

УДК 336.648

Современные методы финансирования деятельности инновационных предприятий

В.В. Дорофеева

Филиал Байкальского государственного университета в Братске, ул. К. Маркса 14, Братск, Россия
d310574@yandex.ru

Статья поступила 28.11.2018, принята 11.12.2018

В статье проведен системный анализ сетевых методов финансирования деятельности инновационных предприятий. Рассмотрены сущность и механизмы деятельности венчурных фондов. Показаны этапы становления и определена сущность краудфандинга, представлена его классификация с позиции целей и видов. Перечислены наиболее успешные платформы краудфандинга. Показаны особенности акционерного краудфандинга и определены его преимущества по отношению к венчурному финансированию. Определены сценарии и перспективы возможного развития краудфандинга в России.

Ключевые слова: венчурное инвестирование; краудсорсинг; краудфандинг; краудфандинговые платформы; акционерный краудфандинг.

Modern methods of financing the activities of innovative enterprises

V.V. Dorofeeva

Bratsk Branch of the Baikal State University; 14, Karl Marx St., Bratsk, Russia
d310574@yandex.ru

Received 28.11.2018, accepted 11.12.2018

The article presents a systematic analysis of network methods of financing the activities of innovative enterprises. The essence and mechanisms of activity of venture funds are considered. The stages of formation are shown and the essence of crowdfunding is defined. The classification of crowdfunding from the point of view of goals and types is presented. The most successful crowdfunding platforms are listed. The features of equity crowdfunding and its advantages in relation to venture financing are shown. Scenarios and prospects of possible development of crowdfunding in Russia are defined.

Keywords: venture capital; crowdsourcing; crowdfunding; crowdfunding platforms; equity crowdfunding.

Постановка проблемы. Совокупные сбережения и их эффективное привлечение и использование в рыночной экономике всегда рассматривались как потенциал для увеличения общего объема финансовых ресурсов государства.

Рассматривая возможности доступа предприятий к финансово-кредитным ресурсам, можно выделить три основных типа их источников: внутренние, когда ресурсы формируются самим предприятием и зависят исключительно от его возможностей; внешние, поступающие от других компаний, профессиональных участников финансового рынка, государства и его институтов, международных организаций; смешанные, когда используются средства, которые аккумулируются или высвобождаются в результате взаимодействия предприятия с внешними субъектами.

Состояние финансового рынка в государстве, которое характеризуется дефицитом ресурсов и

их высокой стоимостью, нестабильностью курса национальной валюты, недостаточной эффективностью механизмов регулирования и саморегулирования финансовых рынков, низкой платежеспособностью населения требует разработки новых и внедрения опыта использования имеющихся эффективных инструментов формирования ресурсного обеспечения деятельности предприятий. Одним из таких инструментов может стать коллективное инвестирование, которое предусматривает финансирование новых проектов или убыточных компаний с целью роста их капитализации.

Анализ последних исследований и публикаций. Проблемами привлечения инвестиций на предприятия занимались многие зарубежные и отечественные ученые. В основном их внимание сосредоточено на привлечении инвестиций на предприятия, например в [2; 4]. Особое внимание

уделяется венчурному финансированию, раскрытию его сущности и принципов [1; 9], современных моделей [3; 15]. Однако проблемы инвестирования предприятий требуют дальнейших научных исследований и поиска путей их решения. В частности, это касается исследования современного опыта венчурного финансирования, поиска путей совершенствования инструментов коллективного инвестирования и т.п. Именно это обуславливает актуальность исследования и его цель.

Целью данной статьи является выявление сущности современных форм коллективного инвестирования, определение условий, при которых они могут быть реализованы в экономике России.

Основной материал исследования. Инвестиции — это одна из форм аккумуляции сбережений частных инвесторов. Особое значение в преобразовании сбережений в инвестиции играют методы и инструменты, с помощью которых происходит этот процесс. Традиционно основными методами привлечения сбережений на рынок выступают брокерское и дилерское обслуживание, доверительное управление средствами инвестирования и другие операции, которые обычно проводятся инвестиционными компаниями. Выделяют три вида инвестиционных компаний или фондов: открытая инвестиционная компания (*open-end*), или взаимный фонд; закрытая инвестиционная компания (*closed-end*), или инвестиционный фонд; объединенный инвестиционный траст (*unitinvestmenttrust*), или фиксированный траст [14].

Взаимный фонд — это объединение денежных средств частных инвесторов с целью их прибыльного вложения в ценные бумаги. Формирование инвестиционного портфеля осуществляется профессиональными менеджерами в рамках определенной стратегии фонда. Особенности взаимного фонда являются обязательства управляющей компании об осуществлении постоянного погашения акций фонда по требованию, а также непрерывное предложение новых акций инвесторам.

