

# Финансовые институты, выполняющие банковские функции без банковской лицензии

## Введение

**Парабанковская система (shadow banking)** – это совокупность финансовых институтов вне банковского сектора, которые выполняют сходные с банками функции, но не подпадают под строгие банковские регуляции <sup>1</sup> <sup>2</sup>. Иными словами, это **небанковские финансовые посредники**, легально предоставляющие услуги, характерные для традиционных коммерческих банков, однако действующие вне рамок стандартного банковского надзора. Масштаб этого сектора значительно вырос за последние десятилетия: по оценке S&P Global, в конце 2022 года на институты shadow banking приходилось около **\$63 трлн активов**, что составляет ~78% глобального ВВП (для сравнения, в 2009 году – \$28 трлн, ~68% ВВП) <sup>3</sup>. Таким образом, парабанковские посредники по совокупным активам уже сопоставимы с традиционными банками и играют ключевую роль в финансировании мировой экономики.

Примерами таких небанковских институтов являются **хедж-фонды, страховые компании, инвестиционные фонды, брокерско-дилерские фирмы, компании по секьюритизации, денежные рынки (money market funds)** и т.д. <sup>4</sup> <sup>5</sup>. Несмотря на вызывающий ассоциации термин «*теневой банкинг*», сами эти структуры не обязательно нелегальны или злонамеренны – нередко используется нейтральный термин *market-based finance* (рыночно-ориентированное финансирование). Бывший председатель ФРС Бен Бернанке определял shadow banking как «разнообразный набор институтов и рынков, которые в совокупности выполняют традиционные банковские функции – но вне рамок системы регулируемых депозитных учреждений» <sup>6</sup>.

Возникнув во второй половине XX века, парабанковский сектор эволюционировал от узких нишевых рынков (например, евродолларовых депозитов) до гигантской индустрии альтернативных финансов. Он обеспечил дополнительные каналы кредитования и ликвидности, снизив зависимость экономики от классических банков <sup>7</sup>. Однако рост «теневое» кредитования сопровождался и накоплением рисков: небанковские посредники не имеют доступа к поддержке центральных банков и системе страхования вкладов, поэтому их проблемы могут спровоцировать цепную реакцию в финансовой системе. Так, крах неподнадзорных ипотечных кондуитов и инвестбанков стал одним из триггеров глобального финансового кризиса 2007–2008 гг. <sup>8</sup>. После кризиса, по мере ужесточения банковского регулирования, роль теневого банкинга в кредитовании лишь усилилась <sup>9</sup>.

В этом аналитическом отчете рассматриваются исторические корни парабанковской системы – от появления рынка *Eurodollar* до развития индустрии *private equity*, современные формы небанковских финансовых институтов, их функциональная схожесть с банками, а также причины, позволяющие им работать без банковской лицензии. Будут приведены примеры крупнейших глобальных игроков сектора (SoftBank, Blackstone, KKR, Apollo, Ares, Stripe Capital, MakerDAO и др.), выполнено сравнение их функций с классическими банками, проанализирована роль этих структур в технологическом развитии (в сравнении с венчурными фондами) и влияние на мировую экономику. Наконец, отдельное внимание уделено перспективам развития

аналогичных моделей финансирования в России – через механизм инвестиционных товариществ (ФЗ-335) и **Revenue-Based Financing (RBF)** как замены классического венчурного финансирования в условиях слабой отечественной VC-инфраструктуры.

## Исторические корни парабанковской системы

Истоки современного shadow banking берут начало в период **после Второй мировой войны**. Одним из первых примеров банковских функций вне традиционных банков стала **евродолларовая система (Eurodollar market)**. Евродолларами называют долларовые депозиты, размещённые за пределами США (изначально – в европейских банках). Этот рынок возник в конце 1950-х: *Советский Союз начал хранить долларовые резервы в европейских банках, чтобы избежать контроля со стороны США*, а вслед за ним и западные корпорации нашли в офшорных счетах способ обходить американские ограничения и налоги <sup>10</sup>. К 1960–1970-м гг. рынок евродолларов бурно разросся: банки активно выдавали кредиты в долларах за пределами юрисдикции ФРС, формируя глобальный офшорный денежный пул. Уже к 2021 году объём евродолларовых депозитов оценивался в **\$13 трлн**, что превышает размер внутреннего рынка денежного обращения США <sup>11</sup>. Евродоллары оперируют вне прямого надзора американских регуляторов, поэтому их бурный рост сопровождался тревогами относительно системных рисков: например, **массовое изъятие евродолларовых вкладов** потенциально могло бы вызвать глобальный кризис ликвидности <sup>12</sup>. Тем не менее, евродолларовый рынок стал базовым пластом парабанковской системы, обеспечивая трансграничное движение капиталов и кредитование международной торговли вне рамок национальных центробанков.

Ещё одним историческим корнем shadow banking стало появление в 1970-х годах **паевых инвестиционных фондов денежного рынка (money market funds)**. В 1971 г. был запущен первый такой фонд (Reserve Fund), предложивший инвесторам свободно выводимые паи с привязкой к \$1 – функциональный аналог банковского депозита, но без банковской лицензии. Денежные фонды позволяли обходить ограничения на ставки по банковским депозитам (Regulation Q) и быстро набрали популярность: к концу 1970-х население и компании в значительных объёмах переводили сбережения в эти фонды в поисках более высокой доходности. **Пол Маккалли (PIMCO)**, впервые введший термин «*shadow banking*» в 2007 году, называл именно рост фондов денежного рынка в 1970-х рождением парабанковской системы <sup>13</sup>. По сути, money market funds функционируют почти как банковские депозиты (принимая деньги и обещая сохранение номинала и ежедневную ликвидность), но *формально не являются банками и не застрахованы*. Это создает риск эффекта «набега» на фонды в кризисных ситуациях – что и произошло в 2008 г., когда крупнейший Reserve Primary Fund «сломал доллар» (внезапно объявил падение стоимости пая ниже \$1), вызвав панику на денежном рынке.

С наступлением **1980-х** парабанковская сфера получила новый импульс через развитие **рынка высокодоходных облигаций (junk bonds)** и **фонды прямых инвестиций (private equity)**. Инвестиционные банки и специализированные фирмы (вроде Drexel Burnham Л.Милкена) начали финансировать корпорации за счёт выпуска необеспеченных облигаций с высокими ставками – альтернатива банковским кредитам для заемщиков с менее надежным рейтингом. Это позволило профинансировать волну *leveraged buyouts* – выкупов компаний с высокой долей заемных средств, проводимых частными инвесторами. Классический пример – фонд **KKR**, организовавший легендарное LBO RJR Nabisco в 1988 г., собрав финансирование через небанковские каналы (облигации, синдицированные кредиты от небанковских инвесторов). Так формировался сектор *private equity* – фонды, аккумулирующие капитал институциональных и частных инвесторов и направляющие его в выкуп и перестройку компаний. Хотя сами по себе фонды PE изначально больше фокусировались на капитальных вложениях, их деятельность тесно связана с теневым кредитованием: для сделок фонды привлекали долги вне банков (через

выпуск облигаций или небанковских кредиторов), а впоследствии многие из крупных РЕ-игроков создали собственные кредитные подразделения.

Параллельно развивались **хедж-фонды** – изначально (1960–70е) небольшие партнерства для спекулятивной торговли, но к 1990-м они превратились в значимых игроков финансового рынка. К концу 1990-х некоторые хедж-фонды оперировали с таким плечом и в таких масштабах, что их проблемы угрожали стабильности рынка: так, крах фонда LTCM в 1998 г., накануне дефолта России, едва не вызвал цепную реакцию в мировой банковской системе, потребовав вмешательства ФРС и координированного bailout со стороны банков. LTCM, по сути, выполнял банковскую функцию маркет-мейкинга и кредитования через рынки производных инструментов, но вне какого-либо надзора. С тех пор индустрия hedge funds лишь выросла – сейчас в мире насчитывается ~30 тысяч хедж-фондов с совокупными активами порядка \$5 трлн <sup>14</sup>, и многие из них участвуют в кредитном межбанковском рынке (например, через операции РЕПО, секьюритизацию, финансирование арбитражных сделок), становясь частью тени банковского сектора.

**2000-е годы** ознаменовались бурной финансовой инженерией и расцветом сложных *секьюритизационных продуктов*. Банки создали множество **SPV/SPC (специальных проектных компаний)** вне баланса, куда перенаправлялись ипотечные и другие кредиты с последующим выпуском облигаций (MBS, CDO) для инвесторов. Появились структурированные инвестиционные фонды – *Structured Investment Vehicles (SIV)* и ABCP-кондуиты, финансируемые за счёт выпуска краткосрочных коммерческих бумаг. Эти структуры явно копировали классическую банковскую модель трансформации ликвидности (берём короткие деньги – выпускаем долгосрочные кредитные активы), но были оформлены вне банковских балансов и регуляций. В спокойные времена они эффективно расширяли объем доступного кредита (например, ипотечные SIV финансировали раздачу субprime-ипотек сверх возможностей балансов банков). Однако к 2007 г. уязвимость стала очевидной: как только инвесторы потеряли доверие к обеспечению (ипотеке), произошёл «набег» на теневые банки – инвесторы отказались рефинансировать коммерческие бумаги и выкупать новые транши CDO. В результате парализованный *shadow banking* механизм мгновенно отразился на реальных банках (которым пришлось возвращать на баланс «зависшие» в SPV активы) и запустил кризис ликвидности. Не случайно термин «*shadow banking system*» получил широкое хождение именно в ходе кризиса 2007–2008 гг., когда выяснилось, что огромный пласт кредитной деятельности ушёл «в тень» от регуляторов, но остался финансово связан с традиционными банками <sup>15</sup>.

После кризиса регуляторы в США и Европе ужесточили требования к банкам (Базель III и др.), что ограничило банковское кредитование. Однако **спрос на кредит никуда не делся**, и его во многом принялись удовлетворять небанковские игроки. В 2010-х возникли новые формы парабанковской активности: **peer-to-peer платформы** прямого кредитования, **marketplace lending**, **финтех-стартапы** в кредитовании, а также зарождение сектора **децентрализованных финансов (DeFi)** на базе блокчейна. Совокупный небанковский финансовый сектор продолжил стремительный рост. По данным FSB, к концу 2021 года активы небанковских финансовых посредников достигли \$293,3 трлн, что составляло **49,2% всех глобальных финансовых активов** (почти половина мировой финансовой системы) <sup>16</sup>. Для сравнения, крупнейшие экономики сильно опираются на shadow banking: в США он традиционно развит наиболее (исторически через рынки капитала), а в Китае к 2019 г. объем парабанковских активов оценивался в \$12,9 трлн (86% ВВП и ~29% совокупных активов финсектора КНР) <sup>17</sup>. Это подчёркивает, что парабанковская система из нишевого явления превратилась в основной источник кредитования наряду с банковской системой.

## Современные формы «теневого банкинга»

Современный парабанковский (shadow) сектор включает разнородный набор институтов и платформ. Рассмотрим основные формы небанковских финансовых посредников, активно выполняющих банковские функции сегодня:

### Hedge funds (хедж-фонды)

**Хедж-фонды** – это частные инвестиционные фонды, обычно организованные в форме партнерств, специализирующиеся на активном управлении капиталом с использованием широкого набора стратегий (арбитраж, кредитные стратегии, макро-спекуляции, алгоритмический трейдинг и пр.). С точки зрения парабанковской системы, хедж-фонды выполняют ряд банковоподобных ролей: они **привлекают средства инвесторов** (вместо депозитов – паи или доли ограниченных партнёров), используют **кредитное плечо** и заёмные средства для операций, и нередко выступают **кредиторами сами**. Многие hedge funds прямо занимаются кредитованием: например, *credit hedge funds* предоставляют займы компаниям или выкупают проблемные кредиты, *global macro фонды* через операции РЕПО фактически кредитуют рынки ценными бумагами, *фонды прямого кредитования* (часто структурированы как хедж-фонды или закрытые фонды) замещают банки в выдаче займов среднему бизнесу. Хедж-фонды не имеют банковской лицензии и не принимают вкладов населения, поэтому регулируются лишь в части требований к квалификации инвесторов и раскрытия информации. Тем не менее, их масштаб делает их де-факто участниками кредитной системы: глобально хедж-фонды управляют порядка **\$4,9–5 трлн активов** <sup>14</sup>, а за счет заимствований их совокупный баланс ещё больше. Они могут предоставлять ликвидность там, где банки уходят (например, финансирование сделок на развивающихся рынках, скупка рискованных облигаций, кредитование под залог активов). Примером служит деятельность крупных мультистратегийных фондов – таких как **Citadel, Bridgewater, Millennium** – которые в периоды рыночного стресса нередко становятся источником кредитования на рынке (через сделки РЕПО или покупку дисконтных бумаг) вместо банкротящихся банков. С другой стороны, высокая свобода от надзора позволяет некоторым хедж-фондам принимать на себя чрезмерные риски, что создает угрозу внезапных потрясений. Известный недавний кейс – крах фонда **Archegos Capital** в 2021 г., который через свопы набрал многомиллиардные позиции (по сути маржинальные кредиты от банков) и при обвале рынка не смог выполнить margin call, вызвав убытки у нескольких инвестбанков. Этот эпизод напомнил, что хотя хедж-фонды находятся «в тени» регуляции, их проблемы быстро могут перекинуться на традиционный сектор.

### Private equity и private credit фонды

**Фонды прямых инвестиций (Private Equity, PE)** и их быстро растущие родственники – **фонды private credit (частного кредитования)** – представляют еще одну крупную категорию небанковских финансовых институтов. Классический *private equity фонд* – это ограниченное партнерство, собирающее капитал институциональных инвесторов (пенсионных фондов, страховых компаний, семейных офисов, богатых частных лиц) и вкладывающее его в приобретение долей в компаниях (приватные и публичные с целью последующего выкупа). Хотя основная цель PE – покупка акций, их деятельность тесно связана с долговым финансированием: для приобретения компаний фонды обычно привлекают значительные долги (механизм LBO). Исторически эти долги предоставляли банки, но после кризиса 2008 все чаще **кредиты для LBO и иных нужд бизнеса исходят от самих private капиталов** – так появилось направление **direct lending (прямое кредитование)** частными фондами.

