

**Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики»**

**Высшая школа бизнеса
Департамент финансового менеджмента**

Краудфандинг как инструмент инвестиционных возможностей и демократизации финансирования малого и среднего бизнеса

Под общей редакцией Д.Л. Волкова

Аналитические доклады
Высшей школы бизнеса ВШЭ

Выпуск 10



**ИЗДАТЕЛЬСКИЙ ДОМ ВЫСШЕЙ ШКОЛЫ ЭКОНОМИКИ
МОСКВА
2025**

УДК 336.648
ББК 65.264
К78



<https://elibrary.ru/srfnpa>

Исследование выполнено при поддержке гранта Высшей школы бизнеса НИУ ВШЭ (проект № 2022.004Р)

Рекомендовано к изданию комиссией по издательской деятельности
Высшей школы бизнеса НИУ ВШЭ

Рецензенты:

кандидат экономических наук, исполнительный директор управления
электронных рынков ПАО «Сбербанк» *А.И. Кусмарцев*;
управляющий директор по стратегии и международному присутствию Московской биржи *А.С. Железнов*

Авторский коллектив:

И.В. Березинец, Д.Л. Волков, А.Ю. Ерисов, Ю.Б. Ильина, И.Н. Царьков

Под общей редакцией

Д.Л. Волкова

Краудфандинг как инструмент инвестиционных возможностей и демократизации финансирования малого и среднего бизнеса / И. В. Березинец, Д. Л. Волков, А. Ю. Ерисов, Ю. Б. Ильина, И. Н. Царьков ; под общ. ред. Д. Л. Волкова ; Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». — М. : Изд. дом Высшей школы экономики, 2025. — 112 с. — (Аналитические доклады Высшей школы бизнеса ВШЭ ; вып. 10). — 500 экз. — ISBN 978-5-7598-4190-6 (в обл.). — ISBN 978-5-7598-4259-0 (e-book).

С развитием цифровых технологий все большее значение приобретают инновационные инструменты привлечения капитала, позволяющие компаниям различных форм собственности и масштаба деятельности получать доступ к источникам финансирования. Эти новые инструменты становятся альтернативой традиционным механизмам привлечения собственного и заемного капитала, существующим на финансовом рынке многие десятилетия.

Среди них выделяется краудфандинг, активное развитие которого в различных его формах способствует демократизации процесса финансирования, диверсификации каналов движения капитала между участниками финансового рынка и создает новые инвестиционные возможности в условиях цифровизации.

В аналитическом докладе обобщен российский и зарубежный опыт становления этого сегмента финансового рынка, его законодательного регулирования, сделаны выводы о дальнейшем развитии краудфандинга с фокусом на краудинвестинге и краудлендинге как наиболее значимых формах краудфандинга для бизнеса.

УДК 336.648
ББК 65.264

Опубликовано Издательским домом Высшей школы экономики
<http://id.hse.ru>

doi:10.17323/978-5-7598-4190-6

ISBN 978-5-7598-4190-6 (в обл.)
ISBN 978-5-7598-4259-0 (e-book)

© Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики», 2025

Содержание

Об аналитическом докладе	5
Структура аналитического доклада	9
Executive summary.....	10
Раздел 1. Краудфандинг как инновационный инструмент современного финансового рынка	13
1.1. Понятие краудфандинга и его виды. Краудфандинговые платформы....	13
1.2. Возникновение и становление краудфандинга и краудфандинговых платформ в России	21
1.3. Развитие и перспективы рынка краудфандинга в России	31
Раздел 2. Мотивы и риски в краудинвестинге. Регулирование краудинвестинга.....	43
2.1. Мотивы и риски краудинвесторов	43
2.2. Мотивы и риски компаний-эмитентов	49
2.3. Правовое регулирование краудфандинга за рубежом	55
2.4. Правовое регулирование краудфандинга в России.....	68
Раздел 3. Краудлендинг	73
3.1. Основные тренды и российская практика	73
3.2. Характеристики заемщиков и кредиторов на краудлендинговых платформах	85
3.3. Перспективы краудлендинга в России	89
Список источников	99

Об аналитическом докладе

Развитие цифровых технологий в финансовой сфере в последние годы стало драйвером активного использования инновационных инструментов финансирования компаний и появления новых сегментов, что указывает на коренные изменения на финансовых рынках. Происходит диверсификация каналов движения капитала между различными экономическими субъектами в условиях цифровизации. Инструменты альтернативного финансирования демонстрируют все более уверенный рост и привлекательность для инвесторов. Одним из активно развивающихся инструментов альтернативного финансирования для малого и среднего бизнеса (МСБ), для быстроразвивающихся компаний и стартапов становится акционерный краудфандинг, или краудинвестинг (equity crowdfunding, crowdfunding), — привлечение финансовых ресурсов посредством инвестиций разной величины от широкого круга инвесторов, которое осуществляется посредством выпуска акций. Это процесс движения капитала между эмитентами ценных бумаг и инвесторами, в котором посредниками выступают онлайн-порталы, называемые краудфандинговыми, или инвестиционными, платформами. Развитие краудинвестинга приводит к снижению монополии фондовых бирж в предоставлении площадок для финансирования и торгов ценными бумагами и, что немаловажно, в выполнении информационной функции в установлении цен на финансовые активы.

В 2022 г. мировой рынок краудфандинга составлял около 17,95 млрд долл. По прогнозам, объем рынка будет расти на 16,1% ежегодно и достигнет 59,36 млрд долл. к 2030 г.¹ Доминирующее положение на рынке занимает Северная Америка, которая, как ожидается, будет расти быстрее других регионов, что, вероятно, связано с очень быстрым ростом числа стартапов.

Использование традиционных источников привлечения капитала, таких как банковские кредиты или венчурный капитал, для большинства стартапов и компаний, находящихся на ранних стадиях своего развития, затруднено.

Стартапы привлекли значительные средства, чем увеличили свое присутствие на мировом рынке и объем инвестиций в исследования и разработки. Ожидается, что увеличение числа стартапов и быстрорастущих компаний в целом будет способствовать дальнейшему росту рынка краудфандинга как более привлекательного механизма финансирования, позволяющего привлекать средства от большого числа как частных, так и институциональных инвесторов.

1 Crowdfunding Market Size, Share Global Analysis Report, 2022–2030 // Polarismarketresearch.com : сайт. URL: <https://www.polarismarketresearch.com/industry-analysis/crowdfunding-market> (дата обращения: 15.06.2024).

Потенциальные инвесторы вкладывают капитал в те компании и проекты, которым доверяют. Это особенно актуально в периоды кризиса, когда традиционные источники финансирования практически недоступны: нехватка ликвидности влияет на всех участников, включая правительства, финансовые институты, компании. Типичным примером такой ситуации стала пандемия COVID-19. В период пандемии большинство традиционных инвесторов в неторгуемые компании, например венчурные капиталисты, снизили объемы инвестирования и сократили число компаний в своих портфелях минимум в два раза, а объем краудинвестинга как одной из форм краудфандинга при этом рос, собирая суммы инвестиций от большого числа инвесторов.

Изучение мотивов эмитентов, использующих механизм краудинвестинга, и причин выбора инвесторами акций компаний на краудфандинговых платформах как объекта инвестирования является важным и с научной, и с прикладной точки зрения. Риски инвестирования и способы их снижения также актуальны для изучения. Указанные проблемы находятся в поле зрения как регуляторов, так и участников рынка в разных странах. Предметом изучения становятся и особенности законодательного регулирования краудфандинга: анализируются подходы регуляторов к установлению правил и норм в отношении финансовых инструментов.

К мотивам инвесторов, вкладывающих капитал в акции компаний на краудфандинговых платформах, относят намерение поддерживать предпринимательство, инновации, социальные и инновационные проекты, участие в управлении компанией, приобретение контроля с возможностью предлагать своих представителей в советы директоров. Однако основными мотивирующими факторами являются рост будущей ценности и доходности инвестиций и компаний-эмитентов, разрабатывающих и продвигающих высокотехнологичные продукты. Инвестиции в высокие технологии могут рассматриваться как долгосрочные, направленные на повышение ценности фирмы.

Нельзя не отметить тот факт, что на данный момент практически отсутствуют исследования, где изучался бы подход к выбору объекта инвестирования в краудинвестинге, основанный на фундаментальной ценности компаний-эмитентов. Концепция ценностно ориентированного менеджмента базируется на том, что целью деятельности компании является максимизация ценности для ее собственников; ценность для акционеров создается тогда, когда отдача на вложенные средства превышает их альтернативную стоимость. Показатели инвестиционной привлекательности краудфандинговой кампании зависят от ожиданий инвесторов относительно будущих прибылей и ценности компании. Эмитенты на платформах не являются публичными компаниями, оценка их рыночной стоимости на основе сравнения с другими объектами и определение альтернативной стоимости затруднительны. Фундаментальная ценность компании-эмитента, таким образом, становится главным инстру-

ментом оценки эффективности инвестиций. В этой связи возникает вопрос о том, насколько понимание этой фундаментальной ценности соотносится с представлением инвесторов о рыночной оценке объекта инвестирования и каким образом характеристики компаний-эмитентов связаны с ожиданиями инвесторов и будущими выгодами от инвестирования.

Практика рынка и исследования говорят о том, что в долгосрочном периоде рыночная оценка стремится к фундаментальной ценности компаний. На данный момент рынок, формируемый инвестициями на краудфандинговых платформах, не является массовым и насыщенным финансовыми ресурсами многомиллиардных инвестиционных фондов, и это позволяет рассчитывать на более взвешенную оценку инвесторами перспектив и выгод от инвестирования, не продиктованную исключительно текущей конъюнктурой. Поскольку ожидания будущей ценности отражаются в текущей цене компании, то актуальными для исследования являются вопросы о взаимосвязи текущей рыночной оценки и ожидаемой ценности будущих денежных потоков, а также о детерминантах фундаментальной ценности компании-эмитента. Поэтому важной исследовательской и практической задачей является анализ чувствительности фундаментальной ценности, которая может быть определена на основе финансовой отчетности, к тем характеристикам фирмы, которые наблюдаются в процессе подготовки и проведения краудфандинговой кампании.

В данном аналитическом докладе, который направлен на поддержку развития краудфандинга и содействие в разработке государственной политики в этой отрасли, представлен всесторонний анализ краудфандинга как современного механизма альтернативного финансирования и инвестирования. Изучаемые авторами проблемы рассматриваются с позиции ценности, которая создается для эмитентов и инвесторов в процессе привлечения и вложения капитала на краудфандинговых платформах. Основными ограничениями исследования являются затрудненный доступ к информации о проводимых краудфандинговых кампаниях и самих эмитентах, отсутствие прозрачного вторичного рынка размещаемых акций и долговых инструментов, информационная асимметрия между платформами, эмитентами и инвесторами, возникающая в связи с отсутствием жесткого регулирования данной сферы. Все это усложняет изучение столь актуальных для бизнеса проблем развития рынка краудфандинга.

На взгляд авторов, доклад будет интересен:

- инвесторам — чтобы ориентироваться в выборе объектов инвестирования на рынке, для которого нет объективных котировок, характерных для публичного рынка финансовых инструментов, разбираться в преимуществах краудфандинга, существующих трендах в данном секторе финансового рынка;

- эмитентам — чтобы понимать мотивы различных инвесторов и факторы, влияющие на успешность проведения краудфандинговых кампаний, разбираться в вопросах регулирования данного сегмента рынка;
- регуляторам — чтобы иметь представление о том, какие интересы преследуют эмитенты и инвесторы в краудфандинге, на что ориентироваться при совершенствовании законодательства и системы регулирования данной сферы с учетом инноваций и существующих трендов на финансовом рынке;
- операторам инвестиционных платформ — чтобы знать о том, какие риски являются актуальными для эмитентов и инвесторов, и учитывать их при совершенствовании инфраструктуры и взаимодействия между участниками рынка с целью наилучшего обеспечения прав и интересов всех заинтересованных сторон;
- исследователям — чтобы использовать представленную в докладе информацию и анализ в целях проведения дальнейших исследований различных форм краудфандинга, в том числе эмпирических исследований российского рынка краудфандинга, которые на текущий момент отсутствуют.