Закрытые фонды выпускают фиксированное количество акций, торговля которыми осуществляется на фондовой бирже или на внебиржевом рынке. Инвестор покупает акции закрытого фонда, а менеджеры осуществляют оптимальное вложение привлеченных средств в соответствии с инвестиционными целями фонда для формирования инвестиционного портфеля. Инвестор получает прибыль в виде дивидендов, выплачиваемых фондом, и курсового роста стоимости акций фонда.

Фиксированный траст имеет много общего в организации с закрытыми инвестиционными фондами. Существенным отличием от рассмот-

ренных видов фондов является то, что фиксированный траст имеет неизменную структуру финансовых инструментов в инвестиционном портфеле, и менеджеры не управляют портфелем активно. Инвесторы покупают долю владения в фиксированном трасте и получают пропорциональную долю дивидендов или процентных выплат. Фиксированный траст всегда создается на определенный срок, по истечении которого инвесторы получают причитающуюся им долю активов фонда.

Эффективность размещения финансовых ресурсов связана с ограниченными возможностями фондового рынка. Препятствиями для развития системы коллективных инвестиций являются невысокая степень капитализации российского рынка, дефицит производных финансовых инструментов и ликвидных ценных бумаг. Проблема низкого инвестиционного потенциала фондов может быть решена посредством участия управляющих компаний в реализации инвестиционных проектов, т. е. их участия в венчурном финансировании.

Понятие венчурного капитала возникло в США в 1946 г., когда была образована Американская корпорация по исследованиям и разработкам (*American Research and Development Corporation (AR & D)*). Венчурный капитал как альтернативный источник финансирования бизнеса был направлен на финансирование партнерских отношений и установление определенных правил защиты интересов инвесторов.

В 1973 г. была создана Национальная ассоциация венчурного капитала (*National Venture Capital Association—NVCA*), которая в настоящее время объединяет 330 организаций, управляющих капиталом в размере около 120 млрд дол. США.

Вторым по уровню развития рынком после США является рынок капитала Европы, но непосредственно венчурные инвестиции на нем составляют лишь около 10% и направляются преимущественно на развитие компаний. Вообще же в Европе венчурное финансирование возникло позднее, чем в США, — только в 1970-80-е гг. Европейская ассоциация венчурного капитала (ЕАВК) была создана в 1983 г. Венчурный капитал в Европе, на основе данных ЕАВК, больше всего развит в Великобритании, Германии и Франции. В последнее время значительное развитие получили рынки венчурного капитала Израиля, Японии, Китая, Республики Корея, Сингапура, Австралии, Чили, Мексики.

Основной особенностью венчурного финансирования является предоставление предприятию денежных средств в обмен на долю в его уставном капитале. Одну из особенностей венчурного финансирования составляет, в частности, финанси-

рование в разных фазах жизненного цикла предприятий. Традиционно процесс развития предприятия (или проекта) подразделяют на стадии: *seed* (фаза разработки, «посевная стадия»); *start-up* (старт-ап, стартовая фаза), *earlystage* (*earlygrowth*) (ранний рост, «фаза ранней экспансии»); *expansion* (расширение, фаза быстрой экспансии, фаза роста); *mezzanine* («мезанин-фаза», подготовительная фаза), *exit* (выход, фаза ликвидности, «фаза мостового финансирования»). Различные стадии жизненного цикла предприятия или проекта финансируются из различных источников, и каждая стадия имеет свои специализированные фонды. Особенность венчурного инвестирования заключается в сочетании фрагментарности (по отдельным стадиям) и поэтапности (в пределах одной стадии), когда к инвестированию привлекаются различные по признаку отношения к венчурному проекту инвесторы [10].

Основными формами венчурного финансирования являются приобретение обыкновенных акций с правом голоса, которые дают право на дивиденды только после покрытия всех других обязательств; приобретение привилегированных акций без права голоса, но которые обладают приоритетным правом на дивиденды и погашения; предоставление займа, который через некоторое время может быть конвертирован в акции. В венчурном финансировании выделяют четыре основные модели [13]:

–рыночную модель, для которой характерны развитие финансового рынка, высокая степень доступности венчурного капитала, где основными источниками в финансировании выступают институциональные инвесторы, такие как крупные пенсионные фонды;

–корпоративно-государственную модель, для которой характерны высокий уровень государственного управления, наличие крупных компаний, эффективная банковская система, которые выступают в качестве стратегических партнеров компаний, высокий уровень развития корпоративной культуры;

–кластерную модель, для которой характерны связь между всеми участниками процесса, поэтапная реализация проекта от стадии к стадии, взаимовыгодные отношения государства и бизнеса, эффект синергии, возникающий внутри кластера, доступность венчурного капитала, высокая доля институциональных инвесторов в финансировании фондов, высокая банковская концентрация;

–мезокорпоративную модель, в которой как венчурные фонды, так и сам бизнес достаточно жестко внедрены в структуру мезокорпорации; модель предполагает более поздние стадии инновационного процесса и нацелена на быстрое внедрение высоких технологий.

