Краудинвестинг. Обзор исследований и промежуточные результаты развития

Э. А. Фияксель,
д. э. н., профессор, зав. кафедрой венчурного менеджмента, зав. Центром предпринимательства
fiyaksel@gmail.com

А. А. Солохин,
студент магистратуры, магистерская программа «Менеджмент», факультет менеджмента
AlexeySolokhin94@gmail.com

И. Н. Соколов,
студент магистратуры, магистерская программа «Менеджмент», факультет менеджмента
kenariuf@mail.ru

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»

В статье представлен обзор существующих отечественных и зарубежных исследований, посвященных краудинвестингу. Произведен сравнительный анализ краудинвестинга и институтов синдицирования бизнес-ангельского капитала, ссудно-сберегательной кооперации, выявлены общие черты и различия, обозначены перспективы взаимного обогащения и синергии, сделано сопоставление рынка венчурных сделок и краудинвестинга во всем мире и в отдельно взятых странах. Представлены данные о деятельности краудинвестинговых платформ и обозначены перспективы дальнейших исследований.

Ключевые слова: краудинвестинг, краудсорсинг, краудфандинг, посевные инвестиции, венчурные инвестиции, бизнес-ангелы, синдикаты бизнес-ангелов, кооперация.

Введение

Перед тем, как перейти к освещению основных результатов эволюции, пройденной краудинвестингом в мире в последние годы и к обзорам ключевых направлений исследований по интересующей нас тематике, следует несколько слов сказать о том, что же есть «краудинвестинг». Расхождение в определении и понимании сущности самых базовых понятий — это характерная особенность отечественной инноватики [34]. Однако данная проблема миновала краудинвестинг, понимаемый отечественными исследователями однозначно и в достаточной для здравой дискуссии гармонии с подходами иностранных исследователей. Во-первых, определяется его подчиненность относительно более обширного понятия «краудфандинг» (включающего в себя иные варианты финансирования, не требующие материально-финансовой отдачи) [33], во-вторых, в числе качеств, определяющих краудинвестинг как форму финансирования, упоминается массовость инвесторов (какой-то четкой количественной границы между массовостью и отсутствуем массовости не приводится, что несколько усложняет вопрос отграничения явления), в-третьих, наличие материально-финансовой отдачи от вложений инвесторов [24]. В числе дополнительных качеств иногда приводится использование для организации процесса инвестирования сети Интернет [32]. Конечно, если исходить из подобного рода определения, сложно провести четкую разделительную линию между краудинвестингом и, например, синдицированием бизнес-ангельских инвестиций (ангельские синдикаты также часто бывают весьма массовыми). Таким образом, основатель закрытого клуба бизнес-ангелов VentureClub Александр Бородич в интервью использует категории «синдикат ангелов» и «краудинвестинг» в качестве тождественных [43]. По нашему мнению, ключевое различие заключается в профессиональных характеристиках инвесторов, степени стандартизации контрактов и т. п.

В силу отсутствия действительно острых дискуссий, посвященных определениям и основным характеристикам краудинвестинга, необходимо упомянуть существование горячих споров, связанных с фактической возможностью/невозможностью полноценной реализации модели краудинвестинга в российских реалиях. Например, в пику многочисленным заявлениям о технической невозможности создания краудинвестинговых платформ в России, руководитель проектов краудфандинговой площадки Planeta.ru. Петр Вырупаев сказал еще в январе 2014 г., что это, во многом, надуманная проблема и дело остается только за нахождением оптимальной формы для обхода

законодательных ограничений и видит главные барьеры в том, что краудинвестинг — это крайне рискованный финансовый инструмент, да и проектов, подходящих для данного инструмента практически нет [27]. Специалисты акселератора iDealMachine в мае 2015 г. также заявили о том, что проблема законодательных ограничений несколько преувеличена и основные барьеры развития краудинвестинга в России связаны с отсутствием доверя инвесторов к данному финансовому инструменту [35]. Однако в октябре 2016 г. краудфандинговый евангелист и генеральный продюсер «Шанти Продакшен» Михаил Зельдин рассказывал о том, что на его глазах провалились десять попыток создания краудинвестинговых площадок в России и основной причиной стало отсутствие законодательной базы, а также недостаток должного доверия и активности со стороны представителей проектов и инвесторов [29]. Вместе с тем, некоторые участники рынка возлагает большие надежды на молодежь (так называемое «поколение Y»), которая может со временем стать драйвером развития краудфандинга и краудинвестинга в России [42]. К слову, все эти дискуссии продолжаются на фоне ошеломительного роста краудинвестинга во всем мире и достаточно скромных результатах рынка отечественного [41]. То есть обсуждается явление, пребывающее в России в столь незначительных масштабах, что можно говорить о том, что им можно пренебречь в расчетах и считать отсутствующим вовсе. В чем причина такого невероятного отставания — тема для дальнейших обстоятельных исследований. Для начала необходимо изучить феномен чуть более глубоко и посмотреть на лучшие практики, существующие во всем мире, возможно после этого причины станут более очевидными и наглядными.

Подводя итог вводной части статьи, следует отметить, что настоящая работа затрагивает, в первую очередь, ту сторону краудинвестинга, которая имеет отношение к финансированию инновационных проектов. Для рассмотрения выбирались те краудинвестинговые платформы, которые, по большей части, ориентированы на перспективные предпринимательские проекты. Вместе с тем, нельзя отрицать, что краудинвестинг — это инструмент более широкий и вполне может использоваться не только инновационными и/или высокотехнологичными компаниями, но и представителями традиционных сфер бизнеса. Наиболее остро проблема финансирования на ранних стадиях стоит именно перед инновационными проектами, деятельность которых зачастую бывает просто непонятна для лиц, принимающих решения в консервативных финансовых институтах, не говоря уже о высоких рисках, которые может взять на себя далеко не каждый инвестор. В связи с этим, фокус настоящего исследования будет несколько смещен именно в сторону финансирования инновационных проектов.

