

# Проблемы правового регулирования альтернативных форм финансирования инновационных проектов

*В данной статье представлены результаты исследования проблем правового регулирования альтернативных форм финансирования инновационных проектов, а также обзор существующих отечественных и иностранных исследований на заявленную тематику. Был сформирован перечень базовых проблем, обозначены пути выхода из сложившейся ситуации, названы вероятные решения с использованием как лучших общемировых практик, так и с учетом страновой специфики национальной инновационной системы.*

**Ключевые слова:** краудфандинг, краудинвестинг, краудлендинг, синдикат бизнес-ангелов, синдицирование бизнес-ангельского финансирования, P2P-кредитование, финтех, административные барьеры.

## Введение

Создание условий для развития инновационного бизнеса в России остается актуальным и проблемным вопросом. Регулярно появляются новые институты развития, открываются программы грантового финансирования. Но проводимая государством инновационная политика до настоящего времени так и не обеспечила достаточный приток частного капитала для финансирования высокорисковых инновационных проектов. Результаты исследований продолжают показывать недостаточное количество бизнес-ангельского капитала в стране (и до сих пор для данной категории инвесторов не предусмотрены налоговые льготы), высокий уровень недоверия к краудфандингу (в силу отсутствия должного нормативно-правового регулирования, которое могло бы обеспечить безопасность всех заинтересованных сторон) [34], основные ангельские сообщества в России объединяют всего 300 бизнес-ангелов, а российский венчурный рынок продолжает оставаться закрытым [15].

Центральный банк РФ начал процесс создания специализированного правового регулирования краудфандинга, краудлендинга, краудинвестинга и P2P-кредитования [40], несмотря на отсутствие хоть какого-то единства среди участников рынка и экспертов-исследователей не только относительно содержательных аспектов, но относительно необходимости создания такого регулирования (см. подраздел «Обзор исследований» в данной статье), так многие считают, что работа платформ альтернативного финансирования должна базироваться на принципах свободы договора, а задача органов государственной власти заключается в устранении существующих административных барьеров.



**И. Н. Соколов,**  
аналитик, проектно-учебная лаборатория  
«Управление инновационными системами»,  
Национальный исследовательский  
университет Высшая школа экономики  
kenariuf@mail.ru

Вместе с тем, значительная часть отношений, складывающихся в любом деловом сообществе, в том числе в такой сложной и многообразной среде как инновационная экосистема (включающая в себя и альтернативные формы финансирования), находится за пределами государственного регулирования. Невозможно полностью урегулировать фидуциарные отношения, возникающие в так называемой «инновационной триаде» (инвестор, автор инновации, инновационный менеджер) [37], да и такой, казалось бы, финансово выверенный процесс как синдицирование бизнес-ангельских инвестиций до сих пор не нашел отражение в российском законодательстве, кроме того, есть обоснованные сомнения в необходимости подобной регламентации [38]. Несмотря на отсутствие законодательных норм, регулирующих подавляющее количество взаимодействий участников инновационного процесса, экосистемы продолжают развиваться по собственным правилам, а мошенничество и злоупотребления остаются крайне редким исключением для венчурного бизнеса и появляются именно на сильно зарегулированных местах взаимодействия с органами государственной власти (получение грантов, субсидий, реализация крупных «мегапроектов» с госфинансированием и т. д.) [39]. Как же объяснить подобный феномен? По моему мнению, ответ кроется в том, что куда большее значение в инновационных экосистемах имеют не законодательные нормы, а правопонимание: то, как участники инновационного процесса сами для себя определяют «правила игры», где видят источник нормы, какие границы дозволенного оставляют для своей деятельности. По этой причине актуализируется саморегулирование интересующей нас сферы, разработка внутренних стандартов, способных со временем найти отражение в действующем законодательстве.

Кроме того, необходимо проводить постоянный мониторинг складывающейся практики для нахождения наилучших решений по функционированию альтернативных источников финансирования инновационных проектов (в том числе краудфандинга, краудинвестинга, краудлендинга).

### Обзор литературы

Перед тем, как перейти к рассмотрению проблем правового регулирования альтернативных форм финансирования инновационных проектов, необходимо представить полноценный обзор работ отечественных и зарубежных исследователей, изучавших смежные тематики, для выявления общих трендов и наиболее актуальных проблем, интересующих научное сообщество.

#### Отечественные исследования

По мнению Т. В. Саленко, одной из главных проблем неразвитости института краудфандинга (в том числе и краудинвестинга) в России является неразвитость нормативно-правовой базы [35]. М. Е. Косов и А. В. Сигарев делают аналогичное замечание, но относительно законодательства, регулирующего деятельность бизнес-ангелов (в том числе синдикатов) [29]. Продолжая эти мысли, Н. А. Ларионов масштабирует проблему на уровень венчурных инвестиций всех форм и разновидностей [32]. Исследуя различные виды краудфандинга, А. Ю. Дук и М. Д. Джамалдинова отмечают отсутствие инструментов правовой защиты инвесторов (дарителей, кредиторов — в зависимости от формы краудфандинга) в отечественном законодательстве, регулирующем краудэкономику [23]. Н. В. Алексеев изучил правовую природу краудфандинга и пришел к выводу, что все его формы невозможно полноценно описать посредством существующих правовых норм, закрепленных в действующем российском законодательстве (например, безвозмездный краудфандинг невозможно описать через «пожертвование» (разновидность договора дарения), так как пожертвование, в соответствии с гражданским законодательством, не может осуществляться в пользу коммерческих организаций) [19]. О. Ю. Патласов и А. А. Грахов отмечают, что P2P-технологии, имеющие непосредственное отношение к краудфандингу, нередко становятся инструментом для совершения преступлений, а создание прозрачной правовой системы увеличило бы уровень доверия населения к новому финансовому институту [22]. Е. А. Федулова и Ю. М. Емохонова предлагают включить в текст Федерального закона от 28.11.2011 г. № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе» возможность участия физических лиц в качестве полноправной стороны договора инвестиционного товарищества для легализации краудинвестинга в России [24]. В рамках своего исследования С. Р. Седельников изучил пользовательские соглашения отечественных краудфандинговых площадок и отметил значительные расхождения, являющиеся следствием отсутствия единого правового регулирования [36]. Д. А. Киселев и Е. А. Фоканова считают именно правовые аспекты