Структура аналитического доклада

В первом разделе доклада обсуждаются понятие краудфандинга и его виды, мировые тренды развития этого вида альтернативного финансирования и инвестирования; проводится обзор российского рынка краудфандинга, включающий историю его возникновения; характеризуются основные проблемы его развития и особенности деятельности краудфандинговых платформ.

Второй раздел посвящен рискам краудинвестинга, мотивам обращения к нему эмитентов и инвесторов, факторам инвестиционной привлекательности эмитентов на краудфандинговых платформах, особенностям правового регулирования краудфандинга в разных странах и регионах мира.

В третьем разделе исследуется активно развивающийся как за рубежом, так и в России краудлендинг — вид краудфандинга, являющийся инструментом заемного финансирования и представляющий собой альтернативу банковскому кредитованию для МСБ.

Executive summary

The development of digital technologies in the financial sector in recent years has become a driver for the active use of innovative tools for financing companies and the emergence of new segments, indicating fundamental changes in financial markets. There is a diversification of channels for the capital flow among market participants in the context of digitalization. Alternative financing instruments demonstrate confident growth and attractiveness for investors. Equity crowdfunding (or crowdfunding) is becoming one of the actively developing alternative financing tools for small and medium-sized, fast-growing businesses. It is raising funds through investments from a wide range of investors, which is conducted by issuing shares. It is a process of capital flow between issuers of securities and investors, through intermediaries — online portals called crowdfunding platforms. The development of equity crowdfunding leads to a decrease in the monopoly of stock exchanges in providing platforms for financing, trading securities, and, importantly, in performing an informational role in setting prices for financial assets.

The total value of alternative financing transactions in 2020 was \$6.1 billion, of which \$5.2 billion came from equity crowdfunding. The shares of the European, American and Chinese alternative financing markets in 2020 amounted to 38%, 20% and 19% of the global market, respectively. In the US, in 2020, the amount of financing through this instrument was 105% higher than in 2019, and the number of new companies financed exceeded the level of 2019 by 91%.

According to Facts & Factors, the volume of the global crowdfunding market was about \$13.5 billion in 2021 and is projected to grow to about \$28.2 billion by 2028. At the same time, the compound annual growth rate (CAGR) will be about 11.8% during this period. North America is expected to grow at the fastest pace, with an annual growth rate of 4.8%. This is due to the rapid growth in the number of start-ups. According to the results of 2021, the highest share of crowdfunding volume was in Europe — 43.5%. The Asia-Pacific region is projected to be the largest and most developed, and by 2028 it will account for the largest share of global funding. In 2022, the size of the global crowdfunding market was estimated at \$14.9 billion. According to some forecasts, in the period 2021–2026, on average, the annual growth of the crowdfunding market will be 16%, according to other estimates, it is expected that in the period from 2023 to 2030 the compound annual growth rate will be observed at the level of 16.7%.

Using traditional sources of capital raising, such as bank loans or venture capital, is difficult for most start-ups and companies in the early stages of their development. Despite the fact that their number is growing at a rapid pace. For example, in India, the number of startups increased from 471 in 2016 to 72,993 as of mid 2022. In the US

and Canada, startups account for 17.5% and 18.4% of the total number of business entities in these countries, respectively. Startups have raised significant funds to increase their presence in the global market and raise investments in research and development. This rise in startups is expected to further boost the crowdfunding market as a more attractive funding mechanism for such firms. Alternative methods of financing, such as crowdfunding, allow such companies to raise funds from a large number of both individual and institutional investors, professional and non-professional investors. Potential investors put money in those companies and projects that they trust. This is especially true during periods of crisis when traditional sources of financing are practically unavailable. The lack of liquidity affects all participants, including governments, financial institutions, and companies. A typical example of such a situation was a pandemic. During the COVID-19 pandemic, most traditional investors in non-traded companies, such as venture capitalists, have reduced their investments and the number of companies in their portfolios by at least half, while the volume of equity crowdfunding has increased, spreading the amount of investments among a large number of investors.

The study of the motives of issuers using the equity crowdfunding mechanism, the reasons why investors choose the shares of companies on crowdfunding platforms, factors of success of companies at crowdfunding platforms is important, both from an academic and practical perspective. Risks for investors and ways to reduce them are also relevant to study. These issues are in the focus of attention of both regulators and market participants in different countries. The subject of many studies is the specifics of the regulation of crowdfunding, the approaches of regulators to the establishment of rules and regulations regarding this financial instrument.

The motives of investors buying shares of companies on crowdfunding platforms include the intention to support entrepreneurship and innovation, social and innovative projects that the issuing companies plan to implement, participation in governance of issuing companies, getting control with the opportunity to propose their representatives to the boards of directors. However, the main motivating factors are the growth of the future value and return on investment of the companies, through the development and promotion of high-tech products. Investors may view these investments as long-term investments aimed at increasing the value of the firm.

It is worth-noting that at the moment there are practically no studies that would study the approach to choosing an investee in the process of crowdfunding, based on the fundamental value of issuing companies. The concept of value-based management is based on the fact that the purpose of the company is to maximize value for its owners. Shareholder value is created when the return on investment exceeds its opportunity cost. Investor expectations are reflected in the current indicators of the investment attractiveness of the crowdfunding campaign, but the issuers on the platforms are not public companies, it is difficult to assess their market value based on comparison with

their peers and determine the opportunity cost. The fundamental value of companies thus becomes the main tool for evaluating the value of investments. In this regard, the question arises as to how much this value reflects the perception of investors about the market value of the issuing company, and how the characteristics of the issuing companies are related to the expectations of future benefits from investment. Currently, the market for shares on crowdfunding platforms is not developed and transparent, therefore investors should rely upon other factors in their assessment of future prospects and benefits from investing, other than on the current market situation. An important research and practical objective is to analyze the sensitivity of the fundamental value, which can be assessed on the basis of financial statements, to those characteristics of the company that are observed in the process of preparing and conducting the crowdfunding campaign.

This analytical report provides a comprehensive analysis of equity crowdfunding as a contemporary alternative financing and investment mechanism. The problems studied by the authors are considered from perspective of the value that is created for issuers and investors in the process of raising funds and investing capital on crowdfunding platforms. The main limitations of the study are difficult access to information about ongoing crowdfunding campaigns and the issuers themselves, the lack of a transparent secondary market for shares being placed, information asymmetry between platforms, issuers and investors, arising from the lack of strict regulation of this area. All this complicates the study of the development of the crowdfunding market. This report will be useful for investors, issuers, platforms, and regulators participating in the process of equity crowdfunding.

Раздел 1

Краудфандинг как инновационный инструмент современного финансового рынка

1.1. Понятие краудфандинга и его виды. Краудфандинговые платформы

Краудфандинг — инновационный финансовый инструмент, появление которого относят к середине 2000-х годов. Его становлению и развитию способствует активное внедрение современных цифровых технологий в финансовой сфере. Краудфандинг позволяет фирмам и частным лицам организовывать кампании по сбору средств в интернете и получать финансовую поддержку от большого числа инвесторов². Для стартапов краудфандинг, кроме того, становится способом продвижения новых продуктов, так как участие в краудфандинговой кампании, помимо всего прочего, делает фирму известной, а продвигаемый ею продукт — узнаваемым.

От традиционных методов финансирования краудфандинг отличается гибкостью и эффективностью, которые достигаются за счет того, что, во-первых, упрощается процесс взаимодействия всех участников, во-вторых, уменьшаются издержки как по привлечению финансирования, так и по инвестированию. Как показала практика, получение инвестиций от бизнес-ангелов или венчурных капиталистов занимает как минимум несколько месяцев, краудфандинг позволяет привлечь инвестиции уже за несколько недель³.

В процессе краудфандинга задействованы три участника: лицо, привлекающее финансирование, инвестор и посредник⁴. В качестве первых двух могут выступать как физические лица, так и компании, в роли посредника выступает краудфандинговая (инвестиционная) платформа.

2 Mollick E. The dynamics of crowdfunding: An exploratory study // Journal of business venturing. 2014. Vol. 29. Iss. 1. P. 1–16. DOI 10.1016/j.jbusvent.2013.06.005.

3 Kallio A., Vuola L. History of crowdfunding in the context of ever-changing modern financial markets // Advances in Crowdfunding. Research and Practice / Shneor R., Zhao L., Flåten B.T. (eds). 2020. P. 209–239. DOI 10.1007/978-3-030-46309-0_10.

4 Shneor R., Flåten B.T. Opportunities for entrepreneurial development and growth through online communities, collaboration, and value creating and co-creating activities // Entrepreneurial Challenges in the 21st Century / Kaufmann H.R., Shams R. (eds). 2015. P. 178–199. DOI 10.1057/9781137479761_11.

Несмотря на то что государственные органы не принимают непосредственного участия в сделках на платформах, они, безусловно, оказывают большое влияние на развитие краудфандинга, в частности, на законодательном уровне.

Выделяют следующие модели (или виды) краудфандинга⁵:

- благотворительный — краудфандинг на основе пожертвований (donation-based crowdfunding);
- условно-возвратный — краудфандинг на основе вознаграждения (reward-based crowdfunding);
- краудинвестинг — акционерный краудфандинг (equity-based crowdfunding);
- краудлендинг — краудфандинг на основе долга (lending-based crowdfunding).

Первые два вида можно отнести к неинвестиционной модели вложения средств на платформах, два последних — к инвестиционной⁶. Именно эта классификация привела к тому, что в период становления краудфандинга под краудинвестингом понимали такие модели, как акционерный краудфандинг и краудфандинг на основе долга (включая краудлендинг в строительство). Однако современная классификация моделей краудфандинга выделяет четыре перечисленные выше, и под краудинвестингом понимают именно акционерный краудфандинг⁷.

Одним из основных мотивов вложения средств инвесторами при благотворительном краудфандинге является социальный: сбор средств происходит под конкретный социальный проект или на благотворительные цели⁸. Инвесторы вкладывают деньги безвозмездно, для них важна сопричастность проекту, который они финансируют⁹.

5 Ziegler T., Shneor R., Wenzlaff K., Odorovic A., Hao R., Ryll L. The 4th European alternative finance benchmarking report. 2021. DOI 10.2139/ssrn.3772260.

6 Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. Crowdfunding: Tapping the right crowd // Journal of Business Venturing. 2014. Vol. 29. Iss. 5. P. 585–609. DOI 10.1016/j.jbusvent.2013.07.003.

7 International perspectives on crowdfunding: Positive, Normative and Critical Theory / Méric J., Maque I., Brabet J. (eds). 2016.

8 Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. Individual Crowdfunding Practices // Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance. 2013. Vol. 15. Iss. 4. P. 313–333. DOI 10.2139/ssrn.2151179;

Cholakova M., Clarysse B. Does the possibility to make equity investments in crowdfunding projects crowd out reward-based investments? // Entrepreneurship theory and practice. 2015. Vol. 39. Iss. 1. P. 145–172. DOI 10.1111/etap.12139.

9 Shneor R., Vik A.A. Crowdfunding success: a systematic literature review 2010–2017 // Baltic Journal of Management. 2020. Vol. 15. Iss. 2. P. 149–182. DOI 10.1108/BJM-04-2019-0148.

Пандемия COVID-19 способствовала тому, что рынок благотворительного краудфандинга значительно вырос, так как посредством его оказывалась и продолжает оказываться поддержка и помощь сообществам, отдельным людям и организациям. Во время пандемии увеличилось число пожертвований на лечение, госпитализацию и тому подобное через краудфандинговые платформы, например, на индийской платформе Milaар, на которой собираются средства для личных и общественных нужд, количество пожертвований на борьбу с пандемией увеличилось с 325 тыс. в 2020 г. до 400 тыс. в 2021 г., на американской платформе GoFundMe в 2021 г. было проведено более 175 тыс. кампаний для нужд, связанных с пандемией¹⁰.