1. Обзор отечественных и иностранных исследований, затрагивающих тему краудинвестинга

На протяжении нескольких последних лет краудинвестинг находится под пристальным вниманием исследователей, рассматривающих это весьма оригинальное явление с разных сторон. Эта оригинальность, зачастую вызывающая непонимание со стороны представителей традиционных сфер бизнеса, согласуется, вместе с тем, со все более развивающимся сетевым укладом мировой экономики [47]. Снижение транзакционных издержек, связанных с поиском информации, партнеров, нахождением объектов для инвестирования, ставшее данностью в результате активного развития ИТ, интернета и анализа больших данных, не могло не привести к мутации форм венчурных инвестиций, это было просто делом времени. Массы людей получили возможность осуществлять посевные инвестиции в перспективные предпринимательские проекты, т. е. то, что раньше было доступно только небольшой и, по большому счету, элитарной прослойке бизнес-ангелов, венчурных инвесторов, стало доступно для самого широкого круга населения. Однако для России, страны, где население исторически скептически и с опаской относится к финансовым институтам (согласно данным исследования ученых из Центра социологических исследований РАНХиГС: «финансовая активность населения России в 1,5-2 раза ниже, чем активность жителей Западной Европы... финансовые продукты востребованы на данный момент незначительным числом людей. Их доля от общего населения страны не превышает 5%... главная причина низкой финансовой активности россиян — высокий уровень недоверия к финансовым институциям» [26]), краудинвестинг является весьма экзотическим явлением и, несмотря на активное обсуждение в среде венчурных специалистов и людей, сопричастных технологическому бизнесу, для большинства населения крауд-экономика продолжает оставаться «темным лесом», а для государственного аппарата — угрозой, якобы способствующей «финансированию терроризма» [30].

Неудивительно, что значительная часть отечественных научных статей, посвященных краудинвестингу, имеет достаточно обобщенный, описательный, даже ознакомительный характер: описываются наиболее распространенные в мире разновидности краудинвестинга (форма роялти, «народное финансирование» и акционерный краудфандинг) [32, 36, 44], определяется место краудинвестинга в сложившейся на данной момент системе финансирования инноваций (выделяется в отдельную группу «нетрадиционные финансовые институты») [39], констатируется необходимость выработки специального правового регулирования (проблемы неприспособленности российских организационно-правовых форм для инвестирования, недостатки консервативной налоговой системы) [33, 46], приводятся примеры и анализируются кейсы российских краудинвестинговых платформ [38], упоминаются недостатки менталитета (низкий уровень доверия) и отсутствие должной финансовой грамотности населения, в контексте не самых громких успехов краудинвестинга в России [45, 46]. Только единичные отечественные работы можно назвать исследованиями в полном смысле слова: И. А. Тян в своем диссертационном исследовании затронула аспекты совершенствования качества высокотехнологичной продукции за счет сетецентрических способов привлечения ресурсов, в том числе за счет краудинвестинга и

разработала систему мероприятий (информационных и мотивационных) по развитию использования краудсорсинга и краудфандинга, основанную на использовании эгоистических и альтруистических мотивов [49]; Н. А. Ларионов, также в диссертационном исследовании, изучил финансовое поведение краудинвесторов, обнаружив в нем первоочередность эгоистических мотивов, а также придя к выводу, что краудинвесторы в своей деятельности проявляют большую рациональность, чем инвесторы классических финансовых институтов (поведенческие предубеждения оказывают на них меньшее влияние) [37].

Словом, отечественные исследователи пока только подступают к проблеме, находятся в поисках выгодного и интересного плацдарма для проведения полномасштабных исследований. Чего, однако, нельзя сказать об иностранных ученых, многие из которых уже не первый год реализуют масштабные исследовательские проекты, посвященные краудинвестингу. В Германии, например, некоторые такие проекты финансируются Немецким научно-исследовательским обществом (см., например, [63]) и уже четвертый год подряд проводятся симпозиумы, посвященные исследованию краудинвестинга и смежных технологий, последний симпозиум состоялся в ноябре 2016 г. в мюнхенском Max Planck Institute for Innovation and Competition и собрал порядка семидесяти исследователей и экспертов [53]). Далее мы представим основные результаты мировых исследований краудинвестинга, позволяющие создать более обобщенное и глубокое представление о рассматриваемом феномене. Следует отметить, что для таких исследований зачастую характерна интернациональность авторских коллективов.

Команда ученых из Лувенского католического университета (Бельгия) и Бизнес-школы SKEMA (Франция) произвела сравнение краудинвестинга, основанного на участии в распределении прибыли и краудфандинга, связанного с предварительными заказами и пришла к выводу, что существование информационной асимметрии и неопределенности (в том числе на счет качества будущей продукции) утверждают преимущества краудинвестинга перед схемой с предзаказами [3].

Сотрудники кафедры предпринимательства и инновационного менеджмента Лейпцигской высшей школы менеджмента, изучив деятельность ряда краудинвестинговых платформ, в качестве главнейших проблем, актуальных для исследований краудинвестинга выделили вопрос мотивации в рамках поведения «толпы», а также вопрос доверия в отношениях всех участников и стейкхлдеров краудинвестинга, который, в свою очередь, называли «венчурным финансированием второго поколения» [10].

