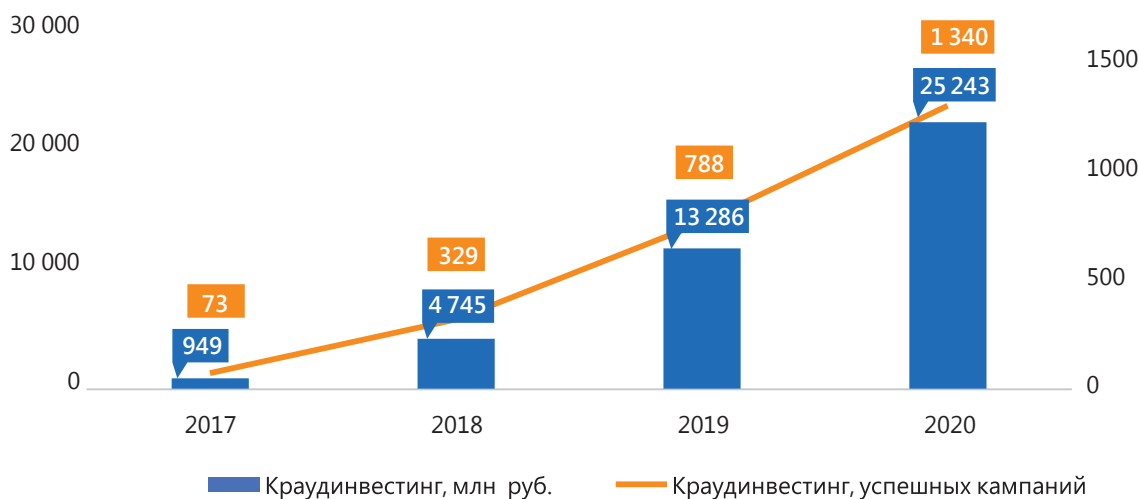
⁹⁶ Фияксель Э. А., Соколов И. Н., Солохин А. А. Краудинвестинг. Обзор исследований и промежуточные результаты развития // Инновации № 07 (225) — 2017.

⁹⁷ Money Tree: навигатор венчурного рынка. Обзор венчурной индустрии России за 2016 год // PWC, РВК — 2017.

⁹⁸ Экспертная оценка НИУ ВШЭ.

⁹⁹ Развитию российского краудинвестинга препятствует его неизвестность // Коммерсант — 2017.

Рисунок 15. Прогноз рынка краудинвестинга в России в 2017–2020 годах



Источник: экспертная оценка НИУ ВШЭ

Таким образом, в соответствии с прогнозом, будет запущено/профинансировано 9 500 компаний, из которых 2 500 будут венчурными¹⁰⁰. Полезный эффект для экономики от их присутствия на рынке к концу 2020 года составит:

- прирост ВВП — 256 млрд рублей (0,3% от значения 2016 года). При этом 173 млрд будут получены за счет краудлендинговых проектов и 82 млрд рублей — за счет краудинвестинговых;
- создание 21 000 рабочих мест только по завершении кампаний. Компании, которые получили финансирование с помощью краудинструментов, продолжают набирать сотрудников в течение жизненного цикла и после прогнозного периода;
- налоговые поступления в бюджет в размере более 15 млрд рублей только в части налога на прибыль профинансированных компаний. В бюджет также поступят прочие налоговые отчисления от бизнеса (налог на имущество, НДФЛ сотрудников и т. д.).

¹⁰⁰ Здесь и далее до конца раздела — экспертная оценка НИУ ВШЭ.

8.2. ВОЗМОЖНОСТЬ РЕШЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЗАДАЧ И ВЫПОЛНЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ПРОГРАММ ЗА СЧЕТ РАЗВИТИЯ ИНСТРУМЕНТОВ «НОВЫХ» ДЕНЕГ

Развитие рынка альтернативных финансов может частично помочь в решении задач, закрепленных в государственных программах Российской Федерации, в частности:

1. *«Развитие науки и технологий»¹⁰¹*. Развитие альтернативных инструментов финансирования технологических компаний обеспечит приток новых категорий инвесторов, ранее не имевших возможности принимать участие в инвестиционном процессе. Технологические проекты получают новый источник финансирования, что позитивным образом скажется на предпринимательской активности населения.
2. *«Экономическое развитие и инновационная экономика»¹⁰²*. Краудплатформы могут стать инструментом финансирования коммерциализации прикладных исследований, причем одним из наиболее эффективных и свободных от директивного вмешательства инструментов. Т. к. на краудплатформах получают поддержку проекты, которым удалось заручиться доверием пользователей (общества), то использование данных инструментов позволит частично освободить сферу коммерциализации технологий от принятия конъюнктурных решений.
3. *«Цифровая экономика»¹⁰³*. Новые источники финансирования технологических компаний могут стать одним из важнейших элементов инвестиционной инфраструктуры цифровой экономики. Децентрализованная основа «новых финансов» будет способствовать появлению новых горизонтальных связей в инновационной экосистеме и привлечению новых участников через неформальные социальные каналы.
4. *«Развитие промышленности и повышение ее конкурентоспособности»¹⁰⁴*. Развитие альтернативных источников финансирования технологических проектов может стать важным подспорьем в диверсификации источников финансирования отечественной промышленности.

¹⁰¹ Постановление Правительства РФ от 15.04.2014 № 301 (ред. от 30.03.2017) «Об утверждении государственной программы Российской Федерации «Развитие науки и технологий» на 2013–2020 годы».

¹⁰² Постановление Правительства РФ от 15.04.2014 № 316 (ред. от 17.08.2017) «Об утверждении государственной программы Российской Федерации «Экономическое развитие и инновационная экономика».

¹⁰³ Распоряжение Правительства РФ от 28.07.2017 № 1632-р «Об утверждении программы «Цифровая экономика Российской Федерации».