основными барьерами для развития краудинвестинга в России и выделяют заостренность законодательства об обществах с ограниченной ответственностью (в том числе ограничения на максимальное количество участников) и дороговизну обслуживания публичных акционерных обществ, а также предлагают стимулировать развитие отрасли за счет введения налоговых льгот [26]. Обстоятельное исследование посвятил особенностям регулирования различных видов краудфандинга В. А. Кузнецов, член экспертного совета по законодательству о национальной платежной системе при Комитете Государственной Думы по финансовому рынку. Так, в своей статье он отметил, что физическое лицо, систематически выступающее кредитором на краудлендинговой площадке (к слову, В. А. Кузнецов употребляет термины «краудлендинг» P2P-кредитование в качестве тождественных, что является не совсем верным, так как краудлендинг подразумевает массовость кредиторов в рамках одной краудкампании по привлечению средств, а P2P-кредитование хоть и может обладать таким качеством, но оно не является обязательным), должно быть зарегистрировано в качестве индивидуального предпринимателя; далее автор говорит о том, что если средства инвесторов сначала зачисляются на банковский счет платформы, а затем уже попадают ко второй стороне, то речь будет идти о нарушении банковского законодательства, так как это была бы уже деятельность кредитный организаций по осуществлению переводов по поручению физических и юридических лиц, по их банковским счетам; кроме того, В. А. Кузнецов говорит о том, что в российском законодательстве нет прямых запретов на деятельность краудфандинговых платформ, но нет и условий, позволяющих в упрощенной форме привлекать средства большого количества людей: огромное количество регулирующих правовых норм делают транзакционные издержки слишком значительными. В качестве стратегии развития правового регулирования предлагается «регуляторная песочница», когда участники рынка экспериментируют до момента выработки устойчивых решений и только на этапе зрелости рыночного сегмента государство вводит пропорциональное регулирование, исходя из сформировавшейся практики [31]. О. В. Корнейко, Э. А. Бадун, В. А. Ткаченко, А. С. Тихонова отмечают, что значительную проблему для дальнейшего масштабирования краудфандинговых, краудинвестинговых платформ составят различия национальных законодательств и обозначили тот факт, что нормативное регулирование является барьером для развития краудинвестинга не только в России и США, но и в Индии и Турции [28]. Сотрудник юридической компании «Vnt attorneys-at-law» Егор Зеленовский посвятил свой обзор правовым инструментам, используемым краудинвестинговыми платформами в Германии и отметил, наряду с «классическим» акционерным краудфандингом, активное применение гибридных форм финансирования (не что среднее между долевым и возвратным финансированием — мезонинное финансирование), когда лицо, финансирующее проект, получает право на долю от полученной прибыли, бонус при осуществлении «выхода» из проекта, имеет возможность осуществлять

определенный контроль и получать информацию, но не получает полноценных корпоративных прав [25]. Д. А. Котенко отметил, что общая конструкция договора дарения исключает возможность заключения соглашения между коммерческими организациями, что несколько усложняет функционирование краудфандинга. Кроме того, определенные сложности связаны с контролем в соответствии со ст. 6 Федерального закона от 07.08.2001 г. № 115-ФЗ «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма», в случае, если сумма финансирования превысит 600 тыс. рублей. Автор предлагает принять профильный закон, по типу американского закона JOBS Act, который позволил бы создать необходимые условия для развития краудтехнологий [30]. С утверждением о необходимости принятия профильного закона в корне не согласна Е. С. Якимова, так как свобода договора (в том числе свобода заключения непоименованных договоров), по ее мнению, является достаточным основанием для функционирования краудфандинговых площадок [41]. Автор обзорной статьи «Краудфандинг: сравнительно правовой способ отъема денег у инвесторов» Ирина Кондратьева приводит слова Ильдара Зверева, партнера, руководителя корпоративной и судебной практики юридической фирмы «Толкачев и партнеры» о том, что в российских правовых реалиях краудинвестинг возможно реализовать в двух формах: либо посредством договора о разделе прибыли, либо через приобретение доли (в отдельную группу эксперт выделяют гибридные формы, вроде конвертируемого займа и опционов) [27].

Все проблемы, о которых было сказано, происходят на фоне того, что нехватка источников финансирования инновационных проектов на ранних стадиях в России практически неизбежно приводит к многоканальности, объединяющей разнородные источники (гранты, ангельские инвестиции, краудфандинг/инвестинг/лендинг и проч.) [33] и сложным системам управления интеллектуальной собственностью [21].

#### Зарубежные исследования

Зарубежные исследования, в целом, также не способствуют формированию обобщенного понимания желательной сущности правового регулирования краудтехнологий, в силу разобщенности национальных законодательств. В силу того, что краудплатформы для полноценного развития должны становиться глобальными, именно необходимость согласованной работы законодателей из разных стран ставится во главу угла. В связи с этим логичной выглядит позиция Европейской комиссии, заключающаяся в том, что «преждевременное регулирование может затруднить, а не способствовать развитию столь инновационных и быстрорастущих каналов финансирования» [4], а также в констатации необходимости соблюдения баланса между защитой прав потребителей-инвесторов и интересами платформ.

Christopher H. Pierce-Wright в работе «State Equity Crowdfunding and Investor Protection», опубликованной в *Washington Law Review*, рассказывает об

истории формирования законодательства США, регулирующего краудтехнологии, в том числе о том, что принятие JOBS Act не исключило инициативу штатов по разработке собственного регулирования и, речь идет о полноценном регуляторном эксперименте, находящемся под постоянным вниманием SEC (Комиссии по ценным бумагам). Таким образом, законодательство штата Индиана предъявляет определенные требования: краудплатформа не должна давать рекомендации по инвестированию, заработная плата сотрудников не должна привязываться к количеству реализованных на платформе ценных бумаг, для инвесторов должен раскрываться достаточный объем информации и т. д. Кроме того, законодательством установлен жесткий предел по всем инвестициям в размере \$5000 за не аккредитованного инвестора на эмитента, независимо от дохода, если только инвестор не аккредитован. В законе отсутствует прямой запрет на перепродажу. Интерес представляет и законодательство штата Мэриленд, в котором закреплен весьма низкий минимальный порог для разовой краудинвестиции — \$100 и в целях краудинвестирования используются не акции, а постоянные, не подлежащие передаче, долгосрочные векселя. Все эмитенты должны заполнить форму раскрытия, содержащую базовую информацию о характере бизнеса, плановом количестве привлекаемых средств. Среди потенциальных краудинвесторов должна распространяться информация об общих и специфических рисках компании, привлекающей краудфинансирование, подробное описание предполагаемого использования привлекаемых средств, описание совета директоров компании, сотрудников, владеющих более, чем десятью процентами компании. Так или иначе, гармонизация законодательства в США хоть и является долгосрочной целью, но будет происходить постепенно, основываясь на лучших практиках отдельных штатов [3].

Итальянские исследователи представили обзор предложений Национальной комиссии по компаниям и фондовой бирже (*The Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)*) и сравнительный анализ строящегося итальянского регулирования краудинвестинга с соответствующими правовыми нормами из других стран. В числе особенностей возможно отметить то, что предлагается размещать на платформах только инновационные стартапы (подобное ограничение отсутствует, например, в JOBS Act), а также включение условия о необходимости привлечения не менее 5% финансирования от институциональных инвесторов в качестве гарантии для краудинвесторов [13].