Сегодня крупнейшие альтернативные инвестиционные компании – такие как **Blackstone, KKR, Apollo, Carlyle, Ares** – управляют сотнями миллиардов долларов и оперируют целыми кредитными платформами. Например, Blackstone, помимо PE и недвижимости, развил подразделение **Blackstone Credit**, которое само по себе управляет активами свыше \$230 млрд, направленными на корпоративные кредиты и облигации <sup>18</sup>. В целом глобальный рынок *private credit* (частных несекьюритизированных займов) вырос с менее \$200 млрд в 2008 г. до почти **\$2 трлн на конец 2023 г.** <sup>19</sup>. Это десятикратный рост за 15 лет, отражающий мощный сдвиг: когда банки под давлением нормативов отошли от рискованного кредитования (например, кредитов со значительным плечом, займов среднему бизнесу без высокого рейтинга), их место заняли фонды частного капитала. Private credit фонды структурируются обычно как закрытые фонды или бизнес-развивающие компании (BDC) и не принимают депозиты от широкой публики – они получают деньги от ограниченного круга инвесторов, минуя требования банковского лицензирования. Эти фонды предоставляют **прямые займы компаниям, покупают портфели кредитов, финансируют инфраструктурные проекты** и т.д., зачастую держат кредиты до погашения (в отличие от банков, которые могут продать). Например, **Apollo Global Management** известен фокусом на кредитные стратегии: через аффилированную страховую компанию Athene она аккумулирует страховые резервы и направляет их в кредиты и секьюритизации, фактически выполняя функцию кредитного посредничества как банк, но в иной обёртке. **Ares Management** – один из крупнейших в мире прямых кредиторов для средних компаний, выдающий заемное финансирование там, где локальные банки не справляются. **KKR** и **SoftBank** запустили собственные фонды прямого кредитования технологическим компаниям, обходя венчурный долг. Таким образом, private equity/credit фирмы сейчас – ключевые узлы парабанковской системы, конкурирующие с банками на кредитном рынке. Многие крупные сделки (например, выкуп медиакомпаний Thomson Reuters в 2018) финансировались консорциумами **небанковских кредиторов** вместо традиционных банков <sup>20</sup> <sup>21</sup>. Этот сдвиг столь заметен, что регуляторы признают: «*кредит мигрирует из регулируемых банков к более непрозрачному миру private credit, что несёт новые риски*» <sup>22</sup> <sup>23</sup>. Отчасти private credit стал возможен благодаря арсеналу юридических структур: фонды создаются в юрисдикциях типа Делавэра или Каймановых островов, привлекая средства квалифицированных инвесторов без регистрации в качестве банков.

Стоит подчеркнуть, что private equity/credit фонд – не банк по закону, однако **функционально** он может выполнять те же задачи: сбор средств у инвесторов (вместо депозитов), оценка и принятие на баланс кредитного риска (займы компаниям), иногда трансформация ликвидности (фонды часто закрыты на 5-7 лет, т.е. инвесторы не могут забрать деньги раньше срока, что позволяет фонду выдавать долгосрочные кредиты – своего рода аналог банковской трансформации сроков). В отличие от банка, фонд не пользуется доступом к центробанку и не обязан соблюдать нормативы достаточности капитала – вместо этого риск несут сами инвесторы фонда. Результат – более высокая доходность (фонды ожидают 8-15% годовых по займам против 3-5% у банков), но и более высокий риск *по умолчанию не для государства, а для частных инвесторов*. За последнее десятилетие private equity и private credit стали важным фактором и в технологическом секторе, о чём подробнее будет сказано ниже – они финансируют стартапы поздних стадий, инфраструктуру data-центров, выкупают IT-компании, продвигая технологические инновации вне традиционной банковской системы.

### **Финтех-платформы (marketplace lending, BNPL и др.)**

**Финтех-платформы** в сфере кредитования – одно из самых заметных явлений 2010-х, дополнившее классический теневой банкинг за счет технологий. Речь идёт о *онлайн-сервисах*, которые соединяют инвесторов и заемщиков напрямую или сами выдают кредиты, но без статуса банка. Пионером здесь стали модели **peer-to-peer (P2P) lending**: компании вроде **LendingClub** и

**Prosper** (США, основаны ~2006–2007) создали интернет-платформы, где частные лица могли инвестировать в займы другим частным лицам. Изначально LendingClub работал как *посредник*: не имея банковской лицензии, он рассматривал заявки заемщиков, структурировал их как ноты через партнёрский банк, а затем эти ноты раскупались инвесторами на платформе. По сути, LendingClub выступал кредитным брокером и администратором займов, не принимая депозиты, поэтому не считался банком. Эта модель позволила привлечь миллиарды долларов под займы населению и малому бизнесу, минуя банки. Со временем регулирование ужесточилось, и сам LendingClub в 2020 г. приобрел небольшую банковскую организацию, чтобы трансформироваться в финтех-банк. Но его ранний успех открыл дорогу множеству **marketplace lending** платформ по миру, в том числе в Европе (например, **Funding Circle** в Британии для P2P кредитов малому бизнесу) и особенно в Китае, где P2P-кредитование в 2010-х разрослось до сотен миллиардов юаней, пока не было свернуто властями после серии дефолтов.

Другой формой финтех-кредитования стали сервисы **Buy Now Pay Later (BNPL)**. Компании типа **Klarna** (Швеция), **Affirm** (США), **Afterpay** (Австралия) предлагают покупателям рассрочку при онлайн-покупках без участия банков. Клиент приобретает товар сейчас, а платёж разбивается на несколько частей; продавец получает оплату от BNPL-провайдера сразу (за вычетом комиссии), а провайдер затем собирает платежи с клиента. Такие схемы фактически являются **потребительским кредитованием**, но предоставляются не банком, а технологической компанией в точке продажи. BNPL-компании привлекают средства либо от институциональных инвесторов, либо за счет перевыпуска облигаций (секьюритизируя пул рассрочек), в ряде случаев сотрудничают с банками-партнерами для формального размещения займов. Юридически многие BNPL-фирмы не оформлены как банки; например, Klarna получила европейскую банковскую лицензию лишь в 2017 г. для отдельных операций, но основную деятельность продолжает вести как небанковская финтех-фирма. Масштабы BNPL быстро растут – по оценкам, к 2025 г. мировой объем транзакций через BNPL превысит \$680 млрд <sup>24</sup>. Это говорит о том, что значительный сегмент краткосрочного потребительского кредитования ушёл в парабанковский формат.

Ещё один пример – **Stripe Capital**, программа кредитования для малого бизнеса от крупного платежного оператора Stripe. **Stripe** собирает данные о продажах своих клиентов (онлайн-магазинов), и на основе этих данных с 2019 года предлагает им **краткосрочные авансы** на пополнение оборотных средств. По сути, бизнес получает денег вперед, а потом автоматом возвращает их из определенного процента будущей выручки, проводимой через Stripe. Это очень похоже на банковский **овердрафт или кредитование оборотного капитала**, но предоставляется небанковской организацией, использующей свои *Big Data* о торговле. Stripe привлекает средства для этих авансов из собственного капитала или через частные кредитные линии, поэтому формально не принимает депозиты – и ей не нужна банковская лицензия. Аналогичные продукты существуют у **PayPal (Working Capital)**, **Square Capital (ныне Block)** и других финтех-фирм. Они фактически внедряют кредитные услуги в свои платформы. В России похожие сервисы тоже начинают появляться – например, **ЮKassa (Сбер)** и **Тинькофф** предлагали коммерческим клиентам кредитование под выручку.

Таким образом, финтех-платформы расширили парабанковскую систему, привнеся новые модели, основанные на технологиях: **крауд-кредитование, факторинг онлайн, микрокредиты через приложения, сервисы мгновенных рассрочек** и т.д. Их общее свойство – они копируют функции банков (выдача займа, оценка риска клиента, обслуживание платежей по нему), но *работают вне банковского поля*, зачастую под более мягким регулированием небанковских финансовых организаций или вообще без оно (для совсем новых моделей, где законодатели не успели ввести нормы).

## DAO и криптопротоколы (децентрализованное финансирование)

Самая новая и технологически необычная форма парабанковских институтов – это **децентрализованные автономные организации (DAO)** и прочие **криптопротоколы**, предоставляющие финансовые услуги на базе блокчейна. В последние годы бурно развивается феномен **Decentralized Finance (DeFi)** – экосистемы смарт-контрактов, позволяющих пользователям осуществлять традиционные банковские операции (хранение средств, получение кредитов, обмен валют, инвестиции) без посредничества компаний и банков, а напрямую через программный код.

Одним из первых и наиболее известных протоколов DeFi является **MakerDAO** – децентрализованный кредитный протокол, запущенный в 2017 году на блокчейне Ethereum. MakerDAO позволяет пользователям вносить залог в криптоактивах (например, Ether, токенизированные активы) и выпускать взамен **стабильные монеты DAI**, привязанные к доллару США. По сути, MakerDAO выполняет функцию эмиссионного центра: под залог выпускаются «новые деньги» – *стейблкоины*, которые свободно обращаются как суррогат долларов. DAI считается **децентрализованным stablecoin**, не обеспеченным фиатом на банковских счетах, а **сверхобеспеченным криптовалютой** в смарт-контрактах. В пиковые моменты в 2022 г. в обращении находилось свыше \$10 млрд DAI <sup>25</sup>, однако после волатильности крипторынка объем снизился до ~\$5 млрд на середину 2023 <sup>25</sup>. Тем не менее, это огромная сумма для «частных денег», выпущенных полностью вне банковской системы – MakerDAO по масштабам эмиссии уже сопоставим с небольшим центральным банком. Кроме выпуска stablecoin, протокол Maker позволяет пользователям брать **кредит в DAI под залог** (механизм *Vault*): это прямой аналог банковского кредитования, только без банка – условия займа (например, требование залога минимум 130% от суммы, плавающая ставка *stability fee*) определяются алгоритмом и голосованием держателей governance-токена Maker. Возврат кредита происходит путем погашения выпущенных DAI; если стоимость залога падает, протокол автоматически ликвидирует часть залога, чтобы покрыть позицию – таким образом, кредитный риск управляется без человеческого фактора, через смарт-контракт.

Другие DeFi-протоколы также предлагают услуги, имитирующие банковские: платформа **Compound** и **Aave** позволяют любому вложить свои криптоактивы в пул и получать проценты (как депозит), а другие пользователи могут брать из этого пула займы, оставляя залог – процентные ставки для вкладчиков и заемщиков алгоритмически устанавливаются на основе спроса-предложения. Такие протоколы выступают **маркетплейсами ликвидности**, заменяя банк как посредника между вкладчиком и заемщиком. В пике 2021 года совокупный объем средств, заблокированных в DeFi-протоколах (TVL), превышал \$100 млрд, значительная доля из которых приходилась на кредитные протоколы. Сейчас после коррекции рынка TVL ниже, но все еще десятки миллиардов долларов вращаются в этой параллельной финансовой системе.

**DAO (Decentralized Autonomous Organization)** – это форма организации управления протоколом, при которой решения принимаются участниками (обычно держателями governance-токенов) коллективно, через голосование, а исполнение заложено в программные смарт-контракты. Например, MakerDAO формально управляется децентрализованным сообществом, которое голосует за изменения параметров (ставок, новых видов залога и т.д.). В такой модели нет юридического лица, нет регистрации – протокол *просто существует в сети блокчейн*. Это крайняя форма теневого банкинга: **код, выполняющий роль банка**. Примеры: **Uniswap** – децентрализованная биржа, дающая функции обмена активов (то, чем занимаются банки на валютном рынке) без организации; **dYdX** – протокол маржинального кредитования и торговли деривативами, предоставляющий кредитное плечо трейдерам без брокера; **Liquity** – протокол

кредитования без процентов с выпуском стейблкоина LUSD и мгновенной ликвидацией залога по заданным правилам.

Помимо DeFi, к небанковским криптофинансам можно отнести **централизованные крипто-платформы** (CeFi), которые не являются банками, но предлагают хранение и приумножение средств клиентов. Например, до недавнего краха функционировали компании вроде **Celsius**, **BlockFi**, **Nexo**, привлекавшие крипто-депозиты населения под высокие проценты и выдававшие крипто-кредиты. По сути это были «*крипто-банки без лицензии*», чья непрозрачная деятельность закончилась банкротствами в 2022 году, опять же подчеркнув риски отсутствия надзора.

В контексте данного отчета особый интерес представляют **стейблкоины** как форма выпуска суррогатов денег. Помимо упомянутого децентрализованного DAI, существуют централизованные стейблкоины – USDT (Tether), USDC (Circle) и др., суммарная капитализация которых превышает \$130 млрд. Они выпускаются частными компаниями, которые обязуются поддерживать курс 1:1 к доллару за счет резервов. Хотя резервами часто служат безопасные активы (депозиты, облигации), эмитенты *не являются банками* – например, Tether зарегистрирован на Британских Виргинских островах как финкомпания. Стейблкоины фактически выступают **частными электронными деньгами**, обращающимися глобально. Их эмиссия растет благодаря спросу в крипто-торговле и международных переводах, создавая ситуацию, когда значительная часть долларовой ликвидности находится вне банков (оценки показывают, что стейблкоины уже конкурируют с офшорными евродолларами как источник финансирования криптоэкономики). Регуляторы озабочены: если завтра начнется паника и держатели USDT ломанутся менять их на реальные доллары, отсутствие страховки и поддержки от ФРС может привести к «*цифровому набегу*» с непредсказуемыми последствиями. Этот пример показывает двоякую природу парабанковской системы: с одной стороны, она приносит инновации (глобальные цифровые деньги, доступные 24/7), с другой – генерирует новые точки возможного кризиса ликвидности.

В сумме, современные формы shadow banking охватывают практически весь спектр финансовых услуг – от **кредитования домохозяйств и фирм, управления активами, трейдинга и маркетмейкинга, трансграничных платежей, страхования рисков (через деривативы), до эмиссии квазиденег**. Ниже рассмотрены именно ключевые банковские функции, которые воспроизводят эти небанковские структуры.

## **Банковские функции, выполняемые небанковскими институтами**

Традиционные коммерческие банки выполняют несколько базовых функций в экономике: **привлечение депозитов и хранение средств, предоставление кредитов, осуществление платежей, оценка и управление рисками, трансформация ликвидности и сроков, а также создание новых денег (депозитов)**. Парабанковские институты по сути копируют многие из этих функций, хотя реализуют их иными методами. Рассмотрим основные банковские функции и каким образом они отражаются в небанковском секторе:

- **Привлечение средств и хранение ценностей.** Банки собирают сбережения населения и компаний в виде депозитов на счетах, обеспечивая их сохранность и начисляя проценты. Небанковские институты также аккумулируют денежные средства, но в иной форме. Примеры: *фонды денежного рынка* выпускают паи, которые инвесторы покупают вместо открытия счета – по функционалу это аналог депозита (ежедневная ликвидность, стабильная стоимость), хотя юридически пай – инвестиционный продукт. *Страховые*



компании и пенсионные фонды собирают премии и взносы, которые хранят и инвестируют – это долгоиграющие “депозиты” населения, просто с другим назначением (пенсия или страховка). Хедж-фонды и РЕ-фонды аккумулируют капитал ограниченных партнеров, хранят его и управляют им. Криптовалютные платформы предоставляют пользователям кошельки для хранения криптоактивов (например, стейблкоинов) – по сути, выполняют роль цифрового хранилища ценности, часто с возможностью заработка процентов (как “сберегательный счет”). Таким образом, функция приёма и хранения средств присутствует: небанковские игроки выпускают финансовые продукты (паи, токены, полисы), через которые аккумулируют свободные деньги, обеспечивая их сохранность и ликвидность. Важное отличие – **отсутствие государственной гарантии**: в банке депозиты защищены (например, системой страхования вкладов и надзором за достаточностью капитала банка), а вложения в фонд или на криптокошелек защищены только контрактными обязательствами или вообще ничем. Тем не менее, для инвесторов этот риск компенсируется более высокой доходностью. В итоге значительная доля мировых сбережений находится у shadow banking: например, в 2021 г. около **49% всех финансовых активов мира** были не в банках, а в руках небанковских посредников (инвестфондов, страховых и т.д.) <sup>26</sup>.