¹⁰⁴ Постановление Правительства РФ от 15.04.2014 № 328 (ред. от 31.03.2017) «Об утверждении государственной программы Российской Федерации «Развитие промышленности и повышение ее конкурентоспособности».

5. «Информационное общество»¹⁰⁵. Краудтехнологии могут способствовать интенсификации развития информационной среды. Сообщества, формируемые вокруг платформ, станут базой для общественного обсуждения ключевых вопросов технологического развития страны.

Таким образом, развитие «новых денег» дает дополнительную возможность для решения стоящих перед Россией задач по развитию науки и технологий и повышению уровня технологического развития экономики, что создает основу для ее подготовки к надвигающейся новой технологической революции.

¹⁰⁵ Постановление Правительства РФ от 15.04.2014 № 313 (ред. от 15.11.2017) «Об утверждении государственной программы Российской Федерации «Информационное общество (2011–2020 годы)»» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2018).

9.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Сфера альтернативных финансовых инструментов («новых денег») является одной из важнейших составляющих для осуществления новой технологической революции, разворачивающейся в России и в мире. После кризиса 2008 года, во много благодаря этому сектору, высокотехнологические компании получают существенные финансовые вливания в инновационные технологические проекты, которые являются слишком рискованными для традиционных финансовых институтов (в том числе и для классических венчурных фондов).

Мировой рынок «новых денег» — классического краудфандинга, краудлендинга и краудинвестинга — демонстрирует активный рост, который продолжится и в ближайшие годы: среднегодовые темпы роста рынка, по прогнозам, составят 17% в период до 2020 года. Рынок при этом будет характеризоваться ростом числа и размера краудинвестинговых компаний, активным вовлечением профессиональных инвесторов, появлением мультифункциональных платформ и т. д. Кроме того, речь всё чаще будет идти о переходе к глобальному рынку «новых денег», не ограниченному национальными границами отдельных государств. В этих условиях особую значимость приобретает вопрос о выработке эффективных подходов к регулированию рынка альтернативных финансов.

Российский рынок краудфинансов сегодня проходит этап формирования (по оценкам экспертов, рынок альтернативных финансов в России отстает в развитии от стран-лидеров — США, Великобритании, — на 4–5 лет), а потому на текущей фазе развития основными вызовами выступают необходимость разработки адекватной нормативной базы, отсутствие стимулов для участия в рынке непрофессиональных инвесторов и необходимость обеспечения их защиты в случае активного развития рынка, а также отсутствие специализированных инструментов поддержки участников сектора альтернативных финансов.

Задача по формированию комфортной нормативной основы для сектора «новых денег» в России может быть частично решена за счет использования лучших международных практик в данной области: целевая модель российского рынка альтернативных финансов должна предусматривать ориентацию на «мягкое регулирование» и преимущественное использование инструментов саморегулирования, формирование системы стандартов раскрытия информации и защиты прав инвесторов, а также активное участие институтов развития в становлении рынка.

Важно понимать, что в условиях, когда задача по совершению технологического маневра становится одной из ключевых для российской экономики, различные крауд-инструменты могут стать одним из основных механизмов финансирования инновационных проектов и стартапов. Например, именно альтернативные финансовые инструменты могут «оплатить» экспериментальные инициативы по разворачиванию в стране новых технологических рынков (в том числе, новых рынков Национальной технологической инициативы). Прямые эффекты от развития сектора «новых денег» будут включать рост ВВП, увеличение количества рабочих мест, а также объема налоговых выплат в бюджет. В этом контексте, сектор альтернативных финансовых инструментов важно сделать предметом специального государственного внимания, то есть придать ему значение не только как развивающемуся сегменту финансовой сферы, но как драйверу ряда существенных и принципиальных для страны изменений.

В этой связи, отказ от создания эффективной регуляторной среды, напротив, несет в себе целый набор рисков – от ухода сектора в «серую зону» и увеличения оттока капитала и инновационных проектов в другие страны до полного исключения России из процессов международной интеграции в данной сфере.

ПРИЛОЖЕНИЕ 1. МИРОВАЯ ПРАКТИКА СТАНДАРТИЗАЦИИ, СЕРТИФИКАЦИИ И ЛИЦЕНЗИРОВАНИЯ КРАУДФИНАНСОВ

1. ВЕЛИКОБРИТАНИЯ

В Великобритании — лидере европейских краудинвестиций¹⁰⁶ — функционирует UK Crowdfunding Association (UKCFA), членство в которой является добровольным, но выступает маркером качества для краудплатформ. Эта организация разрабатывает стандарты краудфандинга совместно с UK Financial Conduct Authority (FCA)¹⁰⁷. Используется регуляторная «песочница»¹⁰⁸.

2. ФРАНЦИЯ

Вступил в силу акт, регулирующий отношения в сфере краудфандингового финансирования. Среди его важных положений — закрепление разделения краудфандинговых платформ на категории и их регистрация в регулирующем органе — ассоциации, занимающейся ведением единого реестра финансовых посредников (ORIAS). Помимо государственного, существует также и саморегулирование: большинство краудфандинговых платформ объединены на базе национальной ассоциации — Financement Participatif France (FPF)¹⁰⁹.

3. НИДЕРЛАНДЫ

В Нидерландах регуляторами краудфандингового финансирования являются Управление финансового рынка (AFM) и Нидерландский национальный банк (DNB). С учетом последних изменений в законодательстве закреплены четыре формы краудфандингового финансирования: с передачей акций, с использованием займа, пожертвования и reward-crowdfunding (вознаграждение за взносы).

¹⁰⁶ Фияксель Э. А. Соколов И. Н. Солохин А. А. Сравнительный анализ российских краудинвестиционных платформ // *Инновации*. № 09 (227) — 2017

¹⁰⁷ *Официальный сайт UK Crowdfunding Association (UKCFA): <https://www.ukcfa.org.uk/>*

¹⁰⁸ Бузько Р. *Регулирование индустрии финансовых технологий в России // Бузько и партнеры — 2016.*

¹⁰⁹ Швальц В. *Закон о краудфандинге вступает в силу во Франции // Crowdsourcing.ru — 2014.*

При этом площадки, специализирующиеся на первых двух формах, обязаны проходить лицензирование в AFM¹¹⁰.