Lars Hornuf из Трирского университета (Германия) и Armin Schwienbacher из Бизнес-школы SKEMA (Франция) изучили данные четырех немецких краудинвестинговых порталов для определения того, что более всего влияет на индивидуальные инвестиционные решения краудинвесторов и выделили несколько факторов, например: раскрытие информации, особенности сетевых социальных взаимодействий на платформе, специфика дизайна платформы. Кроме того, краудинвесторы рассматривают решения более опытных и крупных инвесторов в качестве ценного сигнала [13]. Этот же авторский коллектив, проанализировав данные шестнадцати краудинвестинговых порталов, получили данные о том, что в среднем в одну компанию инвестирует 251 краудинвестор, а увеличение гибкости условий (например, снижение минимальной суммы для инвестирования) для краудинвесторов способствует привлечению большего количества инвесторов и эта же гибкость увеличивает вероятность достижения целевых показателей финансирования (снижение минимального размера «билета» на 100 евро увеличивает вероятность успеха финансирования на 2-3%.), а компании, привлекающие финансирование на краудинвестинговых платформах со сформировавшейся репутацией и опытом, смогут привлечь большее количество инвесторов, быстрее достигнуть своих целей и получить более масштабное финансирование [12]. В рамках собственной исследовательской работы Armin Schwienbacher изучил краудинвестинг в Нидерландах, охарактеризовав развивающимся и перспективным (отметив, однако, характерную и для Нидерландов несформированность нормативно-правовой базы, регулирующей краудинвестинг. Исследователь также указал на то, что необходимо гармоничное, согласованное развитие всех национальных законодательств стран Европейского союза, так как это необходимо для дальнейшей консолидации и укрупнения краудиневстинговых платформ) [19]. Ученый отметил и тот факт, что в отличие от венчурного капитала, краудинвестинг может создать социально значимый «эффект питания», усиливая предпринимательскую активность в обществе, потому что широкий круг людей может узнать, как развивать собственные стартап-проекты в результате осуществления инвестиций в такие компании. Кроме того, Armin Schwienbacher продолжает линию, начатую в совместных работах с Lars Hornuf, относя к качествам, отделяющим краудинвестинг от других форм венчурного инвестирования, наличие стандартизированных форм структурирования сделок, снижающих транзакционные издержки и позволяющих установить минимальные суммы инвестиций от каждого участника.

В соответствии с данными British Business Bank, краудинвестинг в Великобритании органично дополняет существующие схемы посевного инвестирования, а не вытесняет их, однако оказывает все большее влияние, и особенное развитие краудинвестинг получил в Лондоне, Юго-Восточной и Юго-Западной части страны (кроме того, отмечается, что локализация платформ сильно повлияла на степень развития на них краудинвестинга, даже сильные с точки зрения инвестиций регионы имеют порой незначительные объемы крауд-сделок, если они не покрываются деятельностью существующих платформ) [8]. К слову, при определении того, является ли платформа краудинвестинговой, авторы исследования определили размер индивидуальной инвестиции (менее 1000 фунтов стерлингов), минимальное количество инвесторов в размере двадцати, а также исключили из рассмотрения

платформы, внешне напоминающие краудинвестинговые, но, по факту, рассчитанные на профессиональных инвесторов, бизнес-ангелов.

Авторы из Newcastle Business School Нортумбрийского университета (Великобритания) изучили работу тридцать одной немецкой краудинвестинговой платформы и получили интересные результаты: 36% краудинвесторов предпочитают финансировать проекты, реализующиеся в интернете, 24% инвестируют в недвижимость и 19% в так называемые «зеленые» проекты. В среднем каждый проинвестированный проект привлек 100 тыс. евро. А всего немецкий рынок краудинвестинга занимает 34% от «материнского» рынка краудфандинга [9].

Оксфордский ученый Nir Vulkan со своими коллегами проанализировал 636 краудинвестинговые кампании, проходившие на ведущих европейских краудинвестинговых платформах и охватывающие 17188 инвесторов и 64831 инвестиции в период с 2012 по 2015 гг. Из 636 изученных кампаний, 216, то есть 33,9% в результате достигли заявленной инвестиционной цели (в среднем, цель кампаний составила 138228 фунтов стерлингов, однако были замечены сильные индивидуальные отклонения, т. е. цели от 2500 фунтов стерлингов до более чем 1 млн фунтов стерлингов). В числе других результатов, полученных в рамках рассматриваемого исследования, можно выделить обнаруженные различия между удачными и неудачными краудинвестинговыми кампаниями. Проекты, которые смогли достигнуть инвестиционную цель, как правило отстают со значительным отрывом, а успешные проекты достигают до 138% от цели. Результативная краудивнестинговая кампания привлекает в среднем 158 инвесторов, что в пять раз больше, чем неудачная краудивнестинговая кампания. Разница не ограничивается числом инвесторов. Средняя денежная сумма, внесенная каждым краудинвестором, больше для результативных краудивнестинговых кампаний (составляет 368 фунта стерлинга) и меньше для неудачных (составляет 233 фунта стерлинга). Кроме того, в числе факторов успеха кампании называются крупные инвестиции, которые выступают ориентиром для краудинвесторов [22].

Факторы успеха краудинвестинговой кампании были изучены сотрудниками Aalto University (Швеция) и New Mexico State University (США). Исследователи пришли к выводу, что успех кампании связан с несколькими характеристиками, наиболее важными из которых являются: привлеченное ранее финансирование, размер минимально допустимого порога инвестиций. Кроме того, факторы успеха, связаны с количеством инвесторов, целевыми показателями финансирования, продолжительностью кампании, предоставлением открытой финансовой информации, и B2C-ориентацией проекта [14].

В целом, возможно констатировать высокую степень интереса исследователей к краудинвестингу. Исследования затрудняет ряд факторов, связанных с относительной незрелостью явления, а также с зависимостью его дальнейшего развития от нормативно-правового регулирования и государственной политики. Краудинвестинг имеет все перспективы для того, чтобы стать явлением международным, и работа по установлению регулирующих норм национальных законодательств должна осуществляться гармонично, с участием как можно большего количества стран и регионов. Наиболее заинтересованными могут быть страны, испытывающие дефицит посевных и венчурных инвестиций, к которым относится и Россия. Создание краудинвестинговых площадок и размещение на них российских инновационных проектов может способствовать не только мобилизации внутренних ресурсов ранее не активных российских инвесторов, но и привлечь иностранное финансирование от зарубежных краудинвесторов.

2. Синдицирование бизнес-ангельских инвестиций = краудинвестинг?