Капитал для венчурных инвестиций в США предоставляется корпоративными и индивидуальными инвесторами, прежде всего независимыми венчурными фондами (компаниями, фирмами или физическими лицами). Основной объем капитала фондов (более 50%) образуется взносами государственных и частных пенсионных фондов США. Активное участие в венчурных фондах принимают коммерческие и инвестиционные банки, страховые компании, государственные и благотворительные фонды, корпорации. Индивидуальный сектор бизнеса представляют частные инвесторы, так называемые бизнес-ангелы. Наиболее всего их роль проявляется на ранних стадиях зарождения и формирования компаний.

К источникам привлечения венчурного капитала в странах ЕС можно отнести следующие: в Бельгии, Германии, Ирландии и Норвегии особенно велика доля капитала, полученного от частных инвесторов; в Германии и Ирландии основную роль играют банки; в таких странах, как Италия и Норвегия, важную роль в формировании капитала играют правительственные организации.

К направлениям деятельности по развитию венчурного финансирования можно отнести: совершенствование нормативно-правовой базы; активное участие государства в формировании и поддержке венчурных фондов; совершенствование форм, методов и механизмов венчурного инвестирования; обеспечение прозрачности деятельности фондов, обеспечение открытости процедуры выбора проектов; оптимизацию налоговой системы для венчурного капитала; популяризацию венчурного финансирования.

Развитие современного общества характеризуется применением новых технологий, основанных на использовании интернет-ресурсов. М. Кастельс одним из первых указал на сдвиг в общественно-экономическом развитии, обусловленный революцией информационных технологий [6]. Он считал, что технологический прорыв обеспечил материальную основу для всестороннего проникновения сетевых форм в структуру общества. Чертами сетевого общества М. Кастельс определял децентрализацию, горизонтальную систему коммуникаций, отсутствие жесткой структуры, повышенную степень самоорганизации, сочетание изменчивости и прочности, считая, что власть информационных потоков доминирует над потоками власти. Именно сети составляют новую социальную структуру общества, а распространение сетевой логики в значительной мере сказывается на результатах процессов, связанных с производством, жизнью, культурой и властью [5].

Современный этап экономического развития характеризуется динамичным проникновением электронных сетей во все сферы жизни человеческого общества и, в частности, в систему экономических отношений. Формируется система новых экономических отношений, которые существенно модифицируют правила функционирования рыночной экономики. Иногда сетевая экономика даже противопоставляется рыночной экономике. Это проявляется в формировании открытого рынка труда, появлении нового вида производства (*peer-to-peerproduction*), основанного на использовании массового сотрудничества (*mass-collaboration*), в открытии новых возможностей общего владения материальными благами (*co-sharing*) и интеллектуальной собственностью (лицензии *Creative Commons*), общественной лицензии на свободное программное обеспечение (*GeneralPublicLicense*) и др. Экономика приобретает особые черты: экономика общего потребления (*on-DemandEconomy*), экономика сотрудничества (*SharingEconomy*), викиномика (*Wikinomica*), высокотехнологичная экономика дарения (*TheHi-TechGiftEconomy*) и др. [18].

Развитие сетевой экономики способствовало возникновению такого явления, как краудсорсинг (англ. *crowdsourcing*, от *crowd* – общество, группа, *sourcing* – использование ресурсов), т. е. технологии диалога, создание «коллективного ума» для качественной реализации общественно-значимых задач. Впервые этот термин ввел Джефф Хау, считая это явление процессом мобилизации ресурсов людей с помощью информационных технологий с целью решения задач, стоящих перед бизнесом, государством и обществом в целом [19]. Краудсорсинг является одним из форматов сотрудничества людей, которые не являются целостным трудовым коллективом и объединяются временно, заинтересовавшись определенной социально-значимой идеей. По своей сути он является привлечением человеческих возможностей для совместного решения определенных проблем или реализации проектов. Краудсорсинг имеет большой инновационный потенциал, он способен формировать сети взаимодействия между людьми. Принципиальной особенностью краудсорсинга является именно заинтересованное добровольное соучастие с самостоятельно регулируемым уровнем активности. Благодаря краудсорсингу многие российские компании получили вторую жизнь, к примеру, анализ общественного мнения помог выбрать логотипы для ребрендинга ведущих бизнес-организаций.