4. ИТАЛИЯ

Итальянское законодательство о краудфандинге содержит специализированные требования только к краудлендингу и краудинвестингу, а площадки, работающие в формате пожертвований и reward-crowdfunding, не подлежат лицензированию и свободны в выстраивании отношений с авторами проектов и спонсорами. Что касается остальных игроков, то они обязаны получить лицензию Банка Италии.

5. ЯПОНИЯ

Значительную роль играет саморегулирование рынка краудинвестинга. Japan Securities Dealers Association осуществляет скрининг компаний, привлекающих финансирование, и мониторинг иных вопросов, связанных с безопасностью инвесторов и функционированием платформ¹¹¹.

6. АВСТРАЛИЯ

Австралийская комиссия по ценным бумагам и инвестициям Australian Securities and Investments Commission (ASIC) пытается заключить краудтехнологии в рамки существующего законодательства, в том числе в т. н. Managed Investment Schemes, что может привести к обременительным ограничениям (например, лицензированию). Так или иначе, еще рано говорить о сформированности австралийского краудзаконодательства¹¹².

7. ШВЕЙЦАРИЯ

Освобождение краудинвестинговых и краудлендинговых платформ от действия банковского законодательства в случае, если деньги направляются непосредственно заинтересованным сторонам, а платформа является информационным посредником¹¹³.

¹¹⁰ *Crowdfunding In Holland: Regulation And Market Information // Particeep Blog.*

¹¹¹ *Hatsuru M. Crowdfunding in Japan: Current Regulation and the Future of Business // SSRN — 2016.*

¹¹² *Schulz L., Mollica D. The Regulation of Crowdfunding In Australia: Where Are We And What's To Come? // Australian Banking & Finance Law Bulletin — 2015.*

¹¹³ *Ancelle J., Fischer P. Regulation of Crowdfunding Activities in Switzerland: Where Do We Stand? // Jusletter 22 — 2016.*

8. ИНДИЯ

В Индии подходы к регулированию деятельности краудплатформ в настоящее время только формируются. Например, предложения Совета по ценным бумагам и биржам Индии содержат следующие аспекты: платформы предлагается поделить на три типа и соответствующим образом дифференцировать регулирование их деятельности. Первый тип — признанные фондовые биржи; второй тип — технологические бизнес-инкубаторы; третий тип — ассоциации и сети прямых и ангельских инвестиций. Интерес представляют два последних типа. Второй предполагает наличие поддерживаемого государством или правительством штата организации, имеющей более чем пятилетний опыт работы и чистую стоимость не менее 100 млн рупий. Третий тип — это некоммерческая организация, функционирующая более трех лет, объединяющая не менее 100 активных участников (бизнес-ангелов, институциональных инвесторов, фондов) и имеющая уставный капитал в размере не менее 20 млн рупий¹¹⁴.

9. США

Отдельного рассмотрения заслуживает принятый 5 апреля 2012 года президентом Бараком Обамой Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act (перевод — Акт по ускорению развития бизнес-стартапов). Фактическое вступление в силу положений закона продолжается до сих пор в связи с разработкой Комиссией по ценным бумагам и биржам США (SEC) специализированной нормативной базы. Правила, структурирующие предложение и продажу ценных бумаг посредством краудфандингового финансирования, были приняты 30 октября 2015 года¹¹⁵. Jumpstart Our Business Startups Act содержит ряд важных положений:

- возможность привлечения средств (до 1 млн долл. США ежегодно) в акционерный капитал стартапов посредством краудфинансирования;
- комиссия по рынкам и ценным бумагам США (SEC) обязана издать подзаконные акты, освобождающие краудфандинговые площадки от требований, характерных для брокерско-дилерских компаний, и регистрировать их в отдельном порядке;
- требования к краудфандинговым площадкам в части раскрытия информации, предоставления пользователям образовательных материалов и информирования о рисках, а также в части проведения проверок инициаторов краудфандинговых кампаний;

¹¹⁴ Arjya B. Majumdar. *Regulating Equity Crowdfunding in India — A Response to SEBI's Consultation Paper // SSRN — 2015.*

¹¹⁵ SEC Adopts Rules to Permit Crowdfunding // SEC — 2015.

- краудфандинговые площадки объединяются на базе саморегулируемой организации, подотчетной Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC);
 - для стартапов увеличен порог привлекаемых средств, до которого к компании не применяются требования SEC, что упрощает проведение процедур малыми предприятиями;
 - для быстрорастущих компаний, выходящих на IPO и соответствующих определенным показателям дохода, увеличен до 5 лет период, в рамках которого компания может не выполнять требования аудита в соответствии с разделом 404 закона Sarbanes-Oxley (федеральный акт, определяющий требования к финансовой отчетности и ее подготовке);
 - отраслевым ведомствам в сотрудничестве с Комиссией по ценным бумагам и биржам поручаются функции мониторинга за исполнением новых законодательных требований, с периодическими отчетами президенту, включающими предложения по совершенствованию правоприменительной практики;
 - закладываются основы взаимодействия краудфандинговых площадок и власти: создается объединение компаний, специализирующихся на краудфандинге. Представители данного союза занимаются разработкой системы гарантий для инвесторов, создают определенный «кодекс поведения» для краудфандинговых платформ и методики анализа и отбора проектов, привлекающих краудфинансирование.
-

ПРИЛОЖЕНИЕ 2.