Juliette Ancelle и Philipp Fischer посвятили свою научную статью правовому регулированию краудтехнологий в Швейцарии. Как и в ряде других стран, швейцарский финансовый регулятор инициировал обсуждение законодательства в интересующей нас сфере. Авторы утверждают, что нынешняя швейцарская нормативная база для финансовой деятельности не содержит каких-либо конкретных правил, касающиеся деятельности краудплатформ. Нормативный статусы трех основных участников, участвующих в краудсхемах, а именно: оператора платформы, разработчика проекта и лица, финансирующего проект, должны

определяться по обычным правилам, регулирующим предоставление финансовых услуг в Швейцарии. Что касается текущего статуса платформ, то их деятельность не подлежит финансированию в том случае, если деньги направляются непосредственно заинтересованным сторонам, в ином случае необходима банковская лицензия (получение которой платформами является крайне затруднительным и маловероятным событием). Текущий статус проектов, привлекающих краудфинансирование в Швейцарии, усложняет то, что они также могут войти в сферу действия Закона о банковской деятельности Швейцарии в силу того, что их деятельность можно трактовать как привлечение депозитов от общественности на профессиональной основе. Избежать подобную ситуацию можно только посредством выпуска проспекта эмиссии, что является проблематичным для стартап-проектов. А критерий «профессиональной основы» можно обойти только в том случае, если количество инвесторов в проект меньше двадцати, что противоречит самой сути краудинвестинга. Для решения вопроса о статусе краудинвесторов также необходимо решить вопрос о степени профессионализма их деятельности. Авторы кратко излагают основные новеллы, планируемые к внедрению в швейцарское законодательство для упрощения работы краудплатформ: упрощение проспекта эмиссии для малых и средних предприятий (подготовка базового информационного листа), отказ от статусного ограничения краудинвесторов и от введения различных максимальных и минимальных порогов финансирования [1].

David Gilinsky, Paul Levites и Zvi Gabbay провели сравнительно-правовое исследование и сопоставили регулирование краудтехнологий в Великобритании, Израиле и США. Внимания заслуживает информация по первым двум странам. Отмечается тот факт, что одним из самых значительных стимулов развития краудинвестинга в Великобритании является существование налоговых преференций. Обширная поддержка (The Enterprise Investment Scheme Tax Shelter) в виде особых налоговых предусмотрена законодательством Великобритании для инвесторов, финансирующих молодые компании в области высоких технологий. В 2015 г. в Великобритании были осуществлены инвестиции на сумму более 1,5 млрд фунтов, основанные на данных инструментах, значительная часть которых была получена через краудплатформы. В числе особенностей британского законодательства можно выделить позицию, связанную с тем, что нет необходимости создавать специализированное регулирование, а достаточно адаптировать существующее к новым реалиям; упрощенные административные процедуры для компаний, привлекающих не более 5 млн евро за 12-месячный период (при раскрытии информации достаточно простого «информационного меморандума», соответствующего принципу «ясного, справедливого и не вводящего в заблуждение»). Израильское Агентство по ценным бумагам (The Israel Securities Authority «ISA») предлагает регистрировать операторов краудплатформ в целях обеспечения добросовестности и должного уровня страхования рисков (защита от конфликта интересов, раскрытие информации). Кроме

того, ограничивается как максимальная сумма, которую проект может привлечь через краудплатформу (до 1 млн новых израильских шекелей в год<sup>1</sup>), так и индивидуальные инвестиции (не более 10 тыс. новых израильских шекелей в один проект и не более 20 тыс. новых израильских шекелей в год). Однако авторы статьи связывают столь серьезные ограничения по суммам с тем, что краудинвестинг является пока еще весьма молодым финансовым инструментом и, со временем, когда рынок станет более зрелым, израильское Агентство по ценным бумагам наверняка пересмотрит данные нормы и приблизит их к международным стандартам [7]. Обзор британского законодательства о краудтехнологиях был составлен также Henry Humphreys, экспертом юридической компании Foot Anstey. Автор отмечает большие перспективы использования конвертируемых займов в краудинвестинге [9]. Кроме того, в Великобритании, стране, являющейся лидером европейских краудинвестиций, функционирует UK Crowdfunding Association (UKCFA), членство в которой является добровольным, но является «маркером качества» для краудплатформ. Эта организация разрабатывает стандарты краудинвестирования совместно с UK Financial Conduct Authority (FCA) (см. [43]).

Активно развивается законодательство о краудинвестинге и в Германии, о чем свидетельствуют, например, обзоры German Crowdfunding Association, в которых критически разбирается так называемый «Kleinanlegerschutzgesetz» (Закон о защите малых инвесторов, принятый в 2015 г. и во многом затрагивающий работу краудинвестинговых платформ) и, несмотря на декларируемую появившуюся рыночную прозрачность, отмечается ряд важных недостатков, в том числе ограничение количества финансовых инструментов, которые возможно использовать в рамках краудинвестирования (платформы желают использовать все возможности долевого и мезонинного финансирования), а также ограничения на объем индивидуальных инвестиций [6]. По ситуации на начало 2017 г. ведутся активные дискуссии по включению краудинвестинговых платформ в области недвижимости (они составляют значительную долю от рынка немецких краудинвестиций: 10% от всех успешных проектов и 33% от капитала, привлеченного через немецкие краудинвестинговые платформы) под действие Закона о защите малых инвесторов [5]. В целом, указанный выше закон 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 корпорации, поскольку, в отличие от частных инвесторов, они освобождаются от подобного регулирования. Как отмечают юристы компании «Vnt attorneys-at-law», большинство немецких краудинвестинговых платформ переключили-

<sup>1</sup> По состоянию на 28.06.2017 г., \$1=3,52 новых израильских шекелей. См.: [45].

фицируются с акционерной формы на мезонинное финансирование, субординированные займы [25].

Заслуживает внимания и обзор греческого законодательства о краудинвестинге, опубликованный на сайте факультета права Оксфордского университета. Грецию уже не первый год сотрясают кризисные явления в экономике и потому там особенно остро стоит вопрос уравнивания интересов краудплатформ, имеющих важнейшее значение в поддержке малых и средних предприятий, страдающих от отсутствия финансирования и защиты инвесторов. Среди существующих ограничений возможно назвать следующие: 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 платформе. Автор говорит о том, что законодательство о краудтехнологиях нельзя назвать окончательным и оно должно корректироваться, исходя из сути происходящих трансформаций в отрасли [16].

Leigh Schulz, Domenic Mollica из юридической компании Minter Ellison, изучающие правовое регулирование краудфандинга в Австралии, отмечают, что специальное законодательство в стране продолжает оставаться на стадии формирования: рассматриваются различные схемы, идет согласование и гармонизация с существующими нормами, регулируемыми финансовый рынок и остается неясным, каким образом сбалансировать интересы компаний-эмитентов, платформ и инвесторов. Таким образом, Австралийская комиссия по ценным бумагам и инвестициям Australian Securities and Investments Commission (ASIC) пытается заключить краудтехнологии в рамки существующего законодательства, в том числе в так называемую «Managed investment schemes», что может привести к обременительным ограничениям (например, лицензирование), несовместимыми с сущностью краудтехнологий, предусматривающей низкие транзакционные издержки. Будет противоречить сущности краудтехнологий и применение положение Закона о корпорациях, касающееся фандрайзинга. Согласно этому положению, компания не обязана размещать документ с раскрытием информации в ASIC, если она ищет привлекается средства суммой менее \$2 млн от менее чем 20 инвесторов в течение 12-месячного периода. Положение неприменимо, так как одна краудкомпания, как правило, затрагивает куда большее количество инвесторов. Так или иначе, еще рано говорить о сформированности австралийского краудзаконодательства [12].