- **Кредитование и финансирование экономики.** Предоставление займов – ключевая банковская функция. Небанковские институты теперь покрывают практически все сегменты кредитного рынка. Частные кредитные фонды и прямые кредиторы выдают корпоративные займы (вплоть до мульти-миллиардных кредитов на слияния и выкупы) – тем самым выполняют ровно то, что раньше делали корпоративные отделы банков. Hedge funds участвуют в кредитовании через сделки РЕПО (давая “взаймы” средства под залог облигаций другим участникам), через покупку долговых ценных бумаг (финансируя эмитентов) и через прямое финансирование сделок (bridge loans фондов, мецанинные кредиты и пр.). Marketplace-платформы типа LendingClub финансировали сотни тысяч частных заемщиков, заменяя банковские потребкредиты. Компания Klarna или ее аналоги BNPL дали миллионам покупателей рассрочку, которую ранее обеспечивали бы банковские кредитные карты. DeFi-протоколы (Compound, Aave) ежедневно выдают тысячи криптозаймов под залог – их механизм отличается (требуется оверобеспечение), но по экономической сути это те же займы. DAO платформа MakerDAO вообще выпускает кредиты алгоритмически (в DAI) без единого контрагента. Таким образом, **функция кредитного посредничества** ныне далеко не монополия банков. По оценке МВФ, private credit фонды уже сопоставимы по объему с традиционными рынками долгов и активно конкурируют в кредитотворении <sup>27</sup> <sup>23</sup>. Парабанковские кредиторы часто берут на себя более рискованные ниши, куда не идут банки – например, венчурный долг для стартапов, финансирование строительства коммерческой недвижимости, займы малому бизнесу без залога, кредиты развивающимся странам и т.д. Тем самым они повышают общий объем финансирования экономики, хотя и по более высокой цене (их кредиты обычно дороже банковских).
- **Оценка и ценообразование риска.** Банки обладают кредитными департаментами, методиками скоринга и установления процентных ставок по кредитам в зависимости от риска заемщика. Небанковские структуры тоже занимаются андеррайтингом и прайсингом риска, зачастую внедряя инновационные подходы. Например, финтех-лендеры применяют big data и машинное обучение для скоринга заемщиков, учитывая не только кредитную историю, но и альтернативные данные (социальные медиа, поведение на сайте и т.п.). Hedge funds и РЕ-фонды нанимают армию аналитиков для оценки компаний и проектов, берясь за более сложные или нестандартные риски, от которых банки отказываются. Страховые компании и провайдеры кредитных деривативов (например,

продавцы CDS) берут на себя риск дефолта заемщиков, оценивая его актуарно или рыночно, и устанавливают премии (спрэды) – фактически это тоже ценообразование кредитного риска вне банков. *DeFi-протоколы* автоматизируют оценку риска через параметры залогового обеспечения и алгоритмы ликвидности: по сути, процентная ставка там определяется спросом на заимствование данного токена vs предложением – что эквивалентно рыночному механизму цен образования риска. В совокупности, небанковский сектор стал огромным лабораторным полигоном новых методов риск-менеджмента: от **алгоритмических стейблкоинов** (где устойчивость ценового паритета зависит от игровых стимулов пользователей) до **crowd-lending моделей** (где риск диверсифицируется распределением мелких сумм среди множества инвесторов). Конечно, отсутствие регуляции иногда ведет к занижению риска – напр., перед кризисом 2008 структуры типа монолайнов и кондуитов недооценивали кредитные риски, что вылилось в массовые дефолты. Тем не менее, *функция оценки риска* небанковскими институтами осуществляется повсеместно, и во многих сегментах именно они сейчас определяют **цену кредита**. Например, доходность облигаций высокодоходного сегмента (junk bonds) или кредитные спреды в директ лендинге определяются во многом решениями фондов, а не банковских кредиткомитетов.

- **Трансформация ликвидности и сроков.** Банки известны тем, что преобразуют короткие обязательства (депозиты до востребования) в длинные активы (долгосрочные кредиты и облигации) – на этом строится классическая модель *медиатора сроков*, несущая риск ликвидности. Shadow banking тоже выполняет эту трансформацию, хотя часто в иной форме. *Фонды денежного рынка* инвестируют средства с возможностью ежедневного изъятия в более долгосрочные инструменты (краткосрочные облигации, CP), полагаясь, что не все инвесторы сразу заберут деньги – что аналогично банковской модели и так же подвержено риску набега. *Секьюритизационные трасты* до кризиса выпускали краткосрочные АБСР (постоянно рефинансируемые) и покупали на них долгосрочные кредиты – чистой воды трансформация ликвидности, но за пределами баланса банков <sup>28</sup>. Сейчас эту функцию переняли *инвестиционные фонды с открытым выкупом паев*: например, открытые кредитные фонды дают относительно неликвидные займы на годы, обещая инвесторам возможность ежеквартального выхода – возникает риск, что в панике инвесторы придут за деньгами раньше, чем фонд может продать долг. Этот риск регуляторы обсуждают применительно к рынку открытых mutual funds и ETF, которые закупают менее ликвидные корпоративные бонды. Ещё пример – *финтех-краудлендинг*: платформы могли финансировать многолетние кредиты за счёт инвесторов, которые теоретически могут отозвать средства (если есть вторичный рынок кредитов на платформе или краткие периоды вложений). *DeFi* частично избегает проблемы mismatch, требуя overcollateral (протокол всегда покрыт залогом) и зачастую instant liquidation (в случае недостачи – мгновенно продается залог), однако там тоже есть аспекты сроков: многие вкладывают токены в протоколы и могут массово их вывести раньше, чем заемщики погасят – тогда протокол прибегнет к ликвидации залогов, т.е. мгновенному прерыванию кредитов, что грубо соответствует паническому сокращению баланса. В любом случае, *функция трансформации сроков и ликвидности* свойственна не только банкам. Небанковские каналы тоже принимают на себя этот риск. Отличие в том, что у банков есть центральный банк – «кредитор последней инстанции» – а у теневого игрока нет прямой поддержки. В кризис 2008 это проявилось: Федеральному резерву США пришлось экстренно создавать программы прямой поддержки денежного рынка и рынков коммерческих бумаг, фактически временно став ломбардом для shadow banking. В 2020 г. в пандемию ситуация повторилась – ФРС выкупала облигации и ETF, поддерживая ликвидность фондов. То есть, хотя формально небанковские институты не имеют доступа к центробанку, *де-факто* в остром кризисе регуляторы вынуждены их спасать, чтобы спасти

всю систему. Это предмет активной дискуссии о необходимости ввести регулирование ликвидности для крупных фондов и небанковских кредиторов, дабы снизить вероятность подобных вмешательств.

- **Выпуск суррогатов денег и платежные услуги.** Банки традиционно эмитируют деньги через *депозитное сотворение* – выдавая кредит, банк одновременно создает депозит на счету клиента, тем самым увеличивая денежную массу. Shadow banking не может «печатать» официальные деньги, но создает свои заменители и предоставляет платежные средства. Классическим парабанковским суррогатом денег считались *паи фондов денежного рынка*, поддерживающие стоимость 1\$ и принимаемые в расчетах между финансовыми контрагентами почти как квази-деньги (до кризиса 2008 их активно использовали корпорации для парковки кеша и взаиморасчетов). Сегодня на смену им пришли **stablecoins** – криптовалютные токены с привязкой к фиатной валюте, широко используемые в цифровой экономике. Такие токены, выпускаемые частными компаниями (USDT, USDC) или децентрализованными протоколами (DAI), являются **полноценным платежным средством** в определенных кругах (например, в международных переводах, в торговле криптоактивами, в e-commerce у отдельных мерчантов). Стейблкоины можно назвать **цифровыми депозитами**, выпускаемыми без лицензии: пользователь отдаёт эмитенту \$1 – взамен получает токен, обещающий стоимость \$1. Эмитент хранит резерв, но его качество и доступность зависят от правил самого эмитента (нет государственных гарантий, обязательные аудиты лишь добровольные или по мягкому регулированию). Тем не менее, объем стейблкоинов на порядки превосходит аналогичные показатели банков многих стран. Например, Tether (USDT) превысил \$80 млрд в обращении, Circle (USDC) – около \$30 млрд, DAI – ~\$5 млрд, совокупно рынок стабильных монет ~ \$130 млрд. По сути, парабанковская система через стейблкоины создала **глобальную теневую денежную сеть**, параллельную банковской системе корреспондентских счетов. Кроме стейблкоинов, *инвестиционные LP-токены* в DeFi тоже можно рассмотреть как суррогаты: например, положив криптовалюту в пул ликвидности, пользователь получает взамен LP-токен, который представляет право на долю пула и может быть передан или заложен – то есть, это наподобие *депозитного сертификата*, только в мире блокчейна. Он может обращаться, обеспечивая дополнительную ликвидность в системе (двойное использование средств).

Кроме эмиссии денежных суррогатов, небанковские институты предлагают **платежные сервисы**, конкурирующие с банковскими переводами. Финтех-компании (PayPal, Stripe, Revolut и др.) имеют собственные системы электронных кошельков, где хранятся клиентские деньги (зачастую формально лежащие на счетах-партнерах в банках, но клиент этого не ощущает). Расчеты между клиентами внутри таких систем происходят мгновенно и без использования традиционных платежных систем. *Криптовбиржи* и кошельки позволяют производить трансграничные переводы стейблкоинов за минуты, минуя банки и SWIFT. *DAO-протоколы* обеспечивают операции 24/7 без выходных, тогда как банки ограничены операционным временем. В итоге, хотя банки по-прежнему доминируют в глобальных платежах, альтернативная инфраструктура серьезно потеснила их на розничном и трансграничном уровне. Особенно в странах с санкционными рисками и зарегулированностью – криптовалюты и стейблкоины стали каналом обхода, своеобразным *теневым SWIFT*. Парабанковские структуры также выпускают **платежные карты** в ко-брендинге с банками (например, карта Fintech X, привязанная к балансу кошелька), позволяя тратить средства, хранящиеся вне банков. Таким образом, *функция платежного обращения и расчетов* также частично перешла к небанковским провайдерам.

Итак, почти все фундаментальные функции банков так или иначе воспроизводятся институтами shadow banking. Это подтверждает известное высказывание: «Если что-то выглядит как банк,

действует как банк и берет на себя риски как банк – то это и есть банк, просто вне регулирования». В сводном виде основные отличия между классическим банком и небанковскими финансовыми институтами приведены в таблице:

Функция	Традиционный банк	Небанковские институты (shadow banking)
<b>Регулирование и лицензия</b>	Обязана банковской лицензия, жесткий надзор (центробанк, пруденциальные нормативы). Имеет доступ к экстренной поддержке (рефинансирование ЦБ, помощь регулятора при кризисе). <i>Пример:</i> коммерческий банк подчиняется требованиям капитала Базель III.	Отсутствие банковской лицензии; регулирование либо облегченное, либо по другим схемам (регуляция инвестиционных фондов, ограничение круга инвесторов, требования к раскрытию). Нет прямого доступа к ликвидности ЦБ, формально нет госгарантий. <i>Пример:</i> хедж-фонд или РЕ-фонд действует по правилам для инвестфондов, но не как банк.
<b>Привлечение средств (фандинг)</b>	Принимает <b>депозиты населения и компаний</b> (до востребования, срочные). Вклады зачастую застрахованы (госстраховка), привлекаются под относительно низкий процент. Также может выпускать облигации, привлекать МБК.	<b>Привлекает капитал инвесторов</b> (паи фондов, акции, доли LP) или <b>занимает на рынках</b> (выпуск коммерческих бумаг, ноты). Не имеет права на привлечение розничных депозитов до востребования <sup>29</sup> , поэтому полагается на оптовое финансирование или ограниченный круг вкладчиков. Процент по привлечению обычно выше, компенсация за отсутствие гарантий. <i>Пример:</i> private credit фонд собирает \$ от пенсионных фондов как LP на 7 лет; стейблкоин-эмитент получает \$ в резерв и выпускает токены 1:1.*
<b>Кредитование и инвестиции</b>	Выдает разнообразные <b>кредиты:</b> потребительские, ипотечные, корпоративные, проектные. Формирует портфель активов (в основном кредитных) на балансе, получает процентный доход. Также может инвестировать в ценные бумаги (в пределах нормативов).	<b>Предоставляет займы и финансирование</b> различными способами: прямые частные кредиты компаниям, покупка долговых ценных бумаг, финансирование сделок (LBO, проектное финансирование), P2P-займы населению, маржинальное кредитование на рынках, кредиты в криптоактивах и т.д. Активы держатся либо на балансах SPV, либо в портфелях фондов. Присутствует трансформация кредитного риска (секьюритизация, деривативы). <i>Пример:</i> фонд прямого кредитования выдал займ на 5 лет компании X; DeFi-протокол выдал крипто-кредит пользователю под залог ETH.*

Функция	Традиционный банк	Небанковские институты (shadow banking)
Оценка и управление рисками	Имеет кредитные отделы, скоринг, требования к залогам, диверсификацию. Подчиняется нормам (лимиты на крупные риски, резервирование, капитал под риски). Управляет процентным и валютным риском (трежери). Риск-менеджмент обязателен и контролируется надзором.	<b>Самостоятельно оценивает риски</b> (или вообще полагается на рынок). Нет обязательных нормативов капитала или резервов – могут использовать высокое плечо. Риск часто передается инвесторам напрямую (если фонд убыточен, инвесторы теряют, но учреждение не обязательно разорится). Многие используют продвинутые методы (алгоритмы, big data) для скоринга или <b>рыночное хеджирование</b> (через деривативы) для управления рисками. Однако возможны более высокие концентрации рисков. Пример: финтех-кредитор оценивает заемщиков по собственной модели AI; хедж-фонд хеджирует кредитный портфель покупкой CDS.*
Создание денег / ликвидности	<b>Создает новые деньги через выдачу кредитов</b> (деPOSITное умножение). Участвует в платежной системе (счета клиентов = часть денежной массы). Может получать ликвидность от ЦБ под залог.	<b>Выпускает денежные суррогаты</b> (стабильные токены, паи фондов, коммерческие бумаги, электронные кошельки) – они могут использоваться как средство платежа, хотя формально не являются законным платежным средством. Shadow banking обеспечивает значительную долю <i>квазиликвидных активов</i> в экономике <sup>30</sup> . Однако прямого «умножения» денег нет – обычно выпуск суррогатов обеспечен либо резервом, либо залогом. Пример: стейблкоин USDC выпущен в обмен на долларовые резервы, обращается как цифровой доллар; паи Money Market Fund используются корпорациями для расчетов между собой.*

Функция	Традиционный банк	Небанковские институты (shadow banking)
Платежи и расчеты	<p>Осуществляет <b>переводы, платежи, расчеты</b> между счетами, обмен валют.</p> <p>Является членом платежных систем (ЦБ, SWIFT и т.д.). Предоставляет клиентам платежные инструменты (карты, чеки).</p>	<p><b>Предоставляет альтернативные платежные сервисы:</b> электронные кошельки (внутренние переводы мгновенно внутри системы), платежные шлюзы для e-commerce, международные переводы через криптовалюты. Не имеет прямого доступа к системам ЦБ, но часто сотрудничает с банками-партнерами. Выпускает кобрендинговые карточные продукты совместно с платежными системами. <i>Пример:</i> PayPal осуществляет миллионы p2p-переводов внутри своей сети, минуя банковские платежи; криптосеть позволяет переслать USDT из Европы в Азию за минуты.*</p>
Гарантийные механизмы	<p>Пользуется <b>страхованием вкладов</b> (для клиентов до определенной суммы), поддержкой государства при кризисах (пример – докапитализация проблемных банков, экстренная реструктуризация). Имеет доступ к <b>рефинансированию ЦБ</b> (ломбардные кредиты, переучет). Эти механизмы снижают риск паники среди вкладчиков.</p>	<p>Отсутствуют встроенные государственные гарантии для инвесторов или клиентов. В случае кризиса – возможен дефолт фонда/института с потерями для инвесторов. (Правда, на практике при системной значимости власти могут <b>непрямой</b> поддержать – как ФРС спасала рынок коммерческих бумаг 2008 и 2020). Клиенты shadow-сектора сами несут кредитный риск институтов. Нет автоматического кредитора последней инстанции для большинства (исключение – когда небанк привлечен к геро или свопам с ЦБ, но это редкие случаи). <i>Пример:</i> при крахе фонда Archegos в 2021 пострадали его брокеры, инвесторам фонда не помогал регулятор; в то время как при проблемах банка SVB в 2023 регуляторы обеспечили выплаты всем вкладчикам.*</p>

Как видно, главные различия сводятся к **статусу регулирования и механизмам защиты**, тогда как экономическая сущность операций часто сходна. Shadow banking заполняет ниши, где банки не могут или не хотят работать, но при этом теневая модель несёт больше рисков для участников (нет «зонтика» центробанка и страховок). Далее рассмотрим, какими юридическими и организационными способами небанковские институты обходят необходимость банковской лицензии.