Как уже было отмечено в вводной части настоящей работы, синдицирование бизнес-ангельских инвестиций имеет ряд общих черт с краудинвестингом. Этот факт отмечают и иностранные исследователи. Таким образом, интернациональная группа исследователей из Max Planck Institute for Innovation and Competition (Германия) и Бизнес-школы SKEMA (Франция) подняли в своей работе следующий вопрос: превращает ли система краудинвестинга «толпу» в бизнес-ангелов и сможет ли краудинвестинг полностью вытеснить ангельское финансирование [11]? В числе отличительных черт краудинвестинга называется наличие специализированных порталов (вместе с тем, отмечается тот факт, что у объединений бизнес-ангелов также могут быть порталы со схожим функционалом, но ангельские порталы менее стандартизированы и автоматизированы в силу специфики smart money), меньший объем инвестиций, массовость инвесторов, отсутствие прямого влияния на деятельность проинвестированной компании, необязательность географической близости, а также то, что средний краудинвестор менее финансово обеспечен, чем средний бизнес-ангел. Отличие лежит и в области поведения инвесторов, а преимущества прямо выходят из недостатков: краудинвесторы являют собой «феномен толпы», который, с одной стороны, может привести к ошибкам, связанным с известными в социологии «стадным поведением» и «групповым мышлением», а с другой стороны — массовость инвесторов способствует уравновешиванию индивидуальных и субъективных предпочтений, характерных для бизнес-ангелов, компенсирующих эти предпочтения высоким уровнем профессиональной экспертизы. Также интересным является следующий факт, отмеченный авторами: бизнес-ангелы несут риск репутационного ущерба, чего нельзя сказать о краудинвесторах, что неблагоприятно смещает отбор проектов в сторону только тех, что могут раскрыть информацию о своей деятельности перед неограниченным кругом потенциальных краудинвесторов. Исследователи видят большие перспективы в развитии гибридных форм, объединяющих ангельское финансирование и краудинвестинг (например, бельгийская платформа MyMicroInvest, где крадуинвесторы и ангелы финансируют проект совместно), так как это позволит значительно увеличить финансирование компаний,

находящихся в фокусе бизнес-ангелов, а краудинвесторы получат должный уровень профессиональной экспертизы.

British Business Bank отмечает то обстоятельство, что краудинвестинг начинает создавать проблемы для сетей бизнес-ангелов, в том числе потому что некоторые ангелы предпочитают инвестировать через такие платформы [8]. Nir Vulkan из Оксфорда считает, что краудинвестинг имеет больше общих черт с бизнес-ангельскими инвестициями, чем с классическим краудфандингом (однако указывает и на то, что краудинвестинг заметно отличается от традиционных форм финансирования тем, что контракты стандартизированы и значительно проще, информационное обеспечение меньше, инвесторов гораздо больше, и процесс сбора средств значительно короче) [22].

Сравнительный анализ краудинвестинга и синдицирования ангельских инвестиций был проведен Christian Catalini из Массачусетского технологического института (США) и Ajay Agrawal с Avi Goldfarb из Торонтского университета (Канада). Главным недостатком бизнес-ангельского инвестирования названа географическая локализация, приводящая к тому, что количество инвестиционных возможностей ограничено территорией, а недостатком краудинвестинга — отсутствие возможности оценить команду вживую. По мнению авторов, привлечение лид-инвесторов бизнес-ангелов к «толпе» краудинвесторов позволит решить указанные проблемы, так как глобальный охват онлайн-пространства будет органично дополняться офлайновой глубиной анализа и живого общения и в этом направлении уже двигаются платформы AngelList, OurCrowd, SeedInvest, SyndicateRoom и AlphaWorks [2].

По нашему мнению, несмотря на наличие большого количество общих черт, синдицирование бизнес-ангельского капитала и краудинвестинг принципиально отличаются. Общий перечень отличий, основанный как на данных предыдущих исследований, так и на сравнительном анализе авторов настоящей работы, возможно представить в следующей форме:

1. Краудинвестинг предполагает массовость инвесторов (например, как уже было указано, British Business Bank в своем обзоре краудинвестинга устанавливает минимальный порог в двадцать инвесторов [8]). Массовость не является качеством, определяющим синдикат бизнес-ангелов (подразумевается участие нескольких инвесторов [25], но это может быть и два-три инвестора). Данное отличие является не просто формальностью, оно принципиальным образом влияет на поведение инвесторов, их мотивацию, качественный состав, возможный размер инвестиций и т. п.
2. Краудинвестинг предполагает микроинвестирование (минимальный порог может отличаться, но, как правило, инвестиция не превышает одной тысячи долларов США), вместе с тем, индивидуальная инвестиция бизнес-ангела в синдикате хоть и снижается до размера, меньшего, чем $20000 [50], но явно недотягивает до уровня, стандартного для краудинвестора.
3. Краудинвестинг не предполагает обязательный профессионализм инвесторов. Уровень экспертизы участников синдиката может значительно отличаться друг от друга, но, так или иначе, деятельность бизнес-ангелов — это профессиональная деятельность.
4. Краудинвестинг основан на стандартизированных контрактах, снижающих транзакционные издержки. Технически невозможно осуществлять массовые микроинвестиции в условиях, когда каждый инвестор проводит собственный подробный due diligence, формирует соглашения с индивидуальными условиями и проч.
5. Краудинвестинг предполагает наличие автоматизированной платформы-посредника (в первую очередь, в сети Интернет. Такие платформы могут создаваться и объединениями бизнес-ангелов, однако, как уже было сказано, они менее стандартизированы и автоматизированы).
6. Краудинвестинг не предполагает обязательную географическую близость инвестора к проекту, испытывающему потребность в финансировании. Представители синдиката бизнес-ангелов также могут находиться на большом расстоянии от проекта, но это связано только с тем, что функцию взаимодействия берет на себя лид-инвестор, который ведет синдикат.
7. Краудинвестинг не предполагает обязательное непосредственное и прямое влияние на деятельность проинвестированной компании. Опять же, участники синдиката бизнес-ангелов также могут не принимать участие в управлении компанией, но только потому что эту функцию берет на себя лид-инвестор. В ином случае потерялся бы смысл smart money как одной из основ деятельности бизнес-ангелов.