Многие краудфандинговые инициативы используют социальные сети для поддержки и распространения своих предложений и идей, например, в апреле 2020 г. Facebook¹¹ запустил платформу Facebook Fundraiser, где люди имели возможность собирать средства на благотворительность, чтобы помогать другим во время пандемии.

В случае условно-возвратного краудфандинга небольшие суммы привлекаются от большого числа инвесторов для реализации проектов, и, как правило, вознаграждение, которое получают инвесторы, меньше вложенных ими средств. Этот вид краудфандинга используется как составляющая в кампаниях, направленных на создание или запуск производства определенного продукта или услуги¹², ими могут быть новые приложения, инновационные проекты и т.п. Вознаграждение зависит от величины вложения (инвестиций или пожертвований) и может иметь форму готового продукта, который продвигался компанией, или благодарности за участие в проекте¹³.

Отметим, что в условно-возвратном краудфандинге средняя величина привлеченных средств выше, чем в благотворительном, и он сопряжен с определенными рисками для инвесторов и лиц, привлекающих финансирование¹⁴.

Краудинвестинг, или акционерный краудфандинг, как один из быстро развивающихся способов альтернативного финансирования, дает возможность компаниям МСБ привлекать финансирование от большого числа как частных, так и институциональных инвесторов¹⁵. Взамен вложенных средств инвесторы получают акции

10 Skowron J. Crowdfunding Market 2022: Trends & Best Platforms // Code & Pepper : сайт. URL: <https://code-andpepper.com/crowdfunding-market-trends-best-platforms/>. Дата обновления: 27.01.2022.

11 Принадлежит Meta (организация признана экстремистской и запрещена на территории России).

12 Mollick E. The dynamics of crowdfunding...

13 Shneor R., Munim Z.H. Reward crowdfunding contribution as planned behaviour: An extended framework // Journal of Business Research. 2019. Vol. 103. P. 56–70. DOI 10.1016/j.jbusres.2019.06.013.

14 Hauge J.A., Chimahusky S. Are promises meaningless in an uncertain crowdfunding environment? // Economic inquiry. 2016. Vol. 54. Iss. 3. P. 1621–1630. DOI 10.1111/ecin.12319.

15 Zhang J. The advantage of experienced start-up founders in venture capital acquisition: Evidence from serial entrepreneurs // Small Business Economics. 2011. Vol. 36. P. 187–208. DOI 10.1007/s11187-009-9216-4.

(долю) компании¹⁶, причем нельзя не отметить, что в этом случае компании-эмитенты имеют возможность сохранить контроль над бизнесом.

Краудинвестинг увеличивает объем доступного капитала, который ищут компании и который так необходим им на ранней стадии развития. Такие инвестиции являются долгосрочными, так как компании требуются годы, чтобы реализовать свой потенциал, и, соответственно, краудинвесторам приходится ждать несколько лет, чтобы их инвестиции окупились. Риск того, что компания, в которую вложил краудинвестор, перестанет существовать, очень велик. Согласно исследованию¹⁷, из 211 компаний, которые провели успешные кампании по краудфандингу на крупнейшей платформе Великобритании Crowdcube в период с 2011 по 2015 г., 18% обанкротились уже к апрелю 2017 г. При этом для фирм, привлечших финансирование в 2014–2015 гг., доля банкротств ниже — 12,8%. Но даже если компания остается действующей, она может не добиться роста, и инвесторы также не смогут вернуть свои инвестиции.

К недостаткам краудинвестинга относятся и отсутствие вторичного рынка, что делает акции, приобретенные краудинвесторами, низколиквидными, и участвовавшие случаи мошенничества во многих странах¹⁸.

Безусловно, на данной стадии развития этот способ инвестирования является высокорисковым, однако нельзя не заметить, что, сочетая в себе и демократизацию доступа к капиталу, и рост использования современных технологий, таких как блокчейн и искусственный интеллект, он предоставляет новые, уникальные инвестиционные возможности. Для краудинвестинга отсутствуют географические барьеры и ограничения по типам инвесторов, он независим также от существующих сетей инвесторов¹⁹. В частности, именно благодаря краудинвестингу широкий круг инвесторов может участвовать в сделках, к которым ранее имели доступ только компании венчурного капитала и крупные игроки. Причем венчурные капиталисты интегрируют краудинвестинг в свои инвестиционные процессы из-за маркетинговых и стратегических преимуществ, которые он может принести. Краудинвестинг занимает промежуточное положение между условно-возвратным краудфандингом и привлечением средств у бизнес-ангелов или венчурных капиталистов. Краудинвесторы, в том числе неквалифицированные, могут выбирать именно те компании, которые они хотят поддерживать. За счет возможности вкладывать минимальные вложения они могут распределить

16 Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. Individual Crowdfunding Practices...

17 Signori A., Vismara S. Does success bring success? The post-offering lives of equity-crowdfunded firms // *Journal of Corporate Finance*. 2018. Vol. 50. P. 575–591. DOI 10.1016/j.jcorpfin.2017.10.018.

18 Lukkarinen A., Schwienbacher A. Secondary market listings in equity crowdfunding: The missing link? // *Research Policy*. 2023. Vol. 52. Iss. 1. A. 104648. DOI 10.1016/j.respol.2022.104648.

19 Wachira V.K., Wachira E.W. Tulajdonosítóke-alapú közösségi finanszírozás. A kampányok kimenetelét meghatározó tényezők a Crowdcube-platform vizsgálatán keresztül az = Equity based crowdfunding: determinants of successful campaign: the case of Crowdcube platform in the United Kingdom // *Pénzügyi Szemle = Public Finance Quarterly*. 2022. Vol. 67. Iss. 1. P. 130–149. DOI 10.35551/PFQ_2022_1_8.

инвестиции между многими компаниями, чтобы диверсифицировать свой риск и упростить создание портфеля краудинвестиций. Нельзя не отметить, что за счет увеличения объема краудинвестиций от большого числа инвесторов в компании, находящиеся на ранней стадии развития, у бизнес-ангелов и венчурных инвесторов высвобождается больше возможностей для инвестирования в компании, находящиеся на более поздних стадиях. Это актуально для бизнеса; как показывает практика, среди эмитентов, выходящих с предложением акций на краудфандинговые платформы, растет доля зрелых компаний. Однако перераспределение инвесторов и их вложений приводит к потенциальной проблеме для тех частных инвесторов, которые участвовали в первых раундах. Развитие компании, успешно привлекающей капитал в первом раунде, потребует привлечения еще большего финансирования, которое обычно предоставляется в следующих раундах как раз венчурными инвесторами и бизнес-ангелами. Это может приводить к разводнению капитала, когда интересы первоначальных краудинвесторов могут быть забыты в угоду институциональным инвесторам.

Подробнее о рисках и мотивах краудинвестинга, его преимуществах и ограничениях для эмитентов и инвесторов будет рассказано во втором разделе данного доклада. Завершая характеристику краудинвестинга, мы не можем не согласиться с точкой зрения американского инвестора Пейджа Крейга (Paige Craig): «...краудфандинг акций открывает финансирование стартапов для остального мира, позволяя инженерам, финансистам, специалистам по недвижимости, развлечениям, малому бизнесу и руководителям из списка Fortune 500 участвовать в следующей волне инноваций. Когда вы сочетаете стабильность и опыт венчурной фирмы с энтузиазмом и богатым опытом большой аудитории (crowd. — Авт.), вы получаете новую мощную силу в экосистеме финансирования»²⁰.

И перейдем к последнему, четвертому виду краудфандинга, которому посвящен третий раздел данного доклада. Краудлендинг — это инструмент привлечения финансирования компаниями, являющийся альтернативой банковскому кредитованию. Его суть в том, что компании берут займы у большого числа инвесторов на определенный срок под проценты. Это позволяет начинающим фирмам получать доступ к средствам по более низкой стоимости, не прибегая к сложным процедурам заимствования у банков. Заемщики, как правило, ищут крупный единовременный кредит, скажем, для рефинансирования большого долга по кредитной карте. В краудлендинге они могут получить средства под более низкую процентную ставку, чем, например, по рефинансируемому кредиту. Поэтому этот инструмент финансирования называется краудфандингом на основе долга. Краудлендинг выгоден и инвесторам, так как заемщики погашают основной долг регулярными ежемесячными платежами установленного размера в течение заранее определенного периода времени. Выделяют

20 Barnett C. Trends Show Crowdfunding To Surpass VC In 2016 // Forbes : сайт. URL: <https://www.forbes.com/sites/chancebarnett/2015/06/09/trends-show-crowdfunding-to-surpass-vc-in-2016>. Дата публикации: 09.06.2015.

краудлендинг физических (P2P, person-to-person) и юридических (P2B, person-to-business) лиц. Эта дифференциация порождает и аналогичную типологию соответствующих краудфандинговых платформ: на одних займы получают физические лица, например Prosper, на других — юридические, например Funding Circle.

Если говорить о компаниях, т.е. юридических лицах, то, как и в случае краудинвестинга, к краудлендингу прибегают в основном малые и средние компании, быстро-растущие фирмы, у которых не всегда имеются возможности для возврата займа. Поэтому для инвесторов этот объект инвестирования является высокорисковым.

Как уже отмечалось выше, в процессе краудфандинга задействованы заемщик, инвестор и посредник. Во всех случаях посредником выступает краудфандинговая (инвестиционная) онлайн-платформа. Взаимодействие участников на платформе происходит по следующей схеме.

Сначала проходит регистрация заявки компании (или физического лица) на платформе; компанией (или физическим лицом) предоставляется пакет документов, предусмотренный страновым законодательством и регламентом платформы. Все документы проверяются платформой или уполномоченным ею лицом, но отвечает за отбор компаний и проектов именно платформа. Сопровождение платформой и проводимая экспертиза касаются как финансовой, так и юридической стороны деятельности субъекта, привлекающего финансирование²¹.

По завершении проверки лица, привлекающего финансирование, информация о нем размещается на сайте платформы, причем требования к раскрытию информации у платформ различаются. Это объясняется как страновыми особенностями регулирования, так и позицией самой платформы. Общим для всех платформ является указание величины целевой суммы и периода, за который она должна быть собрана.

Зарегистрированные на платформе инвесторы вкладывают в компанию (или проект) свои средства через краудфандинговую платформу²², при этом возможны два сценария. Ряд платформ в случае, если раунд привлечения финансирования не будет успешным, т.е. целевая сумма не будет собрана, возвращают средства инвесторам, и компания (или физическое лицо) ничего не получает («все или ничего», all or nothing)²³. Правила функционирования других платформ предусматривают

21 Ahlers G.K.C., Cumming D., Gunther C., Schweizer D. Signaling in equity crowdfunding // *Entrepreneurship Theory and Practice*. 2015. Vol. 39. Iss. 4. P. 955–980. DOI 10.1111/etap.12157.

22 Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. Crowdfunding: Tapping the right crowd...; Mollick E. The dynamics of crowdfunding...

23 Siebeneicher S., Yenice I., Bock C. Financial-return crowdfunding for energy and sustainability in the german-speaking realm // *Sustainability*. 2022. Vol. 14. Iss. 19. A. 12239. DOI 10.3390/su141912239.

Таблица 1. Рейтинг краудфандинговых платформ США по величине привлеченного капитала в 2020 г.