## Почему эти институты не являются банками юридически

Если парабанковские структуры во многом ведут себя как банки, почему же они не подпадают под банковское законодательство? Здесь ключевую роль играет само **определение «банка»** в

**праве** и соответствующая регуляция. В большинстве стран лицензия банка требуется для деятельности, включающей **приём вкладов (депозитов) от неопределённого круга лиц с обязательством возврата** и использование этих средств для выдачи кредитов или инвестиций от своего имени. Небанковские институты сознательно **структурируют свою деятельность так, чтобы не попадать под это определение.**

Главные стратегии обхода банковского статуса:

- **Не принимать депозиты до востребования от широкой публики.** Shadow banking учреждения обычно привлекают средства либо как *инвестиции*, либо у ограниченного круга инвесторов. Как отмечает FSB, парабанковская система уходит от надзора прежде всего потому, что **эти институты не принимают классических депозитов населения** <sup>29</sup>. Например, хедж-фонд собирает деньги только у квалифицированных инвесторов через договор партнерства – вкладчики формально становятся совладельцами фонда, а не вкладчиками. Private equity фонд – тоже партнерство, участники которого юридически сопричастны инвестициям, а не кредиторы фонда. Финтех-платформа зачастую работает по модели агентского договора: если вы размещаете деньги для P2P-кредитования, вы не вкладчик компании, вы предоставляете их конкретным заемщикам через платформу (компания лишь посредник). Даже денежные фонды – клиент покупает паи, то есть инвестирует, а не кладёт на счет. Таким образом, **отсутствует договор банковского вклада**, и на эти отношения не распространяется банковский закон.
- **Использование SPV (специальных компаний) и трастовых структур.** Секьюритизация – яркий пример обхода: банк мог бы подпасть под ограничения на объем выданных кредитов, но он создаёт внебалансовую компанию-SPV, продаёт ей пул кредитов, а SPV выпускает облигации инвесторам. SPV не привлекает «вклады», она продаёт ценные бумаги, поэтому не банк. По сути, **разделение функций** – банк выдал кредит, а SPV профинансировала – позволило обойти требования капитала и ликвидности. Аналогично, многие небанковские операции вынесены в отдельные юрлица – *кондуиты, фонды, trust-ы*. Например, **АВСР-кондуит** выпускает коммерческие бумаги, выручкой покупает активы – он выглядел как банк (берет короткие деньги, кладет в длинные ипотечные кредиты), но юридически это отдельная фирма, не принимающая deposits, а продающая *инвестиционные продукты*. С точки зрения надзорного арбитража, до кризиса 2008 это была лазейка – значительная доля банковских операций утекла в SPV, снижая видимые риски на балансах банков <sup>31</sup>. После кризиса регулирование ужесточили, но SPV по-прежнему играют роль, особенно в юрисдикциях с гибким правом (Кайманы, Ирландия и др.) – там регистрируются фонды, выпускающие ноты и токены, имитируя депозиты.
- **Организация в форме фондов/товариществ вместо акционерного банка.** Большинство private equity и hedge-фондов – это **Limited Partnership (LP)**: есть GP (управляющий партнер) и LPs (инвесторы), число LP может быть ограничено (например, до 100 или только квалифицированные). В законодательстве многих стран LP не считается депозитным институтом, ему не нужна банковская лицензия – он подпадает лишь нормам рынка ценных бумаг. Россия, кстати, в 2011 г. приняла закон №335-ФЗ «Об инвестиционных товариществах», который ввел аналог LP – **инвестиционное товарищество (ИТ)** <sup>32</sup>. ИТ не является юрлицом и создается договором между управляющим и вкладчиками, его участники – лишь организации (юрлица). Этот механизм позволяет группе инвесторов объединить капитал для совместных инвестпроектов без учреждения банка. По сути, **инвестиционное товарищество** – контрактная структура, не принимающая деньги от неограниченного круга лиц, потому не банк. Такие товарищества в России применяются для венчурных фондов, закрытых паевых фондов, недвижимости и др. Возможно,

аналогичную форму можно использовать и для private credit – группа компаний-инвесторов через товарищество предоставляет займы, минуя банковскую лицензию, что теоретически соответствует закону. Таким образом, **правовая форма – фонд, товарищество, траст** – даёт возможность работать с коллективными инвестициями без превращения в банк.

- **Иностранная лицензия или пробелы регулирования.** Многие крупные небанковские игроки используют арбитраж юрисдикций. Например, **финансовые компании типа GE Capital, GMAC** исторически выдавали кредиты, не будучи банками, потому что были зарегистрированы как промышленные кредитные компании с менее строгим режимом. **Стейблкоин Tether** эмитируется фирмой на офшорных островах, где нет понятия банковский надзор над такой деятельностью, поэтому формально их бизнес – выпуск «цифровых купонов» – не запрещен. Аналогично, ряд криптобирж (до недавнего ужесточения) оперировали из офшоров, принимая криптовалюту (не признанную официально деньгами) и потому не подпадали под банковские правила. В Китае долгое время **теневое кредитование** шло через *трасты* и брокерские фирмы – банк обходил ограничения, заключая с клиентом договор доверительного управления (trust), а деньги инвестировались в кредитные проекты, считаясь инвестиционной услугой, а не депозитом. Только после всплеска рисков китайские власти ввели «регулирование по сути» и прикрыли многие схемы.
- **Опора на партнерские отношения с банками.** Некоторые финтех-компании обходят необходимость лицензии, сотрудничая с лицензированными банками «в фоне». Например, P2P-платформа может официально все кредиты оформлять через небольшой банк-партнер (это требование ряда регуляторов, как SEC в США), но затем банк сразу продает этот кредит платформе/инвесторам. Юридически депозит и кредит прошли через банк (который имеет право), но экономически и риск находятся у небанка. В сфере платежей – многие небанковские кошельки на самом деле имеют базовый счет в банке, а финтех отражает суб-счета пользователей – т.е. клиент не напрямую в банке, но через «прослойку». Такие схемы позволяют финтеху предоставлять сервис без собственной лицензии, опираясь на **bank-as-a-service** модели.
- **Статус** 非-банковских финансовых компаний (NBFC). В ряде стран есть отдельная категория – NBFC, которым разрешено вести некоторые операции, но запрещено привлекать on-demand депозиты. Например, в Индии NBFC могут выдавать кредиты, лизинг, финуслуги, привлекать инвестиции и срочные средства, но не сберегательные счета. Они регулируются, но иначе, чем банки. Похожая конструкция есть в Китае (микрофинансовые компании, доверительные компании). В США близкий статус – **BDC (Business Development Company)**, публично торгуемые фонды, которые инвестируют в долги малого бизнеса. BDC не банк, но они заполняют нишу банковских кредитов SME, при этом регуляция идет через SEC, а не банковские правила. Таким образом, законодатель может сам создать парабанковский тип организаций, дав им возможности кредитовать без полноценной банковской лицензии.

Обобщенно, небанковские институты избегают статуса банка **либо по предмету деятельности (не принимают депозиты от населения), либо по организационно-правовой форме (фонд, партнерство), либо по географии регулирования.** Это позволяет им не соблюдать банковские нормативы капитала, ликвидности, не участвовать в системе страхования вкладов, избегать жесткого надзора за каждым риском. Такая свобода дает конкурентное преимущество – меньшие издержки, выше допустимое плечо, больше допустимые риски – но и лишает защиты. В



сущности, *shadow banking* существует благодаря регуляторному арбитражу: финансовые услуги предоставляются там, где надзор слабее или правила еще не разработаны.

Например, знаменитый **SoftBank Vision Fund** – это крупнейший технологический инвестиционный фонд (\$100 млрд под управлением) <sup>33</sup>, который в конце 2010-х вливал огромные суммы в стартапы. Vision Fund не банк, а зарегистрированное на Кайманах партнерство при SoftBank, привлекшее капитал от суверенного фонда Саудовской Аравии и др. Он мог инвестировать практически без ограничений в рискованные предприятия. SoftBank таким образом обошел традиционные ограничения банков (которые не могли бы так концентрироваться на венчурных активах). Когда некоторые инвестиции провалились (например, WeWork), фонд понес убытки, но это ударило по инвесторам (Saudis, самому SoftBank), а не по каким-либо вкладчикам с улицы. Такая модель позволяет мобилизовать гигантские средства (масштаб финансирования, как у крупного банка), но без создания банковского института.

## Крупнейшие игроки парабанковского сектора

Парабанковская система включает множество игроков, но особую роль играют глобальные инвестиционные гиганты и технологические платформы. Ниже перечислены некоторые из **крупнейших институтов, выполняющих банковские функции без банковской лицензии**:

- **SoftBank Vision Fund (SVF)** – один из крупнейших в мире фондов инвестиций в технологические компании, основан корпорацией SoftBank (Япония) в 2017 году. SVF привлек около \$100 млрд капитала и финансировал десятки технологических «единорогов» – Uber, WeWork, Slack и др. <sup>34</sup>. По сути, SVF заменил для этих компаний поздние раунды венчурного капитала и даже IPO, предоставив *масштабное финансирование (кредиты, конвертируемые ноты, equity)*, которого не могли дать банки. SoftBank не имел банковской лицензии, а фонд структурирован как частное партнерство на Кайманах, что позволило ему действовать гибко и брать большие риски на капитал инвесторов. SoftBank выступает примером, как промышленная группа (телеком и медиа) трансформировалась в парабанковского финансиста для целой отрасли, минуя банковскую регуляцию.
- **Blackstone Group** – американская инвестиционная компания, крупнейший в мире альтернативный управляющий активами. Blackstone управляет активами свыше **\$1 трлн** (2023) <sup>35</sup>, основными направлениями являются private equity, недвижимость, кредитные стратегии и страхование. Особенно стремительно выросло кредитное крыло: Blackstone Credit & Insurance (BXCI) управляет около **\$355 млрд** кредитных активов <sup>36</sup> – от прямых займов компаниям до портфелей облигаций и CLO (обеспеченных кредитных обязательств). Blackstone владеет несколькими **бизнес-развивающими компаниями (BDC)** и частными кредитными фондами, которые предоставляют займы бизнесу без участия банков. Например, фонд **Blackstone Private Credit Fund (BCRED)** – non-traded BDC для прямого кредитования. Blackstone фактически стал «теневым супермаркетом» финансовых услуг: финансирует недвижимости больше, чем многие банки; владеет **финансовой компанией Finance of America** (ипотечное кредитование); через страховой бизнес управляет огромным портфелем фиксированного дохода. При этом Blackstone – не банк, а публичная управляющая компания, подчиняется только нормам раскрытия информации и регулированию SEC, но не банковскому надзору. CEO Blackstone Стивен Шварцман шутил, что они – «чёрный камень,двигающийся как акула», намекая на их манёвренность вне регуляций. Blackstone продемонстрировал, что небанковская

компания может достичь баланса свыше триллиона и стать системно значимой в кредитной сфере.

- **KKR & Co.** – легендарный частный инвестиционный фонд (США), один из пионеров LBO. Сейчас KKR – глобальный управляющий активами (~\$500 млрд AUM), активно присутствующий в private equity, инфраструктуре и кредите. Кредитное подразделение KKR кредитует компании среднего размера, финансирует LBO и владеет платформами прямого кредитования (например, **KKR Direct Lending**). KKR также управляла многими секьюритизированными инструментами (CLO) и фондами специализирующимися на кредитах с леввереджем. KKR стала публичной, но избежала статуса банковского холдинга – её регуляция скорее как у инвестфонда. В 2023 KKR получила одобрение на покупку страховщика (Global Atlantic), что дает ей постоянный источник "депозитоподобных" премий, усиливая позицию в shadow banking: страховая компания внутри альтернативного менеджера – это модель, при которой регуляция страховщика мягче, чем если бы тот же капитал был в банке, а использовать его можно схоже (вложить в кредитные активы) <sup>37</sup>.
- **Apollo Global Management** – крупный альтернативный инвестор (США) с >\$600 млрд под управлением, известный фокусом на кредитовании. Apollo построила империю, купив страховщика Athene, чьи активы >\$200 млрд, и направляя их в различные кредитные стратегии. Apollo стала своего рода **теневым банком и теневым страховщиком** одновременно: собирает премии по страховым аннуитетам (долгосрочные обязательства), инвестирует в корпоративные кредиты, инфраструктурные долги, секьюритизацию. Apollo активно выдаёт кредиты под залог активов (asset-backed finance) и участвует в финансировании M&A сделок. Компания не является банком, но её основатель Марк Рован отмечал, что Apollo заполняет пустоту, оставленную банками в корпоративном кредитовании. Регуляторы США уже обратили внимание на эту модель, обсуждая, не несет ли она системных рисков, ведь Apollo/Athene по объему активов сравнимы с крупным банком, но вне банковского надзора <sup>38</sup>.
- **Ares Management** – американский инвестиционный менеджер (~\$360 млрд AUM), один из крупнейших прямых кредиторов. Ares специализируется на кредитных средствах middle-market – их фонды предоставляют займы средним и малым предприятиям, недвижимость под доходы, а также управляют BDC (включая публичную Ares Capital Corporation). Ares фактически выполняет роль множества региональных банков, агрегируя их функции в масштабные фонды. Компания публична, но не банк. Ares активна и в Европе, предоставляя кредиты компаниям, которым европейские банки сократили лимиты.
- **Stripe Capital** – подразделение финтех-единорога Stripe (США). Stripe – ведущий провайдер онлайн-платежей для бизнеса, оцененный более \$50 млрд. Используя данные о транзакциях миллионных клиентов, Stripe с 2019 г. предлагает им **авансовое финансирование**. Типичный продукт Stripe Capital: малый бизнес получает, скажем, \$50k сейчас, а затем Stripe автоматом удерживает 10% от ежедневной выручки до погашения фиксированной суммы (например, \$55k). Нет графика платежей – погашение плавающее, привязанное к продажам. Это **Revenue-Based Financing (RBF)**, организованный небанком. Stripe не требует залога или личной гарантии, relying on data. Риски покрываются высокой фиксированной комиссией. Stripe Capital не имеет отдельной лицензии: деньги, выдаваемые клиентам, по соглашению предоставляются партнерским банком (выполняя формально акт выдачи кредита), но тот же день выкупаются Stripe – так реализована модель "банк-партнер". Поэтому регулятивно это **кредит покупателя дебиторской задолженности**, а не банковский кредит клиенту. Аналогично работает **Shopify Capital**

для продавцов Shopify, **Square Capital** (ныне Block Capital) для пользователей Square. В России подобных масштабных примеров пока мало, но **Яндекс** и **СберМаркет** экспериментируют с RBF для партнеров.