Мы присоединяемся к мнению Christian Catalini и видим большие практические перспективы у синтеза краудинвестинга и синдицирования бизнес-ангельских инвестиций. Поиск конкретных форм реализации заслуживает отдельного исследования и обстоятельного обсуждения. Вкратце заметим следующее. Учитывая тот факт, что краудинвесторы воспринимают крупные вложения в проект от сторонних инвесторов в качестве ценного сигнала, то не меньшим ценным сигналом может стать сформированное комплексное предложение в виде целых инвестиционных стратегий от лид-инвесторов, но адресованное не только синдикату бизнес-ангелов, но и следующему за ним конгломерату краудинвесторов. В условиях дефицита бизнес-ангелов на отечественном рынке посевных инвестиций [40], краудинвестинговые платформы могут стать «детским садом», воспитывающим бизнес-ангелов. Но для этого необходима тесная спайка с функционирующими объединениями бизнес-ангелов.

3. Ссудно-сберегательная кооперация = краудинвестинг?

Rainer Schenk из Словацкого сельскохозяйственного университета в городе Нитра занимается исследованием краудинвестинга в Западной Европе с 2011 г.,

фокусируя свое внимание на возможностях краудинвестинга для финансирования не только стартапов, но и существующих малых и средних предприятий [17]. Интересной представляется работа этого исследователя под названием «The Future of Digital Financing by Crowdinvesting», где автор указал на большие перспективы, которые таит в себе объединение краудинвестинга и кооперативных структур, в том числе ссудно-сберегательного характера. Перспективы связаны с большим количеством общих черт, присущих указанным институтам: так же, как и краудинвестинг, кооператив основан на добровольном сотрудничестве каждого члена в пределах своего сообщества. Члены кооперативов работают вместе для достижения общей коммерческой цели, потому что только один единственный член не сможет добраться до нее [18]. Rainer Schenk предлагает адаптировать кооперативные банковские структуры (достаточно характерные для Германии, например) к краудинвестингу, считая что это поможет достичь краудинвесторам более высокого уровня профессионализма и улучшить политику формирования инвестиционного портфеля банков, так как краудивнестинг будет использоваться для финансирования не только стартапов, но зарекомендовавших себя компаний, которые могут быть, но не обязательно, уже клиентами банка. По мнению автора, именно использование принципов краудинвестинга поможет банковской сфере (в первую очередь, гибким кооперативным банкам, вроде Raiffeisenbanken) адаптироваться к кардинально меняющимся условиями финансового будущего.

Достаточно интересным представляется опыт голландской краудинвестинговой платформы Symbid, создающей отдельный кооператив для финансирования конкретной компании. Кооператив выполняет функцию посредника между краудинвесторами и проинвестированной компанией, выступая ее акционером. Краудинвесторы приобретают сертификаты о сотрудничестве с кооперативом и уже через него осуществляют инвестиции. Краудинвестинговая платформа Symbid помогает создать правовую структуру, но не управляет кооперативом. Управление кооперативом осуществляется самими краудинвесторами. Кооператив ликвидируется после осуществления выхода из компании (путем продажи стратегическому инвестору или IPO) и доход распределяется между краудинвесторами пропорционально их доли в изначальных инвестициях, однако краудинвесторы могут продать свои кооперативные сертификаты и до осуществления выхода [19]. Для России, имеющей глубокие кооперативные традиции (в различных сферах экономики: от сельского хозяйства до строительства) [48] использование кооперативного формата реализации краудинвестинга (подобно нидерландской платформе Symbid) видится действительного актуальным. Весьма показательным является развитие отечественного фермерского кооператива LavkaLavka, активно использующего краудинвестинг в своей текущей деятельности [31] и создающего вокруг себя целую социальную сетевую инфраструктуру, объединяющую покупателей, партнеров и инвесторов: «в будущем кооператив, я предполагаю, много таких схем интересных сможет рождать, когда продукты преобразуются в услуги, услуги в финансы и так далее вплоть до какой-то кассы взаимопомощи и прочего-прочего... у нас уже есть несколько примеров краудинвестинга... мы сказали фермерам и покупателям: давайте вместе откроем магазин. Мы собрали под 2 млн руб. от фермеров и 2,5 млн руб. от покупателей...» [28]. Радикальной представляется позиция Ирины Рысь, заместителя председателя правления Ланта-Банка, считающей, что краудинвестинг — это не инновация, а всего-навсего кооперация с использованием сети Интернет [23]. О родственности краудинвестинга и кооперации, а также о недооцененности истории и практики кооперации при построении крауд-экономики говорит экономист Рустам Давлетбаев и краудфандинговый евангелист Михаил Зельдин [29].

Однако проводить знак равенства между ссудно-сберегательной кооперацией и краудинвестингом было бы в корне неверно, несмотря на очевидные родственные черты. С одной стороны, оба явления имеют сетевой характер и призваны своим существованием способствовать улучшению финансового состояния пайщиков и краудинвесторов, соответственно. С другой стороны — кооперативная структура отличается большей стабильностью и постоянством, а краудинвесторы не объединены между собой взаимными обязательствами, единой организационной структурой. Но применение кооперативных форм для объединения краудинвесторов в целях совершения конкретной инвестиции (или нескольких инвестиций) — реалистичное организационное решение, если найти решение ряда проблем, связанных с демократическими принципами управления кооперативами (один пай = один голос), которые вступают в определенное противоречие с разнородностью вкладов краудинвесторов. Одним словом, возможная синергия кооперации и краудинвестинга заслуживает отдельного исследования.

