



ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ  
ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ  
ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆԻ

ISSN 2738-2524

# ԲԱՆԲԵՐ

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆԻ



**ВЕСТНИК**

АРМЯНСКОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО  
ЭКОНОМИЧЕСКОГО УНИВЕРСИТЕТА

**MESSENGER**

OF ARMENIAN STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS

2020 [2]  
ԵՐԵՎԱՆ



ՖԻՆԱՆՍՆԵՐ

## ԱՆՈՒՇ ԳԱՍՊԱՐՅԱՆ

ՀՊՏՀ ֆինանսական հաշվառման ամբիոնի ասիստենտ,  
վնտրեսագիտության թեկնածու

## ՀԱՅԿ ՔԱՆԱՆԹԱՐՅԱՆ

ՀՊՏՀ հաշվապահական հաշվառման և աուդիտի ֆակուլտետի  
3-րդ կուրսի ուսանող

## ՔՐԱՌՈՒՊՖԱՆԴԻՆԳԻ ԿԱՐԳԱՎՈՐՄԱՆ ՇԵՌԱՆԿԱՐՆԵՐԸ ՀՀ-ՈՒՄ

Հողվածում ուսումնասիրվել է քրաուդֆանդինգային շուկան, այդ թվում՝ հնարավորությունները և դերակատարությունը, օրենսդրական ու շուկայական կարգավորումները և կանոնակարգերը: Հետազոտության նպատակն է պարզել, թե ինչպիսին է քրաուդֆանդինգային շուկաների կարգավորումը առաջադարձ երկրներում, ինչ առանձնահատկություններ և հեռանկարներ կան, ինչպես նաև համապատասխան առաջարկներ կատարել ՀՀ շուկայի համար: Արդյունքում, պարզ է դառնում, որ միայն օրենսդրական և շուկայական հիմնախնդիրների նպատակաուղղված լուծման դեպքում քրաուդֆանդինգը կարող է դառնալ այլընտրանքային ֆինանսավորման կարևորագույն աղբյուրներից մեկը ՀՀ վնտրեսության համար՝ նպաստելով ֆինանսական շուկաների արդյունավետ գործունեությանը և նոր ներդրումային հնարավորություններ ընձեռելով հասարակ ներդրողներին, իսկ բիզնես-նախագծերի համար՝ ապահովելով ֆինանսական միջոցների հավաքագրման նոր փորձերակներ:

**Հիմնաբառեր.** քրաուդֆանդինգ, այլընտրանքային ֆինանսավորում, ֆինանսական շուկաներ, մասնավոր ներդրող

JEL: D53, G11

**Ներածություն:** Հայաստանի նման զարգացող տնտեսություններում, որտեղ ձեռնարկատիրական գործունեությունը և նորարարության զարգացումը դեռևս շատ խոչընդոտների են հանդիպում, և ավանդական ֆինանսավորման կառուցակարգերը լիարժեքորեն չեն ապահովում անհրաժեշտ արդյունք, ֆինանսավորման այլընտրանքային աղբյուրներն էական նշանակություն են ձեռք բերում: Եթե դիտարկենք շումպետերյան տնտեսական աճի մոդելը, ապա կնկատենք նորարարության՝ որպես տնտեսական աճի վրա ազդող գործոնի դերի կարևորումը: *Նորարարություն, հեքսագոություններ և մշակումներ*, ինչպես նաև *ձեռնարկատիրություն* հասկացություններն այսօր համախմբվել են ստարտափ էկոմիջավայրում, որտեղ ներդրումների ներգրավումն ապահովում է արդյունավետություն և զարգացման նոր հնարավորություններ: Միաժամանակ, ազատ միջոցների տեղաբաշխման համար ՀՀ ֆինանսական շուկան լայն հնարավորություններ չի առաջարկում, մինչդեռ, քրաուդֆանդինգային շուկան ներդրումները խնայողությունների վերածելու բազմաթիվ հնարավորություններ է առաջարկում թե՛ հասարակ, թե՛ արհեստավարժ ներդրողներին:

Հետազոտության համար առաջնային են մի շարք հիմնարար հարցեր և գաղափարներ. շուկայի կարգավորումները և առանձնահատկությունները զարգացած քրաուդֆանդինգային շուկա ունեցող երկրներում, շուկայի զարգացման ընթացքում առաջացող խնդիրները, պարտքային և կապիտալ ներդրումային քրաուդֆանդինգային շուկաների ներդրման կառուցակարգերը, ազատ դրամական միջոցների տեղաբաշխման նոր տարբերակների առաջացման հնարավորությունները:

Սույն հոդվածում, անդրադառնալով քրաուդֆանդինգի տեսակներին և առանձնահատկություններին, փորձել ենք հիմնավորել դրա կիրառման և/կամ տեղայնացման կարևորությունը ՀՀ տնտեսության համար:

Վերլուծության նպատակն է պարզել, թե ինչ օրենսդրական կարգավորումներ են անհրաժեշտ և ինչպիսին դրանք կարող են լինել ՀՀ-ի համար, որոնք են հիմնական կառուցակարգերը, որոնցով իրականացվում են օրենսդրական և շուկայական կարգավորումները, որոնք կլինեն քրաուդֆանդինգային շուկայի զարգացման հետ մեկտեղ ստեղծվող հնարավորությունները:

**Գրականության ակնարկ:** Ինչպես նշում է *Ջոսեֆ Հոգն* իր «Քայլ առ քայլ քրաուդֆանդինգ»<sup>1</sup> գրքում, ճիշտ ընտրված նոր գործիքի էությունն ու առանձնահատկությունները պատկերացնելը շատ կարևոր է՝ որպես ֆինանսական համակարգի առանձին բաղադրիչ այն զարգացնելու համար: Գրքում անդրադարձ է կատարվում նաև այն հիմնական քայլերին, որոնք պետք է ձեռնարկել ֆինանսական միջոցներ ներգրավելու, բարեհաջող ֆինանսական ներդրումային նախագծեր իրականացնելու համար:

Իսկ ահա *Նալրան Ռոսն*<sup>2</sup> անդրադառնում է բաժնային քրաուդֆանդինգին, դրա տեսամեթոդական բովանդակությանը և առանձնահատկություններին, բացահայտում այս տեսակի զարգացման հիմնական գործոնները:

<sup>1</sup> St'u Hogue M.J., Step by Step Crowdfunding: Everything You Need to Raise Money from the Crowd, 2015:

<sup>2</sup> St'u Rose N., Equity Crowdfunding: The Complete Guide For Startups And Growing Companies (Alternative Finance Series Book), 2016:

Հետաքրքրական են նաև *Ջեմի Սպեգմայերի* քրաուդֆանդինգային ռազմավարության վերաբերյալ աշխատությունները: Դրանցից մեկում<sup>3</sup> հեղինակն անդրադառնում է սեփական փորձին, վերլուծում և ներկայացնում հիմնական եզրահանգումները: Գիրքը պարունակում է նաև հաջողության պատմությունների և արշավների ձախողումների ուսումնասիրություններ: Սեփական փորձից ելնելով՝ Ստեգմայերը ներկայացնում է, թե ինչպես հաղորդակցվել ներդրողների հետ, ինչպես ճիշտ իրականացնել ֆինանսների հավաքագրման գործընթացը և այն հիմնական քայլերը, որոնք անհրաժեշտ են՝ սխալներից խուսափելու և ներդրողներ ներգրավելու ռազմավարություն կառուցելու համար:

Քրաուդֆանդինգին անդրադարձ է կատարել նաև *Սալվադոր Բրիգմանը*<sup>4</sup> իր «Ոչ առևտրային քրաուդֆանդինգի բացատրություն» աշխատությունում<sup>5</sup>, որում նկարագրվում է, թե ինչպես կարելի է գումար հավաքել ոչ առևտրային կազմակերպության համար (վերջինիս առանձնահատկությունները քրաուդֆանդինգի գործընթացում բավականին շատ են): Գրքում քննարկվում են այնպիսի թեմաներ, ինչպիսիք են էլեկտրոնային փոստի կառավարումը, մարքեթինգի հոգեբանությունը և ներդրողների ներգրավման առանձնահատկությունները: Նա նշում է, թե ինչ գործոններ պետք է հաշվի առնել ներդրողներին շահամիտելու համար: Այսինքն, անդրադարձ է կատարում նաև ներդրողների հոգեբանությանը:

Ուսումնասիրել ենք նաև *Մալիկ Դակդակիի* «Քրաուդֆանդինգը որպես ֆինանսավորման աղբյուր» աշխատությունը<sup>5</sup>, որտեղ բացահայտվում է քրաուդֆանդինգի կարևորությունը, տնտեսագիտական էությունը և շուկայում կարգավորման անհրաժեշտությունը: Վերոնշյալ գրականության ուսումնասիրության հիման վրա հանգել ենք այն եզրակացության, որ քրաուդֆանդինգի զարգացումը շատ կարևոր է և կարող է մեծ ազդեցություն ունենալ երկրի տնտեսության զարգացման համար:

Քրաուդֆանդինգի վերաբերյալ հետազոտությունները սակավաթիվ են, իսկ գործիքի զարգացումը՝ խիստ կարևոր երկրի տնտեսության համար, ուստի մեր կողմից ուսումնասիրության թեմա է ընտրվել քրաուդֆանդինգի կարգավորման հեռանկարները ՀՀ-ում: Այս թեման արդիական է, քանի որ զարգացմանն ուղենշվող մի շարք ոլորտներ ֆինանսավորման կարիք ունեն: Քրաուդֆանդինգը՝ որպես ֆինանսավորման այլընտրանքային գործիք, կարևոր դեր կունենա երկրի տնտեսության համար և հնարավորություն կտա կենսազործելու նոր գաղափարներ:

**Հետազոտության մեթոդաբանություն:** Հետազոտության ընթացքում օգտագործվել են համակարգային մոտեցման և համեմատական վերլուծության, փորձագիտական գնահատման, վերլուծության և համադրման, տվյալների պատճառահետևանքային կապերի ուսումնասիրության մեթոդները:

<sup>3</sup> St’u Stegmaier J., A Crowdfunder’s Strategy Guide: Build a Better Business by Building Community, 2015:

<sup>4</sup> St’u Briggman S., Nonprofit Crowdfunding Explained: Online Fundraising Hacks to Raise More for Your Nonprofit, 2016:

<sup>5</sup> St’u Dakdaki M., Crowdfunding as a source of finance. Crowdsupporting, Crowdinvesting, Crowdlending, Crowddonationg, 2016:

Հետազոտության տեսական և մեթոդական հիմք են հանդիսացել հիմնականում արտասահմանյան գրականությունը, ՀՀ ԿԲ տվյալները, հայալեզու որոշ առցանց ռեսուրսներ: Տեղեկատվության աղբյուր են հանդիսացել նաև Մեծ Բրիտանիայի Financial Conduct Authority-ի, ԱՄՆ Securities and Exchange Commission-ի մշակած և կիրառվող համապատասխան օրենսդրական կարգավորումները, Տնտեսական համագործակցության և զարգացման կազմակերպության (ՏՀԶԿ) համալիր հետազոտություններն ու Եվրոպական միության՝ պարբերաբար հրապարակվող վերլուծությունները: Օգտագործվել են Մեծ Բրիտանիայի, ԱՄՆ-ի, Ֆինլանդիայի, Գերմանիայի, Վրաստանի և այլ երկրների ֆինանսական շուկաների տվյալները, ինչպես նաև ՀՀ ֆինանսական շուկաները կարգավորող մի շարք ազգային և միջազգային իրավական ակտեր:

Այս աղբյուրների ուսումնասիրության արդյունքում պարզ է դարձել, որ շուկան, իր առանձնահատկություններով հանդերձ, կարիք ունի համապատասխան օրենսդրական կարգավորումների, ինչն ավելի է կարևորվում, քանի որ գործ ունենք հասարակ ներդրողների՝ երկրի բնակչության ֆինանսների հետ:

Մեթոդաբանական տեսանկյունից, ուսումնասիրվել են տարբեր երկրներից և հարթակներից ստացվող վիճակագրական տվյալները, ինչպես նաև միջազգային տարբեր վարկանշավորման աղյուսակներ՝ դիտարկելով շուկայի ազդեցությունը տարբեր ֆինանսական ցուցանիշների վրա:

Ելնելով այս և վերլուծության մեջ քննարկվող մի շարք հանգամանքներից՝ մշակվել են այն հիմնարար պահանջներն ու սահմանափակումները, որոնք կարող են կիրառվել նորաստեղծ շուկաների դեպքում: Մասնավորապես, ներկայացվել և մեկնաբանվել է օրենսդրական, նորմատիվային և հաշվետվողականության սկզբունքների անհրաժեշտությունն ու նախանշվել են այն ձեռքբերումները, որոնք կգրանցվեն հետևողական քայլերի արդյունքում:

**Վերլուծություն:** «Քրաուդֆանդինգը միջոց է, որով մարդիկ, կազմակերպությունները, գործարար հատվածը՝ ներառյալ բիզնես սրարտափները, կարողանում են գումար հավաքագրել առցանց հարթակների միջոցով (կոչվում են «քրաուդֆանդինգային հարթակներ»)՝ ֆինանսավորելու կամ վերաֆինանսավորելու իրենց գործունեությունը»<sup>6</sup>: Քրաուդֆանդինգի տեսակներն են՝

- նվիրատվությունների հիման վրա գործող քրաուդֆանդինգ (Donation based),
- պարգևատրումների վրա հիմնված քրաուդֆանդինգ (Reward based),
- բաժնային քրաուդֆանդինգ (Equity based),
- պարտքային քրաուդֆանդինգ (վարկավորման կամ պարտքային արժեթղթերի վրա հիմնված Lending կամ debt based):

Միայն 2019 թ. իրականացվել է 6.455.080 քրաուդֆանդինգային արշավ, իսկ ամբողջությամբ ֆինանսավորված արշավները միջինում ունեցել են 300 ներդրող<sup>7</sup>: Կանխատեսվում է, որ 2020-ին քրաուդֆանդինգի հատվածում գործարքների արժեքը կհասնի 940.9 մլն ԱՄՆ դոլարի, 2024-ին՝ 1 մլրդ 180 մլն

<sup>6</sup> Financial Conduct Authority: A review of the regulatory regime for crowdfunding, էջ 1, 2015, <https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf>.