- **LendingClub и другие P2P-платформы** – LendingClub был первым массовым P2P-кредитором в США, выдавшим свыше \$50 млрд займов (на 2010-е). Хотя LC теперь стал банком, в расцвет P2P (2008–2016) он являлся образцом парабанковской модели: десятки тысяч частных инвесторов напрямую кредитовали десятки тысяч заемщиков через площадку – классическое кредитное посредничество без банков. В Китае платформа **Ant Group (Ant Financial)** до реструктуризации 2021 г. имела похожую бизнес-модель: через сервис **Ant Jiebei** и **Ant Huabei** она привлекала средства инвесторов и выдавала мгновенные кредиты сотням миллионов пользователей AliPay. В пике Ant контролировала ~10% всего потребительского кредитования Китая без банковской лицензии, пока ЦБ КНР не заставил ее трансформировать эту деятельность в финансовый холдинг. Эти примеры показывают, что финтех может стремительно набрать масштабы в кредитовании, выйдя на уровень крупнейших розничных банков.
- **Klarna, Affirm, AfterPay (BNPL)** – лидеры рынка «*купи сейчас – заплати потом*». **Klarna** (Швеция) обслуживает свыше 150 млн потребителей по миру, предоставляя рассрочки на покупки у 400 тыс. продавцов. Хотя Klarna получила банковскую лицензию в ЕС, её основная услуга – небанковская: клиент не открывает счет, а просто соглашается заплатить позже. **AfterPay** (Австралия) и **Affirm** (США) также выросли как чисто небанковские финтех-компании. Они финансируют рассрочки из привлеченных инвестиций и долговых рынков, секьюритизируя их. BNPL-компании стали важным источником кредитования особенно для молодежи и людей без кредитных карт. Их бизнес не регламентировался кредитными законами (во многих странах рассрочка <4 платежей не подпадает под определение кредита), что давало им свободу. Сейчас регулирование догоняет, но масштабы достигнуты колоссальные – BNPL используется на крупнейших ритейл-платформах, а объем рынка исчисляется десятками миллиардов.
- **MakerDAO** – как представитель DeFi. **MakerDAO** (основан в 2015, запущен в 2017) – децентрализованная организация, стоящая за стейблкоином DAI. Имея сейчас ~5 млрд DAI в обращении <sup>25</sup>, MakerDAO по объему сравним с небольшим банком центральной и восточной Европы по масштабу эмиссии. Его особенность – отсутствие традиционной структуры: ни компании, ни офиса, только смарт-контракты и распределенное сообщество. MakerDAO показывает, что даже *эмиссия денег и кредит* могут быть полностью «оцифрованы»: он держит ~\$7 млрд в залогах (ETH, USDC, stETH и пр.) внутри протокола, автоматом поддерживает коэффициент обеспечения, взимает со заемщиков плату (stability fee) и может ликвидировать залог при недостающем покрытии. В 2022–23 MakerDAO начал даже инвестировать часть резервов в казначейские облигации США через партнерства с трастами (т.е. частично *интегрируется с традиционным рынком*, зарабатывая проценты). MakerDAO – не единственный: **Compound**, **Aave** (каждый с \$3–5 млрд ликвидности), **Uniswap** (децентрализованный обмен, суточный оборот сопоставим с крупной биржей), **Lido** (стейкинг-провайдер) – все они действуют вне банковского поля, но предоставляют финансовые услуги десяткам миллионов пользователей криптоэкосистемы. Такие протоколы можно считать «*алгоритмическими теневыми банками*», и хотя пока они нишевы относительно глобального финансирования, их инновационный подход может быть прообразом будущих финансовых институтов.

Конечно, перечисленными игроками список не исчерпывается – есть еще **револьверные фонды прямого кредитования** (известны также компании **Oaktree**, **Blue Owl Capital**, **Bain Capital Credit**

и др.), **инфраструктурные фонды** (Macquarie и др.), **государственные фонды благосостояния** (например, саудовский PIF, который напрямую кредитует проекты), **семейные офисы миллиардеров**, которые тоже часто выступают кредиторами (например, совокупный капитал семейных офисов мира >\$5 трлн, многие дают loans под залог активов UHNW-клиентам) – все это части парабанковского океана.

## Сравнение с классическим банком

Чтобы наглядно подчеркнуть сходства и отличия, сведем ключевые характеристики классического коммерческого банка и небанковских финансовых институтов в сравнительную таблицу (на примере типичного представителя каждой категории):

Аспект	Классический банк (пример: региональный коммерческий банк)	Небанковский институт (пример: private credit фонд или финтех-платформа)
<b>Правовая форма</b>	Акционерное общество с банковской лицензией.	Договорное партнерство (LP) либо корпорация без банковской лицензии; может быть зарегистрирован офшорно.
<b>Регуляторный надзор</b>	Центральный банк + органы банковского надзора, постоянный мониторинг, пруденциальные нормативы (капитал, ликвидность).	Регуляция как инвестфонда/компании (через комиссии по ценным бумагам), либо отсутствие специализированного надзора. Нет требований достаточности капитала согласно Базелю.
<b>Привлечение средств</b>	Принимает депозиты от населения и фирм, средства на счетах до востребования и срочных вкладах. Может привлекать межбанковские кредиты, выпускать облигации. Вклады застрахованы государством до определенной суммы.	Не принимает розничные депозиты. Привлекает капитал у ограниченного круга инвесторов (участники фонда, квалифицированные клиенты) либо берет займы на рынке (выпускает ноты, биржевые фонды, токены). Защита вложений – на усмотрение договора, государственной гарантии нет.
<b>Размещение средств</b>	Выдает разнообразные кредиты (ипотека, бизнес-кредиты, потребительские), держит часть ликвидности в ценных бумагах, резервирует часть в ЦБ. Зарабатывает на процентной марже.	Предоставляет кредиты или инвестиции по специализированной стратегии: напр. фонд выдает среднесрочные займы компаниям под высокий процент или финтех-платформа кредитует потребителей короткими ссудами. Доход – проценты и комиссии. Как правило, узкая фокусировка (например, только корпоративные кредиты определенного профиля).

Аспект	<b>Классический банк</b> (пример: региональный коммерческий банк)	<b>Небанковский институт</b> (пример: private credit фонд или финтех-платформа)
<b>Риск-менеджмент</b>	Обязан диверсифицировать кредитный портфель, создавать резервы под возможные потери. Ограничен в максимальном размере риска на одного заемщика. Регулятор требует поддерживать достаточный капитал против рисков (норматив Н1 и др.). Имеет подразделение комплаенса, мониторинга.	Самостоятельно управляет рисками: может концентрировать портфель (нет строгих лимитов), часто берет на себя более рискованные кредиты, чем допускают банки. Резервы под убытки – по учетной политике фонда (могут быть отсутствовать, убыток просто ляжет на инвесторов). Кредитное плечо менее ограничено: фонды могут занимать дополнительно (но кредиторы фонду будут следить за риском).
<b>Лeverидж (плечо)</b>	Высокий – за счет депозитов: капитал банка обычно ~10% от активов, остальное заемные средства (депозиты и облигации). Банки сильно регулируются по максимальному лeverиджу (Базель III – коэффициент лeverеджа $\geq 3\%$ ).	Варьируется: чисто инвестиционные фонды могут работать вообще без заемного плеча (только на капитал LP). Но многие небанковские институты используют заемные средства активно (например, hedge-фонд может иметь плечо x5 к капиталу). Прямых ограничений регулятора нет, только условия от контрагентов. В кризис могут быстро распродавать активы, чтобы сократить плечо (нежесткая дисциплина).
<b>Ликвидность</b>	Должен поддерживать нормативы LCR/NSFR – запас ликвидных активов на случай оттока вкладов. Имеет доступ к межбанковскому рефинансированию и кредитам ЦБ при необходимости. В кризис может получить экстренную ликвидность по линии регулятора.	Обязательных нормативов ликвидности нет. Структура пассивов часто более устойчива (средства инвесторов “заперты” на срок фонда), но если предусмотрена возможность выхода инвесторов, то при массовом изъятии может столкнуться с нехваткой ликвидности и заморозить выплаты. Доступа к финансированию ЦБ напрямую нет, только продажа активов или новые займы на рынке (что в кризис затруднено).

Аспект	Классический банк (пример: региональный коммерческий банк)	Небанковский институт (пример: private credit фонд или финтех-платформа)
Создание денег	Создает безналичные деньги: при выдаче кредита одновременно увеличивает депозитную массу. Участвует в платежной системе – деньги на счетах банка принимаются к расчетам повсеместно, тем самым банк фактически увеличивает денежное предложение в экономике (в пределах монетарной политики).	Обычно не создает общепринимаемых денег – выпускает инструменты, которые являются <b>инвестициями или суррогатами</b> . Однако некоторые из этих инструментов могут широко обращаться (например, стейблкоины широко используются как деньги в криптоэкономике). Воздействие на агрегаты денежной массы происходит косвенно – через изменения спроса на банковские деньги.
Платежные услуги	Предоставляет клиентам счета, платежные карты, переводы. Участвует в клиринговых системах, обеспечивает мгновенные расчеты между своими клиентами и взаимодействие с другими банками.	Может предлагать кошельки или счета, но обычно опирается на платежную инфраструктуру банков для конечного погашения. Исключение – <b>криптонети</b> , где платежи происходят полностью вне банков. Финтех может делать P2P переводы внутри системы (например, кошелек PayPal) мгновенно, но вывод средств на внешний счет – через банк. В целом, конкурирует удобством интерфейса, скоростью, но полагается на банки для фиата.
Защита клиентов	Вклады физлиц и малых предприятий застрахованы государством (до лимита). Банк поднадзорен – есть обязательные требования по защите прав потребителей финуслуг, комплаенс (KYC/ AML), проверка соблюдения законов. При банкротстве банка действует процедура санации либо выплаты страховки вкладчикам.	Деньги инвесторов и клиентов не защищены госгарантиями. Есть риски мошенничества, потери (если платформа обанкротится, клиенты встают в очередь кредиторов либо вообще не имеют прямого требования к активам фонда). Некоторые крупные небанковские фирмы добровольно внедряют механизмы защиты (например, резервный фонд у стейблкоина, аудит резервов). Но формально, если фонд провалился – инвесторы теряют деньги полностью.

Аспект	Классический банк (пример: региональный коммерческий банк)	Небанковский институт (пример: private credit фонд или финтех-платформа)
Прозрачность	<p>Финансовая отчетность банка открыта (по стандартам регулятора), ключевые показатели публикуются (капитал, достаточность, портфель). Регулятор и аудиторы проверяют достоверность. Банки публикуют отчеты МСФО, сведения о рисках, проходили стресс-тесты.</p>	<p>Прозрачность сильно варьирует. Публичные инвестиционные компании отчитываются (например, BDC в США ежеквартально раскрывают портфель). Закрытые частные фонды мало что публикуют, только инвесторам. Некоторые криптопротоколы прозрачнее банков (блокчейн показывает резервы в реальном времени), но у пользователей может не быть навыков правильно интерпретировать данные. В итоге shadow banking нередко гораздо менее прозрачен – сложно оценить совокупные риски системы.</p>
Связь с реальной экономикой	<p>Традиционно тесная: кредитует локальный бизнес, население, ведет счета предприятий – благодаря этому имеет информацию и влияет на экономическую активность в регионе. Политика ЦБ (ставки) напрямую влияет через банк на экономику (передаточный механизм).</p>	<p>Часто специализируется: финансирует определенные проекты или сегменты (например, выкуп компаний, кредиты под недвижимость). Может быть оторван от локальной экономики (фонды глобальные – собирают деньги в Европе, кредитуют в Азии и т.п.). Однако суммарно non-banks финансируют значительную долю экономики (например, рынок высокодоходных облигаций – чисто небанковский). Монетарная политика влияет опосредованно – через изменение доходностей рынков, настроений инвесторов. В некоторых случаях shadow banking может <i>усиливать процикличность</i> – быстро расширяя кредит в подъем и резко сокращая в стресс, т.к. менее зарегулирован.</p>
Технологии и инновации	<p>Банки внедряют технологии, но осторожнее (с учетом регул. требований, legacy-систем). Предлагают цифровой банкинг, но кардинально реже меняют бизнес-модель.</p>	<p>Shadow-игроки часто сами являются носителями инноваций: финтех-платформы, DeFi – созданы на новых технологиях (AI, blockchain). Они быстрее адаптируют новые модели (например, RBF, BNPL). То есть теневая сфера – драйвер финансовых инноваций, тестируя идеи вне жесткого надзора, которые потом могут перенять и банки.</p>

Естественно, каждая категория разнообразна, и некоторые небанковские институты по определенным параметрам приближаются к банкам (например, крупнейшие **инвестбанки Уолл-стрит** после 2008 формально стали банковскими холдингами, но все равно ведут много shadow-активности вне баланса). Однако в целом таблица показывает: **функционально многие грани**

**стираются** – парабанковские структуры выполняют ту же экономическую роль, но с другой структурой баланса и под другим регуляторным зонтиком.

## Роль парабанковских структур в продвижении технологий (vs венчурные фонды)

Отдельно рассмотрим влияние парабанковских институтов на **технологическое развитие** и сравним их подход с классическими венчурными фондами (VC).

Венчурные фонды традиционно являются двигателем инноваций, финансируя стартапы на ранних стадиях за долю в капитале. Однако венчурная модель имеет ограничения: VC-фонды берут на себя высокий риск и требуют взамен высокую долю владения и контроль, их финансирование порционно (раунды каждые 1-2 года), а доступ к ним ограничен для компаний определенного типа (в первую очередь – быстро масштабируемых с потенциалом экспоненциального роста). Парабанковские же финансисты – будь то крупные частные фонды, кредиторы, или корпорации – часто подходят к технологическому сектору иначе, дополняя и в чем-то вытесняя классический VC.