4. Соотношение краудинвестинга и рынка венчурных сделок в мире и отдельно взятых странах

Вышеприведенный анализ краудинвестинга как феномена свидетельствует о том, что, пусть данный инструмент и имеет ряд схожих черт с более привычными источниками финансирования, он является обособленным и самостоятельным. Более того, так как большая часть средств, привлеченных с помощью краудинвестинга, направляется на развитие инновационных и венчурных проектов (помимо краудинвестинга в недвижимость и редких случаев инвестирования в более традиционные сферы бизнеса), краудинвестинг может и должен рассматриваться как источник венчурного финансирования. Стремительная динамика его развития снимает бытовавшие несколько лет назад вопросы о временности данного явления, однако объемы его еще сравнительно невелики.

Таким образом возникает вопрос о соотношении краудинвестинга и венчурных сделок: какова динамика обоих рынков, присутствует ли корреляция, какой процент составляет краудинвестинг от всех венчурных сделок в различные этапы своего развития? Ответы на эти вопросы позволят предположить, по какому

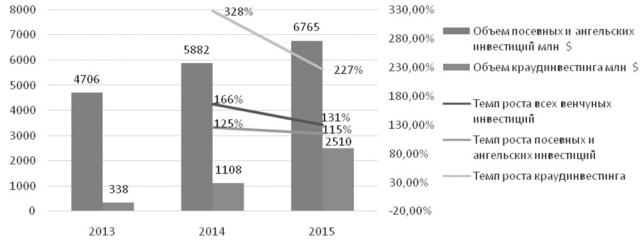

Рис. 1. Мировая динамика краудинвестинга и венчурных инвестиций

сценарию будет происходить дальнейшее развитие краудинвестинга.

В рамках исследования нами был рассмотрен период наиболее активного развития краудинвестинга с 2013 по 2015 гг. В качестве изначальных данных использовались данные по объемах венчурных сделок (в некоторых случаях отдельно приводились данные об ангельских и посевных инвестициях), и данные по объему краудинвестинга в мире (с учетом краудинвестинга в недвижимость), США, Великобритании, Германии, Франции и России. Далее был проведен качественный анализ отдельно взятых платформ, включая единственную укрепившуюся на рынке на данный момент российскую платформу StartTrack, на предмет их взаимодействия с другими субъектами венчурной экосистемы и прочих особенностей.

Для начала проанализируем общемировые тенденции.

На рис. 1 представлена общемировая динамика краудинвестинга в сравнении с динамикой посевных и ангельских инвестиций. Если рост последних относительно стабилен (25 и 15% прироста в 2014 и 2015 гг., соответственно), то краудинвестинг демонстрирует трехкратное и двукратное увеличение объемов (точные, расширенные данные представлены в табл. 1).

Куда больший интерес представляют данные, представленные на рис. 2, на котором показано соотношение краудинвестинга и венчурных инвестиций. Хотелось бы обратить внимание, что краудинвестинг пока что не учитывается при расчете объемов венчурных инвестиций, поэтому значение является именно соотношением, а не долей краудинвестинга. Несмотря на прошлогоднее заявление Forbes [55] о том, что рынок краудфандинга близок к тому, чтобы превзойти по объемам рынок венчурного капитала, краудинвестинг пока что отстает и составляет менее двух процентов от последнего. В тоже время он стремительно догоняет по объемам посевные и ангельские инвестиции, темпы роста которых ниже рынка. Возникает вопрос, имеет ли место процесс замещения ангельских и посевных инвестиций краудинвестингом? В пользу данной гипотезы выступает сделанный ранее вывод о целесообразности синтеза краудинвестинга и синдиката бизнес-ангелов. Некоторые бизнес-ангелы в Европе и США уже используют подход, при котором часть акций стартапа покупается напрямую, а часть с использованием краудинвестинговых платформ. Тем не менее, выше подчеркивалось, что краудинвестинг в текущем виде не сможет в полной мере заменить ангельские и посевные инвестиции.

Таблица 1

Венчурный рынок и краудинвестинг в мире

	2013	2014	2015
Объем всех венчурных инвестиций, $ млн [21]	65000	108000	141000
Объем посевных и ангельских инвестиций, $ млн [7]	4706	5882	6765
Объем краудинвестинга, $ млн [1]	338	1108	2510
Темп роста всех венчурных инвестиций		166%	131%
Темп роста посевных и ангельских инвестиций		125%	115%
Темп роста краудинвестинга		328%	227%
Соотношение краудинвестинга и всех венчурных инвестициях	0,52%	1,03%	1,78%
Соотношение краудинвестинга и посевных и ангельских инвестиций	7,18%	18,84%	37,10%

Несмотря на то, что рассматриваемый временной период относительно не велик, однонаправленность темпов роста краудинвестинга, ангельских и посевных инвестиций и всех венчурных инвестиций очевидна, что в свою очередь подтверждает причастность краудинвестинга к венчурной индустрии. Любопытно, как изменится данная тенденция в 2016 г., который, с одной стороны, ознаменован резким падением количества сделок на посевном раунде [56], с другой, растущим интересом к краудинвестингу, что логичным образом должно привести к росту его объемов. Возможно, точные данные об объемах краудинвестинга смогут подтвердить или опровергнуть (доказать несущественность) описанного выше эффекта замещения.

Перейдем к рынку венчурного капитала США и посмотрим, есть ли существенные отличия в тенденциях (рис. 3, 4, табл. 2).

Соединенные Штаты были и остаются местом концентрации венчурного капитала: более половины венчурного капитала мира находится именно здесь. Логично, что данная страна является и лидером по краудинвестингу в абсолютных показателях. Однако в относительных показателях США существенно уступает мировому тренду: объем краудинвестинга не достиг даже процента всех венчурных инвестиций и едва превзошел 15% посевных инвестиций. При этом темпы роста индустрии практически не отличаются от мировых.