МИРОВАЯ ПРАКТИКА РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ И ЗАЩИТЫ ПОЛЬЗОВАТЕЛЕЙ КРАУДПЛАТФОРМ

1. США

В отдельных штатах есть собственные правила, но в целом предусмотрено обязательное раскрытие информации об общих рисках компании, привлекающей краудфинансирование. Кроме того, в США платформы обязаны выполнять минимальную должную осмотрительность в отношении стороны, привлекающей средства.

2. ИТАЛИЯ

В Италии действует условие о необходимости привлечения финансирования от институциональных инвесторов в качестве гарантии для краудинвесторов¹¹⁶. Также регулирующие органы в Италии требуют, чтобы платформа была привязана к финансовому учреждению для снижения вероятности реализации мошеннических схем

3. ИЗРАИЛЬ

В Израиле введены ограничения по объемам индивидуальных инвестиций в один проект, а также общих годовых инвестиций для неквалифицированных инвесторов. Максимальная сумма, которую проект может привлечь через краудплатформу — 1 млн новых израильских шекелей в год. Максимальные индивидуальные инвестиции — 10 тыс. новых израильских шекелей в один проект и 20 тыс. новых израильских шекелей в год¹¹⁷. Также обсуждается вопрос о введении регистрации операторов краудплатформ с целью обеспечения добросовестности и должного уровня страхования рисков (защита от конфликта интересов, раскрытие информации¹¹⁸).

¹¹⁶ Lombardi R., Trequattrini R., Russo G. *Innovative Start-Ups and Equity Crowdfunding* // *International Journal of Risk Assessment and Management*, Vol. 19, Nos. 1/2 — 2016.

¹¹⁷ Gilinsky D., Levites P., Gabbay Z. *Regulation of Crowdfunding in the UK, US And Israel: A Comparative Review* // *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* — 2016.

¹¹⁸ Там же.

4. ГЕРМАНИЯ

Закон о защите малых инвесторов предполагает инвестиционный лимит для розничных инвесторов в размере 10 тыс. евро, если они могут предоставить доказательства объема активов (от 100 тыс. евро) или уровня доходов, достаточного для того, чтобы нести риск потери вложенных через платформу средств. В противном случае инвестиционный лимит в один проект остается на уровне 1 тыс. евро. Данные правила не распространяются на корпорации¹¹⁹.

5. ГРЕЦИЯ

Одна компания не может привлечь более 500 тыс. евро за один год; розничный инвестор не может инвестировать более 5 тыс. евро в одну компанию и в целом — не более 10% от среднего дохода за последние три года и не более 30 тыс. евро на одной платформе¹²⁰.

6. ИНДИЯ

Предложения Совета по ценным бумагам и биржам Индии, объединенные в консультационный документ по регулированию краудинвестинга, содержат следующие ограничения: количество привлекаемых в проект средств не должно превышать 100 млн рупий; компания, привлекающая средства, не должна быть публичной и должна существовать менее 48 месяцев; краудинвесторы делятся на квалифицированных (компании с чистой стоимостью 200 млн рупий и более, а также физические лица обладающие имуществом на 2 млн рупий, без учета стоимости основного места проживания) и прочих (имеющие минимальный годовой валовой доход от 1 млн рупий, хорошо осведомленные в вопросах инвестиций, использующие услуги инвестиционного консультанта / менеджера инвестиционного портфеля / прошедшие тест соответствия, проведенный учреждением, аккредитованным Национальным институтом рынков ценных бумаг или самой краудинвестинговой платформой). Последние не могут инвестировать более 60 тыс. рупий в один проект и не могут инвестировать более 10% от своего состояния¹²¹.

¹¹⁹ *German Crowdfunding Regulation: First Year Review by the German Crowdfunding Association // Crowdfund Insider — 2016.*

¹²⁰ *Serdaris K. The Regulation of Crowdfunding under the Greek Securities Laws // University of Oxford, Faculty of Law — 2017.*

¹²¹ *Majumdar A.B. Regulating Equity Crowdfunding in India — A Response to SEBI's Consultation Paper // SSRN — 2015.*

7. КИТАЙ

Ассоциация ценных бумаг Китая предлагает в консультационном документе следующее: минимальная сумма, вложенная в один проект, должна составлять более 1 000 юаней; краудинвесторами могут быть: квалифицированные инвесторы; пенсионные фонды; учреждения, чьи чистые активы составляют более 10 млн юаней; лица, чьи активы составляют более 3 млн юаней; лица, среднегодовой доход которых за последние 3 года составляет более 500 тысяч юаней (такой человек должен приобрести экспертные знания для идентификации рисков инвестирования); иные инвесторы, соответствующие требованиям Ассоциации ценных бумаг Китая¹²². Также в настоящее время обсуждается вопрос о введении системы добровольной сертификации, сопряженной с презумпцией личной ответственности краудинвесторов за ущерб своему состоянию¹²³.

8. МАЛАЙЗИЯ

Консультационный документ по регулированию краудинвестинга, разработанный Комиссией по ценным бумагам Малайзии, предполагает, что через малазийские платформы смогут привлекать финансирование только малые и средние компании, зарегистрированные в соответствии с Companies Act 1965 года. Организации из других юрисдикций не будут иметь такой возможности. Максимальный порог для инвестиций в одну компанию составляет 5 млн долл. США в год; краудинвесторы делятся на два типа: Sophisticated Investors (аккредитованные инвесторы, компании с высоким уровнем чистой прибыли и лица с высоким уровнем собственного капитала; представители этой группы не будут иметь каких-либо ограничений для инвестиций через краудинвестинговые платформы) и Retail Investors (прочие инвесторы, для которых установлен порог: не более 3 тысяч малазийских ринггитов в одну компанию и не более 30 тысяч малазийских ринггитов в год)¹²⁴.

9. ГОНКОНГ

В Гонконге обсуждается вопрос о возможности привлечения страховых компаний для запуска специализированных продуктов, которые потенциально могут снизить риски для всех сторон, участвующих в процессе краудинвестирования¹²⁵.