Краудсорсинг можно классифицировать по сфере деятельности и типу решаемых задач. По сфере деятельности: в бизнесе – решение задач, стоящих перед ним, в социальной сфере –

решение задач, связанных с общественной деятельностью, отношениями между людьми; в политической (государственной) сфере – обсуждение различных законов и других государственных инициатив. По типу решаемых задач: создание продукта; голосование; поиск решения; поиск людей; сбор информации; сбор средств и т.п. Также различают коммерческий и социальный краудсорсинг. Коммерческий краудсорсинг – это включение людей в процесс создания, финансирование, производства, продвижения проекта, продукции, услуги на добровольной основе с целью получения прибыли за счет добавления потребительской ценности и формирования дополнительного спроса на проект, продукт, услугу в сети Интернет. Он выступает как маркетинговый инструмент продвижения этого проекта, продукта или услуги. Социальный, или некоммерческий краудсорсинг – включение людей в процессы решения определенных задач (в том числе социально значимых) в сети Интернет на добровольной основе, не имея при этом коммерческих целей [11].

На идеологии краудсорсинга построена его финансовая версия – краудфандинг. Краудфандинг (от англ. *crowdfunding*, *crowd* – толпа, *funding* – финансирование, т. е. «народное финансирование») – это коллективное сотрудничество людей, которые добровольно объединяют свои деньги или другие ресурсы, чтобы поддержать усилия других людей или организаций. Уже сегодня использование современных информационных технологий превращает краудфандинг в действенный инструмент финансирования социально-экономического развития. Считается, что не в последнюю очередь активизация краудфандинга как формы первичного накопления капитала обусловлена последствиями мирового финансового кризиса 2008 г., включившего режим экономии и недофинансирования многих сфер общественной жизни. Краудфандинг массово привлекает инвесторов, обращаясь не только к экономическим мотивам, но и к общим социальным интересам. Выделяют следующие черты краудфандинга, которые делают его эффективным способом финансирования проектов:

– он имеет определенные преимущества по сравнению с финансовыми посредниками и сочетает две функции – как аккумуляцию средств, так и выявление направлений их расходования (большая гибкость, скорость выделения средств, прозрачность информации, подотчетность и ответственность перед обществом);

– возможность создавать не только коммерциализированные, но и так называемые общественные блага, предоставлением которых традиционно занимается только государство (проекты локального

благоустройства, помощь определенным социальным категориям населения и т.п.);

–снижение затрат на организацию финансирования проектов благодаря меньшему числу посредников (посредниками являются лишь краудфандинговая платформа и банковское учреждение, обслуживающее вклады);

–привлечение инвесторов не только по экономическим мотивам, но и общим интересам;

–коллективные способы финансирования проектов существенно расширяют перечень способов традиционного инвестирования [21].

Процесс краудфандинга содержит ряд этапов. Авторы проектов на безвозмездной основе публикуют информацию о своих начинаниях, выставляют необходимую сумму и срок, за который ее необходимо собрать. Доноры (спонсоры) вносят какую-либо сумму на реализацию проекта, за которую они в перспективе получают какие-то бонусы: образец товара, уникальную модель, которая не будет продаваться в открытом доступе, процент прибыли, акции или вообще ничего, кроме того, что имя спонсора как участника проекта будет упомянуто. Если за указанный срок сумма не собирается, деньги возвращаются всем спонсорам, проект закрывается. Заключительный этап заключается в проведении расчетов со всеми лицами, принявшими участие в финансировании проекта.

В краудфандинговом процессе участвуют три агента: разработчики, инвесторы, платформы. Для разработчиков преимущества использования такого типа финансирования заключаются в низкой стоимости капитала и доступе к большому количеству информации. Традиционно для разработчиков есть несколько способов финансирования: личные сбережения, кредит, помощь друзей и родственников, доленое инвестирование, венчурные фонды. Однако краудфандинг позволяет привлечь капитал по самой низкой стоимости. Также краудфандинг значительно облегчает процесс поиска инвесторов и не ограничен географией. Более того, разработчики могут использовать различные способы вознаграждения инвесторов. Также существенным фактором является неограниченный доступ к самой разнообразной информации.

Для инвесторов есть несколько факторов, которые могут побудить их инвестировать средства путем краудфандинга: индивидуальные инвесторы имеют возможность инвестировать в абсолютно любой проект; доступ к новому продукту еще до его официального выхода на рынок; участие в сообществе, возможность обмениваться мыслями, идеями, быть частью инновационных проектов; поддержка креативных идей и проектов.

Необходимо отметить, что инвесторы бывают разных видов, они отличаются по целям, интересам, финансовому статусу и т. д. Их классифицируют по определенным психотипам, чтобы объяснить мотивацию действий. Выделяют несколько из них: случайный инвестор – тот, кто случайно увидел информацию о проекте, она заинтересовала его и мотивировала перевод-поддержку; активные инвесторы – те, кто действительно приобщаются к поддержке проектов, находят их не случайно, а целенаправленно следят за появлением новых проектов, способствующих популяризации проекта, комментируют его; их финансовый вклад может быть как значительный, так и мизерный, но они всячески помогают распространять информацию о проекте. Это так называемые краудангелы, которые являются, как правило, обеспеченными людьми, которые мощно, преимущественно на старте проекта, поддерживают его, чтобы идея реализовалась. Это мотивирует других инвесторов охотнее поддерживать проект, видя, что он уже собрал значительную сумму [8]. Краудфандинговая платформа – это сайт, на который разные предприниматели могут выкладывать свои идеи с целью привлечения инвесторов. В настоящее время в мире существует примерно 650 краудфандинговых платформ.