**1. Масштаб и скорость финансирования.** Крупные небанковские фонды способны инвестировать в технологические компании **гораздо большие суммы одномоментно**, чем традиционные VC-раунды. *SoftBank Vision Fund* стал знаменит именно тем, что выписывал чеки по \$100–500 млн одновременно компаниям, которые до того получали от VC максимум по \$50 млн за раунд <sup>39</sup>. Это позволило быстрому росту таких фирм, как Uber, WeWork, Coupang – они вышли на глобальную экспансию, опережая конкурентов, именно благодаря массивным инвестициям SoftBank. Другой пример – **Silver Lake Partners** (PE-фонд) и **Apollo** в 2020 г. вложили \$1,25 млрд в Airbnb в виде частного кредита, когда из-за пандемии бизнес Airbnb испытывал трудности. Такой объем, да еще срочно, венчурный рынок обеспечить не мог – выручили private equity/credit. Таким образом, альтернативные инвесторы могут *предоставить «толчок ускорения»* зрелым стартапам, вложив сотни миллионов на масштабирование, строительства инфраструктуры, маркетинг, что обычный VC не сделает (слишком рискованно для него, да и столько капитала сразу нет).

**2. Готовность финансировать рискованные и капиталоемкие проекты.** Парабанковские структуры, особенно крупные фонды, могут инвестировать в проекты с долгой отдачей или высокой капиталоемкостью, которые VC не тянут. Например, **Masayoshi Son** (глава SoftBank) отбирал компании с «*большими амбициями и долгосрочным горизонтом*», готовясь ждать окупаемости 10–15 лет <sup>39</sup> – что ближе к подходу стратегического инвестора, чем венчурного фонда, ожидающего экзит за 5–7 лет. Это привело к финансированию проектов вроде спутникового интернета OneWeb, робототехники (Boston Dynamics) – то, во что классические VC вкладывались ограниченно. Также инфраструктурные технологии – центры обработки данных, телеком-вышки – требуют долгового финансирования: здесь вступают *private credit фонды*, которые дают кредиты под понятный cash-flow (например, дата-центр с контрактами на аренду мощностей), тогда как VC такой объект не профинансирует (он не про доли в недвижимом активе). Пример – **DigitalBridge Group** (бывш. Colony Capital) – небанковская фирма, скупившая и профинансировавшая кучу телеком и дата-центровых активов, создав инфраструктуру для 5G и облачных сервисов. Она принесла технологии (быстрый интернет) косвенно, через альтернативный капитал.

**3. Новые формы финансирования: RBF и венчурный долг.** Небанковские кредиторы предоставляют **венчурные займы** и **финансирование на основе выручки (Revenue-Based**



**Financing, RBF)**, что дает технологическим компаниям гибкость, сохраняя доли основателей. *Revenue-based financing* – модель, при которой стартап получает капитал сейчас и возвращает его долей от будущих ежемесячных доходов (обычно до достижения оговоренного мультипликатора, например 1.3x от выданной суммы) <sup>40</sup>. Важно, что RBF **не требует отдавать долю компании** и платежи масштабируются под возможности (нет фиксированного платежа – платишь процент от выручки, сколько бы она ни была). Это особенно привлекательно для SaaS-компаний и e-commerce, имеющих предсказуемый доход. RBF активно продвигают финтех-компании: в США появились специализированные провайдеры (Clearco, Pipe, Capchase), в Европе – тоже (Boatman, Bloom), они привлекают деньги от private credit фондов и институционалов, а затем дают стартапам. Согласно Inc., **все больше венчурных стартапов обращаются к RBF как к альтернативе допэмиссии** <sup>41</sup> <sup>42</sup>. Это позволяет продлить *runway* без размытия долей, избежать "down round" при неблагоприятном рынке <sup>43</sup>. Такая опция повысила жизнестойкость многих tech-компаний, особенно в период снижения венчурных оценок (2022–2023): вместо продажи акций дешево, они берут RBF или venture debt. Причем, как отмечается, **70% сделок венчурного долга в США теперь дают небанковские кредиторы** <sup>44</sup> – после краха SVB их доля еще выросла. Иными словами, парабанковские кредиторы закрывают пробелы там, где VC не готовы или не могут помочь (например, срочно нужен оборотный капитал для закупки товара – VC не даст, а RBF-платформа даст под долю выручки).

**4. Более активная коммерциализация технологий.** Большие PE-фонды и корпорации могут **масштабировать технологии**, тогда как VC обычно фокусируется на доведении до продуктового рынка и экзита через продажу корпорации. Когда инновация созрела, вступает в игру парабанковский капитал, чтобы *перевести ее «в тираж»*. Например, переход многих софтверных компаний от стартап-фазы к зрелой сопровождался привлечением **private equity** – такие фонды выкупали контроль у основателей/VC, а затем за счет долгового плеча и менеджерской экспертизы раздували бизнес (классический LBO SaaS-компаний, как сделал Vista Equity Partners с десятками B2B-компаний). Это дало толчок техфирмам к росту прибыльности и внедрению технологий в корпоративном секторе. То есть, PE влияет на diffusion innovation – широкое внедрение, пусть ценой больших долгов.

**5. Конкуренция и выбор для основателей.** Появление альтернатив VC в виде SoftBank и private credit изменило поведение технологических предпринимателей. Если раньше выбор был: либо VC и потеря контроля, либо медленный рост на свои, – то теперь есть промежуточные варианты. Например, основатель здорового SaaS-бизнеса с \$5 млн годовой выручки может не идти за Series A к венчурным капиталистам, а привлечь \$2 млн через RBF или venture debt под долю revenue, и продолжить расти, сохраняя 100% компании. Особенно в сферах, где *гиперрост не нужен*, а достаточно стабильного развития (нишевые B2B SaaS, e-commerce бренды, сервисные бизнесы) – *потокное финансирование* может заменить венчур полностью. В США это уже тренд: множество стартапов типа "не единорог, но крепкий бизнес" привлекают **non-dilutive capital** (недилуционные средства). Сервисы вроде Stripe Atlas публикуют гиды «VC альтернативы», популяризируя RBF <sup>45</sup>. Это, конечно, не отменяет роль VC для truly инновационных или масштабируемых вещей (где нужны огромные рискованные инвестиции, которые никто кроме VC не даст), но **экосистема финансирования технологий стала шире**.

**6. Внедрение собственно финансовых технологий.** Иронично, но значительная доля *fintech-новшеств* разработана именно вне банков – зачастую стартапами, которые сами являются shadow institutions. Примеры: **blockchain-технологии** – созданы и протестированы криптокомьюнити; **смарт-контракты** – придуманы и внедрены DAO; **алгоритмические кредитные скоринги AI** – впервые массово применялись в P2P-лендинге; **высокочастотная торговля** – детище хедж-фондов, и т.д. Банки позже перенимают успешные решения. Поэтому парабанковская среда выполняет роль «*песочницы инноваций*»: к ней меньше требований, она

быстрее пробует новое. Удачные технологии затем становятся стандартом отрасли (как мобильные кошельки или BNPL сейчас интегрируются банками).

При сравнении с венчурными фондами можно отметить: **венчурные фонды** исторически финансируют *ранние стадии и equity*, они заинтересованы в создании новых технологий, но сами не используют большой левеледж и работают под регуляцией инвестфондов. **Парабанковские инвесторы** часто входят на более поздних стадиях (growth, pre-IPO) либо дают *долговое финансирование*, интересуются скорее масштабированием и монетизацией уже доказанных идей. Они, как правило, располагают большим капиталом и требуют менее активного участия в управлении (кредиторы вообще не вмешиваются, private equity вмешивается, но обычно на стадии, когда бизнес-процессы уже понятны). Для технологической экосистемы наличие таких игроков означает *больше опций финансирования на всех этапах цикла*.

В качестве примера: **компания Stripe** (сам финтех-гигант) до недавнего не спешила на биржу и мало привлекала классического долга – зато сама создала продукт для стартапов (Stripe Capital, RBF), осознавая потребность рынка. **Компания SpaceX** – привлекала не только VC и госфинансирование, но и прямые займы от частных кредиторов под будущие контракты, оставаясь частной. Даже **Apple** – в инновациях полагается на выпуск корпоративных облигаций (т.е. берет деньги у shadow banking – фондов, страховых – для байбека акций и R&D, вместо того чтобы репатриировать прибыли с налогами).

Подытоживая: парабанковские структуры не заменяют венчурные фонды (особенно на ранних этапах стартапам все так же нужен equity и менторство VC), но **дополняют их, зачастую ускоряя рост компаний и внедрение технологий** через альтернативные схемы финансирования. Венчурные фонды остаются ключевыми в создании инноваций, а shadow banking – в их экспансии и коммерциализации.

## Влияние на глобальную экономику

Рост парабанковского сектора существенно влияет на мировую экономику – и позитивно, и негативно. Рассмотрим ключевые аспекты этого влияния:

**1. Расширение доступа к кредиту и диверсификация финансирования.** Shadow banking выступает дополнительным источником финансирования для экономики, дополняя банковские кредиты. Это снижает зависимость бизнеса и потребителей от традиционных банков. Например, компании, которым отказал банк, могут привлечь средства через частные фонды или выпустив облигации, которые купят небанковские инвесторы. Это особенно важно для **малых и средних предприятий**: после кризиса 2008 многие банки сократили кредитование МСБ, и его нишу заняли небанковские кредиторы (BDC, частные фонды). Также домохозяйства получили новые возможности: микрокредиты через P2P, рассрочки BNPL, займы под залог недвижимости от инвестиционных компаний и пр. Итог – общее предложение кредитных ресурсов в экономике увеличилось, что поддерживает инвестиции и потребление <sup>30</sup>. *Диверсификация* тоже важна: финансирование через рынки капитала и фонды менее концентрировано, чем через несколько мегабанков. В теории, это повышает устойчивость – при проблемах в банковском секторе есть альтернативные каналы (как было после 2008: банки свернули кредитование, но рынки облигаций и private credit быстро частично компенсировали). Исследования отмечают, что теневая банковская система может **повысить эффективность распределения капитала**, предлагая разные продукты для разных рискованных сегментов <sup>46</sup>.

**2. Снижение стоимости капитала для заемщиков.** Конкуренция небанковских источников финансирования заставляет снижаться цены и у банков. Крупные корпорации могут занять через выпуск облигаций или у страховых под более низкий процент, чем банку заплатили бы – банки вынуждены тоже снижать ставки, чтобы не потерять клиентов. Появление финтех-кредиторов с более низкими операционными издержками может приводить к более выгодным условиям для заемщиков (правда, это срабатывает в устоявшихся сегментах; в более рискованных наоборот ставка высока). В целом же, *рынок с большим количеством кредиторов эффективнее устанавливает цену риска*, чем олигополия банков. По оценкам, развитие shadow banking ускоряет трансмиссию низких ставок ФРС в экономике – когда ЦБ снизил ставку до нуля, не только банки удешевили кредит, но и инвесторы бросились в private credit, снизив там доходности и дав дешевле кредит компаниям. Это усилило стимулирующий эффект политики. Кроме того, нерегулируемые кредиторы часто игнорируют условности (типа неофициальных картелей на рынке банков), что приводит к более *справедливому* ценообразованию кредита.

**3. Инновации и финансовая инклюзия.** Как отмечалось, shadow banking – передовой полигон инноваций. Это не только полезно для финсектора, но и для экономики, поскольку улучшает доступ к услугам для широких масс. Примеры: mobile money и микрофинансирование в развивающихся странах (например, M-Pesa в Африке) – по сути парабанковская система, которая **впервые дала финуслуги десяткам миллионов необслуживаемых ранее людей**. В странах Юго-Восточной Азии альтернативные кредиторы финансируют тех, кого банки считали нерентабельными (например, мелких онлайн-продавцов кредитуют финтех-платформы). В Китае до зачистки теневой сектор (P2P-платформы) удовлетворял кредитный спрос населения, которому госбанки не выдавали потребкредиты. И хотя там были злоупотребления, факт – миллионы людей получили небольшие займы впервые. То же в Индии: NBFC занимаются золотыми залогами кредитами, микро-займами в деревнях. Таким образом, *финансовая инклюзия повысилась* благодаря теневым институтам, особенно финтеху.

**4. Системные риски и потенциал кризисов.** Обратная сторона – недостаточная зарегулированность shadow banking может порождать **финансовую нестабильность**. Классический пример – кризис 2007–2008: теневая система (SIV, ипотечные фонды, инвестбанки вне правил) стала эпицентром шторма, который обрушил всю экономику <sup>8</sup>. Эти институты нарастили риск, не имея буферов, что кончилось паникой и необходимостью госвмешательства. После уроков 2008 глобальные регуляторы внедрили ряд мер: централизовали клиринг деривативов, ограничили деятельность банков со структурированными продуктами, усилили контроль за денежными фондами. Однако shadow banking не исчез – он лишь видоизменился. Сейчас опасения вызывают новые сегменты: **private credit бум** – еще не проверенный большим кризисом (как отметили в МВФ, сектор *не проходил через серьезный экономический спад при текущем размере*, и возможна задержка фиксации убытков, лавина дефолтов потом <sup>47</sup> <sup>23</sup>). Также – **стейблкоины**: с одной стороны, полезная инновация, с другой – если крупный стейблкоин рухнет (например, потеряет привязку), это может вызвать хаос на крипторынках и ударить по доверившимся (включая фирмы, использующие его для расчетов). Более традиционно, **фонды открытого типа** – при резком росте ставок в 2022 многие фонды облигаций испытали отток, и им пришлось продавать активы по дешевке, усиливая падение цен – классический эффект процикличности. Центральные банки уже предупреждают: *«кредит мигрирует в менее прозрачный private credit, что может усилить шоки»* <sup>48</sup> <sup>49</sup>. Например, проблема – **«слепые зоны»**: регуляторы не видят полной картины, сколько кредита где в тени. По оценке FSB, небанковские посредники держат почти половину глобальных активов <sup>16</sup>, а в некоторых странах (США, Китай) – и того больше. Если вдруг произойдет шок (рост дефолтов корпоративных заемщиков), и небанковские кредиторы начнут сокращать баланс (продавать долги, не рефинансировать), экономика столкнется с кредитным сжатием. Но как среагировать регулятору – не ясно, ведь это не банки, им нельзя просто раздать ликвидность (юридически).

Придется придумывать новые инструменты поддержки (в 2020 ФРС впервые выкупала корпоративные облигации ETF – прямое вмешательство в “теневой” рынок). Таких ситуаций может стать больше. В общем, *системные риски сместились*: если в XX веке главной угрозой был банкротство банков и банковские паники, то в XXI – к ним добавились кризисы фондов/рынков (как крах хедж-фонда LTCM, история Archegos, обвал криптоэкосистемы 2022).