Краудфандинговая платформа	Объем привлеченных средств, млн долл.
WeFunder	70,9
StartEngine	68,6
Republic	37,7
Netcapital	8,2
MicroVentures	5,7
SeedInvest	5,1
Mainvest	4,0
Nextseed (приобретена Republic в 2020 г.)	3,7
Equifund CFP	3,0
Trucrowd	2,1

Источник: Top 10 Equity Crowdfunding Sites — 2020 // Crowdwisе : сайт. URL: <https://crowdwisе.org/funding-portals/top-10-equity-crowdfunding-sites-2020/>. Дата публикации: 13.09.2020.

передачу собранных средств инвесторов, даже если установленная целевая сумма не была собрана («оставьте все», keep it all)²⁴. Оплату комиссионных как инвесторами, так и лицом, привлекающим финансирование, и их величину каждая платформа также регулирует самостоятельно, но с учетом странового законодательства.

Классификация платформ связана с рассмотренными ранее моделями краудфандинга, поэтому для инвестиционных моделей краудфандинга выделяют краудлендинговые и краудинвестионные платформы. Есть другая классификация платформ, согласно которой выделяют три типа краудфандинговых посредников в соответствии с ценностными предложениями: гедонизм, альтруизм или получение прибыли²⁵.

24 Cumming D.J., Johan S.A., Zhang Y. The role of due diligence in crowdfunding platforms // Journal of Banking & Finance. 2019. Vol. 108. A. 105661. DOI 10.1016/j.jbankfin.2019.105661.

25 Haas P., Blohm I., Leimeister J.M. An empirical taxonomy of crowdfunding intermediaries // International Conference on Information Systems (ICIS) (Auckland, New Zealand, 2014). 2014.

Таблица 2. Рейтинг краудфандинговых платформ США по величине привлеченного капитала в 2023 г.

Краудфандинговая платформа	Объем привлеченных средств, млн долл.
Wefunder	131,9
StartEngine	116,8
Dealmaker Securities	33,8
Republic	30,7
Equifund CFP	15,5
Netcapital	15,0
Angel Funding	11,9
Mainvest	7,8
Honeycomb	7,4
Vicinity	6,5

Источник: Reg CF 2023 — Top Platforms and Year in Review // Kingscrowd : сайт. URL: <https://kingscrowd.com/reg-cf-2023-top-platforms-and-year-in-review/>. Дата публикации: 07.01.2024.

Первой краудфандинговой платформой стала американская Kickstarter, начавшая свою деятельность в 2009 г., которая сейчас сохраняет свои лидерские позиции в условно-возвратном краудфандинге наряду с платформой Indiegogo. Согласно информации Kickstarter²⁶, к 2020 г. 18 млн инвесторов вложили через эту платформу 4,9 млрд долл. в 180 079 компаний. В 2022 г. на три американские краудфандинговые платформы — Wefunder, StartEngine и Republic — пришлось 394,5 млн долл. привлеченных средств, что составило 79,9% от общего объема краудинвестиций в указанном году²⁷. В таблицах 1–2 представлены рейтинги топ-10 американских краудфандинговых платформ по величине привлеченного капитала.

26 Hasan A. Kickstarter’s 2020 Benefit Statement (And Why Our Mission Is as Important as Ever) // Kickstarter : сайт. URL: <https://www.kickstarter.com/articles/pbc2020>. Дата публикации: 10.11.2021.

27 2022 Equity Crowdfunding Stats and Top Platforms // Crowdwise : сайт. URL: <https://crowdwise.org/funding-portals/2022-equity-crowdfunding-stats-and-top-platforms/>. Дата публикации: 16.01.2023.

Следует отметить, что большая часть платформ, включая занимающие две первые строчки, из рейтинга 2023 г. в основном специализируются на краудинвестинге.

Назовем ведущие краудфандинговые платформы других стран. В Китае это JD Equity Crowdfunding и ZhongChou, в Австралии — Equitise и Birchal, в Германии — Companisto и Seedmatch, в Великобритании — Crowdcube и Seedrs.

1.2. Возникновение и становление краудфандинга и краудфандинговых платформ в России

В этом подразделе рассмотрим этапы становления краудфандинга в России и особенности функционирования российских краудфандинговых платформ.

Развитие краудфандинговых платформ в России аккумулировало в себе и зарубежный опыт, и собственный, по-своему уникальный. Говоря о появлении краудфандинговых платформ в России в 2000-е годы, можно сказать, что идеи витали в воздухе. Процессы внедрения цифровых технологий в финансовом секторе начинались в развитых и развивающихся странах примерно в одно и то же время. Например, первые краудфандинговые инструменты появились в России в начале 2000-х годов (первым из них был сервис «Яндекс.Деньги», запущенный в 2002 г.²⁸), с их помощью была сделана попытка автоматизации процесса сбора средств от небольшой группы людей, объединенных, как правило, социальной сетью, на подарки, творческие проекты, благотворительность (благотворительный краудфандинг).

В 2007 г. появляется первая краудфандинговая площадка Kroogi («Круги»), предложившая аудитории оплачивать скачивание контента (первоначально — музыки) его создателям по схеме «заплати, сколько считаешь нужным»²⁹. Ее основатель Мирослав Сарбаев писал: «Идея сайта вынашивалась постепенно, в результате многочисленных разговоров на протяжении нескольких лет. Еще когда я был техдиректором Napster, было ясно, что грядет новая экономическая модель для музыкальной индустрии. Потом мы придумали модель добровольных платежей. А когда увидели, что эту самую идею успешно реализовала группа Radiohead с альбомом In Rainbows, стало понятно, что нужно сделать этот метод доступным»³⁰.

28 Полнофункциональная краудфандинговая платформа от «Яндекса» «Вместе: для добрых дел» была запущена только в 2014 г. (URL: <https://yandex.ru/blog/company/88938>).

29 Kroogi.com / Окружите творчество вниманием // ВКонтакте : сайт. URL: <https://vk.com/kroogi> (дата обращения: 05.05.2023).

30 Мирослав Сарбаев // Znaki.fm : сайт. URL: <https://znaki.fm/magazine/technology/miroslav-sarbaiev/> (дата обращения: 14.04.2023). Примечание: домен znaki.fm включен в реестр запрещенных сайтов 19.04.2024.

Первой платформой стала краудлендинговая платформа «ВДолг.ру», запущенная в 2010 г. коллекторским агентством³¹, которая специализировалась на P2P-, а затем и на P2B-кредитовании. А 2012-й вошел в историю как год создания различных краудфандинговых платформ, на которых реализовывались все основные виды краудфандинга: благотворительный, условно-возвратный, краудлендинг и крауд-инвестинг. Именно в 2012 г. были созданы две платформы, совмещающие в деятельности благотворительный и условно-возвратный краудфандинг, которые являются крупнейшими в этих сегментах краудфандинга: Planeta.ru («Планета») и Boomstarter.

Через 10 лет функционирования платформа «Планета» проинформировала о том, что за это время ей удалось профинансировать 7512 проектов на сумму более 1,7 млрд руб. Больше всего средств было привлечено в следующих видах деятельности: музыка (22%), социальные проекты (21%), литература (13,8%) и кинопроекты (14,6%)³². Кроме того, авторы успешных проектов платформы указывали на важные преимущества использования краудфандинга: расширение аудитории, прокачка личного бренда, повышение шансов на получение грантов, субсидий и других инвестиций³³.

Boomstarter создавалась как аналог американской краудфандинговой платформы Kickstarter, которая появилась всего тремя годами раньше. Ключевым отличием Boomstarter от других платформ являлась возможность инвестировать в технологические, научные и производственные проекты. Однако успешность и востребованность подобных проектов на тот момент была очень низкой³⁴.

В 2012 г. появилась и краудлендинговая платформа «Город Денег», специализирующаяся на P2B-кредитовании малого бизнеса на срок от 3 до 36 месяцев³⁵.

В развитии краудфандинга как бизнеса заинтересовались крупные банки, и уже в 2016 г. Альфа-банк создал краудлендинговую площадку «Поток», которая вскоре стала крупнейшей в России платформой P2P- и P2B-кредитования.

31 Бородихина Е. Комьюнити взаимного кредита. Коллекторы создали портал для будущих неплательщиков // Коммерсантъ : сайт. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/1512428>. Дата публикации: 29.09.2010.

32 Краудфандинговые проекты на Planeta.ru собрали 1,5 млрд рублей // RB.RU : сайт. URL: <https://rb.ru/news/kraudfandingovye-proekty-sobrali-15-mlrd/>. Дата публикации: 16.07.2021.

33 Костарнова Н. Было б благо, а крауд найдется. Граждане стали активнее финансировать благотворительные крауд-проекты // Коммерсантъ : сайт. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/5434253?query=planeta.ru>. Дата публикации: 27.06.2022.

34 Мотовилов О.В. Феномен краудфандинга: исследование особенностей // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. 2018. Т. 34. № 2. С. 298–316. DOI 10.21638/11701/spbu05.2018.205.

35 Город Денег. P2B-кредитование для бизнеса : [предложение для клиентов] // Банк России : сайт. URL: https://cbr.ru/StaticHtml/File/118710/Teimur_Kerimov_OOO_Gorod_Deneg.pdf (дата обращения: 05.05.2023).

Остановимся на этапах развития краудинвестиционных платформ в России. Как уже отмечалось в подразделе 1.1, к краудинвестингу прибегают молодые компании с большим потенциалом роста. Такие компании обычно обращаются за финансированием к венчурным инвесторам, которые профессионально разбираются в бизнесе компаний, привлекающих капитал, и на основе своих знаний принимают решение об инвестициях. Однако современные технологии начали менять эту практику, в частности, за счет инструментов краудинвестинга.

Одной из первых российских платформ, на которой были реализованы идеи краудинвестинга, стала платформа SmartMarket, основанная в 2012 г. Константином Шабалиным при участии венчурного фонда Life.SREDA. В своем становлении и развитии SmartMarket опиралась на опыт американской краудфандинговой платформы Kickstarter, но в отличие от принципов работы этой площадки финансирование осуществлялось в обмен на долю прибыли. Можно считать, что SmartMarket стала одним из первых серьезных шагов к созданию полноценной краудинвестиционной площадки³⁶.

В 2013 г. появилась платформа StartTrack, учредителем которой стал Фонд развития интернет-инициатив (ФРИИ), дочерняя компания Агентства стратегических инициатив (АСИ). Возглавил StartTrack упомянутый выше Константин Шабалин. Размер инвестиций в платформу составил 3 млн долл.³⁷, по задумке основателей StartTrack должна была стать аналогом американской краудфандинговой платформы AngelList. Уже в ноябре 2013 г. StartTrack представила на рассмотрение инвесторов, прошедших регистрацию на сайте платформы и подавших заявку, 100 проектов, которые были отобраны в первый акселератор ФРИИ³⁸.

По словам Шабалина, основная цель развития платформы StartTrack заключалась в том, чтобы «...в течение трех лет занять 20% рынка венчурных сделок, обеспечив оборот площадки 30–40 млн долл., и при этом дать возможность компаниям с малой капитализацией привлекать средства от широкого круга инвесторов на лучших условиях»³⁹. Потенциальный рынок краудинвестинга на тот момент, т.е. в 2013 г., Шабалин оценил в 1 трлн руб.

36 Альтернативный взгляд на понятие краудинвестинга и подробности о работе первых краудинвестиционных платформ того времени изложены в обзоре: Володин С.Н., Жирнов Г.А., Кадырова Р.Р. Краудинвестинг как новый способ венчурного финансирования // Валютное регулирование. Валютный контроль. 2017. № 10. С. 50–58.

37 Рожков Р. ФРИИ расчищает платформу. Фонд найдет инвесторов для IT-стартапов // Коммерсантъ : сайт. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/2333164>. Дата публикации: 01.11.2013.

38 Там же.

39 Там же.