Краудфандинг-платформы бывают двух видов: те, которые выплачивают средства разработчику только в случае, если ему удалось собрать первоначально заявленную сумму, и те, которые в любом случае выплачивают разработчику деньги независимо от того, собрал проект необходимую сумму или нет. Также можно разделить краудфандинг-платформы, в зависимости от типов проектов, на специализированные платформы, предназначенные для реализации проектов отдельных отраслей; платформы, которые специализируются на особых типах проектов; разнонаправленные платформы, которые не ограничиваются определенным видом проектов, а помогают искать финансирование для любых проектов.

В зависимости от типа комиссии краудфандинг-сайты можно разделить на платформы, которые взимают комиссию от собранной инвесторами суммы (она варьируется в среднем от 2 до 5%); платформы, которые взимают фиксированную сумму не единовременно, а ежемесячно или ежегодно; платформы, которые взимают фиксированную сумму за размещение проекта на сайте. Большинство платформ взимают дополнительную комиссию от услуг финансового посредничества. Это зависит от используемого метода платежа и банка. Обычно комиссия варьируется от 2 до 4%. Примерно 45% краудфандин-

говых сайтов требуют от инвесторов размещения средств на счете условного депонирования. Счет условного депонирования обеспечивает нахождение средств на счете до момента выполнения оговоренных условий коммерческого договора. В случае его выполнения деньги будут выплачены получателю. Счет служит в качестве инструмента безопасности расчетов. 63% сайтов используют платежную систему *PayPal*. Важно заметить, что разработчики могут просить инвесторов вносить средства по-разному [16].

Основные мировые краудфандинг-платформы — это *Kickstarter* и *IndieGoGo*. Они помогают правильно подать бизнес-план проекта, определить его основные цели, преимущества и дальнейшие пути развития перед потенциальными инвесторами. Тем самым риски людей, которые инвестировали в проект, уменьшаются, поскольку они могут следить за развитием проекта поэтапно.

Kickstarter — один из самых популярных сайтов, который предназначен для краудфандинговых проектов на основе пожертвований и вознаграждений. Платформа была создана в 2009 г. в США. Все проекты перед размещением проходят предварительную экспертизу. Этим объясняется высокий показатель удачного сбора средств для финансирования — 45% от общего количества размещенных проектов. Срок размещения проекта на платформе — до 60 дней. Сервис *Kickstarter* за свои услуги берет 5% от собранной разработчиком суммы. Сервис взимает эту комиссию перед тем, как выплатить разработчику собранную сумму.

Второй по популярности в США является платформа *IndieGoGo*. В отличие от *Kickstarter*, это благотворительный краудфандинг (*Donation-based Crowdfunding*), который предусматривает, что пожертвования являются добровольными актами, совершенными на основе альтруизма и без каких-либо обязательств для получателя. Чаще всего эта платформа используется в социальных, политических и медицинских проектах.

Народное кредитование, или модель, ориентированная на займы (*Lending-based Crowdfunding*), является лидером по количеству задействованных средств и предметом пристального внимания специалистов. Она также называется краудлендинг, или P2P-кредитование. К общим чертам большинства краудлендинговых платформ можно отнести наличие кредитного рейтинга заемщиков (составляется экспертами самой платформы или внешними экспертами); проверку его документов с целью минимизации риска мошенничества; автоматическое инвестирование, т. е. возможность диверсификации портфеля кредитора с помощью автоматического инвестиро-

вания выбранной им суммы равными долями на основе ключевых параметров, определенных инвестором; досрочное погашение долга без уплаты процентов и др. В качестве основного преимущества для кредиторов выделяют более высокие ставки и саму возможность предоставления займа в очень широком спектре отраслей. Заемщик выигрывает благодаря более низким тарифам и удобству получения кредита. Источником финансирования выступают исключительно физические лица. Первой краудфандинговой платформой, работающей по такому принципу, стала британская *Zopa*. Среди других успешных проектов можно выделить, в частности, *Smava* в Германии и *Babyloan* во Франции.

Лидером рынка является американская платформа *LendingClub*, которая с начала 2007 по октябрь 2013 г. собрала более 2,7 млрд дол. В 2013 г. корпорация *Google* объявила о покупке миноритарного пакета акций платформы *LendingClub*, тем самым сигнализируя о перспективности этого подхода.