Arjya Majumdar представил критический обзор консультационного документа по регулированию краудинвестинга от Совета по ценным бумагам и биржам Индии (Securities and Exchange Board of India, «SEBI»). Автор видит необходимым одновременное развитие как законодательства о краудтехнологиях, так и о P2P-кредитовании, а также отмечает необходимость легализации привлечения финансирования на краудплатформах иностранными и трансграничными компаниями, в силу потенциально глобального характера краудтехнологий. Предложения Совета

по ценным бумагам и биржам Индии содержат следующие ограничения: количество привлекаемых в проект средств не должно превышать 100 млн рупий<sup>2</sup>; компания, привлекающая средства, не должна быть публичной и должна существовать менее 48 месяцев; краудинвесторы делятся на квалифицированных (компания с чистой стоимостью 200 млн рупий и более, а также физические лица имеющие по аналогичному показателю 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. Кроме этого, данные инвесторы не могут инвестировать более 60 тыс. рупий в один проект и не могут инвестировать более 10% от своего состояния). Платформы предлагается поделить на три типа и соответствующим образом дифференцировать регулирования их деятельности. Первый тип — признанные фондовые биржи; второй тип — технологические бизнес-инкубаторы; третий тип — ассоциации и сети прямых и ангельских инвестиций. В целях данного исследования интерес представляют два последних типа. Второй тип предполагает наличие поддерживаемого государством или правительством штата организации, имеющий более, чем пятилетний опыт работы и чистую стоимость не менее 100 млн рупий. Третий тип основывается на некоммерческой организации, функционирующей более трех лет, объединяющей не менее 100 активных участников (бизнес-ангелов, институциональных инвесторов, фондов) и имеющей уставный капитал в размере не менее 20 млн рупий. Для обеспечения работы платформ должен работать «скрининговый комитет», обрабатывающий входящие заявки и проводящий первичный Due Diligence (не менее 10 человек, которые должны состоять из профессионалов, имеющих опыт в менторинге стартапов и предприятий на ранних этапах развития (не менее 40% от общего количества), специалистов с опытом работы на банковском рынке или рынках капитала (по крайней мере, 40% от общего количества). Автор статьи считает, что столь серьезные ограничения убирают crowd (толпу) из краудинвестинга, что искажает изначальный смысл явления и превращает его в обычный веб-интерфейс для работы профессиональных инвесторов. Негативное значение имеет и типология платформ, по сути превращающая краудтехнологии из нового и стремительно развивающегося рынка в придаток существующих инвестиционных институций [2].

Kailiang Ma из Graduate School of China University of Political Science and Law посвятил свою работу китайскому законодательству о краудтехнологиях. Автор говорит о том, что, в связи с тем, что краудинвестор не может обеспечить должный уровень профессиональной экспертизы и due diligence, необходимо

<sup>2</sup> По состоянию на 29.06.2017 г., \$1=64,54 индийская рупия. См.: [45].

обеспечение должного уровня информированности для идентификации всех возможных рисков. Kailiang Ma предлагает дифференцировать регулирование, основываясь на категориях профессионализма и непрофессионализма инвесторов и, исходя из этого, устанавливать количественные пределы инвестиций, а также ввести систему добровольной сертификации, сопряженную с презумпцией ответственности инвесторов за ущерб [11]. Проблему становления правового регулирования краудинвестинга в Китае изучил и Shuying Yang. В вопросе типологии краудинвесторов в целях регулирования, автор выделяет три основных вида инвесторов, не требующих специальной защиты: инвесторы, имеющие особые отношения с эмитентом, привлекающим средства через краудплатформу; люди, имеющие достаточно богатый инвестиционный опыт для идентификации рисков; люди, имеющие достаточное состояние, рискованное инвестирование для которых не является критичным и опасным. Shuying Yang считает, что наиболее пригодным для внедрения в законодательства является третий тип инвестора, так как по параметрам личного состояния достаточно легко стандартизировать и они не являются субъективными и оценочными. Ассоциация ценных бумаг Китая (The Securities Association of China, «SAC») предлагает в Консультационном документе следующие ограничения: минимальная сумма, вложенная в один проект, должна составлять более 1000 юаней<sup>3</sup>; краудинвесторами могут быть: квалифицированные инвесторы; пенсионные фонды; учреждения, чьи чистые активы составляют более 10 млн юаней; лица, чьи активы составляют более 3 млн юаней; человек, среднегодовой доход которого за последние 3 года составляет более 500 тыс. юаней (такой человек должен приобрести экспертные знания для идентификации рисков инвестирования); иные инвесторы, соответствующие требованиям Ассоциации ценных бумаг Китая. Автор говорит о том, что предлагаемые требования являются чересчур жесткими [17]. Отдельный интерес представляет обзор законодательства о краудинвестинге, формирующегося в обладающем широкой автономией Гонконге. Несмотря на высокий статус одного из мировых финансовых центров, Гонконг также сталкивается с проблемой недостаточного финансирования стартап-проектов, таким образом, местный Совет развития торговли провел опрос и оказалось, что 81,9% из числа потенциальных предпринимателей не начали реализацию своих проектов из-за отсутствия стартового капитала. В связи с этим, неудивительно, что представители государства уделяют значительное внимание эффективности регулирования краудинвестинга. Гонконгская комиссия по ценным бумагам и фьючерсам (Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC)) еще в мае 2014 г. поставила на повестку дня вопрос о необходимости организации правовой защиты лиц, осуществляющих инвестиции через краудплатформы и создания сбалансированного регулирования, учитывающего интересы не только краудинвесторов, но и платформ. Однако дискуссии о защите ведутся

не только в разрезе законодательных ограничений, но и в формате привлечения страховых компаний для создания специализированных продуктов, которые потенциально могут снизить риски для всех сторон, участвующих в процессе краудинвестирования [10].

Rusni Hassan и Ulfah Mansurah Zainudin исследовали правовое регулирование краудфинансирования в Малайзии. Интерес представляет тот факт, что Малайзия является первой из стран ASEAN, поставившей на повестку дня регулирование краудтехнологий. Данная проблема обсуждается в стране с 2014 г. и среди наиболее острых тем возможно выделить сравнение моделей «Keep-It-All» и «All-Or-Nothing». В первом случае проект получает финансирование, даже если не достиг целевых показателей, а во втором — денежные средства возвращаются инвесторам, в случае не достижения этих показателей. Преимущество отдано второй схеме, так как она, по мнению авторов, лучше гарантирует защиту инвесторов, ведь они могут быть уверены в том, что инвестиций будет достаточно для развития проекта. Устанавливая базовые рамки для краудинговых платформ (в том числе защиту прав инвесторов), малазийское законодательство оставляет достаточно широкую свободу саморегулирования для платформ в вопросах конкретных условий финансирования [14]. Интересный обзор по данной теме также был составлен Wai Ming Yap, партнером юридической компании Morgan, Lewis & Bockius. Автор рассмотрел Консультационный документ по регулированию краудинвестинга, разработанный Комиссией по ценным бумагам Малайзии (The Securities Commission of Malaysia). Кроме особенностей, указанных в предыдущей работе, были отмечены следующие факты: через малазийские платформы смогут привлекать финансирование только малые и средние компании, зарегистрированные в соответствии с Companies Act 1965 г., организации же из других юрисдикций не будут иметь такой возможности; максимальный порог для инвестиций в одну компанию составляет \$5 млн в год; краудинвесторы делятся на два типа: Sophisticated Investors (аккредитованные инвесторы, компании с высоким уровнем чистой прибыли и лица с высоким уровнем собственного капитала не будут иметь каких-либо ограничений для инвестиций через краудинвестинговые платформы) и Retail Investors (прочие инвесторы, для которых установлен порог: не более 3 тыс. малазийских ринггитов<sup>4</sup> в одну компанию и не более 30 тыс. малазийских ринггитов в год) [18].