**5. Сложность и запутанность финансовой системы.** Shadow banking создает длинные **цепочки посредников и повышает сложность**. Например, традиционно домохозяйство кладет деньги в банк – банк выдает кредит корпорации. В теневой системе: домохозяйство вкладывает в фонд денежного рынка -> фонд покупает коммерческие бумаги SPV -> SPV финансирует кредит корпорации. Цепочка удлинилась, каждый элемент может быть с разным правовым режимом, и проблемы на любом звене могут нарушить передачу. Такая сложность затрудняет мониторинг. В кризис 2020, к примеру, внезапно «замерз» рынок казначейских облигаций США – как позже выяснилось, из-за того что *хедж-фонды делали огромный арбитраж* (покупали фьючерсы, шортили реальную бумагу, рассчитывая на конвергенцию цен) и финансировали это репосделками. Когда волатильность выросла, им пришлось массово выходить, и ликвидность самого ликвидного в мире рынка – US Treasuries – иссякла, потребовав экстренного вливания ФРС. Это иллюстрация: shadow players оперируют “за кулисами”, но их поведение способно влиять на фундаментальные рынки. Еще пример: **пенсионные фонды Англии в 2022** – использовали деривативы LDI для управления рисками, но рост ставок привел к margin calls и угроза дефолта фондов заставила Банк Англии вмешаться на рынок госбондов. Никто не предполагал, что *пенсионные фонды (!)* станут источником риска – а это случилось из-за применения ими теневых стратегий с плечом.

**6. Воздействие на эффективность монетарной политики.** Поскольку теневая система велика, центральные банки при управлении экономикой должны учитывать ее реакцию. Например, QE (покупка активов) ФРС сильно влияла на поведение небанковских инвесторов: низкие доходности гособлигаций гнали их в рискованные private credit, что поддерживало доступ компаний к займу даже лучше, чем если бы банки кредитовали (эффект через портфельный канал). С другой стороны, если ЦБ повышает ставки резко, небанковские фонды могут столкнуться с потерями и оттоками, что **может усилить эффект ужесточения** – т.е. monetary tightening ударит сильнее, чем ожидалось, из-за распродаж активов фондами и сокращения private lending. Этот механизм менее изучен, и ЦБ сложнее его калибровать (банки они хотя бы опрашивают и видят их балансы). Таким образом, парабанковская система – это «серый ящик» для монетарных властей, делающий политику менее предсказуемой.

**7. Геополитические и регуляторные нюансы.** Наконец, глобальная экономика испытала эффект shadow banking в контексте **санкций и геополитики**. Теневая инфраструктура (офшоры, крипто, альтернативные платежи) позволяет обходить некоторые санкционные ограничения, поддерживая финансирование там, где официально отрезано. Это двухояко: с одной стороны, смягчает экономические шоки (например, компании под санкциями могут получить финансы через третьи страны, криптоактивы), с другой – подрывает усилия регуляторов. Глобальный характер shadow flows затрудняет контроль: капиталы могут перетекать в юрисдикции с мягким надзором (например, в 2010-х большое число hedge funds мигрировало на Кайманы, поэтому Британия и США не видят полностью их позиции, хотя эффект от них ощутим на Нью-Йоркской бирже).

Подводя итог, **влияние парабанковской системы двойственно**. С одной стороны, она обеспечивает **большой объем и разнообразие финансирования**, способствует инновациям, может повышать *устойчивость финансирования* (альтернатива банкам). С другой – она **повышает скрытые риски**, усложняет надзор и может быть источником *нестабильности*,

которая проявляется внезапно и требует спасательных мер. По оценке S&P, активы shadow banking выросли до \$63 трлн и продолжают расти <sup>3</sup>, а их тесные связи с традиционными банками означают, что проблемы в тени неизбежно отразятся на открытой банковской системе <sup>15</sup>. Потому международные органы (FSB, МБФ) призывают к усилению мониторинга небанковских финансовых посредников, разработке механизмов кризисного управления для них, чтобы снизить системные угрозы <sup>50 51</sup>.

## Перспективы развития аналогичной модели в России

**Российская Федерация**, как и многие страны, обладает зарегулированной банковской системой, тогда как сегмент альтернативного финансирования (shadow banking) развит слабо. Однако потребность в нем выросла по нескольким причинам: во-первых, традиционные банки РФ во многом **консервативны и сосредоточены на госкорпорациях**, мало кредитуют инновационный малый бизнес; во-вторых, **венчурная индустрия в России относительно слабая**, объемы венчурных инвестиций на душу населения отстают от США/Китая в разы, а в условиях геополитических ограничений (санкций) доступ к зарубежному капиталу для стартапов затруднен. В-третьих, высокий уровень государственного участия в банковском секторе (более 70% активов подконтрольно госбанкам) приводит к тому, что финансирование распределяется скорее по приоритетам госкорпораций, чем по рыночным сигналам. В этом контексте, **модель парабанковских институтов могла бы заполнить пробелы финансирования** российского бизнеса, особенно технологического.

Возможные направления и механизмы развития shadow banking в РФ:

**1. Использование инвестиционных товариществ (ИТ) по ФЗ-335 для формирования частных фондов.** Закон №335-ФЗ "Об инвестиционном товариществе" (вступил в силу в 2012) создал правовую основу для ведения совместной инвестиционной деятельности без учреждения юрлица <sup>32</sup>. По сути, ИТ – российский аналог limited partnership: есть управляющий товарищ (аналог GP) и вкладчики (LP), заключающие договор, не требующий госрегистрации (кроме нотариального удостоверения). ИТ широко применяются для организации венчурных фондов и сделок слияний, т.к. дают гибкость договорного регулирования долей участников. В рамках ИТ можно аккумулировать средства нескольких инвесторов и направлять их, например, в долговое финансирование предприятий – фактически создавая **private credit fund по-российски**. Преимущества: ИТ *не является кредитной организацией*, не требует лицензии ЦБ, при этом позволяет ограниченному кругу инвесторов (в основном юрлицам, физлица не могут быть вкладчиками ИТ <sup>52</sup>) вкладываться в проекты с распределением прибыли. Таким образом, группа частных инвесторов (или корпораций) может через ИТ предоставить заем бизнесу, оформляя это как совместную инвестицию. В РФ пока мало примеров ИТ в роли парабанковского кредитора, но потенциал есть – особенно у состоятельных бизнесменов и корпораций, желающих инвестировать в новые направления вне банков. К примеру, можно во главе ИТ поставить опытную управляющую компанию, а вкладчиками – несколько промышленных фирм, и выдавать через ИТ квазибанковские кредиты перспективным производственным стартапам, минуя бюрократию банков. Отчасти схожий механизм – **краудинвестиционные платформы**, которые уже действуют (типа StartTrack, Фонд Развития Интернет-Инициатив – ФРИИ – тоже делал клуб инвестиционный). Но ИТ дает более оформленную структуру, защищающую права инвесторов договором.

**2. Развитие Revenue-Based Financing (RBF) и royalty-финансирования в РФ.** RBF – как мы обсуждали – это модель потокового финансирования, где возврат капитала идет процентом от выручки. В России эта модель пока на зачатке. Тем не менее, есть возможность внедрять ее

через те же инвестиционные товарищества или иные юридические формы (например, договор займа + оферта на долю от выручки). Особенно RBF актуально, когда венчурных денег мало: стартапы, работающие уже на рынке и имеющие выручку, могли бы привлекать средства под обязательство отдавать, скажем, 5-10% месячного оборота до выплаты 1.5x суммы. Инвестору это дает возврат с доходностью, зависящей от роста выручки (может быть >20% годовых, если бизнес быстро растет). Для стартапа – нет потери доли. В РФ такую модель могли бы предложить либо **государственные институты развития**, либо частные фонды. Например, **Роснано** в свое время практиковало **роялти-финансирование**: оно инвестировало в проекты под обязательство платить отчисления от будущей выручки (вместо доли). Этот подход применялся к компаниям, которые не хотели размыывать капитал государства. Можно возродить и расширить эту практику. Также **Фонд Сколково** или **РФРИТ** могли бы давать гранты, конвертируемые в роялти – фактически RBF от государства.

Для частного сектора – создание специализированного RBF-фонда, который через платформу принимал бы заявки от компаний с регулярной выручкой (например, IT-сервисы, SaaS, онлайн-школы) и выдавал им средства. Инвесторы такого фонда получают ежемесячные выплаты, что выглядит привлекательно при ставках по депозитам ~8-9%. Конечно, нужно учитывать правовые вопросы (в России долевое финансирование выручки может трактоваться как производный инструмент). Но договор ИТ может включить условие распределения получаемой прибыли пропорционально выручке предприятия – своего рода кэптивный инструмент.

**3. Платформы краудлендинга и P2P-кредитования.** В РФ принят закон о краудфандинге (№259-ФЗ, 2019), регулирующий инвестиционные платформы, где физлица и юрлица могут предоставлять займы бизнесу. Этот механизм – аналог западных P2P. Пока объемы невелики, но растут. Особенно краудлендинг востребован для небольших региональных бизнесов, которым банк не дает кредит без залога. Платформы (например, Планета.ru, Porkapital) агрегируют средства частных инвесторов. Это по сути парабанковская система в действии – хотя она поднадзорна ЦБ как субъекты краудфинансирования, но не является банками. Перспектива – расширение спектра проектов и инвесторов. Возможно, через послабления – увеличить лимиты инвестиций для физлиц, стимулировать приход институционалов (страховые, НПФ) на эти платформы для софинансирования займов. Тогда приток капитала увеличится. Ограничение – высокая рисковость, но ее можно частично снижать госгарантиями или секьюритизацией портфелей.

**4. Корпоративные парабанковские структуры.** В России крупные корпорации и госкомпании могут создать собственные инструменты финансирования своего окружения. Уже есть примеры: экосистемы **Яндекса**, **Сбера**, **Тинькофф** развивают сервисы кредитования для пользователей и партнеров (включая малый бизнес). **Stripe Capital** аналог – у **Яндекс.Такси** есть программа авансов водителям, у **ВК** есть платформа VK Донат (хотя это скорее платежи). **Ростех** и др. госкорпорации обсуждали создание фондов для инвестиций в подрядчиков. Такие корпоративные фонды, по типу **SoftBank**, могут стать источником средств для технологий: например, **Газпром нефть** создала фонд GPN Intelligence для инноваций в нефтегазе – он финансирует стартапы и проекты (хоть и через VC-формат). В перспективе, корпорации могут переходить на **модель финансового «плеча» экосистемы**: давать отсрочки платежа, кредиты поставщикам, выкупать их долговые расписки – по сути, становиться банками для своего круга. Закон это позволяет, пока не принимаются депозиты от массового населения.

**5. Стимулы государства и регулирование.** Для развития shadow banking в позитивном ключе нужно разумное регулирование: не душить инициативы, но и контролировать риски. ЦБ РФ в последние годы осторожно относится к небанковскому финансированию, постепенно вводя правила для МФО, краудфандинга, крипто (запретив много чего). Возможно, стоит выделить

сегменты, где можно дать больше свободы – например, RBF для IT-сектора: ЦБ мог бы выпустить разъяснение, что такие договоры не являются нелегальной банковской деятельностью, если заключены через ИТ между квалифицированными инвесторами и компанией. Или создать **регуляторные песочницы** для финтех-кредитования с инновационными моделями (ЦБ уже делал «регуляторную песочницу» для финтеха, можно продолжить).

Государство также может направить часть капитала институтов развития в совместные с частными парабанковские фонды. Например, **РФПИ** (Российский фонд прямых инвестиций) мог бы выступить якорным инвестором частного кредитного фонда, ориентированного на импортозамещающие предприятия, привлекая дополнительно капитал страховых и банков (вне баланса). Это был бы аналог **BDC** или фондов middle-market lending на Западе, но с господдержкой.

**6. Замещение классического венчурного финансирования потоковым (RBF) в условиях слабой VC-инфраструктуры.** Этот пункт прямо упомянут: учитывая, что традиционный венчур в РФ развит слабо (мало фондов, мало exits, отток из-за санкций), необходимо искать альтернативы для финансирования инновационных бизнес-моделей. RBF здесь наиболее логичный кандидат, т.к. он не требует высоких оценок и экзитов – инвестор зарабатывает от операционной деятельности компании. Особенно **ИТ- и интернет-компании**, генерирующие выручку, но не находящие инвесторов из-за геополитики, могут воспользоваться RBF, чтобы расти на внутреннем рынке. Например, множество российских SaaS-стартапов теперь не могут привлечь западный капитал – им либо сокращаться, либо искать новые модели. RBF-фонды (скажем, созданные при поддержке Яндекса или Сбера) могли бы подхватить их, дав займ под выручку, а затем получать роялти от продаж. Это поддержало бы технологический сектор, не создавая мгновенной нагрузки на заемщиков в виде процентов (ведь выплаты гибкие в % от выручки).

**7. Региональные инвестиционные клубы и фонды взаимного кредитования.** В условиях локализации экономики может возрасти значение региональных финансовых кооперативов, инвестиционных клубов предпринимателей, которые совместно финансируют проекты друг друга. Раньше в РФ были популярны кредитные кооперативы (ПКК), но много было мошенничества. В новом формате, с прозрачностью блокчейн или цифровых платформ, можно возродить **механизмы взаимного кредитования** МСБ: несколько предприятий региона складываются в фонд (например, через ту же форму ИТ) и выдаёт займы членам по очереди для развития. Это не банк, но решает проблему доступности кредитов.

**8. Российский крипто и DeFi.** Несмотря на жесткую позицию ЦБ, часть бизнеса и инвесторов проявляют интерес к децентрализованным финансам как альтернативе SWIFT и долларовой системе. Если правовое поле смягчится (закон о ЦФА уже допускает некоторые токенизированные инструменты), возможно появление русских стейблкоинов (привязанных к рублю или золоту), платформ p2p-кредитования на блокчейне внутри страны. В 2022–23 уже обсуждался запуск платформы обмена цифровых активов (Минфин vs ЦБ). Если это произойдет, может сформироваться **теневая финсистема внутри страны**: предприятия будут через смарт-контракты занимать друг у друга или у физлиц в токенах, обеспеченных товаром/валютой. Пока это выглядит отдаленно, но примеры есть – в Иране или Венесуэле, где санкции, крипто широко применяется для расчетов. В РФ, с сильной регулятивной традицией, вряд ли пустят в свободное плавание, но под надзором, возможно, допустят какие-то разрешенные платформы. Это будет тоже shadow banking в той мере, что *не банки, а финансовые технологии обеспечат кредиты и деньги*.

В заключение, развитие парабанковских моделей в России – явление почти неизбежное, учитывая глобальные тенденции. Для экономики РФ это шанс **привлечь «длинные деньги»**

**частного сектора в инновации и МСБ**, разгрузив банки и дополнив скромный венчурный сектор. Но успех потребует доверия между участниками, разумного регулирования (не чрезмерного, чтобы инициативы не задавить, но и не полного отсутствия, чтобы не развелось мошенничества) и инфраструктуры (платформы, консультанты, юридические механизмы). Законодательная база (как ФЗ-335 об ИТ) – уже есть, нужно её активно применять. В текущих условиях мобилизации экономики, *парабанковская система может стать гибким инструментом финансирования развития*, если её правильно задействовать.

## Заключение

**Парабанковская (теневая) финансовая система** сегодня – неотъемлемая и крупная часть глобальной экономики. Пройдя путь от евродолларовых депозитов времен Холодной войны и первых взаимных фондов 1970-х до современных криптопротоколов и миллиардных частных кредитных фондов, shadow banking доказала свою жизнеспособность и востребованность. Она берёт на себя классические банковские функции – кредитование, хранение средств, оценку рисков, проведение платежей, выпуск суррогатных денег – делая это вне строгого банковского регулирования. Исторически такой обход позволил финансировать новые потребности (например, высокодоходные облигации 1980-х, интернет-компании 2010-х, DeFi-экосистемы 2020-х) быстрее, чем успевали адаптироваться консервативные банки.