Частным случаем кредитования физических лиц является модель социального кредитования. Она характеризуется номинальными процентами по кредиту или их полным отсутствием. Основное назначение подобных кредитов — это оказание помощи бедным слоям населения, в первую очередь, в развивающихся странах. Крупнейшим представителем этой модели является платформа *KIVA*, через которую прошло кредитов на сумму более 500 млн дол. США. В этом подходе речь идет именно о кредитах, а не о благотворительности. Полученные займы необходимо возвращать.

Одна из самых инновационных форм краудфандинга — это акционерный краудфандинг (*Equity-based Crowdfunding*), где в качестве вознаграждения спонсор (инвестор) получает часть собственности, акции предприятия, дивиденды или право голосования на общем собрании акционеров. Схема включает публичное предложение и продажу ценных бумаг, обеспечивающих долю в капитале объектов инвестиций, с использованием специализированных интернет-сайтов.

Инновационность акционерного краудфандинга заключается в том, что ценные бумаги предлагаются всем инвесторам, а не только «квалифицированным» (которые имеют определенный уровень дохода, благосостояния, опыта в финансовой индустрии). Инструменты акционерного краудфандинга расширяют набор инвестиционных возможностей для рядовых инвесторов, предоставляя им возможность инвестировать в инструменты, ранее доступные только «квалифицированным» бизнес-ангелам и венчурным инвесторам.

Не все компании, которые имеют экономически привлекательные инвестиционные проекты, способны получить финансирование от «ангелов-инвесторов» и венчурных инвесторов. Стратегические инвесторы обычно интересуются объектами на более поздней стадии развития. Выпуск ценных бумаг на бирже является чаще всего слишком дорогостоящей процедурой для компаний на ранней стадии развития. Заемные средства от финансовых институтов, как правило, недоступны для таких компаний или доступны на невыгодных условиях, под очень высокий процент. Благодаря инструментам акционерного краудфандинга у предприятий появляется больше возможностей по привлечению капитала.

Дополнительными преимуществами для предприятий на начальной стадии являются возможность распространения информации о новом продукте или новой бизнес-модели; использование краудфандинговой платформы для продвижения продукта; продвижение инвестиционного предложения среди бизнес-ангелов и институциональных инвесторов (потенциальным результатом может стать интерес со стороны нескольких крупных инвесторов, и привлечение широких масс не требуется); получение обратной связи по инвестиционному предложению и т.п.

Вложения в краудфандинг-проекты могут быть использованы для диверсификации рисков и получения дополнительного дохода. Кроме этого, инвесторы могут иметь другие мотивы для инвестирования, такие как социальное влияние проекта; развитие локального сообщества, участником которого является инвестор; возможность участия в проектах; поддержание определенного бренда; возможность трудоустроиться и проч.

Венчурные инвесторы обычно финансируют растущие предприятия. Инвестиции осуществляются в основном при завершении разработки товара (услуги) и в начале продаж, имеют высокий объем и долевое участие в размере контрольного пакета акций (или блокирующий объем минус 1 акция), единый пул заемных, привлеченных и собственных средств. Бизнес-ангелов можно рассматривать как частных венчурных инвесторов, которые приносят в финансируемый проект не только собственные финансовые ресурсы, но и бизнес-опыт. Финансирование часто осуществляется на ранних этапах развития, включая создание предприятия и разработку товара (услуги) [7].

Краудфандинг является более дешевым видом финансирования. Венчурные инвесторы обычно требуют наибольший процент акций — 60–70%, а в случае вхождения в совет директоров — повышенные дивиденды. Долевое участие бизнес-ангелов, как правило, составляет минори-

тарный блокирующий пакет акций. При акционерном краудфандинге акции распределены между большим количеством участников, поэтому никто из них не получает преимущественного права влиять на политику предприятия, и за предпринимателями остается возможность самостоятельно распоряжаться своим бизнесом [7].

Краудфандинг является также наиболее простым и понятным видом привлечения инвестиций для самих предпринимателей. Презентация проекта на краудфандинговой платформе может ограничиться только средой Интернета и не включать личного общения с венчурными инвесторами или бизнес-ангелами, что имеет определенные психологические преимущества.

Но, наряду с инновационностью краудфандинга, этот подход является одновременно самым обсуждаемым и спорным, так как затрагивает организационно-правовую форму предприятия и связан с повышенным риском для инвесторов. Учитывая тот факт, что основной целью инвестиций традиционно является получение дохода, риски инвестирования высоки, и к инвестированию допущены не только «квалифицированные» инвесторы, регуляторы накладывают ряд ограничений на процесс привлечения инвестиций с целью снижения риска инвестирования и возможных негативных социальных последствий. Такие ограничения могут включать ограничение на размер размещения; ограничения на размер инвестиций в проекты акционерного краудфандинга для инвестора в зависимости от его дохода или благосостояния; установление требований к раскрытию информации по объектам инвестиций; требования в части обучения инвесторов и др.