Безусловно, StartTrack еще нельзя было назвать краудинвестинговой платформой в полном смысле слова, так как не было возможности заключать сделки по приобретению акций компании (иначе говоря, доли в капитале компании) через интернет. Причина заключалась в том, что, согласно действующему на тот момент российскому законодательству, процедура продажи и покупки акций была длительной, сложной и не предполагала использования цифровых инструментов. Тем не менее команда StartTrack активно искала инвесторов и стартапы и, найдя участников сделки, далее структурировала ее традиционными способами⁴⁰. Таким образом, можно говорить о том, что цифровые технологии для организации процесса финансирования и инвестирования уже использовались, только юридически права инвесторов на капитал пока не могли передаваться через интернет-посредников, а должны были оформляться в традиционном формате.

В 2014 г. была создана платформа VentureClub, которая позиционировала себя как клуб инвесторов, вкладывающих капитал в стартапы, находящиеся в «долине смерти». Основатель площадки Александр Бородич утверждал следующее: «А это и есть краудинвестинг, или синдикат ангелов. Когда проект синдицирует раунд от группы инвесторов, то каждый из них вкладывает меньшую сумму, тем самым снижая свои риски. Плюс дополнительно растет экспертиза, ведь каждый бизнес-ангел потенциально является носителем своего опыта и компетенций. То есть вместо того, чтобы вложить 50 тыс. долл., мы с вами вдвоем вкладываем по 25, но при этом количество знаний, которые мы привносим в проект, удваивается, а наши финансовые риски уменьшаются. Если мы предполагаем, что нас с вами ждет многократный рост, то теоретически не очень важно, вложили мы по 25 или по 50 тыс. долл. На мой взгляд, синдицированные инвестиции более выгодны, чем прямые»⁴¹.

Авторы аналитического доклада «Новые инструменты привлечения финансирования для развития технологических компаний: практика использования и перспективы развития в России»⁴² относят эту платформу к краудинвестинговым. Как и на StartTrack, кампании, проводимые на VentureClub, во многом заимствуют элементы краудинвестинга, но только до момента совершения сделки, которая осуществляется традиционным образом. Поэтому, с нашей точки зрения, это не позволяет отнести обе указанные платформы к краудинвестинговым, скорее это

40 Краудинвестинг в России: опыт StartTrack : [интервью Константина Шабалина] // Хабр : сайт. URL: <https://habr.com/ru/articles/323534/>. Дата публикации: 09.03.2017.

41 Садыкова Р. Александр Бородич: «Так как рынок крошечный, он растет на сотни процентов в год» // Inc. : сайт. URL: <https://incussia.ru/fly/aleksandr-borodich-laquo-tak-kak-gynok-kroshechnyy-on-nbsp-rastet-na-nbsp-sotni-protstentov-v-nbsp-go/>. Дата публикации: 23.11.2016.

42 Новые инструменты привлечения финансирования для развития технологических компаний: практика использования и перспективы развития в России / И.А. Кутепов, Л.И. Лякишева, Е.Н. Привалова, Е.С. Рожкова, И.Н. Соколов, А.А. Солохин, Э.А. Фияскель ; науч. ред. В.Н. Княгинин ; Центр стратегических разработок; Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики» ; Venture Club. М., 2018.

некоторая промежуточная или эклектичная форма. На сегодняшний день платформа VentureClub так и не стала краудинвестиционной площадкой.

Кроме упомянутых платформ стали появляться и другие, которые тоже можно было назвать краудинвестиционными только с определенной долей условности. Речь идет прежде всего о SearchFunds и Simex⁴³, которые так и не достигли успеха на рынке краудфандинга, и их материнские компании вскоре ушли с этого рынка.

В 2014 г. платформа StartTrack стала доступна для инвестирования бизнес-ангелам, венчурным капиталистам и другим профессиональным инвесторам, а уже в 2015 г. сняла это ограничение по статусу инвестора и стала доступна всем юридическим и физическим лицам, желающим вложить деньги в стартапы. Минимальный размер вложений одного инвестора был установлен на уровне 1 млн руб.

На тот момент StartTrack проводила отбор компаний, привлекающих финансирование, согласно собственным требованиям. В одном из интервью Шабалин заявил, что «если мы видим в бизнесе серьезные изъяны, внутреннюю переоценку, непонимание того, что они делают, или просто желание перехватить денег в сложной ситуации, то не допускаем его на площадку»⁴⁴. Эмитентов ориентировали на необходимость обеспечения ежегодной доходности на вложенный капитал не ниже 30% годовых (включая дивиденды и рост за счет стоимости доли), наличие выручки 3–5 млн руб. в месяц и на амбиции к федеральному или глобальному кратному росту⁴⁵.

Часть компаний привлекали средства на платформе в ходе нескольких раундов. Значительные средства на платформе в первые годы ее существования собрали следующие компании:

- московский клуб для школьников FootyBall — 67 млн руб.;
- интернет-магазин косметики BeautyDiscountCenter — 28 млн руб.⁴⁶;
- сервис аренды лофтов и студий для корпоративных и частных мероприятий BASH!Today — 7 млн руб.⁴⁷

43 Седлов Д. Толпа инвесторов: как устроены российские сервисы краудинвестиций // РБК : сайт. URL: <https://www.rbc.ru/finances/03/08/2016/57a1b7409a7947a150fd24a9>. Дата публикации: 03.08.2016.

44 Краудинвестинг в России: опыт StartTrack...

45 Там же.

46 StartTrack добровольно отчитался перед ЦБ // Лента : сайт. URL: <https://lenta.ru/news/2016/05/30/starttrack/>. Дата публикации: 30.05.2016.

47 Инвестплощадка StartTrack за 1,5 месяца привлекла более 13 млн рублей в российские стартапы // Газета.ру : сайт. URL: https://www.gazeta.ru/tech/news/2016/02/19/n_8273663.shtml. Дата публикации: 19.02.2016.

В FootyBall инвестировал и сам Шабалин⁴⁸, но, к сожалению, нельзя не сказать о том, что в 2018 г. эта компания обанкротилась, а в 2023 г. была ликвидирована.

В 2016 г. StartTrack запустила онлайн-терминал по коллективному кредитованию бизнеса с возможностью заключения электронных сделок. С этого момента на платформе стал развиваться и расти краудлендинг (в отчетности ФРИИ до 2017 г. используется словосочетание «прямые инвестиции», под которыми, по всей видимости, понимаются краудинвестиционные сделки платформы, что позволяет отнести остальной объем средств к краудлендингу) (рис. 1).

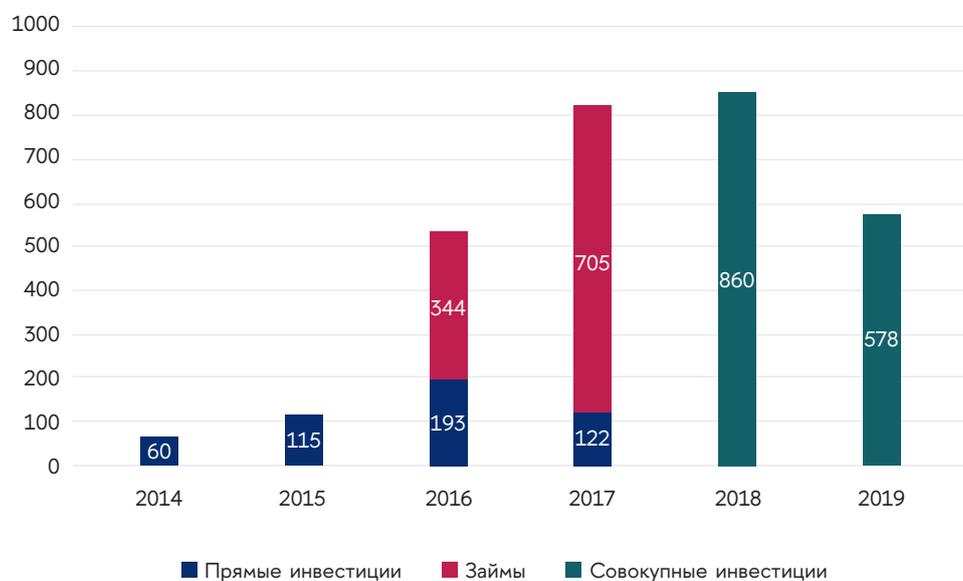


Рисунок 1. Привлеченные средства на платформе StartTrack в 2014–2019 гг., млн руб.
Источник: составлено авторами на основе отчетов ФРИИ (URL: <https://www.iidf.ru/fond/report/>).

Нельзя не отметить и тот важный факт, что руководители платформы StartTrack вошли в рабочую группу Банка России по вопросам регулирования рынка краудфандинга и упрощения процедуры онлайн-сделок. «Главное, что я хотел бы предложить в рамках закона о регулировании краудинвестинга, — это онлайн-эмиссия ценных бумаг, которая не будет требовать большого количества времени, документов и денег. Чтобы компании МСБ могли быстро и недорого выпускать акции», — заявлял Шабалин⁴⁹.

48 Суардо Р. Хроники «FOOTYBALLa»: обанкротившаяся сеть спортивных школ должна родителям и инвесторам около 1 млрд рублей // Комсомольская правда : сайт. URL: <https://www.kp.ru/daily/26865/3907710/>. Дата публикации: 07.08.2018.

49 Краудинвестинг в России: опыт StartTrack...

В 2017 г. инвестиционный фонд «ВЭБ Инновации» (с 2019 г. — VEB Ventures) заявил об инвестициях в платформу StartTrack в размере 200 млн руб. По оценке Кирилла Варламова, директора ФРИИ, через платформу на тот момент проходило 60% всех коллективных инвестиций в компании МСБ. Инвестиционный потенциал площадки был оценен в 7 млрд руб.⁵⁰

С 2019 г. на StartTrack появилась возможность заключать онлайн-сделки по покупке акций (доли) компаний. Таким образом, с этого момента платформа начала функционировать и как краудлендинговая, и как краудинвестинговая.

На конец 2019 г. платформе StartTrack удалось привлечь почти 3 млрд руб. инвестиций для 123 компаний, на платформе были зарегистрированы 12 тыс. инвесторов⁵¹.

В апреле 2020 г. заключение новых сделок по привлечению заемного капитала на этой платформе было приостановлено на неопределенное время. Глава StartTrack Шабалин в качестве причины указал на то, что «риски ведения бизнеса с привлечением заемного капитала стали значительно превышать процентное вознаграждение для частных инвесторов. StartTrack счел необходимым и правильным шагом приостановить привлечение компаниями МСБ капитала от частных лиц через площадку»⁵².

Аналогичные решения были приняты и несколькими другими краудлендинговыми платформами на фоне пандемии COVID-19 и введенных ограничений. Представители StartTrack сообщили, что уровень дефолтов заемных инвестиций достиг 20%, что для портфельных инвесторов означало убытки без перспективы исправления ситуации в ближайшем будущем⁵³.

Таким образом, в 2020 г. вместе с началом пандемии COVID-19 завершился первый этап развития краудфандинга в России, который принес, с одной стороны, разочарование многим инвесторам краудинвестинговых и краудлендинговых площадок, с другой — высветил ключевые проблемы, касающиеся законодательства и внутренней организации всего инвестиционного процесса.

50 «ВЭБ Инновации» и ФРИИ проинвестируют площадку StartTrack // РИА Новости : сайт. URL: <https://ria.ru/20171016/1506925341.html>. Дата публикации: 16.10.2017. Дата обновления: 03.03.2020.

51 Годовой отчет '20 о деятельности Фонда развития интернет-инициатив за 2019 год // ФРИИ : сайт. URL: https://www.iidf.ru/upload/iblock/76d/yr_2020.pdf (дата обращения: 05.05.2023).

52 Чернышова Е. Несколько краудфандинговых платформ приостановили работу из-за кризиса // РБК : сайт. URL: <https://www.rbc.ru/finances/17/04/2020/5e98b21b9a79470e1a8c3ef5>. Дата публикации: 17.04.2020.

53 Краудлендинговая платформа StartTrack приостановила работу // RB.RU : сайт. URL: <https://rb.ru/news/starttrack-stop/>. Дата публикации: 15.04.2020.