Hatsuru Morita изучил особенности становления правового регулирования краудфандинга в Японии. Достаточно значительную роль в Японии играет саморегулирование рынка краудинвестинга. Таким образом, Japan Securities Dealers Association осуществляет скрининг компаний, привлекающих финансирование и мониторинг иных вопросов, связанных с безопасностью инвесторов и функционированием платформ. По мнению автора, саморегулирование является хорошим решением и отметил, что законодательная регламентация краудинвестинга является достаточно уязвимым

---

<sup>3</sup> По состоянию на 28.06.2017 г., \$1=6,82 юаней. См.: [46].

<sup>4</sup> По данным на 26.06.2017 г., \$1=4,35 малазийских ринггитов. См.: [46].

местом, так как любой более или менее значимый публичный скандал (крупное мошенничество на одной из платформ, например) может привести к серьезному ужесточению нормативных ограничений [8].

По итогам обзора отечественной и иностранной литературы возможно выделить несколько базовых тезисов, проходящих через изученные источники:

1. Правовое регулирование является одним из самых значительных факторов, влияющих на альтернативные источники финансирования инновационных проектов. В силу организационного характера инновации, лежащей в основе краудтехнологий, законодательство может выступить как катализа-

тором развития, так и создать труднопреодолимые барьеры.

2. Существующее законодательство (и это касается всех стран) не приспособлено к регулированию новой, сетевой экономики. Правовые нормы о краудтехнологиях пробуют синтезировать из законодательства о ценных бумагах, банковской деятельности и т. д. Однако подобный подход основан на чрезвычайном упрощении самой сущности новых явлений. Например, краудинвестинг может иметь в качестве объекта инвестирования не только бизнес-проект, но и недвижимость, художественные ценности, другие вещи и объекты, не

Перечень основных проблем, связанных с регулированием краудинвестинга в России

№	Проблема	Суть решения
1	2	3
1	Отсутствие легального определения «краудинвестинга»	Краудинвестинг — это массовое микроинвестирование с использованием сети Интернет. Что такое «массовое»? British Business Bank определяет массовость участием не менее двадцати инвесторов в финансировании одного проекта. Данное число вполне пригодно для закрепления в российской нормативно-правовой базе. Что такое «микроинвестирование»? British Business Bank определяет индивидуальную краудинвестицию в размере не более 1000 фунтов стерлингов в один проект. В целях закрепления в российской нормативно-правовой базе возможно установить максимальную сумму в 100 тыс. рублей. Что такое «с использованием сети Интернет»? Это значит, с использованием посредника — краудинвестинговой платформы, о правовом статусе которой см. п. 5
2	Необходимость соблюдения баланса между защитой интересов краудинвесторов и возможностью развития платформ	Во многих странах, где активно развивается краудинвестинг и соответствующее законодательство, предусмотрены и/или обсуждаются инструменты защиты инвесторов такого рода: 1. Обязательное распространение информации об общих и специфических рисках компании, привлекающей краудфинансирование, подробное описание предполагаемого использования привлекаемых средств, описание совета директоров компании, сотрудников, владеющих более, чем десятью процентами компании (законодательство штата Мэриленд, США). 2. Условие о необходимости привлечения не менее 5% финансирования от институциональных инвесторов в качестве гарантии для краудинвесторов (Италия). 3. Ограничения по объемам индивидуальных инвестиций в один проект, а также общих годовых инвестиций для неквалифицированных инвесторов (предусмотрено практически во всех странах, отличаются только условия). 4. Система добровольной сертификации, сопряженная с презумпцией личной ответственности краудинвесторов за ущерб своему состоянию (Китай, обсуждается). 5. Создание возможности привлечения страховых компаний для создания специализированных продуктов, которые потенциально могут снизить риски для всех сторон, участвующих в процессе краудинвестирования (Гонконг, обсуждается). 6. Регистрация операторов крауд-платформ в целях обеспечения добросовестности и должного уровня страхования рисков (защита от конфликта интересов, раскрытие информации (Израиль, обсуждается). 7. Лицензирование платформ (много где обсуждается, например в Австралии). 8. Саморегулирование, объединения крауд-платформ. Наиболее пригодные для российской правовой системы варианты: 1. Саморегулирование (необходима доработка Федерального закона «О саморегулируемых организациях» от 01.12.2007 г. № 315-ФЗ и включение положений о саморегулируемых организациях операторов краудинвестинговых платформ). 2. Привлечение финансирования от институциональных инвесторов в качестве гарантии для краудинвесторов. Например, установление обязательного соинвестирования со стороны институционального инвестора (например, бизнес-ангела, входящего в одну из признанных ассоциаций бизнес-ангелов). Размер финансирования в объеме не менее 5% от общего объема привлекаемых инвестиций (как в Италии), представляется разумным. 3. Страхование рисков краудинвесторов. Таким образом, возможно будет развить параллельный рынок краудстрахования. Например, посредством включения в Федеральный закон «О взаимном страховании» от 29.11.2007 г. № 286-ФЗ возможности создания обществ взаимного страхования, полностью функционирующих в онлайн и страхующие специфические риски краудинвесторов. 4. Установление максимального чека для непрофессионального инвестора в размере 100 тыс. руб. в один проект. 5. Обязательное доведение информации об общих и специфических рисках компании, привлекающей краудфинансирование до потенциальных краудинвесторов (перечень того, что может и должно входить в такую информацию, заслуживает отдельного обсуждения)
3	Возможность использования краудинвестинговых платформ в целях совершения преступлений	Формирование прозрачной правовой схемы (раскрытие информации перед краудинвесторами, саморегулирование, привлечение институциональных инвесторов) само по себе будет снижать вероятность использования платформ в преступных целях

Перечень основных проблем, связанных с регулированием краудинвестинга в России (продолжение)