¹²² Yang S. *On Equity Crowdfunding Regulation // The Law School: The University of Chicago.*

¹²³ Ma K. *Discussing the Legal Standards of Qualified Investors in Chinese Private Equity Crowdfunding // 2nd International Conference on Economics, Social Science, Arts, Education and Management Engineering — 2016.*

¹²⁴ *An Overview Of The Proposed Regulatory Framework For Equity Crowdfunding In Malaysia // Morgan Lewis & Bockius LLP — 2014.*

¹²⁵ *Introducing a Regulatory Framework for Equity Crowdfunding in Hong Kong // Financial Services Development Council — 2016.*

10. ВЕЛИКОБРИТАНИЯ

Предусмотрены упрощенные административные процедуры для компаний, привлекающих не более 5 миллионов евро за 12-месячный период (при раскрытии информации достаточно подготовить «информационный меморандум», соответствующий принципу «ясного, справедливого и не вводящего в заблуждение»)¹²⁶.

¹²⁶ Gilinsky D., Levites P., Gabbay Z. *Regulation of Crowdfunding in the UK, US And Israel: A Comparative Review* // *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* — 2016.

ПРИЛОЖЕНИЕ 3. МИРОВАЯ ПРАКТИКА ГОСУДАРСТВЕННОЙ ПОДДЕРЖКИ КРАУДПЛАТФОРМ

1. АВСТРАЛИЯ

В Австралии реализуется партнерская программа правительственной структуры Arts Tasmania и краудфандинговой платформы Pozible, в рамках которой проекты, которые успешно собрали средства на краудплатформе, получают дополнительное финансирование в размере до 2 тыс. австралийских долларов от государства¹²⁷.

2. ВЕЛИКОБРИТАНИЯ

В рамках программы Start Up Loans компании, привлекающие займы на краудплатформах Funding Circle and Crowdcube, могут получить до 20% от необходимой суммы от государства по процентной ставке, которая будет ниже, чем на краудплатформе. На платформе Crowdfunder партнерами по финансированию являются The Arts Council England и Heritage Lottery Fund при поддержке Департамента культуры, средств массовой информации и спорта Великобритании.

Обширная поддержка в виде особых налоговых вычетов (The Enterprise Investment Scheme Tax Shelter) предусмотрена законодательством Великобритании для инвесторов, финансирующих молодые компании в области высоких технологий. Кроме того, в британском законодательстве предусмотрены налоговые льготы по формату Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS), подразумевающие получение налогового вычета на подоходный налог в размере 50% от стоимости приобретенных долей компании (максимальный вычет — 100 тыс. фунтов стерлингов)¹²⁸.

3. ШВЕЦИЯ

В Швеции на платформе Crowdculture соинвесторами являются The Foundation of Innovative Culture (финансируется из бюджета Стокгольма) и государственное агентство Vinnova¹²⁹. Одна из главных задач — помощь в распределении региональных бюджетов на проекты, имеющие обширную общественную поддержку.

¹²⁷ Thomler C. *Can Governments Support Crowdfunding?* // eGov Australia — 2014.

¹²⁸ Trudeau M. *Equity Crowdfunding: The Tax Benefits // Which?* — 2018.

¹²⁹ *Government-Matched Crowdfunding: Sweden, Australia and the UK // Canada Media Fund.*

4. США

Американская платформа Neighbor.ly используется для привлечения дополнительного финансирования в крупные государственные (в т. ч. инфраструктурные) проекты¹³⁰.

¹³⁰ *Chieppo C. Crowdfunding: A New Way to Get Things Done in Government // Governing — 2012.*

ПРИЛОЖЕНИЕ 4: ДИНАМИКА РАЗВИТИЯ ИНСТРУМЕНТОВ «НОВЫХ ДЕНЕГ» ПО ОТДЕЛЬНЫМ СТРАНАМ

США¹³¹

	2013	2014	2015	2016
Краудинвестинг, млн \$	86	272	591	549
Краудлендинг, млн \$	800	976	2 600	1 300

ВЕЛИКОБРИТАНИЯ¹³²

	2012	2013	2014	2015	2016
Краудинвестинг, млн £	3,8	28	84	245	419,5
Краудлендинг, млн £	62	193	749	881	1 232

ГЕРМАНИЯ^{133/134}

	2012	2013	2014	2015	2016
Краудинвестинг, млн €	4	16	17	25	24
Краудлендинг, млн €	-	-	6	49	778

КИТАЙ¹³⁵

	2012	2013	2014	2015	2016
Краудинвестинг, млн ¥	н/д	н/д	2 160	5 190	5 300

¹³¹ 2017 The Americas Alternative Finance Industry Report: Hitting Stride // Cambridge Centre for Alternative Finance – 2017.

¹³² The 4th UK Alternative Finance Industry Report: Entrenching innovation // Cambridge Centre for Alternative Finance – 2017.

¹³³ Marktreport 2016 Crowdfunding in Deutschland: Entwicklung, Volumen and Marktanteile // Crowdfunding.de – 2017.

¹³⁴ The 2nd European Alternative Finance Industry Report: Sustaining momentum // Cambridge Centre for Alternative Finance – 2016.

¹³⁵ Crowdfunding in China: The Financial Inclusion Dimension // CGAP – 2017.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

НОРМАТИВНО-ПРАВОВЫЕ АКТЫ

1. Гражданский кодекс РФ (часть первая) от 30.11.1994 № 51-ФЗ (ред. от 28.03.2017).
2. Федеральный закон от 13.07.2015 № 224-ФЗ (ред. от 03.07.2016) «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».
3. Федеральный закон от 24.07.2007 № 209-ФЗ (ред. от 27.11.2017) «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации».
4. Постановление Правительства РФ от 26 февраля 2010 г. № 96 «Об антикоррупционной экспертизе нормативных правовых актов и проектов нормативных правовых актов».
5. Постановление Правительства РФ от 15.04.2014 № 301 (ред. от 30.03.2017) «Об утверждении государственной программы Российской Федерации «Развитие науки и технологий» на 2013–2020 годы».
6. Постановление Правительства РФ от 15.04.2014 № 316 (ред. от 17.08.2017) «Об утверждении государственной программы Российской Федерации «Экономическое развитие и инновационная экономика».
7. Распоряжение Правительства РФ от 28.07.2017 № 1632-р «Об утверждении программы «Цифровая экономика Российской Федерации».
8. Постановление Правительства Нижегородской области от 25.04.2013 № 261.
9. Постановление Правительства Республики Мордовия от 8 сентября 2006 г. № 397.