16 мая 2016 г. вступила в силу статья III постановления под названием *JOB Act of 2012*, направленного на привлечение капитала для малых бизнесов и бизнесов на ранней стадии развития. Данная статья позволяет публичные инвестиции для всех инвесторов из США в компании на ранней стадии развития и без дорогостоящей регистрации в Комиссии по ценным бумагам и биржам (*Securities and Exchange Commission — SEC*) с участием или специализированного брокера-дилера, или через специализированный портал, зарегистрированный в SEC. При этом существуют ограничения на объем размещения, размер инвестиций в проекты акционерного краудфандинга для инвесторов исходя из их дохода и благосостояния и другие ограничения [12].

Деятельность акционерного краудфандинга регулируется как на уровне Евросоюза в целом (Директива о рынках финансовых инструментов), так и на уровне отдельных государств Евросоюза. Одним из успешных примеров является британский проект *Seedrs*, который специализи-

руется исключительно на акционерном краудфандинге. Важной вехой дальнейшего развития этого вида краудфандинга стало принятие закона в Италии, который легализует этот способ инвестирования для стартапов.

По оценкам *Massolutions*, общий мировой объем краудфандинговых соглашений в 2015 г. составил 34,4 млрд дол. США. Объем инвестиций за счет акционерного краудфандинга в мире в 2015 г. оценивался в размере 2,5 млрд дол. США, что в 2,3 раза превышает показатель предшествующего года [17].

Венчурные инвесторы и бизнес-ангелы все чаще инвестируют с помощью краудфандинговых платформ вместе с «непрофессиональными» инвесторами.

Вложения в фонды прямых инвестиций, включая венчурные, — одни из самых «дорогих» с точки зрения вознаграждения, оплачиваемого профессиональному управляющему. В венчурных фондах партнеры с ограниченной ответственностью обычно платят ежегодно 2–3% в год от суммы активов под управлением и 20–30% от прибыли. При этом в стоимость услуг управляющего включается поиск инвестиционных возможностей, совершение сделок и управление портфельными активами (увеличение стоимости за счет опыта руководителя, его связей в области и т.п.). Краудфандинг-площадки призваны упростить эти задачи.

Существует ряд инструментов, способствующих развитию акционерного краудфандинга: расширение путей использования акционерного краудфандинга; изменение демографической ситуации и потребительского поведения; высокий социальный эффект; изменения в регулировании. По оценкам *Goldman Sachs* [20], общий потенциал рынка краудфандинга оценивается в 1200 млрд дол. США. Объем акционерного краудфандинга в общей структуре оценивается в 57 млрд дол. США.

Но существуют вопросы, требующие решения для развития акционерного краудфандинга. Среди них — длительная и затратная для малого и среднего бизнеса процедура выпуска ценных бумаг; отсутствие отработанной судебной практики по защите интересов инвестора от мошенничества и размывания его доли в проекте после завершения стадии сбора средств; отсутствие гарантий для инвесторов в случае отказа менеджмента от реализации проекта после получения финансирования; отсутствие инструментов защиты площадки акционерного краудфандинга от обвинений в мошенничестве в случае дефолта заемщика; невысокий, по сравнению с большинством развитых стран, уровень финансовой грамотности населения; отсутствие понимания повышенного уровня риска инвестиций в проекты

на ранней стадии; налоговые риски для инвестора при использовании нестандартных инструментов, по которым отсутствует сформированная налоговая и судебная практика; проблема с предоставлением менеджментом управленческой отчетности инвесторам после завершения сделки (отчетность может предоставляться с опозданием или неверно подготовленная, содержащая ошибки).

Несмотря на это, акционерный краудфандинг — это достаточно перспективное направление, которое активно развивается в тех странах, где созданы благоприятные условия для развития и устранены регуляторные барьеры.

Возможны два потенциальных сценария развития акционерного краудфандинга в России: пессимистичный — при отсутствии позитивных изменений в регулировании акционерный краудфандинг, вероятно, может развиваться в формате клубов инвесторов без выхода на массового потребителя данного продукта; оптимистичный — в случае изменений в регулировании акционерный краудфандинг имеет шансы на достаточно быстрое развитие с выходом на массового потребителя.

Несмотря на все нынешние трудности развития, краудфандинговые площадки в России привлекают достаточно большие суммы средств, например, в 2016 г. три крупнейшие российские площадки смогли привлечь порядка 1 млрд р. (17 млн дол.) в качестве коллективных инвестиций. Из них на долю *Boomstarter.ru* приходится около 326 млн р. [20]. Качественный скачок может произойти из-за применения новых решений, включая использование криптовалют/блокчейна как наиболее перспективных технологий и платежных средств.