<sup>7</sup> Տե՛ս Fundera: Crowdfunding Statistics, 2020: Market size and growth, 2020, <https://www.fundera.com/resources/crowdfunding-statistics>:

ԱՄՆ դոլարի՝ գրանցելով 5.8% համախառն տարեկան աճ<sup>8</sup>:

Քրաուդֆանդինգը մեծ աճ արձանագրեց համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամից հետո՝ ծառայելով որպես ավանդական ֆինանսավորման կառուցակարգերին փոխարինող արդյունավետ միջոց, և մինչ օրս նրա տարեկան աճի տեմպերը բարձր մակարդակի վրա են: Հատկապես ներկայիս համավարակի և կորոնավիրուսային ճգնաժամի պայմաններում, այլընտրանքային ներդրումների ներգրավման տեսնակյունից, գործարար հատվածի համար այն իրական հնարավորություն է ստեղծում: Վերջին շրջանում քրաուդֆանդինգի միջոցով առողջապահական ոլորտի բազմաթիվ նախագծեր հնարավորություն ստացան անհրաժեշտ գումար հավաքագրելու և օգտագործելու համավարակի դեմ պայքարում (օրինակ՝ EIT Health's հարթակը հնարավորություն է ընձեռում շատ կարճ ժամկետում արշավ սկսելու այն հետազոտությունների կամ ստարտափների համար, որոնք փորձում են լուծումներ գտնել COVID-19-ի դեմ պայքարում):

Հետաքրքրական է այն հանգամանքը, որ այլընտրանքային ֆինանսական շուկաների հետազոտական և վիճակագրական տվյալներում Հայաստանը գտնվում է առաջատար դիրքերում: Քեմբրիջի այլընտրանքային ֆինանսավորման կենտրոնի հրապարակած *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*<sup>9</sup>-ում (2020 թ.) դրական գնահատական է տրվում տարածաշրջանում Հայաստանի և Վրաստանի գործունեությանը: Մասնավորապես, 2018 թ. տվյալներով, ՀՀ-ն մեկ շնչին բաժին ընկնող այլընտրանքային ֆինանսավորման ծավալներով աշխարհում գտնվում է 9-րդ տեղում (62,3 ԱՄՆ դոլար)՝ առաջ անցնելով հարևան Վրաստանից, իսկ միջինից բարձր եկամուտ ունեցող երկրների դասակարգման մեջ զբաղեցնում է 1-ին հորիզոնականը:

Այլընտրանքային ֆինանսավորման շուկաներն ավելի ընդգրկուն են, իսկ քրաուդֆանդինգը համարվում է այդ հատվածի ամենաարագ զարգացողը և ամենամեծ մասնաբաժին ունեցողը, ուստի վերոնշյալ ցուցանիշները բավարար չեն՝ հայաստանյան իրականությունը գնահատելու համար:

Մինչ օրս քրաուդֆանդինգի միջոցով Հայաստանում ֆինանսավորվել են միայն սոցիալական խնդիրներ լուծող նախագծերը: Հայաստանյան One Armenia հարթակի միջոցով հավաքագրվել է գրեթե 671.000 ԱՄՆ դոլար, Ayo! հարթակի միջոցով՝ ավելի քան 345.000 ԱՄՆ դոլար, ամբողջությամբ ֆինանսավորվել է 32 նախագիծ: Այստեղ անհրաժեշտ է հաշվի առնել 2 կարևոր հանգամանք՝

1. Քրաուդֆանդինգը Հայաստանում կրել է բացառապես սոցիալական բնույթ, իսկ որպես այլընտրանքային ֆինանսավորման աղբյուր՝ այն անհրաժեշտ է դիտարկել որպես ֆինանսական շուկայի բաղկացուցիչ և կապիտալի շարժի կարևոր գործիք:
2. Վերոնշյալ տվյալները դեռևս չեն կարող դիտարկվել որպես բավարար ցուցանիշ, քանի որ այդ երկու հարթակների միջոցով նախորդող տարիների ընթացքում հավաքագրվել է ընդամենը 1 մլն ԱՄՆ դոլար,

<sup>8</sup> Statista: Crowdfunding, 2020, <https://www.statista.com/outlook/335/100/crowdfunding/worldwide>:

<sup>9</sup> Statista Cambridge Center for Alternative Finance: The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report, 2020:

մինչդեռ, քրաուդֆանդինգային շատ արշավներ անհատապես են հավաքագրում նույնքան գումար, իսկ հաջողված արշավները միջինում՝ 28.656 ԱՄՆ դոլար<sup>10</sup>:

Անդրադառնալով ՀՀ պարտատոմսերի շուկային՝ կարող են նշել, որ այն բաժանվում է երկու մասի՝ պետական և կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկաների: ՀՀ-ում այլընտրանքային ֆինանսավորման մեթոդների կիրառելիության հնարավորությունները հասկանալու համար անհրաժեշտ ենք համարել ՀՀ ֆինանսական շուկայի վերլուծությունը: 2019-2020 թթ. (մայիս-մայիս) տվյալների<sup>11</sup> վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ ՀՀ ֆոնդային բորսայում բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալը կազմել է 3.212.179.340 ՀՀ դրամ: Ֆոնդային բորսայում թողարկողների կազմում մեծ տեսակարար կշիռ են կազմում առևտրային բանկերը: Նույն ժամանակահատվածում ֆոնդային բորսայում կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալը կազմել է 32.120.810.678 ՀՀ դրամ: Պետական պարտատոմսերի շուկան որոշակի ծավալով ֆինանսավորում է ՀՀ ԿԲ-ն, այս շուկայի գործունեությունը հիմնականում ուղղված է բանկային համակարգի իրացվելիության պահպանմանը: 2019 թ. մայիսից մինչև 2020 թ. մայիս ՀՀ ֆոնդային բորսայում կնքված գործարքների ծավալը անվանական արժեքով կազմում է 70.462.395.000 ՀՀ դրամ: Ինչպես նկատում ենք ներկայացված վիճակագրական տվյալներից, ՀՀ ֆինանսական շուկայում առավել կիրառելի է պարտատոմսերով ֆինանսավորումը, որում հիմնականում բանկերն են ընդգրկված: Այսինքն, միջոցների տեղաբաշխման առումով բանկերի դերը շուկայում բավականին մեծ է:

Կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայում ՀՀ դրամով արժեկտրոնային պարտատոմսերի միջին տոկոսադրույքը տատանվում է 9,5-10%-ի, իսկ ԱՄՆ դոլարով արժեկտրոնային պարտատոմսերի միջին տոկոսադրույքը՝ 5,5-6%-ի միջակայքում:

Համաձայն վիճակագրական տվյալների՝ պարտատոմսեր թողարկողները հիմնականում առևտրային բանկերն են, ՀՀ խոշոր ընկերությունները և պետությունը: Իսկ մյուս ընկերություններն ազատ դրամական միջոցների ներդրման համար հիմնականում առաջարկներ չեն ներկայացնում: Մինչդեռ, այդ դրամական միջոցների մի մասը կարող է նաև քրաուդֆանդինգի միջոցով ուղղվել ստարտափների ֆինանսավորմանը: Այս առումով, ներդրողների ռիսկը, իհարկե, ավելի բարձր է, սակայն, օրինակ, պարտքային քրաուդֆանդինգի դեպքում տոկոսային հատույցը, ի տարբերություն պարտատոմսերի շուկայի կողմից առաջարկվող տոկոսային հատույցի, ավելի բարձր կլինի: Սա արդարացնում է ներդրումային ռիսկը և հնարավորություն է տալիս ներդրումային միջավայրի ակտիվացման, ինչպես նաև օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման համար:

ՀՀ-ում ընկերությունների համար ֆինանսավորման գլխավոր աղբյուրը մնում են բանկերը, վարկային կազմակերպությունները, որոնց տոկոսադրույքները հաճախ ավելի ցածր են այլընտրանքային (մեր դեպքում քրաուդֆանդինգային) հարթակում առաջարկվող տոկոսադրույքներից, քանի որ

<sup>10</sup> Sbi Fundera: Crowdfunding Statistics (2020): Market size and growth, 2020, <https://www.fundera.com/resources/crowdfunding-statistics>:

<sup>11</sup> Sbi Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա, Առևտրի տվյալներ, 2020:

այդ հատվածն աչքի է ընկնում բարձր ռիսկայնությամբ, ոչ բավարար իրացվելիության մակարդակով:

«ՀՀ բանկերը վարկավորման նախապատվությունը տալիս են արդեն իսկ որոշակի ֆինանսական կայունություն, կապիտալի պահանջվող մակարդակ ապահովող, ցածր ռիսկայնություն ունեցող ընկերություններին, բայց բարձր ռիսկային ստարտափ-նախագծերն էլ, հանդես գալով փոքր և միջին ձեռնարկությունների տեսքով, կարողանում են ապահովել համապատասխան զարգացում (օրինակ՝ գործազրկության կրճատում, գործարար միջավայրի, մրցակցային դաշտի բարելավում և այլն):

«Հջորդ խնդիրն այն է, որ ՀՀ-ում ազատ դրամական միջոցների տեղաբաշխման «առյուծի բաժինը» կրկին բանկային համակարգինն է, հատկապես, երբ խոսքը վերաբերում է հասարակ ներդրողներին՝ երկրի բնակչությանը, որի համար խնայողությունները ներդրումների վերածելու հասանելի և մատչելի ուղին դրամական միջոցների տեղաբաշխումն է որպես խնայողություն՝ ավանդների տեսքով (3 տրլն 568.209 մլրդ ՀՀ դրամ<sup>12</sup>): Այստեղ էլ առաջ է գալիս քրաուդֆանդինգային շուկայի կարևորությունը՝ ոչ միայն գործարար միջավայրը, այլև խնայողությունները ներդրումների վերածելու և ֆինանսական շուկաները զարգացնելու տեսանկյունից:

Ելնելով վերը նշվածից՝ կարծում ենք, որ ՀՀ-ում պարտքային քրաուդֆանդինգի կարգավորման համար կարևոր նախապայման է տոկոսադրույքների խելամիտ մակարդակը, որը պետք է տատանվի 24-36%-ի (անվանական տոկոսադրույք) սահմանում (հաշվի առնենք այն հանգամանքը, որ ՀՀ բանկերի և վարկային կազմակերպությունների արդյունավետ տոկոսադրույքն առավելագույնը կարող է լինել 24%<sup>13</sup>): Սակայն խնդիրն այստեղ ՀՀ բանկային համակարգի առաջարկած տոկոսադրույքների համեմատաբար բարձր մակարդակն է՝ եվրոպական և ամերիկյան շուկաների համեմատ: Քրաուդֆանդինգային հարթակների միջոցով էլ ավելի բարձր տոկոսադրույքներ առաջարկելը կարող է հանգեցնել նրան, որ տեղական ընկերությունները նախընտրեն օտարերկրյա հարթակներ՝ ավելի մեծ գումարներ վճարելով արշավներ սկսելու, սակայն զգալիորեն քիչ՝ տոկոսավճարների համար:

Ինչպես նշվեց, քրաուդֆանդինգն ընձեռում է ներդրումային մեծ հնարավորություններ, և դրա արդյունքում ստեղծվում են նոր ներդրումային հարթակներ: «Ներդրումային ֆոնդերի մասին» ՀՀ օրենքը որոշակիորեն համապատասխանեցված է նմանօրինակ ֆոնդերի կարգավորման կառուցակարգերին, մասնավորապես՝ ֆոնդերի կողմից տեղեկատվության ապահովման բարձր մակարդակին, գրանցման և կարգավորման պահանջներին, սակայն այս շուկան իր բնույթով առանձնանում է այլ ֆոնդերից և կարիք ունի նոր օրենսդրական կառուցակարգերի մշակման:

<sup>12</sup> Տե՛ս ՀՀ կենտրոնական բանկ, Առևտրային բանկերի կողմից ներգրավված ավանդների ծավալներ, 2019 թ. դեկտեմբերի տվյալներով,

<https://www.cba.am/am/SitePages/statmonetaryfinancial.aspx>:

<sup>13</sup> Տե՛ս ABCfinance: Վարկի փաստացի և անվանական տոկոսադրույքներ, 2018,

<https://abcfinance.am/siteblog/actual-and-nominal-interest-rates-of-the-loan.html>:



«Ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձանց գործունեության նկատմամբ պահանջները» կանոնակարգի<sup>14</sup> գլուխ 3-ը սահմանում է ֆոնդի հաճախորդներին տրամադրվող տեղեկության ընդհանուր դրույթները, որտեղ տեղեկատվության դերը կարևորվում է հատկապես ներդրողների համար: Այդուհանդերձ, հստակեցված չէ, թե այդ օրենսդրական ակտերից որը կարող է կիրառվել քրաուդֆանդինգի համար, որը՝ ոչ: Հարթակները պետք է կարողանան ապահովել ներդրումային ծրագրերի վերաբերյալ անհրաժեշտ ամբողջական տեղեկատվություն. առկա հնարավոր ռիսկերը, զգուշացումները, ինչպես նաև պարունակեն տեղեկություններ այն անհատի կամ ընկերության մասին, որից գնելու են բաժնետոմսեր կամ վարկավորելու են:

Գնահատելով այս հարթակներից առաջացող ռիսկերը՝ առաջարկում ենք անցկացնել հարցումներ, որոնց միջոցով հարթակներում գործունեություն ծավալող ներդրողները կտեղեկացվեն հավանական ռիսկերի մասին, ինչպես նաև հնարավորություն կունենան գնահատելու՝ արդյո՞ք ներդրումային ծրագիրը համապատասխանում է իրենց ներդրումային նախապատվություններին և առաջնահերթություններին:

Ուսումնասիրելով ԱՄՆ համապատասխան օրենսդրական դաշտը՝ կնկատենք, որ Securities and Exchange Commission-ի կողմից ընդունված և Securities Act Section 4(a)(6)-ում ներառված Regulation Crowdfunding-ը<sup>15</sup> վաճառված բաժնետոմսերի փոխանցելիությունը սահմանափակում է 1 տարի ժամկետով (հնարավոր է փոխանցել որոշ փոխկապակցված անձանց): Այսինքն, քրաուդֆանդինգում երկրորդային շուկան դեռևս այդքան էլ զարգացած չէ և ունի թե՛ դրական, թե՛ բացասական դրսևորումներ: Ըստ էության, հարթակների միջոցով ֆինանսավորվող նախագծերը դեռևս իրենց նախնական ձևավորման փուլում են, և տեղեկատվական թույլ դաշտի պայմաններում բաժնետոմսերի արժեքային գնահատումը ավելի է բարդանում երկրորդային շուկայում այն շրջանառելու համար: Հաշվի առնենք նաև այն հանգամանքը, որ հարթակների միջոցով «թողարկվող» արժեթղթերը գրանցված չեն ֆոնդային բորսայում: Սակայն երկրորդային շուկայի բացակայությունը ներդրողների համար առաջացնում է հասանելի տեղեկատվության պակաս, ինչպես նաև նվազեցնում է բաժնետոմսերի իրացվելիությունը, ինչն, իր հերթին, կարող է անդրադառնալ ներդրումային գրավչության վրա:

Թեպետ երկրորդային շուկան արդեն իսկ որոշ երկրներում սկսել է զարգանալ (օրինակ՝ Seedrs հարթակը), սակայն կարծում ենք, որ Հայաստանի համար սկզբնական շրջանում նախընտրելի է, որ լինեն երկրորդային շուկայի սահմանափակումներ՝ քրաուդֆանդինգային շուկաների բնականոն զարգացմանը նպաստելու համար, իսկ արդեն որոշակիորեն ձևավորված շուկա ունենալուց հետո թույլատրել երկրորդային շուկաներում շրջանառությունը՝ պահպանելով հսկողությունը և խուսափելով բացասական շուկայական ազդակներից:

Առհասարակ, քրաուդֆանդինգային շուկայի օրենսդրական կարգավորման մեջ առանցքային տեղ է գրավում կապիտալի պահանջը (capital

<sup>14</sup> Տե՛ս ՀՀ ԿԲ խորհուրդ. Ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձանց գործունեության նկատմամբ պահանջները, Կանոնակարգ 4/07, 2008, <https://www.arlis.am/DocumentView.aspx?DocID=58641>:

<sup>15</sup> Տե՛ս U.S. Securities and Exchange Commission: Regulation Crowdfunding, 2017:

requirement): Այն ենթադրում է կապիտալի որոշակի մակարդակ, որը հարթակները պետք է ունենան իրենց գործունեությունը սկսելուց առաջ, իսկ ներդրողները՝ հարթակի միջոցով ներդրումներ կատարելուց առաջ:

Եթե քննարկենք վերոնշյալ դեպքը (ներդրողների համար), ապա պետք է գործի հետևյալ կառուցակարգը. ելնելով նախագծի ռիսկայնության աստիճանից՝ պետք է ունենալ (ներդրման ծավալ/ներդրողի կապիտալի ծավալ) 100% հարաբերակցության օպտիմալ մակարդակ, իսկ կորպորացիաների դեպքում սովորաբար այն տատանվում է 10%-ի սահմանում: Օրինակ, եթե ծրագիրը ձախողվում է, կորուստը ներդրողների մեջ բաշխվում է քիչ չափաբաժիններով՝ հետագա բացասական հետևանքներից խուսափելու նպատակով: Կարծում ենք՝ այս թիվը կիրառելի է նաև ՀՀ ընկերությունների համար, քանի որ միջազգային պրակտիկայում կիրառվող դրույքաչափերը ներառում են թե՛ զարգացած, թե՛ զարգացող մի շարք պետություններ: Սա հատկապես կիրառելի է բաժնային քրաուդֆանդինգի համար, որտեղ միջոցներն ուղղվում են հիմնականում բաժնետոմսերի ձեռք բերման միջոցով ընկերությունում որոշակի մասնաբաժին ունենալու նպատակին:

Փորձենք ԱՄՆ-ի և Գերմանիայի օրինակով ներկայացնել առկա օրենսդրական սահմանափակումները և դրանց անդրադարձը ՀՀ շուկայի վրա (այս դեպքում գործ ունենք անհատ ներդրողների հետ):

Աղյուսակ 1

**Քրաուդֆանդինգային ներդրումների սահմանափակումները ԱՄՆ-ում<sup>6</sup>**

<p>Եթե ներդրողի տարեկան եկամուտը կամ զուտ ակտիվները փոքր են 107.000 ԱՄՆ դոլարից, ապա հաջորդ 12 ամսվա ընթացքում նա կարող է ներդրում կատարել՝</p>	<p>Եթե ներդրողի և՛ տարեկան եկամուտը, և՛ զուտ ակտիվները մեծ են 107.000 ԱՄՆ դոլարից, ապա՝ հաջորդ 12 ամսվա ընթացքում նա կարող է ներդրում կատարել՝</p>
<p>տարեկան եկամտի կամ զուտ ակտիվների մինչև 5%-ի չափով՝ հարթակում առաջարկվող յուրաքանչյուր արժեթղթի կտրվածքով:</p>	<p>կամ տարեկան եկամտի 10%-ը չզերազանցող չափով՝ հարթակում առաջարկվող յուրաքանչյուր արժեթղթի կտրվածքով:</p>
<p>Եթե ներդրողի տարեկան եկամտի կամ զուտ ակտիվների 5%-ը փոքր է 2.200 ԱՄՆ դոլարից, ապա ներդրում կարող է կատարվել առավելագույնը 2.200 ԱՄՆ դոլարի չափով՝ հարթակում առաջարկվող յուրաքանչյուր արժեթղթի կտրվածքով:</p>	<p>կամ զուտ ակտիվների 10%-ը չզերազանցող չափով՝ հարթակում առաջարկվող յուրաքանչյուր արժեթղթի կտրվածքով:</p>

Նշենք նաև, որ հարթակների միջոցով 1 տարվա ընթացքում ներդրողին վաճառված արժեթղթերի ընդհանուր գումարային մակարդակը չպետք է գերազանցի 107.000 ԱՄՆ դոլարը, իսկ անհատ ներդրողների դեպքում, անգլիական Financial Conduct Authority-ի սահմանած կարգավորմամբ, զուտ ակտիվների մեջ չեն ներառվում բնակարանը, կենսաթոշակային ֆոնդերը և պարտադիր ապահովագրությունը<sup>17</sup>:

<sup>16</sup> Տե՛ս U.S. Securities and Exchange Commission: Report to the Commission Regulation Crowdfunding, 2019, [https://www.sec.gov/files/regulation-crowdfunding-2019\\_0.pdf](https://www.sec.gov/files/regulation-crowdfunding-2019_0.pdf):  
<sup>17</sup> Տե՛ս Financial Conduct Authority: A review of the regulatory regime for crowdfunding, 2015, <https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf>:

Իսկ եթե դիտարկենք գերմանական քրաուֆանդինգային շուկան, ապա այստեղ անհատ ներդրողները կարող են ներդրում կատարել մեկ ծրագրում՝ մինչև 1000 եվրո: Եթե ներդրողի դրամական ավանդները և ֆինանսական գործիքները գերազանցում են 100.000 եվրոն, ապա կարող է առավելագույնը 10.000 եվրո ներդրում կատարվել, մինչդեռ, կորպորացիաների համար չկա որևէ սահմանափակում:

ՀՀ-ի համար առաջարկում ենք հետևյալ մոդելը, որը կնպաստի նաև ներդրումների բազմազանեցմանը և մեծ ռիսկերից խուսափելուն:

Աղյուսակ 2

**Քրաուֆանդինգային շուկայի նորմատիվները ՀՀ-ում\***

Եթե ներդրողի տարեկան եկամուտը կամ զուտ ակտիվները փոքր են 10.000 ԱՄՆ դոլարից, ապա հաջորդ 12 ամսվա ընթացքում նա կարող է ներդրում կատարել՝	Եթե ներդրողի և՛ տարեկան եկամուտը, և՛ զուտ ակտիվները մեծ են 107.000 ԱՄՆ դոլարից, ապա հաջորդ 12 ամսվա ընթացքում նա կարող է ներդրում կատարել՝
տարեկան եկամտի կամ զուտ ակտիվների մինչև 8%-ի չափով՝ հարթակում առաջարկվող յուրաքանչյուր արժեթղթի կտրվածքով:	կամ տարեկան եկամտի 10%-ը չգերազանցող չափով՝ հարթակում առաջարկվող յուրաքանչյուր արժեթղթի կտրվածքով:
Եթե ներդրողի տարեկան եկամտի կամ զուտ ակտիվների 8%-ը փոքր է 400 ԱՄՆ դոլարից, ապա ներդրում կարող է կատարվել առավելագույնը 400 ԱՄՆ դոլարի չափով՝ հարթակում առաջարկվող յուրաքանչյուր արժեթղթի կտրվածքով:	կամ զուտ ակտիվների 10%-ը չգերազանցող չափով՝ հարթակում առաջարկվող յուրաքանչյուր արժեթղթի կտրվածքով:

\* Հաշվարկները կատարվել են՝ ելնելով ՀՀ և ԱՄՆ միջին աշխատավարձի չափերից և մեկ շնչին բաժին ընկնող ՀՆԱ-ից: Կարևորվել է նաև այն հանգամանքը, որ նվազագույն սահմանափակում չգերազանցի եվրոպական զարգացած երկրների նվազագույն սահմանափակումը:

ՀՀ-ում անհատ ներդրողի կողմից մեկ տարվա ընթացքում տեղաբաշխվող առավելագույն գումարի չափը չպետք է գերազանցի ֆիզիկական անձի տարեկան եկամուտների չափը:

Նշենք, որ կարևոր է նաև հարթակի միջոցով առավելագույն կապիտալի հավաքագրման խնդրի կարգավորումը: Կարծում ենք՝ ՀՀ-ի համար ՓՄՁ ֆինանսավորման միջին գումարը քրաուֆանդինգային հարթակների միջոցով կարող է տատանվել 100.000-300.000 ԱՄՆ դոլարի սահմանում՝ ելնելով ՀՀ-ում ՓՄՁ դասակարգումից:

Բաժնային և պարտքային քրաուֆանդինգային հարթակների հետ կապված առաջանում է այլ խնդիր ևս: Քանի որ գործ ունենք ներդրումների, այլ ոչ թե խնայողությունների հետ, ապա, օրինակ, վարկատուների համար ռիսկի ապահովագրման գործում ինքնին որոշակի չափաբաժին իր վրա է վերցնում հարթակը: Այս դեպքում անհրաժեշտություն է առաջանում, որ, մինչև օրենքով սահմանված կարգով վերջնական թույլատրությունը, նրանք ևս բավարարեն կապիտալի որոշակի մակարդակի պահանջը, որով կկարողանան երաշխավորել արշավի ծախսողման դեպքում վարկատուների կորուստները՝ այդպիսով հարթակի ներդրումային գրավչության մակարդակը չնվազեցնելով և մեծացնելով ֆինանսական սթրեսակայունությունը:

Քրաուֆանդինգային զարգացած շուկա ունեցող երկրներում կապիտալի սահմանված միջին արժեքը տատանվում է 50.000 եվրոյի (Մեծ Բրիտանիայում բաժնային քրաուֆանդինգի հարթակների համար այն կարող է

հասնել մինչև 750.000 եվրո՝ կախված հարթակի գործունեության շրջանակից<sup>18</sup>) սահմանում<sup>19</sup>: Կարծում ենք՝ վերոնշյալ թիվը ՀՀ-ի համար ևս արդարացված է և կարող է տատանվել մինչև 100.000 եվրոյի սահմանում՝ հիմնվելով, օրինակ, այն հանգամանքի վրա, որ ՀՀ-ում բանկերի նվազագույն ընդհանուր կապիտալի չափը 62 մլն ԱՄՆ դոլար է, իսկ քրաուդֆանդինգային համեմատաբար զարգացած շուկա ունեցող Վրաստանում՝ 20 մլն ԱՄՆ դոլար<sup>20</sup>: Հաշվի առնենք նաև այն հանգամանքը, որ ՀՀ-ում վենչուրային հիմնադրամների «կանոնադրական (բաժնեհավաք) կապիտալի նվազագույն չափը սահմանվում է 500.000.000 (հինգ հարյուր միլիոն) ՀՀ դրամ<sup>21</sup>»: Իսկ կապիտալի նման սահմանաչափի առկայության պարագայում արդեն ունենք ՀՀ-ում գրանցված և գործող մեկ վենչուրային հիմնադրամ:

Քրաուդֆանդինգային շուկայի ձևավորման գործում նախնական քայլեր արդեն իսկ կատարվել են, մասնավորապես՝ Հայաստանի ֆոնդային բորսայի և Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիայի կողմից մշակված ռազմավարական ծրագրում նախատեսվում է «Նախաձեռնել և ձևավորել քրաուդֆանդինգային հարթակ<sup>22</sup>»: Եվ քանի որ ՀՀ կենտրոնական բանկը տնտեսության ֆինանսական կայունությունն ապահովող մարմինն է, ապա այստեղ ևս պետք է միջամտություն ունենա և իրականացնի անմիջական վերահսկողություն ու կարգավորում: Մասնավորապես, առաջարկում ենք, որ ստեղծված հարթակները նախևառաջ բավարարեն սկզբնական կապիտալի անհրաժեշտ մակարդակը՝ ապահովագրելու ներդրողների ռիսկերը, այնուհետև իրականացնեն վերահսկողություն՝ հարթակներից պահանջելով պարտադիր հաշվետվություններ:

Մեր կողմից մշակվել են հարթակներին և ներդրողներին ներկայացվող հիմնական պահանջները, որոնք դիտարկենք միասնական մոդելի տեսքով: Կարծում ենք՝ գործիքի կիրառության համար անհրաժեշտ են օրենսդրական և նորմատիվային կարգավորումներ: Աղյուսակ 3-ում անդրադարձել ենք քրաուդֆանդինգի օրենսդրական, նորմատիվային և հաշվետվողականության կարգավորմանը: Օրենսդրական կարգավորումը ենթադրում է գործունեության լիցենզավորում և տեղեկատվական թափանցիկություն, որը հնարավորություն կտա լիարժեք տեղեկություն տրամադրելու ներդրողին:

Նորմատիվային սահմանափակումը ներառում է այն հիմնական նորմատիվները, որոնց պետք է համապատասխանի շուկայում առկա տեղական հարթակը:

Հաշվետվողականությանն անդրադարձել ենք այն միտմամբ, որ հարթակը պետք է հաշվետու լինի՝ տրամադրելով ֆինանսական և հաշվապահական տեղեկություն:

<sup>18</sup> Sbc European Bank: Regulating Investment and Lending-Based Crowdfunding, էջ 16, 2018:

<sup>19</sup> Sbc Organisation for Economic Co-operation and Development: Regulatory framework for the Lending-based Crowdfunding platforms, էջ 25, 2018:

<sup>20</sup> Sbc Banks.am: Banks- Armenia vs Georgia, 2017, <https://banks.am/en/news/interviews/13787>:

<sup>21</sup> Sbc ՀՀ օրենքը վենչուրային հիմնադրամների մասին, 2012,

<http://www.parliament.am/drafts.php?sel=showdraft&DraftID=5698&Reading=0>:

<sup>22</sup> Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա, 2018-2020 թթ. ռազմավարություն, <http://www.armbanks.am/hy/2018/07/25/115277/>:

Աղյուսակ 3

**Քրաուդֆանդինգային շուկայում հարթակներին ներկայացվող պահանջները**

Պահանջներ	Բովանդակություն	Արդյունքներ
Օրենսդրական	Լիցենզավորված գործունեություն, տեղեկատվական հասանելիություն և թափանցիկություն, հարկային արտոնություններ	Նախագծերի ռիսկայնության, շահութաբերության և հարկային առավելությունների հնարավորինս պարզ ներկայացում ներդրողին, խթանող հարկային քաղաքականության միջոցով շուկայի առավել արագ զարգացում
Նորմատիվային	Կապիտալի նվազագույն պահանջ	Ֆինանսական սթրեսակայունության բարձրացում, հատկապես՝ հասարակ ներդրողների համար ռիսկերի նվազեցում և ներդրումների բազմազանեցում
Հաշվետվողականություն	Եռամսյակային հաշվետվություններ, տարեկան պարտադիր աուդիտ	Ֆինանսական, հաշվապահական տեղեկության տրամադրում, թափանցիկության ապահովում և շուկայական վերլուծությունների խթանում

Աղյուսակ 4

**Քրաուդֆանդինգային շուկայում ներդրողներին ներկայացվող պահանջները**

Պահանջներ	Բովանդակություն	Արդյունքներ
Նորմատիվային	Կապիտալի և/կամ տարեկան եկամտի նվազագույն պահանջ, ներդրումների առավելագույն մակարդակ, փոխառու կապիտալ/սեփական կապիտալ հարաբերակցություն	Ռիսկերի նվազեցում, ներդրումների բազմազանեցում և ֆինանսական շուկայի կայունություն
Օրենսդրական	Հարկային արտոնություններ	Խթանող հարկային քաղաքականության միջոցով շուկայի զարգացում և ներդրումային միջավայրի բարելավում

Աղյուսակ 4-ում անդրադարձ ենք կատարել շուկայում ներդրողներին առաջադրվող պահանջներին, որոնք բաժանել ենք երկու խմբի՝ *նորմատիվային և օրենսդրական*: Նորմատիվային պահանջներում հատուկ անդրադարձ ենք կատարել կապիտալի կամ տարեկան եկամտի պահանջին, ներդրումների առավելագույն մակարդակին և փոխառու կապիտալ/սեփական կապիտալ նորմատիվներին: Առաջարկվող նորմատիվները հիմնականում ուղղված են ներդրողի ռիսկերի գսպմանը:

Անդրադառնալով օրենսդրական պահանջներին՝ առաջարկել ենք հարկային խթանող քաղաքականության կիրառում ներդրողների նկատմամբ՝ փորձելով ձևավորել բարենպաստ ներդրումային միջավայր:

Աղյուսակ 5-ում անդրադարձ ենք կատարել շուկայում ստարտափներին առաջադրվող պահանջներին: Ներկայացրել ենք օրենսդրական, նորմատիվային և հաշվետվողականության պահանջներ, որոնք հնարավորություն կտան ստեղծելու այնպիսի միջավայր, որում կազմակերպությունն աշխատում է թափանցիկ, հաշվետու է ներդրողներին և վերահսկող մարմնին:

Աղյուսակ 5

**Քրաուդֆանդինգային շուկայում ստարտափներին (ՓՄՁ-ին) ներկայացվող պահանջները**

Պահանջներ	Բովանդակություն	Արդյունքներ
Օրենսդրական	Տեղեկատվական հասանելիություն և թափանցիկություն, հարկային արտոնություններ	Ներդրողին հնարավորինս պարզ ներկայացնել նախագծերի ռիսկայնությունը, շահութաբերությունը և հարկային առավելությունները
Նորմատիվային	Կապիտալի հավաքագրման առավելագույն մակարդակ, նվազագույն կապիտալի պահանջ	Շուկայում մրցակցության վերահսկողություն և ռիսկերի բազմազանեցում
Հաշվետվողականություն	Եռամսյակային ֆինանսական հաշվետվություններ	Ֆինանսական տեղեկության տրամադրում և շուկայական վերլուծությունների լայն հնարավորություններ