ОТЕЧЕСТВЕННЫЕ НАУЧНЫЕ ПУБЛИКАЦИИ

10. Новая технологическая революция: вызовы и возможности для России. Экспертно-аналитический доклад. // ЦСР — 2017.
11. Корнейко О. В., Бадун Э. А., Ткаченко В. А., Тихонова А. С. Новые финансовые возможности в сфере предпринимательства: внедрение микрофинансирования, краудфандинга, peer-to-peer-кредитования // Экономика и предпринимательство № 7 — 2015.

12. Ротбард М. Власть и рынок: государство и экономика // Челябинск: Социум — 2003.
13. Фияксель Э. А., Соколов И. Н., Солохин А. А. Краудинвестинг. Обзор исследований и промежуточные результаты развития // Инновации № 07 (225) — 2017.
14. Фияксель Э. А., Соколов И. Н., Солохин А. А. Сравнительный анализ российских краудинвестинговых платформ // Инновации. № 09 (227) — 2017.
15. Усокин В. М., Белоусова В. Ю., Клинцева М. В. Базель III: влияние на экономический рост (обзор эмпирических исследований) // Деньги и кредит. № 9 — 2013.

ЗАРУБЕЖНЫЕ НАУЧНЫЕ ПУБЛИКАЦИИ (СТАТЬИ, МОНОГРАФИИ, КНИГИ)

16. 2015CF: Crowdfunding Industry Report // Massolution.com — 2016.
17. Arner D. W., Barberis J., Buckley R.P. The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm? // Georgetown Journal of International Law — 2016.
18. Gilinsky D., Levites P., Gabbay Z. Regulation of Crowdfunding in the UK, US and Israel: A Comparative Review // Butterworths Journal of International Banking and Financial Law — 2016.
19. Global Crowdfunding Market 2016–2020 // Technavio.com — 2017.
20. How Does Crowdfunding Impact Job Creation, Company Revenue and Professional Investor Interest? // Crowdfund Capital Advisors — 2014.
21. Introducing a Regulatory Framework for Equity Crowdfunding in Hong Kong // Financial Services Development Council — 2016.
22. Lombardi R., Trequattrini R., Russo G. Innovative Start-Ups and Equity Crowdfunding // International Journal of Risk Assessment and Management Vol. 19, Nos. 1/2 — 2016.
23. Ma K. Discussing the Legal Standards of Qualified Investors in Chinese Private Equity Crowdfunding // 2nd International Conference on Economics, Social Science, Arts, Education and Management Engineering — 2016.
24. Pierce-Wright C. H. State Equity Crowdfunding and Investor Protection // Washington Law Review № 6 — 2016.

25. Ryan, B. The Diffusion of Hybrid Seed Corn in Two Iowa Communities // Rural Sociology. 8 (1) — 1943.
26. Schulz L., Mollica D. The Regulation of Crowdfunding in Australia: Where Are We and What's to Come? // Australian Banking & Finance Law Bulletin — 2015.
27. The Pulse of Fintech Q4 2016: Global Analysis of Investment in Fintech //KPMG International — 2017.
28. Хайек, Ф.А. Частные деньги // Институт национальной модели экономики — 1996.