1	2	3
4	Непригодность обществ с ограниченной ответственностью (ограничения по количеству участников) и акционерных обществ (нецелесообразно для стартапов) для реализации долевой формы краудинвестинга	<p>Существует масса альтернатив прямому долевого, акционерному краудинвестингу, пригодных для использования в российских реалиях:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. В законодательстве штата Мэриленд (США) в целях краудинвестирования используются не акции, а постоянные, не подлежащие передаче, долгосрочные векселя.</li> <li>2. Немецкие краудинвестинговые платформы переквалифицируются с акционерной формы на мезонинное финансирование, субординированные займы.</li> <li>3. Британские юристы отмечают большие перспективы использования конвертируемых займов в краудинвестинге.</li> <li>4. В Голландии в целях краудинвестирования используется кооперативная схема.</li> </ol> <p>Таким образом, нет необходимости производить кардинальную перестройку корпоративного законодательства. Достаточно при формировании нормативно-правовой базы упомянуть возможное многообразие форм краудинвестинга для того, чтобы развитие отрасли не было ограничено отдельными формами финансирования (с такой проблемой сейчас столкнулись немецкие краудинвестинговые платформы, не имеющие возможность использовать полноценно все варианты инвестирования и финансовые схемы и повторять эту регуляторную ошибку было бы неразумно)</p>
5	Отсутствие определения правового статуса краудинвестора, краудинвестинговой платформы	<p>Краудинвестор — физическое лицо, осуществляющее микроинвестиции на непрофессиональной основе с использованием краудинвестинговой платформы в сети Интернет.</p> <p>Оператор краудинвестинговой платформы — юридическое лицо, осуществляющее финансовое посредничество и/или информационное содействие в целях осуществления микроинвестиций с использованием сети Интернет. Данные определения заслуживают отдельного обстоятельного обсуждения. Кроме того, по мнению автора, следует провести дифференциацию между профессиональными и непрофессиональными инвесторами. Если вторые выступают как физические лица, не осуществляющие предпринимательскую деятельность и для них необходимо введение ограничения по уровню максимальных индивидуальных инвестиций в один проект (не более 100 тыс. руб.), то для первых такие ограничения не являются обязательными, но они не могут считаться краудинвесторами, а могут выступать в качестве соинвесторов, гарантов для других краудинвесторов (см. предложение из п. 2).</p>
6	Национальные различия законодательств о краудинвестинге, тормозящие глобализацию рынка	<p>Необходимо создание, как минимум, рабочей группы стран СНГ при ЦБ РФ и с представителями регуляторов из других стран для формирования гармоничного регулирования.</p>
7	Отсутствие в России налоговых преференций для краудинвесторов	<p>Одним из самых значительных стимулов развития краудинвестинга в Великобритании является существование налоговых преференций. Обширная поддержка (The Enterprise Investment Scheme Tax Shelter) в виде особых налоговых предусмотрена законодательством Великобритании для инвесторов, финансирующих молодые компании в области высоких технологий. В 2015 г. в Великобритании были осуществлены инвестиции на сумму более 1,5 млрд фунтов, основанные на данных инструментах, значительная часть которых была получена через краудплатформы.</p> <p>В Российской Федерации также имеется опыт предоставления налоговых преференций частным инвесторам, выраженный в реализации налоговых вычетов по индивидуальным инвестиционным счетам участникам биржевых торгов (статья 10.2-1 Федерального закона от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (в ред. от 07.03.2016 г.); НК РФ статья 219.1). Однако следует понимать, что инвестиции в малый и средний бизнес (особенно в высокотехнологические проекты), осуществляемые с помощью краудинвестинга, оказывают намного большее положительное воздействие на экономику, повышая ее конкурентоспособность, создавая новые рабочие места и новых налоговых агентов. Таким образом организация налоговых вычетов для краудинвесторов просто необходима, однако они могут быть реализованы путем модернизации индивидуальных инвестиционных счетов, так и за счет новых инструментов</p>
8	Конфликт моделей «Keep-It-All» и «All-Or-Nothing». (В первом случае проект получает финансирование, даже если не достиг целевых показателей, а во втором — денежные средства возвращаются инвесторам, в случае недостижения этих показателей)	<p>В Малайзии был сделан выбор в пользу модели «All-Or-Nothing» так как она, по мнению законодателей, лучше гарантирует защиту инвесторов, ведь они могут быть уверены в том, что инвестиций будет достаточно для развития проекта. Данный подход представляется разумным и его возможно также внедрить в отечественную нормативно-правовую базу</p>
9	Неясно, какие компании могут привлекать финансирование на краудинвестинговых платформах. И только ли компании?	<p>В разных странах подходы разнятся, например:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Через малайзийские платформы смогут привлекать финансирование только малые и средние компании, зарегистрированные в соответствии с Companies Act 1965 г., организации же из других юрисдикций не имеют такой возможности.</li> <li>2. В Италии финансирование на краудинвестинговых платформах могут привлекать только инновационные стартапы.</li> <li>3. В Германии ведутся активные дискуссии по включению краудинвестинговых платформ в области недвижимости (они составляют значительную долю от рынка немецких краудинвестиций: 10% от всех успешных проектов и 33% от капитала, привлеченного через немецкие краудинвестинговые платформы) под действие Закона о защите малых инвесторов.</li> </ol> <p>По мнению автора, при формировании нормативно-правовой базы в России не имеет смысла пока говорить о каких-то ограничениях по объектам инвестирования (кроме общеправовых ограничений, связанных с пресечением преступлений и проч.): необходимо предусмотреть алгоритмы работы как для финансирования проектов, так и для инвестирования в недвижимость или судебные споры, например</p>



Перечень основных проблем, связанных с регулированием краудинвестинга в России (окончание)

1	2	3
10	Необходимо ли предусмотреть законодательную возможность реализации инфраструктурных и иных проектов в сфере государственно-частного партнерства (ГЧП) с использованием краудтехнологий?	Необходимо. Нельзя забывать и о том, что краудтехнологии могут помочь решению ряда социальных проблем. Если раньше производилось перераспределение средств налогоплательщиков (далеко не всегда эффективное и релевантное, оно требует значительных расходов на администрирование), то теперь у налогоплательщиков появилась возможность направлять свои средства и отслеживать их использование посредством краудплатформ. Необходимо предусмотреть законодательную возможность использования краудтехнологий для реализации проектов в сфере государственно-частного партнерства (от строительства детского сада и до строительства мостов и других инфраструктурных объектов) посредством внесения соответствующих поправок в Федеральный закон от 13.07.2015 г. № 224-ФЗ «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»

ограниченные в обороте. Таким образом, изначальная привязка краудинвестинга к законодательству о ценных бумагах может очень сильно ограничить перспективы развития нового рыночного механизма инвестирования.

3. Краудтехнологии имеют транснациональный характер и формирование соответствующего законодательства должно быть постепенным и основываться на международном диалоге, согласовании правовых норм для исключения неудобств и противоречий в ходе масштабирования платформ.
4. Несмотря на то, что в разных странах законодательство о краудинвестинге развивается в настоящее время независимыми дорогами, наблюдаются некоторые общие тенденции. Представители государства нередко используют патерналистский подход, считая, что даже совершеннолетние и дееспособные инвесторы не могут самостоятельно и разумно распоряжаться своими средствами. Введение разнообразных барьеров и лимитов инвестирования встречается повсеместно, меняются только количественные параметры. Ограничения часто затрагивают и проекты, привлекающие финансирование на краудинвестинговых платформах (срок функционирования, сфера деятельности, обороты, гражданство учредителей и проч). Все эти ограничения имеют достаточно субъективный характер, выбор параметров и их количественного/качественного содержания зависит от воли законодателя, а не обуславливается какими-то объективными экономическими характеристиками. В связи с этим, наблюдаются сильные расхождения в национальных законодательствах, и некоторые платформы вынуждены выносить отдельные направления своей деятельности в страны с наиболее благоприятным регулированием. Например, сингапурская краудинвестинговая и краудлендинговая платформа Crowdo [42], в рамках которой существует Crowdo International Platform и индонезийская платформа Crowdo. С точки зрения инвесторов, международная платформа Crowdo открыта для аккредитованных инвесторов и институциональных инвесторов. Индонезийская платформа Crowdo доступна для всех. Что касается заемщиков, международная платформа Crowdo доступна для малых и средних предприятий по всему миру, а индонезийская платформа Crowdo — только для индонезийских заемщиков.