Возобновление работы StartTrack произошло уже в конце 2020 г., и ее новый генеральный директор Антон Утехин сообщил: «Важный акцент в работе StartTrack будет сделан на улучшение системы управления рисками: начиная от совершенствования этапа скоринга компаний, заканчивая этапом юридического взыскания с компаний. В случае дефолта проекта StartTrack будет объединять иски к бизнесу и представлять интересы инвесторов в суде, помогая с взысканием задолженности»⁵⁴. Планировалось, что в 2021 г. на платформе прежде всего будут представлены «проекты, уже имеющие лид-инвестора в рамках текущего инвестиционного раунда»⁵⁵.

В 2021 г. StartTrack была выкуплена менеджментом у предыдущего собственника, ФРИИ, и переименована сначала в STRK, а затем в Rounds. В том же году компания решила привлечь средства для развития на своей же платформе в ходе краудинвестинга, для этого было создано акционерное общество «ОТС-Платформа». В результате компания смогла привлечь 31 млн руб. за долю в 20% и была оценена в 187,5 млн руб.⁵⁶

Платформа Rounds полностью отказалась от краудлендингового направления, целиком сконцентрировавшись на краудинвестинге. Rounds является резидентом особой экономической зоны «Иннополис».

Rounds стремится воспроизвести ключевые элементы процесса размещения компаний на биржах, а именно:

- различные котировальные списки;
- необходимость аудиторского заключения;
- вторичный рынок акций;
- раскрытие финансовой информации;
- роуд-шоу;
- юридическую проверку инвесторов;
- гарантии соответствия законодательству.

54 StartTrack перезапустили в новом формате. Теперь на площадке можно продать и купить акции малых и средних компаний // Inc. : сайт. URL: <https://incussia.ru/news/starttrack/>. Дата публикации: 24.12.2020.

55 Там же.

56 Как в Rounds привлекли 37,5 млн ₽ инвестиций через собственную платформу // vc.ru : сайт. URL: <https://vc.ru/u/822330-strk/339459-kak-v-strk-privlekli-31-mln-rublej-investiciy-cherez-sobstvennyu-platformu>. Дата публикации: 24.12.2021.

По словам директора Rounds Утехина, «с помощью платформы стартапы могут в онлайн-формате привлекать инвесторов в капитал, а инвестор может приобрести долю в перспективной компании до начала ее публичного размещения — на стадиях preSeed, Seed, Series A, B, C и т.д. — до потенциального IPO компании»⁵⁷.

В соответствии с правилами Rounds до мая 2023 г. компания-эмитент при размещении на платформе и при вторичной торговле акциями могла входить в один из трех эшелонов в зависимости от суммы размещения. Эшелон А предполагал инвестиции более 99 млн руб., эшелон В — от 30 до 99 млн руб. и эшелон С — менее 30 млн руб. Требования к компаниям-эмитентам различались в зависимости от эшелона и были направлены на защиту интересов инвесторов. Очевидно, что чем выше уровень эшелона и возможный максимальный объем привлекаемых ресурсов, тем более строгие требования должны устанавливаться к эмитенту. Так, помимо общего набора обязательных для размещения документов (финансовая модель, инвестиционная презентация, устав и акционерное соглашение) для попадания в эшелон В компании необходимо было предоставить отчет аудитора и работать на рынке не менее одного года. Для эшелона А требовались не менее трех лет работы и заключение оценщика наряду с отчетом аудитора. Были и другие существенные требования, снижающие риски инвестирования (для эшелонов А и В): выручка за последние 12 месяцев должна составлять не менее 30% от суммы привлекаемых инвестиций или на балансе должно находиться активов в размере не менее 30% от той же суммы. Затем условия были одновременно смягчены и упрощены, остались только эшелоны С и А, при этом пределы сумм были повышены до 60 млн и 1 млрд руб. соответственно, и для попадания в эшелон А компаниям стало достаточно работать на рынке не менее одного года.

Компания, продающая свои акции на Rounds, проходит подготовку к размещению и саму процедуру размещения акций в среднем за четыре месяца (раунд, или роуд-шоу, на платформе составляет 90 дней, за это время нужно провести рекламную кампанию и собрать необходимый минимум средств). Общая стоимость размещения колеблется от 5 до 9% от суммы привлекаемых средств. Это довольно высокие издержки размещения, схожие с издержками эмитентов на проведение IPO, несмотря на то что при краудинвестинге отсутствует механизм привлечения андеррайтеров и компании не несут столь значительных издержек, связанных с процедурами due diligence и другими мероприятиями по подготовке эмиссии. Затраты эмитентов на платформе включают:

57 «Наша миссия — помочь перспективным российским компаниям привлечь инвестиции для развития бизнеса» : [интервью Антона Утехина] // Инновационный центр «Сколково» : сайт. URL: <https://sk.ru/news/nasha-missiya-pomoch-perspektivnym-rossijskim-kompaniyam-privlech-investicii-dlya-razvitiya-biznesa/>. Дата публикации: 16.09.2022.

- тариф за размещение на платформе — 500 тыс. руб.;
- общая стоимость привлечения средств — 5–9% от суммы сделки⁵⁸.

По данным Rounds, в 2021 г. было проведено семь размещений на общую сумму более 295 млн руб.; в 2022 г. количество размещений осталось на том же уровне при сокращении количества привлеченных средств до 76,5 млн руб.; в 2023 г. было профинансировано 21 инвестиционное предложение совокупно на 767,6 млн руб.⁵⁹ В планах компании работы по налаживанию и расширению функционала работы вторичного рынка, создание мобильного приложения и добавление возможности размещения коммерческих облигаций и конвертируемых займов (Convertible Loan Agreement, CLA), что является логичным шагом в продвижении данного процесса, с одной стороны, и в снижении рисков для инвесторов — с другой.

В 2021–2023 гг. на Rounds прошло 35 размещений, преимущественно компаний из эшелона С и меньше — из эшелона А. Среди успешных размещений привлечение 225 млн руб. с 18 по 25 января 2023 г. компанией CarMoney⁶⁰ (финтехпроект по выдаче кредитов под залог автомобиля), которая в конце 2022 г. открыла банковскую кредитную линию на 300 млн руб. и осуществила докапитализацию из средств прежних акционеров. Почти все компании предлагали инвесторам от 2 до 25% (в среднем порядка 10%) своих обыкновенных акций. Минимальная сумма для инвестирования обычно находится в диапазоне 100–250 тыс. руб. Количество инвесторов, покупающих акции одной компании, как правило, составляет от 10 до 30.

Компании-эмитенты предлагают инвесторам платформы Rounds купить акции, демонстрируя в своих презентационных материалах и финансовых моделях ключевые направления инвестирования, на которые будут потрачены вырученные деньги: создание нового продукта, расширение существующих производственных мощностей или клиентской базы, развитие компании и даже финансирование оборотного капитала. Отраслевой спектр довольно широк: финтех, фудтех, девелопмент, производство, добыча ископаемых и др. Платформа ориентирует компании на необходимость продемонстрировать пятикратный рост за 3–5 лет. Это приводит к экспоненциальному росту выручки на горизонте планирования и полной доходности (дивиденды и рост стоимости акции) на вложенный капитал не менее 30% ежегодно, что

58 Компаниям // Rounds : сайт. URL: <https://rounds.ru/companies> (дата обращения: 05.05.2023).

59 Раскрытие информации : Годовой отчет оператора инвестиционной платформы о результатах деятельности по организации привлечения инвестиций // Rounds : сайт. URL: <https://rounds.ru/legal> (дата обращения: 05.05.2023).

60 Завершено размещение акций CarMoney // Rounds : сайт. URL: <https://rounds.ru/blog/tpost/Onlzkmdz1-zavershenno-razmeschenie-aktsii-carmoney> (дата обращения: 05.05.2023).

соответствует зарубежной практике⁶¹. Большинство компаний — эмитентов на платформах, как правило, обещают платить дивиденды в размере 50% от прибыли и выше уже на следующий год после размещения. Однако данные оценки, очевидно, завышены, представленные финансовые модели не выглядят тщательно проработанными и даже содержат ошибки в методах расчетов (например, дисконтирование по уровню инфляции).

1.3. Развитие и перспективы рынка краудфандинга в России

Две тысячи двадцатый можно считать годом перезапуска краудфандинга в России, послужившего стимулом к его развитию не только в связи с пандемией COVID-19, но и со вступлением в силу с 1 января Федерального закона № 259-ФЗ, который также называют законом о краудфандинге (см. также подраздел 2.4)⁶².

Закон обязывает компании, создающие краудфандинговые платформы и организующие их работу, — в терминологии законодательства это операторы инвестиционных платформ (ОИП) — выполнять общие требования, регулярно отчитываться о своей деятельности (направляя годовые отчеты в Банк России и размещая на сайте платформы), а также определяет возможные формы инвестирования на инвестиционных платформах:

- предоставление займов, т.е. краудлендинг;
- приобретение эмиссионных ценных бумаг, размещаемых на инвестиционной платформе (за исключением ценных бумаг кредитных организаций, некредитных финансовых организаций, а также структурных облигаций и предназначенных для квалифицированных инвесторов ценных бумаг), т.е. краудинвестинг;
- приобретение утилитарных цифровых прав (право требовать передачи вещи (вещей), исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности и/или прав использования результатов интеллектуальной деятельности, выполнения работ и/или оказания услуг);

61 Vroomen P., Desa S. Rates of return for crowdfunding portfolios: theoretical derivation and implications // *Venture Capital*. 2018. Vol. 20. Iss. 3. P. 261–283. DOI 10.1080/13691066.2018.1480265.

62 Федеральный закон № 259-ФЗ от 2 августа 2019 г. «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // Правительство России : сайт. URL: <http://government.ru/docs/all/123307/> (дата обращения: 05.05.2023).

- приобретение цифровых финансовых активов (включающих денежные требования, возможность осуществления прав по эмиссионным ценным бумагам, право участия в капитале непубличного акционерного общества, право требовать передачи эмиссионных ценных бумаг, которые предусмотрены решением о выпуске цифровых финансовых активов)⁶³.

Законом о краудфандинге установлено ограничение на вложения на краудфандинговых платформах в 600 тыс. руб. в год для физических лиц, не являющихся индивидуальными предпринимателями (ИП) и не имеющих статуса квалифицированного инвестора.

Этот статус, снимающий ограничение на объем инвестирования, можно получить при соответствии одному из перечисленных ниже условий:

- обладать активами и/или обязательствами из договоров по производным финансовым инструментам на сумму менее 6 млн руб.;
- иметь опыт работы, связанной со сделками с ценными бумагами или производными инструментами не менее двух лет в организации, которая относится к квалифицированным инвесторам, или не менее трех лет в организации, которая не относится к квалифицированным инвесторам;
- иметь опыт инвестирования средств с финансовыми инструментами за последний год на сумму не менее 6 млн руб., при этом сделки (договоры) должны заключаться не реже 1 раза в месяц и не реже 10 раз за квартал;
- иметь высшее экономическое образование или квалификацию в сфере финансовых рынков⁶⁴.

Присвоение статуса квалифицированного инвестора осуществляет инвестиционная платформа.

63 Операторы инвестиционных платформ // Банк России : сайт. URL: https://cbr.ru/finm_infrastructure/oper/ (дата обращения: 05.05.2023).

64 Федеральный закон № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. «О рынке ценных бумаг» // Правительство России : сайт. URL: <http://government.ru/docs/all/96122/> (дата обращения 05.05.2023);

Указание Банка России № 3629-У от 29 апреля 2015 г. «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами» // КонсультантПлюс : сайт. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_180527/ (дата обращения: 05.05.2023);

Федеральный закон № 259-ФЗ от 2 августа 2019 г. «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ...».