Выводы. Проведенный анализ современных инструментов финансирования деятельности предприятий показывает, что на этом рынке активно развиваются инструменты коллективного финансирования, основанные на идеологии краудфандинга. Особенность краудфандинга заключается в том, что с помощью его механизма накопленный социальный капитал трансформируется в капитал финансовый. Современные коммуникационные интернет-технологии способствуют широкому развитию сетевой экономики, значительной социализации рынка, делают его более доступным для широких слоев инвесторов, обеспечивая развитие альтернативных технологий инвестирования и кредитования.

Количество краудфандинговых площадок в 2018 г. достаточно ограничено, несмотря на потенциал сферы: счет крупных американских и европейских площадок идет на десятки, однако в России действительно крупных площадок

относительно мало. Расширению этой сферы в России мешают некоторые «детские» проблемы краудфандинга, в первую очередь, малая известность такого способа коллективного инвестирования и его ограниченная прозрачность. Причины определяются очень просто: Россия «шагнула» в финансовую систему нового типа относительно недавно. При этом очевидно, что развитие рынка краудфандинга напрямую связано с рынком криптовалют и его активным расширением.

Литература

1. Амосов Ю.П. Венчурный капитализм: от истоков к современности. СПб.: РАВИ, 2004. 409 с.
2. Бланк И.А. Управление инвестициями предприятия. М.: Эльга; Ника-Центр, 2003. 469 с.
3. Глэдстоун Д. Инвестирование венчурного капитала: подробное пособие по инвестированию в частные компании для получения максимальной прибыли. М.: Баланс Бизнес Букс, 2006. 416 с.
4. Инвестиционная деятельность / под ред. Г.П. Подшиваленко, Н.В. Киселевой. М.: КНОРУС, 2005. 432 с.
5. Кастельс М. Интернет-галактика. Размышления об Интернете, бизнесе и обществе. М.: Ваклер, 2007. 304 с.
6. Кастельс М. Информационная эпоха: экономика, общество и культура. М.: ГУ ВШЭ, 2000. 608 с.
7. Краудфандинг – новые возможности для открытия малого бизнеса [Электронный ресурс] // Malbusiness.com: сайт. URL. <https://malbusiness.com/kraudfanding-novyie-vozmozhnosti-dlya-otkryitiya-malogo-biznesa/> (дата обращения: 24.12.2017).
8. Краудфандинг: психологические типы бекеров [Электронный ресурс] // Гиктаймс: сайт. URL. <https://geektimes.ru/post/147670/> (дата обращения: 24.12.2017).
9. Кузьмин А.Е. Венчурный бизнес. Киев: Знание, 2012. 350 с.
10. Мазур И.И. Управление проектами. М.: Высшая школа, 2001. 875 с.
11. Марченко А. Технологии краудсорсинга: социально-экономические основы и виды // Современный научный вестник. 2013. № 25 (164). С. 18-24.
12. Меджибовская Н.С. Краудфандинг для малого бизнеса [Электронный ресурс]: миф или реальность // Экономика Украины. 2016. № 10 (659). С. 20-34. URL. <http://dspace.oneu.edu.ua/jspui/handle/123456789/5998> (дата обращения: 14.09.2018).
13. Муслимов Г.Е. Мировые тенденции венчурного финансирования нанотехнологий [Электронный ресурс]: российские реалии, зарубежный опыт и возможность его адаптации // Управление экономическими системами: электрон. науч. журн. 2012. № 2. URL. <http://uecs.mcnip.ru>. (дата обращения: 10.12.2018).
14. Новые инструменты привлечения финансирования для развития технологических компаний [Электронный ресурс]: практика использования и перспективы развития в России. URL. <https://docviewer.yandex.ru/view/30552756/> (дата обращения: 10.12.2018).
15. Радченков С. Топ-10 трендов финтеха 2018 года [Электронный ресурс] // Блумчейн.ру.: информ.-аналитический портал. URL. <https://bloomchain.ru/fintech/top-10-trendov-finteha-2018-goda/> (дата обращения: 14.09.2018).
16. Рич Дж. Краудфандинг. Справочное руководство по привлечению денежных средств. М., 2015. 410 с.
17. Санин М.К. История развития краудфандинга. Классификация видов. Анализ перспектив развития и преимуществ // Научный журнал ИТМО. 2015. № 4. С. 57-63.
18. Тапскотт Д. Викиномика. Как массовое сотрудничество изменяет все. М.: Best Business Books, 2009. 392 с.
19. Хау Дж. Краудсорсинг. Коллективный разум как инструмент развития бизнеса: пер. с англ. М.: Альпина Паблишер, 2012. 288 с.
20. Boomstarter.network [Электронный ресурс]. URL. https://boomstarter.network/system/documents/BS_WP_ru_1.02.pdf (дата обращения: 14.09.2018).
21. Surowiecki J. The Wisdom of Crowds. Anchor Books. N.Y., 2005. 336 p.