**Եզրակացություններ:** Ելնելով քրաուդֆանդինգի կարևորությունից՝ ՓՄՁ զարգացման համար առաջնային է դառնում ՀՀ-ում քրաուդֆանդինգային հարթակների ձևավորումը և այլընտրանքային ֆինանսավորման ներդրումը: Քանի որ Հայաստանի ֆոնդային բորսան (նախկին ՆԱՄԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա) որդեգրել է հարթակի ձևավորման քաղաքականություն, ապա առաջնային ենք համարում, որ հենց այն հանդես գա որպես քրաուդֆանդինգային առաջին հարթակ: Ընդ որում, որպես հարթակ, որը զբաղված կլինի կապիտալ ներդրումային քրաուդֆանդինգի, վարկավորման քրաուդֆանդինգի հիմնախնդիրների լուծմամբ՝ սոցիալական ոլորտից այն տեղափոխելով ֆինանսական շուկա:

Ամփոփելով նշենք, որ մեր կողմից մշակվել են հարթակին, ներդրողներին և ՓՄՁ-ին ներկայացվող պահանջները: Վերջիններս հիմնականում կրում են օրենսդրական, նորմատիվային և հաշվետվողական բնույթ:

Կարևորելով օրենսդրական պահանջները՝ կցանկանայինք անդրադառնալ ներդրողներին և հարթակներին հարկային արտոնությունների տրամադրմանը (ՓՄՁ մասով որոշակի արտոնություններ արդեն իսկ գործում են): Անհրաժեշտ է հարկային արտոնություն տրամադրել հարկման բազայի, հարկային դրույքաչափերի նվազեցման և/կամ հարկային պարտավորությունների հետաձգման շրջանակներում: Կարծում ենք, որ հարկային արտոնությունների կիրառումը քրաուդֆանդինգային հարթակներին հնարավորություն կտա առավել մեծ թափով մուտք գործելու և դիրքավորվելու ՀՀ շուկայում:

Անդրադառնալով նորմատիվային պահանջներին՝ նշենք, որ դրանք հիմնականում միտված են ներդրողների և ՓՄՁ ռիսկերի նվազեցմանն ու բազմազանեցմանը: Վերջինս կապահովի ֆինանսական կայունություն և զարգացում: Առավել կարևորում ենք կապիտալի պահանջի նորմատիվը, քանի որ այս դեպքում մեծավ մասամբ գործ ունենք ոչ արհեստավարժ ներդրողների հետ: Վերջիններիս հետ կապված՝ միջազգային պրակտիկայում գործում են հստակ սահմանափակումներ և պահանջներ, որոնք միտված են ռիսկերի կարգավորմանը և երկրում առկա ազատ դրամական միջոցների արդյունավետ բաշխմանը:

Կարևորելով հաշվետվողականության պահանջները՝ նշենք, որ դրանք հիմնականում միտված են տեղեկատվության թափանցիկությանը, շուկայա-

կան վերլուծությունների խթանմանը և շուկայի գնահատման հաշվետվությունների համակարգի ձևավորմանը:

Նշենք նաև, որ ՀՀ-ն կարող է օգտագործել տվյալ շուկայում հաջողություն գրանցած երկրների փորձը և խթանել քրաուդֆանդինգի զարգացումը, ներդրումային նոր շուկայի ձևավորումը: Ներդրումային միջավայրի բարելավման արդյունքում ՀՀ վարկանիշը միջազգային վարկանշավորման աղյուսակներում կբարձրանա, ինչը կնպաստի օտարերկրյա ներդրումների ներգրավմանը՝ ապահովելով երկրի ներդրումային գրավչությունը և հիմք ստեղծելով արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար:

### Օգտագործված գրականություն

1. Brüntje D., Gajda O., Crowdfunding in Europe: State of the Art in Theory and Practice, 2015.
2. Burkett E., A Crowdfunding Exemption-Online Investment Crowdfunding and US Securities Regulation. Transactions: Tenn. J. Bus. L., 2011.
3. Cumming D., Hornuf L., The Economics of Crowdfunding: Startups, Portals and Investor Behavior, 2018.
4. Dakdaki M., Crowdfunding as a Source of Finance. Crowdsupporting, Crowdinvesting, Crowdlending, Crowddonationg, 2016.
5. European Bank, Regulating Investment and Lending Based Crowdfunding, 2018.
6. Havrylchuk O., Regulatory Framework for the Loan-based Crowdfunding Platforms, 2018.
7. Kuussaari H., Setting up New Peer-to-Peer and Crowdfunding Statistics - a Case Study by the Bank of Finland, 2019.
8. Micic I., Crowdfunding. Crowdfunding: Overview of the Industry, Regulation and Role of Crowdfunding, 2015.
9. Hogue Mr. J., Step by Step Crowdfunding: Everything You Need to Raise Money from the Crowd, 2015.
10. Rosandic A., Arsenidze G., Khutsishvili S., Social Economy in Eastern Neighbourhood and in the Western Balkans, 2018.
11. Rose N., Equity Crowdfunding, 2016.
12. Ziegler T., Shneor R., Wenzlaff K., Odorović A., Johanson D., Hao R., Ryll L., The 4th European Alternative Finance Benchmarking Report, 2019.

**АНУШ ГАСПАРЯН**

*Ассистент кафедры финансового учета АГЭУ,  
кандидат экономических наук*

**АЙК КАЛАНТАРЯН**

*Студент 3-ого курса факультета бухгалтерского учета и аудита АГЭУ*

**Перспективы регулирования краудфандинга в Республике Армения.** – Целью исследования является изучение рынка краудфандинга на глобальном уровне, определение его возможностей и роли в экономическом развитии, а также изучение законов и других нормативных актов, необходимых для его эффективного регулирования. Целью статьи является выяснение того, как регулирование краудфандинга работает в странах, которые возглавляют этот рынок, его особенности и перспективы, а также соответствующие рекомендации для армянского рынка в результате анализа. Исследование показывает, что только в случае законодательного и эффективного регулирования рынка краудфандинг может стать одним из важнейших источников альтернативного финансирования для экономики Армении, что поспособствует эффективному регулированию финансовых рынков и открытию новых инвестиционных возможностей для простых инвесторов и предоставление новых способов привлечению средств для бизнес-проектов.

**Ключевые слова:** *краудфандинг, альтернативное финансирование, финансовые рынки, частный инвестор.*  
JEL: D53, G11

**ANUSH GASPARYAN**

*Assistant Professor at the Chair of Financial Accounting at ASUE,  
PhD in Economics*

**HAYK KALANTARYAN**

*3<sup>rd</sup> year BA Degree Student at the Department of Accounting and Auditing at ASUE*

**Crowdfunding Regulation Perspectives in the Republic of Armenia.** – The research aims to study the global crowdfunding market, identify its opportunities and role in economic development, as well as study the laws and regulations required for its efficient regulation. The goal of the paper is to find out how crowdfunding regulation works in the countries leading in this market, its characteristics and prospects, as well as relevant recommendations for the Armenian market as a result of the analysis. The study shows that only effective market regulation can make crowdfunding one of the most significant sources of alternative financing for the Armenian economy, thus ensuring and contributing to the effective regulation of financial markets and opening up new investment opportunities for ordinary investors and providing new ways for business projects to collect money.

**Key words:** *crowdfunding, alternative financing, financial markets, private investor.*  
JEL: D53, G11