5. Отличаются подходы и к регулированию собственно платформ. Предлагаются различные подходы: от лицензирования и допусков регулятора до саморегулирования, от возможности создания платформы только на базе традиционных финансовых институтов до относительной свободы при условии соблюдения базовых требований по обеспечению безопасности заинтересованных сторон. Подходы по факту зависят только от субъективного мнения законодателя и контекста экономико-правовой системы государства, ведь сущность функционирования платформ не меняется от страны к стране. В силу того, что регулирование в каждой стране находится еще на стадии становления, еще рано говорить о его экономической эффективности. В связи с этим, существует необходимость регулярного мониторинга для выявления лучших практик, наиболее разумно уравнивающих необходимость защиты инвесторов и интересы платформ.
  6. Многие авторы отмечают необходимость введения налоговых преференций для краудинвесторов. Объясняется это социальной значимостью явления. По факту, люди могут самостоятельно закрыть дефицит финансирования стартап-проектов, в обход традиционных централизованных инвестиционных институтов. Однако фактическая и успешная реализация существует лишь в единичных случаях, например в Великобритании.
- Проблемы правового регулирования деятельности краудинвестинговых платформ в России и возможные решения. Рассмотрение международного опыта, отечественных публикаций, а также российского правового контекста позволяет сформулировать перечень основных проблем, связанных с регулированием краудинвестинга в России и решений, внедрение которых, по мнению автора, может способствовать наиболее гармоничному развитию рассматриваемого института (см. таблицу).

**Выводы**

Проблема эффективного и релевантного правового регулирования альтернативных источников финансирования инновационных проектов (в первую очередь, децентрализованных, таких как краудфандинг, краудинвестинг, краудлендинг) продолжает оставаться открытым вопросом, требующим постоянного мониторинга. Рынки и платформы продолжают перерождаться, появляются родственные инструменты (такие, как

ICO<sup>5</sup>) и говорить о стабилизации общественных отношений в интересующей нас сфере еще рано, а тем более и о подробной регламентации, закрепляемой на законодательном уровне. Любые попытки ограничить рынок (в том числе посредством лицензирования, усиленного контроля) вызовут противодействие. Существует риск того, что представители рынка уйдут в «серый» и «черный» сегмент экономики, будут искать способы по обходу закона. Таким образом, будет иметь место не развитие альтернативных способов финансирования, а «гонка вооружений» между рынком и государством. Подобная гонка контрпродуктивна для всех заинтересованных сторон. Правила должны естественным образом формироваться из практики функционирования платформ и первично закрепляться на уровне саморегулируемых организаций. Необходимо исходить из принципа добросовестности участников гражданского оборота. Абсолютно в любой сфере экономики встречаются мошенники и преступники. Невозможно построить правовое регулирование, исходя из предположений о том, что краудтехнологии будут использованы мошенниками и создавать, в связи с этим, препятствия для нормального развития добросовестных игроков рынка. Задача борьбы с преступностью — это дело правоохранительных органов. Задача специализированного правового регулирования — создание условий для формирования конкурентного рынка. Ввиду того, что P2P и краудтехнологии являются новшеством, необходимо произвести обширный правовой эксперимент, в рамках которого платформы смогут развивать собственные организационные модели. В ходе такого эксперимента обязательно обнаружатся слабые и сильные стороны тех или иных организационно-правовых схем и сформировавшаяся практика позволит создать полноценное регулирование, обоснованное с экономической точки зрения.

*Список использованных источников*

- J. Ancelle, P. Fischer. Regulation of Crowdfunding Activities in Switzerland: Where do we Stand? [https://www.idest.pro/wp-content/uploads/2016/06/Jusletter\\_regulation-of-crowdf\\_8af9408ac9\\_de.pdf](https://www.idest.pro/wp-content/uploads/2016/06/Jusletter_regulation-of-crowdf_8af9408ac9_de.pdf).
- Arjya B. Majumdar. Regulating Equity Crowdfunding in India — A Response to SEBI's Consultation Paper. <https://ssrn.com/abstract=2621488>.
- Christopher H. Pierce-Wright. State Equity Crowdfunding and Investor Protection//Washington Law Review. 2016. № 6. P. 847-886.
- Crowdfunding Legal Framework Overview. <https://static1.squarespace.com/static/538c3ba5e4b0a205ac394361/t/562645b9e4b0581ff02a3a9f/1445348793041/RE+Crowdfunding+2015+-+Legal+Overview.pdf>.
- German Crowdfunding Association Urges Regulator Not to Exclude Real Estate from Crowdfunding Regulation. <https://www.crowdfundinsider.com/2017/05/99687-german-crowdfunding-association-urges-regulator-not-exclude-real-estate-crowdfunding-regulation>.
- German Crowdfunding Regulation: First Year Review by the German Crowdfunding Association. <https://www.crowdfundinsider.com/2016/07/87657-german-crowdfunding-regulation-first-year-review-german-crowdfunding-association>.
- D. Gilinsky, P. Levites, Z. Gabbay. Regulation of crowdfunding in the UK, US and Israel: a comparative review//Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, 2016, November. P. 1-4.
- M. Hatsuru. Crowdfunding in Japan: Current Regulation and the Future of Business//The Innovation of Internet Finance Summit, Shanghai Jiatong University KoGuan Law School, Shanghai. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2752312](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2752312).
- H. Humphreys. Comment on Equity Crowdfunding. [https://www.footanstey.com/images/stories/publications/FootAnstey\\_Comment\\_Equity\\_Crowdfunding.pdf](https://www.footanstey.com/images/stories/publications/FootAnstey_Comment_Equity_Crowdfunding.pdf).
- Introducing a Regulatory Framework for Equity Crowdfunding in Hong Kong//Financial Services Development Council. 2016. № 21. 57 p.
- Kailiang Ma. 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. P. 250-254.
- Leigh Schulz, Domenic Mollica. The regulation of crowdfunding in Australia: where are we and what's to come?//Australian Banking & Finance Law Bulletin, August 2015. P. 136-140.
- R. Lombardi, R. Trequattrini, G. Russo. Innovative Start-Ups and Equity Crowdfunding//International Journal of Risk Assessment and Management, 2016, Vol. 19, Nos. 1/2. P. 68-83.
- Rusni Hassan, Ulfah Mansurah Zainudin. Legal and regulatory framework for equity crowdfunding in Malaysia. <http://2015.kliff.com.my/wp-content/uploads/2015/12/Dr.-Rusni-Muzakarrah-2015-Konsep-Perundangan-dan-Kawal-Selia.pdf>.
- Russian Angel Monitor. Рынок ангельских инвестиций 2016 (Обзор НАБА). [http://rusangels.ru/netcat\\_files/userfiles/RAM\\_16.pdf](http://rusangels.ru/netcat_files/userfiles/RAM_16.pdf).
- K. Serdaris. The Regulation of Crowdfunding under the Greek Securities Laws. <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/03/regulation-crowdfunding-under-greek-securities-laws>.
- Shuying Yang. On Equity Crowdfunding Regulation. [http://www.law.uchicago.edu/files/file/on\\_equity\\_crowdfunding\\_regulation\\_shuying\\_yang.pdf](http://www.law.uchicago.edu/files/file/on_equity_crowdfunding_regulation_shuying_yang.pdf).
- Wai Ming Yap. An overview of the Proposed Regulatory Framework for equity crowdfunding in Malaysia. <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=f7c0bbe8-7754-413c-ba9c-4f994fd4590e>.
- Н. В. Алексеев. Краудфандинг: от реализации частной инициативы к решению общественных проблем//Бюллетень науки и практики. Электронный журнал. 2016. №10 (11). С. 271-277.
- Н. Н. Бутрюмова, М. Г. Назаров, Э. А. Фияксель, П. М. Иган. Законодательные барьеры ведения инновационной деятельности в России: результаты исследования//Инновации. 2016. № 12. С. 16-27.
- Л. А. Воронина, Е. А. Нестеренко. Правовая защита интеллектуальной собственностью при многоканальном венчурном инвестировании//Сфера услуг: инновации и качество. 2016. № 24. С. 1-8.
- А. А. Грахов, О. Ю. Патласов. Краудфандинг и сеть P2P: прогноз взаимодействия и альтернативного финансирования в условиях кризиса//Наука о человеке: гуманитарные исследования. 2016. № 4 (26). С. 204-218.
- А. Ю. Дук, М. Д. Джамалдинова. Краудфандинг как новая форма инновации в инвестировании//Вопросы региональной экономики. 2016. Т. 26. № 1. С. 27-33.
- Ю. М. Емохонова, Е. А. Федулова. Организационные формы коллективного инвестирования прямых инвестиций: проблемы и перспективы развития//Сибирская финансовая школа: научно-практический журнал. 2015. № 4. С. 81-84.
- Е. Зеленковский. Как работает краудинвестинг: немецкий опыт. <https://dev.by/lenta/main/kak-rabotaet-kraudinvesting-nemetskiy-opyt>.
- Д. А. Киселев, Е. А. Фоканова. Краудинвестинг как источник финансирования малого бизнеса в условиях экономического кризиса//Science Time. 2015. № 11 (23). С. 246-250.