Банк России ведет реестр инвестиционных платформ, в котором на конец 2022 г. были зарегистрированы 64 действующие платформы, а на конец 2023 г. — уже 78. В 2024 г. динамика сохраняется: к апрелю в реестре состояли 84 действующих ОИП. Большую часть ОИП, порядка 70%, составляют платформы, занимающиеся только выдачей займов, т.е. краудлендингом (рис. 2). На втором месте платформы, занимающиеся краудинвестингом. Только три платформы заявили о возможности размещения утилитарных цифровых прав и только одна, BitRussia, — токенов цифровых активов (нами эти платформы отнесены также к краудинвестинговым).

Среди ОИП есть компании, которые мы далее будем называть регистраторами. Их бизнес связан с услугами по созданию акционерных обществ, регистрацией и учетом ценных бумаг, а интерес к краудинвестингу возник как раз после выхода закона о краудфандинге в 2020 г.

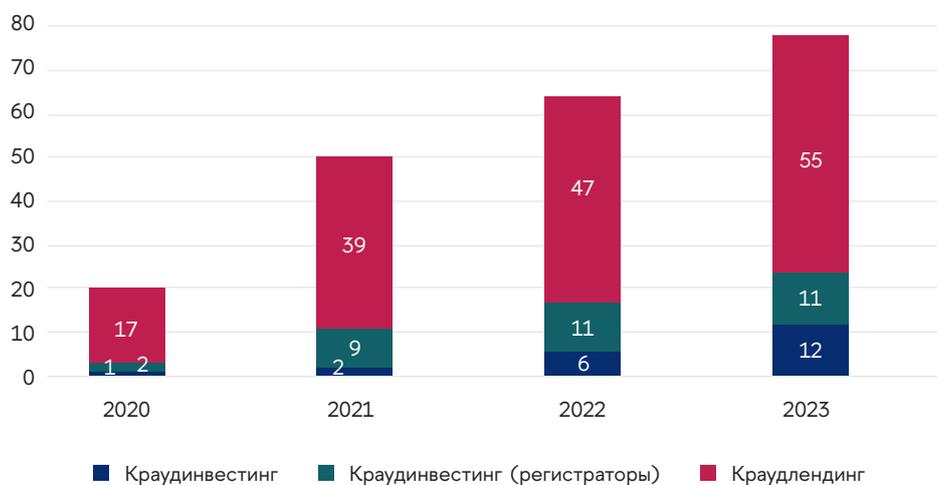


Рисунок 2. Специализация зарегистрированных ОИП в 2020–2023 гг.

Примечание. К краудлендинговым на диаграмме отнесены те платформы, которые занимаются только этим видом краудфандинга.

Часть платформ, отнесенных к краудинвестинговым, занимаются также краудлендингом.

Источник: составлено авторами на основе реестра операторов инвестиционных платформ Банка России (URL: https://www.cbr.ru/registries/infrastr/#a_108250) и анализа сайтов платформ.

Платформы, относящиеся к краудинвестинговым, предлагают акции (обыкновенные и привилегированные) компаний-эмитентов, которые в соответствии с законом о краудфандинге могут размещаться только по закрытой подписке. Регистраторы также занимаются размещением акций по закрытой подписке на своих инвестиционных платформах и по классификации Банка России относятся

к краудинвестиционным платформам. Но в целях анализа деятельности платформ мы выделяем их в отдельную группу и далее называем краудинвестиционными только платформы, не принадлежащие регистраторам.

Существует три вида инвестирования на платформах. Первый предполагает возможность участия в покупке акций всех категорий инвесторов, зарегистрированных на платформе. Второй вариант дает возможность купить акции узкому кругу лиц (например, синдикату венчурных инвесторов) по предварительной договоренности компании-эмитента и инвесторов. Третий, промежуточный, вариант предполагает прежде всего участие узкого круга лиц, но допускает возможность инвестирования и других зарегистрированных на платформе инвесторов. Подобная схема снижает риски участия непрофессиональных инвесторов, позволяя им ориентироваться на лид-инвесторов — профессиональных игроков.

Закон о краудфандинге дает возможность регистраторам воспользоваться новым механизмом регистрации выпуска акций, предполагающим осуществление всех операций в электронной форме на создаваемых ими платформах. Существует вероятность, что регистраторы могут просто использовать этот новый инструмент, не привлекая широкий круг потенциальных инвесторов к покупке ценных бумаг, т.е. не в рамках краудинвестинга. В таком случае относить их к краудинвестиционным площадкам было бы неверно. К сожалению, ОИП не раскрывают данных ни о сделках, ни об инвесторах, которые приняли участие в покупке акций.

По итогам 2023 г. ведущей краудинвестиционной платформой по объему привлеченных инвестиций является Rounds, на втором месте — платформа SimpleEstate, специализирующаяся на коллективных инвестициях в недвижимость (см. табл. 4). На третьем месте — Finmuster. Эта платформа действует по принципу «все или ничего» (all or nothing), осуществляет проверку каждой компании-эмитента, при этом приоритет имеют компании, у которых годовой оборот составляет от 30 млн руб., годовая чистая прибыль — от 5 млн руб. и срок существования — от двух лет. Следует отметить, что Rounds в отличие от Finmuster устанавливает диапазон — минимальную (SoftCap) и максимальную сумму привлеченных средств (keep it all). Если величина привлеченных средств компании попадает в него, то размещение считается состоявшимся.

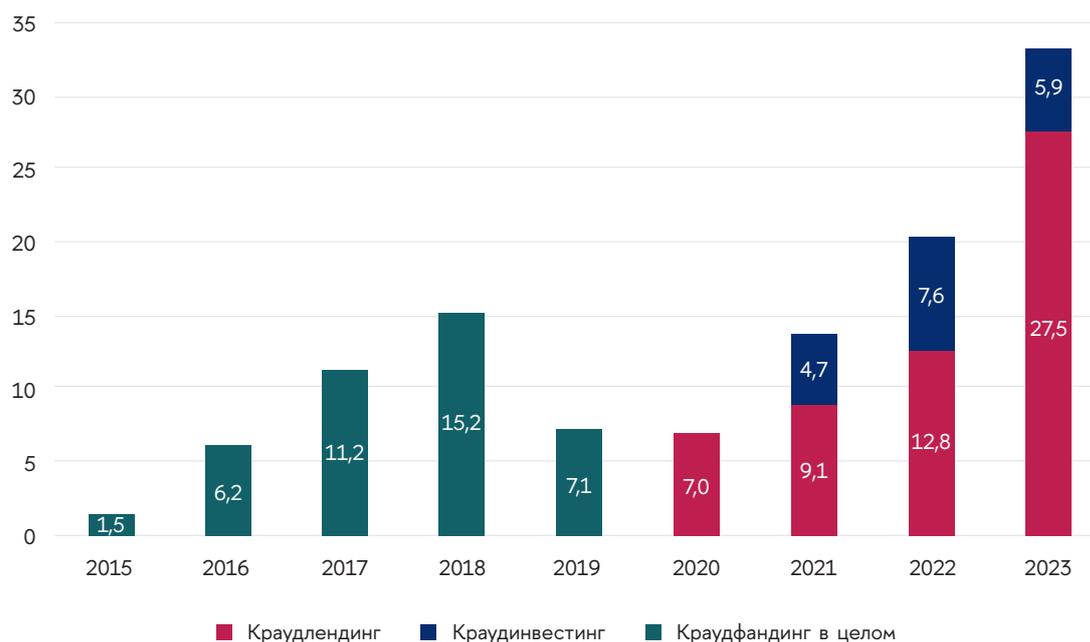


Рисунок 3. Объем краудфандинга в России в 2015–2023 гг., млрд руб.

Источник: составлено авторами на основе данных Банка России.

Динамика привлечения средств путем краудлендинга и краудинвестинга в России демонстрирует рост (рис. 3). Следует отметить, что в 2020 г. методология сбора данных по краудфандингу Банком России была изменена. Объемы краудинвестинга, по самым оптимистическим оценкам, до 2021 г. ни разу не превысили 1 млрд руб.

Падение объема инвестиций в 2020 г. связано с пандемией COVID-19 и большим числом ограничений для бизнеса в России. Судя по квартальной отчетности (рис. 4), события начала 2022 г. привели к падению объемов выдачи кредитов, но затем рост возобновился.

По прогнозу «МСП Банка» и Ассоциации операторов инвестиционных платформ (АОИП), сделанному в мае 2021 г., в период до 2030 г. среднегодовой объем рынка краудфандинга будет расти в 1,5–2 раза⁶⁵ (рис. 5). Следует отметить высокую точность прогноза и его совпадение с фактическими значениями в 2021 и 2022 гг.

65 Трифонова П. Платформы привлекают малый бизнес. Теперь остается найти инвестора // Коммерсантъ : сайт. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/4816895>. Дата публикации: 19.05.2021.

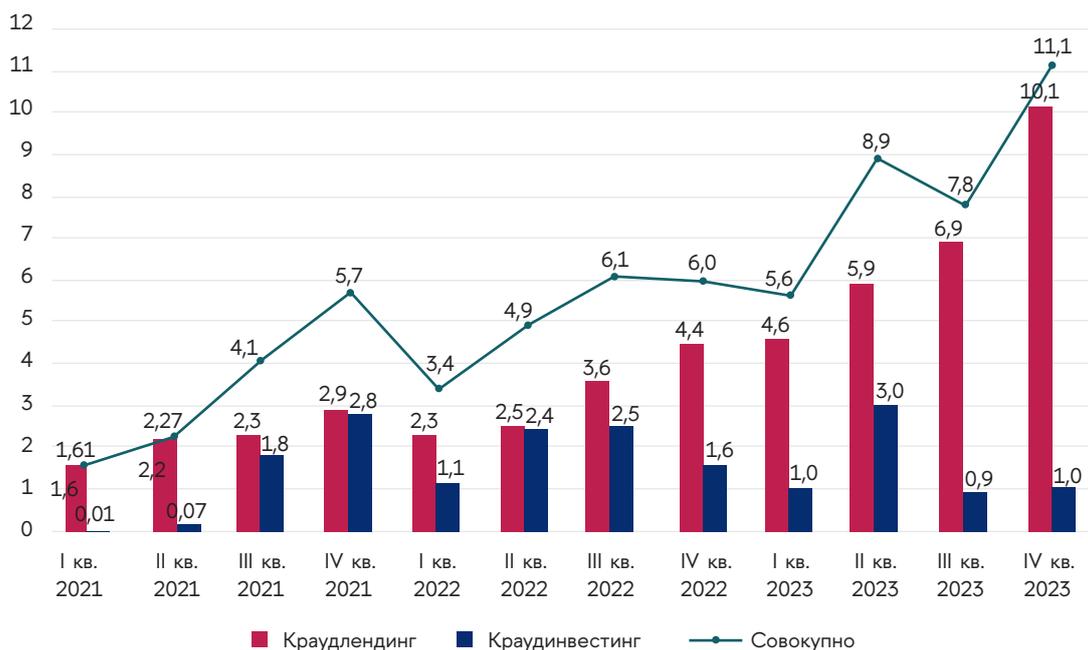


Рисунок 4. Объем краудфандинга в России в 2021–2023 гг., млрд руб.

Источники: составлено авторами на основе данных Банка России: Обзор рынка краудфандинга в России. 2021 год и I квартал 2022 года (URL: https://www.cbr.ru/collection/collection/file/42097/crowdfunding_market_01_2022.pdf); Обзор платформенных сервисов в России. Операторы инвестиционных платформ, операторы информационных систем и операторы финансовых платформ [в 2022 году] (URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/146720/platform_services_20230515.pdf); Обзор платформенных сервисов в России. 2023 год – I квартал 2024 года (URL: https://www.cbr.ru/collection/collection/file/49243/platform_services_2024-1.pdf).