Анализ показал, что **современные формы shadow banking** разнообразны: от хедж-фондов и private equity гигантов, оперирующих триллионами, до цифровых финтех-платформ P2P-кредитования и децентрализованных DAO-протоколов. Крупнейшие игроки – SoftBank, Blackstone, KKR, Apollo, Ares, Stripe Capital, MakerDAO и др. – стали фактическими “альтернативными банками”, конкурируя или сотрудничая с традиционными банками. Они обслуживают многие финансовые потребности эффективнее или рискованнее (в зависимости от точки зрения) банков.

**Сравнительное рассмотрение** классических банков и небанковских посредников выявило как существенные различия (лицензирование, доступ к поддержке ЦБ, гарантии вкладов, требования капитала), так и конвергенцию по сути операций. Небанковские институты предлагают более инновационные и нишевые решения, однако платой за свободу стала большая уязвимость к кризисам и отсутствие встроенных предохранителей. Глобальный опыт 2007–2008 и последующих лет научил регуляторов внимательнее смотреть на парабанковскую сферу, но регулировать ее тонко и глобально по-прежнему сложно.

**Влияние shadow banking на экономику** можно охарактеризовать формулой “больше кредитов – больше риска”. Сектор повышает общую эффективность и доступность финансирования, поддерживает инновации (в том числе закрывая пробелы венчурного капитала), снижает стоимость капитала на конкурентных рынках. Одновременно, накопление рисков вне поля зрения надзора способно порождать новые кризисы и стресс-факторы, требующие нетривиальных мер (вплоть до экстренных вливаний ликвидности для небанковских рынков, как делали ФРС и Банк Англии). Развитие парабанковской системы – вызов для центральных банков: нужно обновлять инструменты монетарной политики и макропруденциального контроля, чтобы учитывать этот “двойник” банковского сектора <sup>50</sup>. Международные организации (FSB, МБФ) рекомендуют закрывать пробелы в регулировании, усиливать прозрачность, но при этом признают, что **shadow banking выполняет полезную функцию дополнения банков** и вовсе запрещать его неправильно <sup>46</sup>.



Для **России** парабанковские решения могут стать одним из драйверов экономического развития в условиях трансформации финансовой системы. Механизмы инвестиционных товариществ, краудфинансирования, частных фондов кредитования, RBF и др. способны привлечь частный капитал в важные проекты, минуя перегруженные рисками или санкциями банки. Россия уже имеет базовые правовые инструменты (335-ФЗ и др.), и задача – стимулировать их практическое применение, обеспечив баланс свободы предпринимательства и защиты инвесторов. В обстановке относительной изоляции от глобального капитала, *внутренний парабанковский сектор* мог бы стать источником “умных денег” для технологических и инфраструктурных прорывов, дополняя усилия государства.

В профессиональном сообществе все чаще звучит мысль: **финансовая система будущего** – это симбиоз традиционных банков и парабанковских платформ. Банки останутся хребтом, обеспечивающим надежность и расчетную функцию, но вокруг них будет экосистема рыночных и децентрализованных финансистов, обеспечивающих гибкость и инновации. Для клиентов (бизнеса и граждан) это означает более широкий выбор услуг и источников капитала – от классического кредита под залог до продажи будущей выручки или выпуска собственного токена. Для регуляторов – новую эпоху, где нужно будет регулировать не только банки, но и “децентрализованные центральные банки” типа крупных стейблкоинов, и “цифровые фонды” с автопилотным управлением.

**Вывод:** Парабанковские институты прочно заняли свою нишу, выполняя банковские функции без банковских лицензий по всему миру. Их историческое становление отражает постоянный поиск рынком обходных путей там, где традиционные банки недостаточно эффективны или чересчур зарегулированы. В современности shadow banking – это колоссальный сектор, сопоставимый с банками по активам, от которого зависит финансовое здоровье мировой экономики. Задача – научиться жить с ним: направлять его потенциал на пользу экономике (финансируя рост компаний, внедрение технологий, удовлетворение спроса на кредит) и минимизировать присущие ему риски (через разумное регулирование и прозрачность). Для стран вроде России верное использование парабанковских инструментов может дать толчок развитию новых отраслей и повысить устойчивость финсистемы в непростых условиях – при условии, что удастся избежать экстремальных проявлений “тени”, известных мировой истории.

#### Источники:

1. Financial Stability Board (FSB). *“Shadow Banking: Scoping the Issues”*. April 2011 – определение теневого банкинга как кредитного посредничества вне регулярной банковской системы <sup>2</sup>.
2. S&P Global Market Intelligence. *Оценка размеров shadow banking* – около \$63 трлн активов в 2022 (78% мирового ВВП), рост с \$28 трлн в 2009 <sup>3</sup>.
3. Ben Bernanke (Feds). *Определение shadow banking (2013)*: разнородный набор институтов и рынков, выполняющих функции банков вне традиционной регуляции <sup>6</sup>.
4. Wikipedia – *“Shadow banking system”* – исторический обзор, терминология, упоминание что термин введен П.Маккалли (PIMCO) в 2007 г. и что он относил начало SBS к появлению money market funds в 1970-х <sup>13</sup>. Также перечисление примеров институтов (hedge funds, SIV, private equity funds и др.) <sup>4</sup>.

5. Bloomberg Odd Lots Podcast (2025). *История евродоллара*: ~ \$10 трлн евродолларовых депозитов – одна из крупнейших форм shadow banking <sup>53</sup>. Евродоллары вне контроля ФРС, возникли в 1950-х по политическим причинам.
  
6. FasterCapital (2025). *“Exploring the Role of Eurodollar in the Shadow Banking System”* – отмечает: евродолларовый рынок ~\$13 трлн (2021), вне регулирования, активно используется hedge-фондами для финансирования торговых позиций <sup>11</sup> <sup>12</sup>. Описывает происхождение (СССР и американские корпорации размещали \$ в Европе в 1950–60х для обхода ограничений) <sup>10</sup>.
  
7. Investopedia (2023). *Understanding Shadow Banking*: подчеркивает, что shadow banks избегают регуляции, потому что **не принимают demand deposits** от публики <sup>29</sup>. Перечисляет банковские функции, выполняемые SBS: трансформация ликвидности, сроков, передача кредитного риска, левиредж <sup>28</sup>. Приводит статистику FSB: доля NBFI – 49.2% мировых фин.активов (2021) <sup>16</sup>, Китай \$12.9 трлн (86% ВВП) в теневом секторе (2019) <sup>17</sup>. Указывает, что риски SBS – отсутствие страховки вкладов, недоступность заимствований у ЦБ, поэтому в кризис может приводить к паническим распродажам <sup>50</sup>.
  
8. McKinsey (2024). *“Next era of private credit”* – отмечает, что private credit вырос до почти \$2 трлн к 2023, в 10 раз больше, чем в 2009 <sup>19</sup>. Описывает причины: банки отступили, РЕ-фонды расширились, институционалы вкладываются, и что адресный рынок private credit в США может достичь \$30 трлн (теоретически) <sup>54</sup>. Подчеркивает, что private credit конкурирует с банковским и публичным долговым рынком, привлекая и ретейл, и страховые капиталы <sup>37</sup>.
  
9. AIMA/EY (2024). *Статистика private credit*: глобально частное кредитование > \$3 трлн (включая разные формы), в 2023 году фонды вложили >\$333 млрд нового капитала (рост с \$203 млрд в 2022) – свидетельство устойчивости сектора <sup>55</sup>.
  
10. Federal Reserve Bank of Boston (2023). *Исследование private credit и регулятивного арбитража*: отмечается, что рост private credit частично обусловлен обходом жестких банковских требований – фонды BDC и private credit заняли нишу, где у банков капитал дороже <sup>56</sup> <sup>57</sup>.
  
11. HedgeFundAlpha (2024). *Отчет Preqin*: глобальные хедж-фонды ~ \$4.88 трлн AUM на сентябрь 2024 <sup>14</sup>. Прогноз рост до \$5.73 трлн к 2029.
  
12. Coindesk (2023). *“DAI surpasses \$5B market cap”*: сообщает, что DAI (MakerDAO) восстановился до \$5 млрд после падения с пика >\$10 млрд в 2022 <sup>25</sup>. Это иллюстрирует масштаб DeFi-стейблкоина.
  
13. Inc.com (2025). *“Почему стартапы прибегают к RBF”*: объясняет, что RBF – **недидлютивное финансирование, где инвестор дает капитал в обмен на % от выручки до выплаты капа** <sup>40</sup>. Отмечает рост private credit до \$1.1 трлн в США и роль небанковских кредиторов после кризиса 2008 для МСБ <sup>58</sup>. Описывает преимущества RBF: продлить runway, мост между раундами, дешевле, чем equity <sup>43</sup>.
  
14. LCH Legal (2021). *Сравнение LP и инвестиционного товарищества*: указывает, что ИТ введено законом в конце 2011 (№335-ФЗ), аналог LP, не является юрлицом <sup>32</sup>. ИТ – договорное объединение, регистрируется через нотариуса (факт заключения ДИТ

фиксируется)<sup>59</sup>. Вкладчиками ИТ могут быть только организации (не физлица)<sup>52</sup>. Это подтверждает применимость ИТ для фондовых структур.

15. FSB Annual Reports / IMF GFSR (2024). *Предупреждения о рисках shadow banking*: МВФ отмечает, что private credit при текущих масштабах может стать макро-критичным и усилить негативные шоки, если останется непрозрачным<sup>23</sup><sup>49</sup>. Рекомендуется усилить надзор, закрыть пробелы данных (подсчет leverage, связи участников)<sup>60</sup>. Европейские регуляторы говорят о необходимости регулировать shadow banks из-за размера и связей с банками<sup>30</sup>.

Используя эти источники и анализ, отчет представил целостное понимание феномена **финансовых институтов, выполняющих банковские функции без банковской лицензии**, их историческое развитие, современные формы, функциональную роль, причины внебанковского статуса, примеры ведущих игроков, сравнение с банками, влияние на технологический прогресс и мировую экономику, а также рассмотрел перспективы адаптации такой модели финансирования в российском контексте.

---

- 1 3 4 5 6 8 13 **Shadow banking system - Wikipedia**  
[https://en.wikipedia.org/wiki/Shadow\\_banking\\_system](https://en.wikipedia.org/wiki/Shadow_banking_system)
- 2 15 **Shadow Banking: Scoping the Issues - Financial Stability Board**  
<https://www.fsb.org/2011/04/shadow-banking-scoping-the-issues/>
- 7 9 16 17 26 28 29 30 50 51 **Shadow Banking System: Definition, Examples, and How It Works**  
<https://www.investopedia.com/terms/s/shadow-banking-system.asp>
- 10 11 12 **Exploring the Role of Eurodollar in the Shadow Banking System - FasterCapital**  
<https://fastercapital.com/content/Exploring-the-Role-of-Eurodollar-in-the-Shadow-Banking-System.html>
- 14 **Hedge Fund AUM Nears \$5 Trillion; Allocators Prefer Non-Correlated Over Returns**  
<https://hedgefundalpha.com/news/hedge-funds-return-10-globally-in-2024/>
- 18 **Blackstone Private Credit: A Comprehensive Overview of a Leading ...**  
[https://privateequitybro.com/blackstone-private-credit?srsId=AfmBOop3yKX5U1WynNjLkTk-yTq1wsknLD6qJeRzekt2ie6uucZQR\\_4E](https://privateequitybro.com/blackstone-private-credit?srsId=AfmBOop3yKX5U1WynNjLkTk-yTq1wsknLD6qJeRzekt2ie6uucZQR_4E)
- 19 20 21 37 54 **The next era of private credit | McKinsey**  
<https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/the-next-era-of-private-credit>
- 22 23 27 47 48 49 60 **Global Financial Stability Report, April 2024, Chapter 2: "The Rise and Risks of Private Credit," April 16, 2024**  
<https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/GFSR/2024/April/English/ch2.ashx>
- 24 **BNPL Statistics for 2025 - Webflow HTML Website Template - Absrbd**  
<https://www.absrbd.com/post/bnpl-statistics>
- 25 **DAI Stablecoin Surpasses \$5B Market Cap on Higher Yield, Lifting Spark Protocol**  
<https://www.coindesk.com/markets/2023/08/23/dai-stablecoin-surpasses-5b-market-cap-on-higher-yield-lifting-spark-protocol>
- 31 **[PDF] SHADOW BANKING - CFA Institute**  
<https://www.cfainstitute.org/sites/default/files/-/media/documents/article/position-paper/shadow-banking-policy-frameworks-investor-perspectives-market-based-finance.pdf>
- 32 52 59 **Сравнительный анализ ИТ и Limited Partnership - Новости и аналитика**  
<https://blog.lch.legal/tproduct/388828150-412357178811-sravnitelnii-analiz-it-i-limited-partner>
- 33 34 39 **SoftBank's Vision Fund has \$100 billion to invest in tech companies**  
<https://blogs.haas.berkeley.edu/the-berkeley-mba/softbank-invests-in-tech-youre-next>
- 35 **Blackstone beats expectations, lauds private credit 'juggernaut'**  
<https://www.privatecredinvestor.com/blackstone-beats-expectations-lauds-private-credit-juggernaut/>
- 36 **Blackstone Private Credit Fund Outlook Revised To - Ratings Actions**  
<https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/3295212>
- 38 **The Basel III endgame proposal: Yet another gift to private credit funds**  
<https://bankingjournal.aba.com/2023/11/the-basel-iii-endgame-proposal-yet-another-gift-to-private-credit-funds/>
- 40 41 42 43 58 **Venture-Backed Startups Are Raising Revenue-Based Financing**  
<https://www.inc.com/johnmcintyre/venture-backed-startups-raising-revenue-based-financing/91193635>
- 44 **Specialty Private Credit is Powering the Next Wave of U.S. Growth ...**  
<https://www.pfgrrowth.com/specialty-private-credit-is-powering-the-next-wave-of-us-growth-companies/>
- 45 **Alternatives to venture capital | Stripe**  
<https://stripe.com/resources/more/alternatives-to-venture-capital>

46 **Shadow Banking: Threat to global economy - International Finance**

<https://internationalfinance.com/magazine/banking-and-finance-magazine/shadow-banking-threat-to-global-economy/>

53 **The Hidden History of Eurodoll... - Odd Lots - Apple Podcasts**

<https://podcasts.apple.com/us/podcast/the-hidden-history-of-eurodollars-part-1-cold-war-origins/id1056200096?i=1000683905067>

55 **Private credit market surpasses US\$3trn and maintains resilience ...**

<https://www.aima.org/article/press-release-private-credit-market-surpasses-us-3trn-and-maintains-resilience-despite-growing-stress.html>

56 **Bank Capital and the Growth of Private Credit**

<https://www.hks.harvard.edu/centers/mrcbg/programs/growthpolicy/bank-capital-and-growth-private-credit>

57 **Volume and Velocity: The Symbiotic Potential of Banking-Private ...**

<https://www.alvarezandmarsal.com/insights/volume-and-velocity-symbiotic-potential-banking-private-credit-partnerships>