Чем можно объяснить данный разрыв в относительных показателях? Во-первых, можно предположить, что свою роль сыграла высокая конкуренция. Первые краудинвестинговые платформы стали появляться с 2010 г., однако активно об этом явлении заговорили лишь в последние годы. Так зачем же инвестору на заре краудинвестинга прибегать к малоизвестному,

Рис. 2. Соотношение краудфандинга и венчурных инвестиций в мире

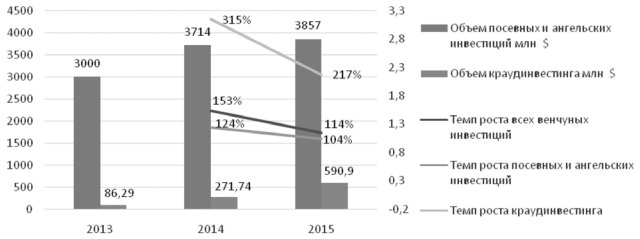

Рис. 3. Динамика краудинвестинга и венчурных инвестиций в США

Рис. 4. Соотношение краудфандинга и венчурных инвестиций в США

рисковому инструменту, когда вокруг достаточно других, более знакомых финансовых инструментов разной степени рисковости? Аналогично и стартапы не готовы тратить ресурсы на краудинвестинговую кампанию, в то время когда можно привлечь внимание фондов, бизнес-ангелов или использовать другие виды краудфандинга.

Вторая возможная причина кроется в законодательном регулировании. Так называемый JOBS-акт, который по сути легализировал краудинвестинг, вступил в силу только в 2012 г. Но вплоть до последней редакции, вышедшей в 2015 г. [57], инвестировать с помощью данного инструмента могли только сертифицированные инвесторы, подтвердившие свой уровень дохода. Таким образом краудинвестинг в США стал по настоящему массовым, каким он и должен быть, только в 2015 г.

Смягчение законодательства и широкая огласка, которую получил краудинвестинг, несомненно стали драйверами развития краудинвестинга в 2016-2017 гг., но на данный момент сложно сказать, произойдет ли резкий всплеск активности, или же темпы роста сохранятся.

Теперь переместимся из Нового Света вновь в Старый.

Тремя лидирующими по объемам как венчурных инвестиций, так и краудинвестинга странами являются Великобритания, Германия и Франция (рис. 5, 6, табл. 3).

Великобритания является страной, которая проявляет наибольший интерес к альтернативным источникам финансирования бизнеса. В первую очередь это касается P2P-кредитования, однако краудинвестинг развивается также крайне активно. Так объемы краудинвестинга в Объединенном Королевстве уступают США всего в 2 раза, в то время как объем всех венчурных инвестиций меньше более чем в 10 раз. По некоторым данным о посевных инвестициях в Туманном Альбионе [20] краудинвестинг даже превосходит их. Таким образом, краудинвестинг довольно плотно укоренился в венчурной экосистеме Великобритании.

Важно отметить, что после Brexit'а многие субъекты британской венчурной среды, в том числе краудинвестинговые платформы, в целях минимизации рисков приняли решение открыть филиалы или полностью переместится в континентальную Европу, в первую очередь в Нидерланды (четвертое место по объемам краудинвестинга в Европе). Очевидно, что выход из Евросоюза повлечет ряд трудно прогнозируемых экономических последствий. Но на состояние краудинвестинга, да и всей венчурной среды данное решение, вероятно, продолжит свое отрицательное влияние.

Крайне странно видеть столь низкие показатели краудинвестинга, более того — отрицательную динамику в Германии. В то время как Берлин стремительно теснит Лондон на посту венчурной столицы Европы, а научное сообщество Германии пестрит публикациями о краудинвестинге (см. п. 1), логично предположить, что данное явление должно развиваться темпами, близкими к мировым.

Тем не менее низкие показатели индустрии еще можно объяснить рядом факторов, таких как: особенности немецкого менталитета; недоверие к новому финансовому инструменту; централизация венчурного

Таблица 2

Венчурный рынок и краудинвестинг в США

	2013	2014	2015
Объем всех венчурных инвестиций, $ млн	45000	69000	79000
Объем посевных и ангельских инвестиций, $ млн	3000	3714	3857
Объем краудинвестинга, $ млн [4]	86,29	271,74	590,9
Темп роста всех венчурных инвестиций		153%	114%
Темп роста посевных и ангельских инвестиций		124%	104%
Темп роста краудинвестинга		315%	217%
Соотношение краудинвестинга и всех венчурных инвестициях	0,19%	0,39%	0,75%
Соотношение краудинвестинга и посевных и ангельских инвестиций	2,88%	7,32%	15,32%

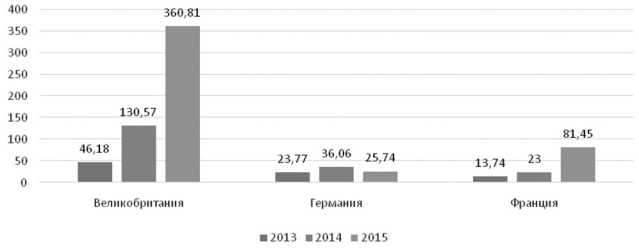

Рис. 5. Динамика краудинвестинга в Европе

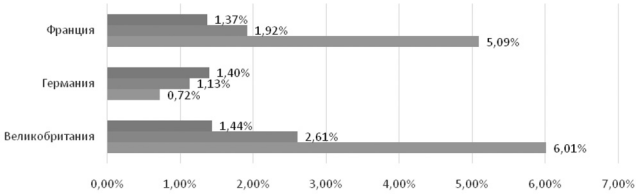

Рис. 6. Соотношение краудинвестинга и венчурных инвестиций в Европе

Таблица 3

Венчурный рынок и краудинвестинг в Европе

	Великобритания			Германия			Франция		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Объем венчурных инвестиций, $ млн[1]	3200	5000	6000	1700	3200	3600	1000	1200	1600
Объем краудинвестинга, $ млн [16, 51]	46,18	130,6	360,8	23,77	36,06	25,74	13,74	23	81,45
Темп роста венчурных инвестиций		156%	120%		188%	113%		120%	133%
Темп роста краудинвестинга		283%	276%		152%	71%		167%	354%
Соотношение краудинвестинга и всех венчурных инвестициях	1,44%	2,61%	6,01%	1,40%	1,13%	0,72%	1,37%	1,92%	5,09%

капитала и венчурной активности в столице; низкая предпринимательская активность во всей Германии. Однако предпосылок для отрицательной динамики в 2015 г. обнаружить не удалось. Нужно отметить, что аналитиками предлагаются и альтернативные данные. Так согласно отчетам порталов Für Gründer [5] и crowdfunding.de [6] объем краудинвестинга в Германии составляет 37,3 млн и 48,9 млн евро соответственно, а по прогнозом последних в 2016 г. достигает 64,4 млн евро. Данные числа кажутся более логичными, тем не менее темпы роста краудинвестинга в Германии по прежнему уступают мировым значениям.