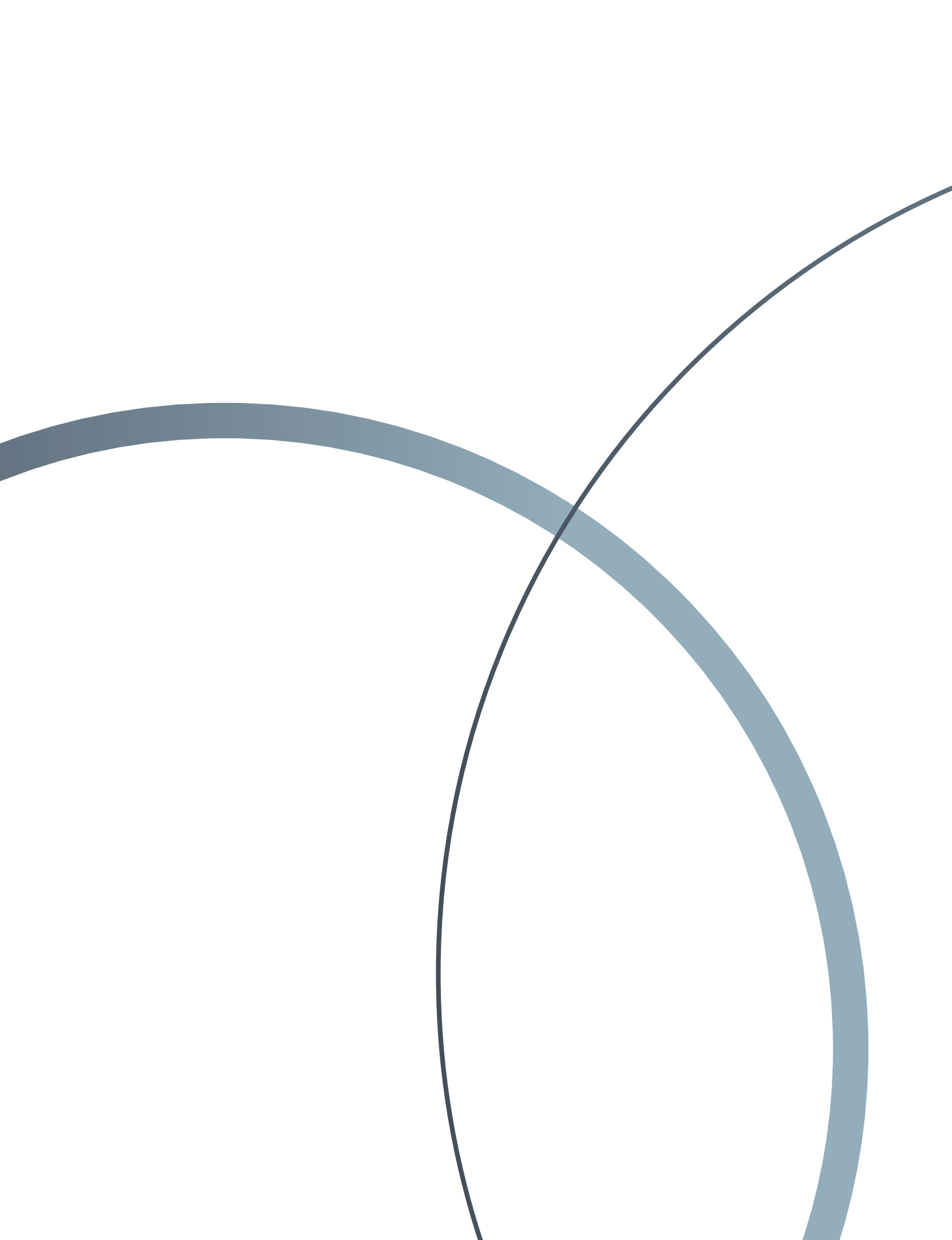
ИНТЕРНЕТ-РЕСУРСЫ

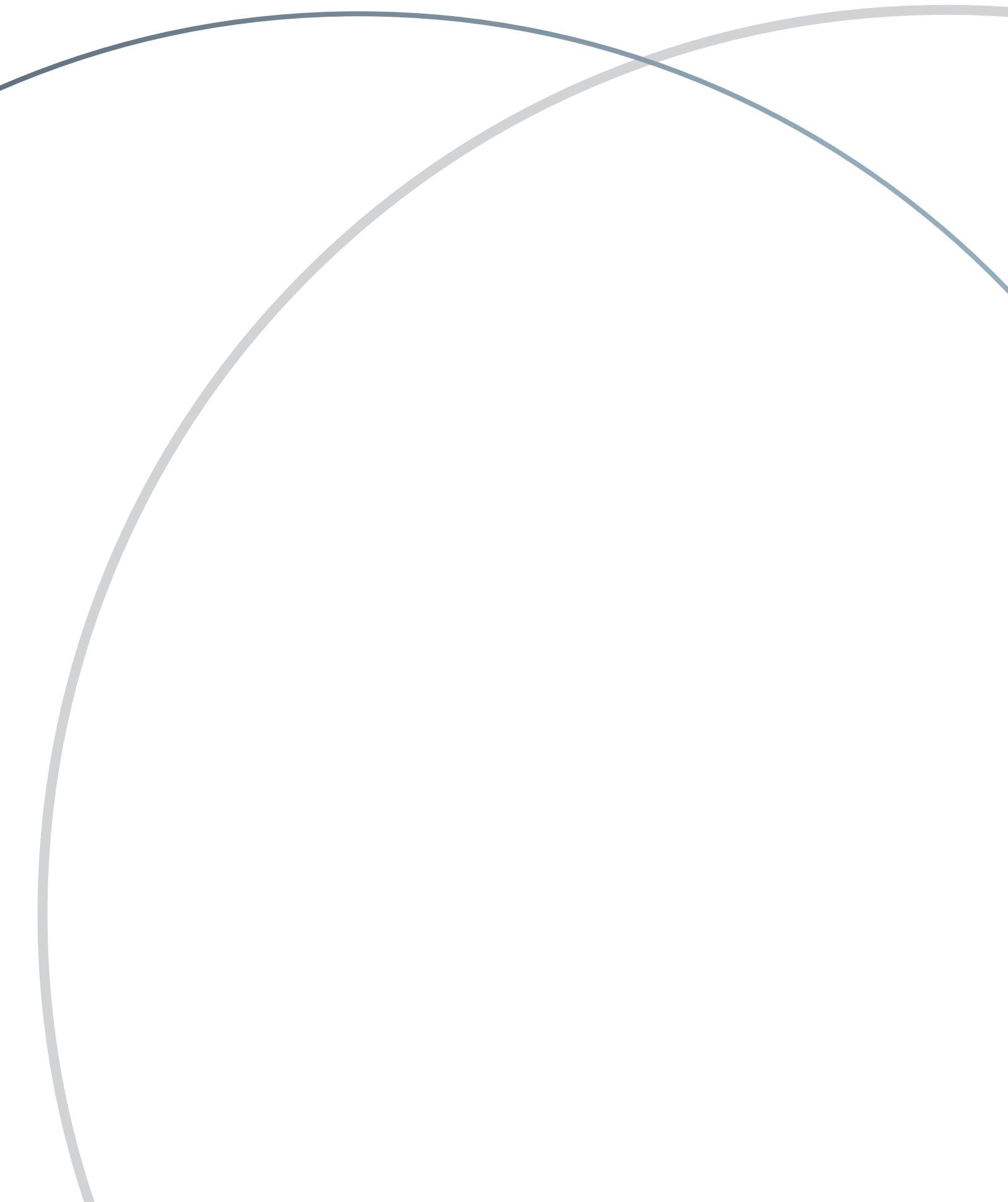
29. 2017 The Americas Alternative Finance Industry Report: Hitting Stride // Cambridge Centre for Alternative Finance — 2017.
30. An Overview of The Proposed Regulatory Framework For Equity Crowdfunding In Malaysia // Morgan Lewis & Bockius LLP — 2014.
31. Ancelle J., Fischer P. Regulation of Crowdfunding Activities in Switzerland: Where Do We Stand? // Jusletter 22 — 2016.
32. Arjya B. Majumdar. Regulating Equity Crowdfunding in India — A Response to SEBI's Consultation Paper // SSRN — 2015.
33. Capital Markets Union: Commission Supports Crowdfunding as Alternative Source of Finance for Europe's Start-Ups // European Commission — 2016.
34. Chieppo C. Crowdfunding: A New Way to Get Things Done in Government // Governing — 2012.
35. Crowdfunding Impact on Jobs, Revenue and Follow on Financing // Crowdfund Capital Advisors — 2014.
36. Crowdfunding in Holland: Regulation and Market Information // Particeep Blog.
37. Crowdfunding Industry Statistics 2015-2016 // CrowdExpert.Com.
38. Crowdfunding Legal Framework Overview // Renewable Energy Crowdfunding Conference — 2015.
39. Digital Disruption: Embracing an Integrated Digital Ecosystem // Accenture — 2015.