<sup>5</sup> Initial coin offering — способ привлечения инвестиций посредством выпуска и реализации цифровых токенов. По определению Financial Times, ICO возможно назвать (перевод Rusbase, см.: [44]): «нерегулируемым выпуском криптовалют, инвесторы в котором могут зарабатывать биткоины и другие (криптовалюты)».

27. И. Кондратьева. Краудфандинг: сравнительно правовой способ отъема денег у инвесторов. <https://pravo.ru/review/view/123414>.
28. О. В. Корнейко, Э. А. Бадун, В. А. Ткаченко, А. С. Тихонова. Новые финансовые возможности в сфере предпринимательства: внедрение микрофинансирования, краудфандинга, «peer-to-peer» кредитования//Экономика и предпринимательство. 2015. № 7. С. 913-918.
29. М. Е. Косов, А. В. Сигарев. Бизнес-ангельское финансирование инновационных проектов//Финансы и кредит. 2010. № 22 (406). С.31-35.
30. Д. А. Котенко. Краудфандинг - инновационный инструмент инвестирования//Закон. 2014. № 5. С. 140-145.
31. В. А. Кузнецов. Краудфандинг: актуальные вопросы регулирования//Деньги и кредит. 2017. № 1. С. 65-73.
32. Н. А. Ларионов. Развитие новых моделей венчурного финансирования//Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. 2013. № 5 (49). С. 129-132.
33. Е. А. Нестеренко. Многоканальное венчурное инвестирование// Экономика: теория и практика. 2011. № 4 (24). С. 21-28.
34. О. В. Никулина, А. А. Яхшибекян. Совершенствование механизма финансирования инновационных проектов в форме создания и развития стартапов//Инновации. 2016. № 10. С. 93-104.
35. Т. В. Саленко. Сущность и виды краудфандинга как перспективной формы финансирования инновационного малого бизнеса// Молодая наука. № 16. 2015. С. 138-142.
36. С. Р. Седельников. Краудфандинг как инструмент финансирования стартапов в Российской Федерации//Проблемы современной экономики. 2015. № 4 (56). С.154-157.
37. И. Н. Соколов, Д. В. Сидоров, М. А. Кольцов. «Иннотермс» как инструмент преодоления трансляционного барьера, возникающего между участниками инновационного процесса// Инновации. 2016. № 12. С. 125-136.
38. Э. А. Фияксель, Д. Г. Будеско. Анализ развития синдицированных сделок с участием бизнес-ангелов//Инновации. 2015. № 7. С. 70-75.
39. Э. А. Фияксель, М. Г. Назаров, Н. Н. Бутрюмова. Законодательные барьеры ведения инновационной деятельности в России// Инновации. 2016. № 4 (210). С. 9-16.
40. ЦБ присмотрит за частными кредиторами. P2P-площадкам готовят регулирование//Газета «Коммерсантъ» № 66 от 18.04.2016. С. 8.
41. Е. С. Якимова. К вопросу о гражданско-правовом регулировании краудфандинга//Образование и право. 2016. № 3. С. 94-96.
42. <https://www.crowdo.com>.
43. <https://www.ukcfa.org.uk>.
44. <https://rb.ru/story/wtf-is-ico>.
45. <https://www.calc.ru/kurs-ILS-USD.html>.
46. <http://freecurrencyrates.com/ru/convert-USD-CNY>.

**Problems of legal regulation of alternative forms of financing innovative projects**

**I. N. Sokolov**, analyst, laboratory for innovation systems management, National research university Higher school of economics.

This article presents the results of a study of the problems of legal regulation of alternative forms of financing innovative projects, as well as a review of existing domestic and foreign studies on the stated topic. A list of basic problems was formed, ways out of the current situation were identified, probable solutions were identified using both the best global practices and taking into account the country specificity of the national innovation system.

**Keywords:** crowdfunding, crowdinvesting, crowdlending, business angel syndication, business angel financing syndication, P2P lending, FinTech, administrative barriers.

*Уважаемые коллеги!*

Всероссийское общество изобретателей и рационализаторов (ВОИР) объявляет о начале приема заявок на участие в конкурсе «Премия ВОИР-2018», которая вручается изобретателям и рационализаторам за лучшее изобретение, отвечающее необходимым критериям для внедрения и коммерциализации и соответствующее современным вызовам научно-технического развития России.

Премия имеет сопоставимый иностранным аналогам по объему призовой фонд и присуждается на конкурсной основе в двух номинациях:

- «Премия ВОИР» (главный приз – 1 (один) миллион рублей).
- «Молодежная премия ВОИР» (главный приз – 50 тысяч рублей).

Принять участие в конкурсе могут только члены ВОИР (вступить в ВОИР можно скачав анкету на вступление на сайте общества <http://ros-voir.ru> и направить в ЦС ВОИР), изобретатели и рационализаторы от 18 лет («Премия ВОИР»), а также молодые изобретатели до 35 лет («Молодежная премия ВОИР»).

Конкурс проходит в два этапа:

- Региональный этап – где будут определены лучшие изобретения представляющие тот или иной регион.
- Финал – в финале участвуют 10 лучших изобретений от каждого региона.

Торжественная церемония награждения лауреатов Премии состоится в рамках празднования «Дня изобретателя», которое в 2018 году выпадает на 30 июня.

Материалы участников и лауреатов премии будут опубликованы в электронном сборнике и размещены в открытом доступе в сети Интернет.

Ознакомиться с положением о конкурсе «Премия ВОИР-2018» и скачать анкету участника можно по адресу: <http://www.ros-voir.ru/ru/contest/3>.