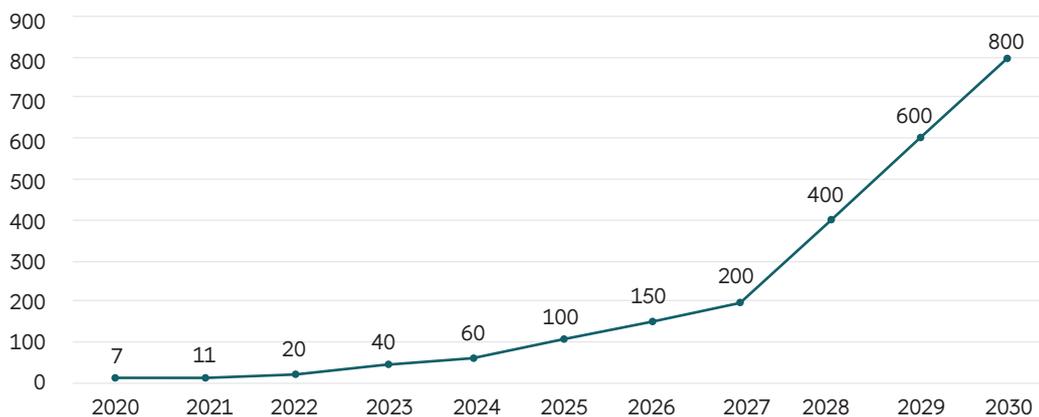


Рисунок 5. Прогноз объемов краудфандинга в России до 2030 г., млрд руб.

Источники: составлено авторами на основе данных «МСП Банка», АОИП.

Рассмотрим подробнее относимые нами к краудинвестинговым платформы ОИП из реестра Банка России (см. рис. 2). Их перечень приведен в таблице 3. В последних четырех строчках представлены платформы, которые были зарегистрированы в 2023 г.

Таблица 3. Краудинвестинговые платформы на конец 2023 г.

Платформа	Сайт платформы	ОИП
SimpleEstate	simpleestate.ru	ООО «СИМПЛ ЭСТЭЙТ»
Lender Invest	lender-invest.ru	ООО «ЛЭНДЭР-ИНВЕСТ»
InveStore	investore.club	ООО «Инвестори»
Rounds	rounds.ru	ООО «Раундс»
ЗБЕРОПОЛИС	zberopolis.ru	АО «Инвестиционная компания “НФК-Сбережения”»
Zapusk	zapusk.tech	ООО «Капитализация»
Finmuster	investment-platforma.com	АО «Оператор платформы ЭЦБ»
bizmall	bizmall.ru	АО «Финансовая платформа БИЗМОЛЛ»
Zorko	pfl-invest.ru	ООО «ПФЛ Новые инвестиции»
Investra	инвестра.рф	ООО «Инвестра»
brainbox.VC	brainbox.vc	АО «Брэйнбокс ВиСи»
Platforium	platforium.ru	АО «ПЛАТФОРИУМ»

Источник: составлено авторами на основе данных Банка России и анализа содержания сайтов платформ.

Закон о краудфандинге предполагает обязательное раскрытие информации каждым ОИП, в которую входят аудированная финансовая отчетность, ежегодные отчеты по результатам привлечения инвестиций ОИП и другие документы.

В ходе анализа отчетности ОИП из таблицы 3 было выявлено, что операторы «Инвестиционная компания “НФК-Сбережения”», «Капитализация», «Инвестра», «Брэйнбокс ВиСи», «ПЛАТФОРИУМ» не провели ни одной сделки на своих инве-

стиционных платформах в 2023 г. Результаты деятельности в 2021–2023 гг. платформ с ненулевыми операциями представлены в таблице 4.

Анализ финансовой отчетности этих ОИП показал, что в 2022 г. все платформы оказались убыточными, а в 2023 г. ситуация значительно улучшилась, но часть платформ все равно завершили год в минусе⁶⁶. За два года общий объем привлеченных инвестиций вырос почти в 5 раз, число инвестиционных предложений выросло более чем в 80 раз, а количество инвесторов — в 27 раз. Средний размер инвестиций на одного инвестора продолжает снижаться, что может свидетельствовать о диверсификации инвесторов, привлечении на платформы большого числа частных лиц.

Стоит отметить, что некоторые из этих платформ наряду с краудинвестингом также занимаются краудлендингом, в частности Lender Invest, bizmall (разделить эти два разных способа привлечения инвестиций по отчетности не удалось).

Также часть платформ имеют специфику, а именно привлекают деньги инвесторов для покупки прежде всего коммерческой недвижимости, в частности помещений для супермаркетов известных продуктовых ретейлеров. К таким платформам относятся Lender Invest, SimpleEstate, InveStore.

Вместе с тем на платформах, перечисленных в таблице 3, наблюдается рост количества предложений, не заинтересовавших инвесторов и не получивших финансирования в первоначальные сроки, к которым компании-эмитенты пытаются его привлечь, продлевая период сбора средств. Возникает важный вопрос: платформам не хватает «хороших» компаний или платежеспособных инвесторов? На наш взгляд, не хватает именно первого. На это указывают низкое качество финансовых моделей инвестиционных предложений (это отмечают многие профессиональные участники рынка), повышенные риски в экономике страны, а также успехи платформ SimpleEstate и Lender Invest.

Общая динамика привлеченных инвестиций краудинвестинговыми платформами за период 2016–2022 гг. показана на рисунке 6. Как указывалось выше, до 2019 г. в России краудинвестинга в понимании его как механизма привлечения капитала посредством выпуска акций на платформе не существовало, так как не было возможности совершать сделки на онлайн-платформах, поэтому, с нашей точки зрения, данные за 2016–2017 гг. можно считать относящимися к краудинвестингу не в полной мере. Эти данные отражают статистику краудфандинга в целом и относятся к другим его видам.

66 На момент написания аналитического доклада не все платформы опубликовали финансовые результаты за 2023 г.

Таблица 4. Показатели деятельности операторов инвестиционных краудинвестиционных платформ в 2021–2023 гг.

ОИП	Платформа	Количество профинансированных раундов компаний			Объем инвестиций, млн руб.			Количество инвесторов			Средний размер инвестиций на одного инвестора, руб.		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
«Раундс» (в 2021 г. «Старттрек»)	Rounds (в 2021 г. STRK)	7	7	21	295,279	76,595	767,595	111	55	98	2 660 166	1 391 657	7 832 605
«СИМПЛ ЭСТЭЙТ»	SimpleEstate	2	4	17	114,993	134,841	471,588	34	368	720	3 382 147	366 414	654 982
«Оператор платформы ЭЦБ»	Finmuster		2	3		64,155	40,023		3	85		21 384 968	470 858
«ЛЭНДЭР- ИНВЕСТ»	Lender Invest			416		589,209				2136			275 847
«ПФЛ Новые инвестиции»	Zorko			1		127,224				802			158 633
«Инвестори»	Investore			273		32,297				48			672 854
«Финансовая платформа БИЗМОЛЛ»	bizmall			3		2,013				23			87 517
Итого:		9	13	734	410,272	275,537	2029,948	145	426	3912	2 829 459	646 799	518 903

Примечание. Возможное расхождение в годовом объеме краудинвестинга по данным Банка России и ОИП (см. также табл. 5) не является существенным для исследования динамики и развития рынка.

Источник: составлено авторами на основе годовых отчетов ОИП.



Рисунок 6. Объем инвестиций (краудинвестиционных сделок) на краудинвестиционных платформах в 2016–2023 гг., млн руб.

Примечание. Данные за 2018–2020 гг. не представлены в открытых источниках либо имеются в виде, не позволяющем выделить объем средств, привлеченных в ходе именно краудинвестиционных кампаний.

Источник: составлено авторами на основе данных Банка России, отчетов ФРИИ (URL: <https://www.iidf.ru/fond/report/>) и платформы Rounds (URL: <https://rounds.ru/legal>).

Обратимся к регистраторам, которые по отчетам имели в 2022 г. сделки на своих платформах; это 8 платформ из 11 (табл. 5).

Данные из таблицы 5 свидетельствуют о том, что 80% инвестиций в 2022 г. приходилось на одну платформу — «Инвестиционную платформу НРК-Р.О.С.Т.», а топ-3 платформ обеспечили 97% средств, собранных на таких платформах.

В 2023 г. ситуация изменилась: общий объем привлеченных всеми регистраторами инвестиций сократился. Прежний лидер привлек только 1,2 млрд руб. инвестиций. До 1,6 млрд руб. улучшила показатели платформа «ВТБ Регистратор». «Инвест-Платформа» выросла до 898 млн руб. Также существенно улучшили свои позиции ряд других регистраторов.

Таблица 5. Результаты работы платформ регистраторов в 2022–2023 гг.

ОИП	Платформа	Количество профинансированных раундов компаний					Объем инвестиций, млн руб.					Количество инвесторов					Средний размер инвестиций на одного инвестора, руб.				
		2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023		
АО «НРК-РОС.Т.»	«Инвестиционная платформа НРК-РОС.Т.»	29	35	6218,511	1237,836	28	57	1,0	1,6												
АО «ВТБ Регистратор»	«ВТБ Регистратор»	13	22	853,639	1579,403	20	82	1,5	3,7												
АО «СТАТУС»	«Статус-Инвест»	9	25	435,980	87,142	13	36	1,4	1,4												
АО «Реестр»	«Инвест-Платформа»	7	5	103,558	898,407	10	5	1,4	1,0												
АО «СРК»	«Инвестиционный Компас»	1	7	99,882	50,389	1	12	1,0	1,7												
АО «Новый регистратор»	«Новая инвестплатформа»	1	6	11,008	468,585	1	14	1,0	2,3												
АО «МРЦ»	«Инвестиционная платформа АО "МРЦ"»	1	4	6,389	50,899	1	6	1,0	1,5												
ООО «Регистратор «Гарант»	«Регистратор Гарант»	1	0	0,005	0	1	0	1,0	0,0												
Итого:		62	104	7728,972	4372,661	75	212	1,2	2,0												

Источник: составлено авторами на основе годовых отчетов ОИП.

Таким образом, проведенный анализ развития рынка краудфандинга и краудфандинговых платформ в России показывает существенный рост. Однако объемы привлеченных посредством краудинвестинга средств достаточно небольшие как в абсолютном выражении, так и относительно общей величины средств, привлекаемых по всем видам краудфандинга. Прорывной точкой в развитии рынка стало принятие закона о краудфандинге, однако ковидные ограничения, даже не столько затронувшие сам механизм краудфандинга, который осуществляется в онлайн-формате, сколько нанесшие ущерб МСБ, стали препятствием для его роста. Само законодательство также нуждается в совершенствовании (подробнее в подразделе 2.4), обеспечении более эффективных механизмов для защиты прав инвесторов, интересов эмитентов и операторов рынка краудфандинговых платформ.

Научное издание

*Аналитические доклады
Высшей школы бизнеса ВШЭ
Выпуск 10*

Березинец Ирина Владимировна
Волков Дмитрий Леонидович
Ерисов Андрей Юрьевич
Ильина Юлия Борисовна
Царьков Игорь Николаевич

**Краудфандинг
как инструмент инвестиционных возможностей
и демократизации финансирования
малого и среднего бизнеса**

*Редактор А.А. Иванова
Обложка, верстка: Н.А. Дымова
Корректор С.М. Борцевская
Выпускающий редактор А.В. Заиченко*

Подписано в печать 11.02.2025. Формат 84×108/16
Гарнитура PT Serif
Уч.-изд. л. 5,5. Усл. печ. л. 11,76.
Тираж 500 экз. Изд. № 2952. Заказ № 25-906

Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики»
101000, Москва, ул. Мясницкая, д. 20,
тел.: +7 495 772-95-90 доб. 15285

Отпечатано с готового оригинал-макета
в соответствии с качеством предоставленных материалов
в ООО «Коми республиканская типография»:
167982, Республика Коми, Сыктывкар, ул. Савина, 81, тел. +7 8212 28-46-71, knigikomi@komitip.ru