40. Evolving the Customer Experience in Banking: 'Alexa, Move My Bank Accounts to ...' // Bain & Company — 2017.
41. FinNet. Децентрализованные финансовые системы и персонафицированные сетевые финансовые сервисы // НТИ — 2017.
42. German Crowdfunding Regulation: First Year Review by the German Crowdfunding Association // Crowdfund Insider — 2016.
43. Government-Matched Crowdfunding: Sweden, Australia and the UK // Canada Media Fund.
44. Guide: Crowdfunding in Ireland // ThinkBusiness.ie.
45. Hatsuru M. Crowdfunding in Japan: Current Regulation and the Future of Business // SSRN — 2016.
46. How Startup Funding Rounds Differ: Seed vs. Series A // RocketSpace — 2017.
47. JOBS Act (Jumpstart Our Business Startups Act) // TechTarget — 2012.
48. Money Tree: навигатор венчурного рынка. Обзор венчурной индустрии России за 2016 год // PWC, РБК — 2017.
49. New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments. Synthesis report // OECD — 2015.
50. SEC Adopts Rules to Permit Crowdfunding // SEC — 2015.
51. Serdaris K. The Regulation of Crowdfunding under the Greek Securities Laws // University of Oxford, Faculty of Law — 2017.
52. Survey Shows Americans Trust Technology Firms More Than Banks and Retailers // MEDICI — 2015.
53. The 4th UK Alternative Finance Industry Report: Entrenching innovation // Cambridge Centre for Alternative Finance — 2017.
54. The Global Competitiveness Report 2017–2018 // World Economic Forum — 2017.
55. The Jumpstart Our Business Startups Act: General Solicitation, Crowd Funding, and Decreased Securities Regulation for Emerging Growth Companies // Dorsey — 2012.

56. The Shortage of Risk Capital for Europe's High Growth Businesses // AFME — 2017.
57. The White House Office of the Press Secretary. President Obama To Sign Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act // The White House, Office of the Press Secretary — 2012.
58. Thomler C. Can Governments Support Crowdfunding? // eGov Australia — 2014.
59. Trudeau M. Equity Crowdfunding: The Tax Benefits // Which? — 2018.
60. Yang S. On Equity Crowdfunding Regulation // The Law School: The University of Chicago.
61. Бузько Р. Регулирование индустрии финансовых технологий в России // Бузько и партнеры — 2016.
62. Доход из общего котла // РБК — 2017.
63. Еженедельный анализ рынка криптовалют и ICO (1–14 января 2018 г.) // Anycoin.news — 2018.
64. Запуск ICO: сколько это стоит? // ICO Review — 2017.
65. Зельдин М. Краудинвестинг в России: быть или не быть? // Rusbase — 2016.
66. Зыков В. Правила для криптовалюты напишет отрасль // Известия — 2017.
67. Инфографика: как устроен рынок краудинвестинга в России // Inc. — 2017.
68. Калюков Е. Отток капитала из России с начала года увеличился вдвое // РБК — 2017.
69. Краткое содержание Декрета «О развитии цифровой экономики» // Reformation — 2017.
70. Кто становится заложниками МФО и жертвами коллекторов // Бизнес ФМ — 2017
71. Минфин зафиксировал низкий уровень финансовой грамотности жителей Москвы // Коммерсант — 2017.
72. О решениях по итогам заседания президиума Совета при Президенте России по модернизации экономики и инновационному развитию // Официальный сайт Правительства России — 2017.

73. Обзор регулирования ICO. Изменения по ключевым юрисдикциям // Deloitte — 2017.
 74. Официальный сайт UK Crowdfunding Association (UKCFA): <https://www.ukcfa.org.uk/>
 75. Перечень поручений по итогам Петербургского международного экономического форума // Официальный сайт Президента России — 2017.
 76. Перечень поручений по итогам совещания по вопросу использования цифровых технологий в финансовой сфере // Официальный сайт Президента России — 2017.
 77. Рагимова С. Цифровая Индустрия 4.0 // ForbesBrandVoice.
 78. Развитию российского краудинвестинга препятствует его неизвестность // Коммерсант — 2017.
 79. Справка: что такое ICO, зачем его проводят и как на нем заработать // Vc.ru — 2017.
 80. ЦБ разработал концепцию регулирования краудфандинга в России // Banki.ru. — 2016.
 81. Швальц В. Закон о краудфандинге вступает в силу во Франции // Crowdsourcing.ru — 2014.
 82. Эффективный финансовый центр: передовой опыт // Эксперт — 2005.
-







ЦЕНТР
СТРАТЕГИЧЕСКИХ
РАЗРАБОТОК

125009, Москва, ул. Воздвиженка, дом 10

тел.: **(495) 725 78 06, 725 78 50**

e-mail: **info@csr.ru**

web: **csr.ru**