Французский же рынок венчурного капитала значительно меньше британского и даже немецкого. Тем не менее объемы краудинвестинга во Франции в 2015 г. превысили аналогичный показатель в Германии по всем имеющимся данным. Соотношение же краудинвестинга и венчурного капитала близко к значениям Великобритании. Одной из причин успеха, в частности стремительного роста в 2015 г., может быть близость английских соседей и адаптация их успешных практик. Достигнутые результаты также дают основание полагать, что краудинвестинг укрепится и во французской венчурной экосистеме.

Наконец, рассмотрим в числах ситуацию с краудинвестингом в России.

Краудинвестинговые платформы стали появляться в России начиная со второй половины 2013 г., однако на сегодняшний день к полноценным, функционирующим платформам можно отнести только пионера индустрии StartTrack и относительно молодую платформу Simex. Так как за данный период новые платформы неоднократно появлялись и закрывались, подсчитать общий объем краудинвестинга в России довольно проблематично. В силу того, что единственным устойчивым игроком на рынке на рассматриваемом временном отрезке являлся StartTrack, можно предположить, что его объемы близки к объемам всей индустрии (рис. 7, 8, табл. 4).

Показательно, что StartTrack демонстрирует рост даже в условиях падения всего венчурного рынка и особенно драматичного падения посевных и ангельских инвестиций. Конечно, темпы роста в 1,6 раза в 2015 г. нельзя назвать впечатляющими, однако уже в 2016 г. StartTrack привлек в 4,5 раза больше инвестиций для своих клиентов, чем годом ранее. Внушительный рост обусловлен изменениями в бизнес-модели компании: если в рассматриваемый период (2013-2015) большая часть сделок на платформе была направлена на покупку доли или предоставление конвертируемого займа (промежуточный элемент между краудинвестингом и краудлэндингом — заем может быть погашен за счет доли в уставном капитале компании на обозначенных в договоре условиях), то с начала 2016 г. StartTrack сфокусировался на предоставлении займов на основе стандартизированных контрактов, то есть сделал акцент на краудлэндинге. Учитывая также те факты, что совершать операции на платформе могут только аккредитованные инвесторы (на данный более 1400 человек), а минимальная сумма инвестиций составляет 100000 рублей, StartTrack не может считаться краудинвестинговой платформой в соответствие с характеристиками, приведенными в первой главе данной работы. Единственная платформа, соответствующая данным требованиям — это Simex, однако она еще недостаточно закрепилась на рынке.

Несмотря на смещение фокуса в сторону краудлэндинга, платформа StartTrack в определенном смысле является феноменом, так как на ее плечи легло не только продвижение своих услуг, но и всего рынка краудфинансов как такового. На данный момент платформе удалось привлечь 745 млн руб. (включая

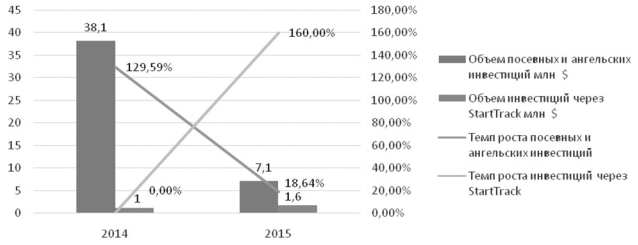

Рис. 7. Динамика инвестиций в StartTrack и ангельских и посевных инвестиций в России

Рис. 8. Соотношение инвестиций в StartTrack и венчурных инвестиций в России

[1] Здесь и далее конвертирование данных, предоставленных в валюте, производилось в соответствии с официальным курсом валют на последний день рассматриваемого года.

Таблица 4

Венчурный рынок России и краудинвестинговая платформа StartTrack

	2013	2014	2015
Объем всех венчурных инвестиций, $ млн [15]	653,1	480,9	232,6
Объем посевных и ангельских инвестиций, $ млн	29,4	38,1	7,1
Объем инвестиций через StartTrack, $ млн [54]	0	1	1,6
Темп роста всех венчурных инвестиций		73,63%	48,37%
Темп роста посевных и ангельских инвестиций	0	129,59%	18,64%
Темп роста инвестиций через StartTrack	0	0,00%	160,00%
Соотношение инвестиций на StartTrack и всех венчурных инвестициях	0,00%	0,21%	0,69%
Соотношение инвестиций на StartTrack и посевных и ангельских инвестиций	0,00%	2,62%	22,54%

краудлэндинговые деньги за 2016 г.), а 35 стартапов успешно собрали требуемые им суммы [59]. Каковы же причины успеха?

В первую очередь, StartTrack был создан при поддержки ФРИИ — одного из наиболее известных российских венчурных фондов, инвестирующего преимущественно в IT. При этом вмешательство в развитие проекта не ограничилось инвестициями: в рамках сотрудничества Starttrack помогает клиентам как акселератора ФРИИ, так и самого фонда привлечь дополнительные инвестиции. Таким образом мы видим живой пример синергии краудинвестинговой платформы и субъекта венчурной среды, который по сути предоставляет рынок для краудинвестинга.

Есть у этого сотрудничества и отрицательная сторона. Так в 2014 г. незадолго после запуска проекта существовали подозрения, что платформа используется руководством ФРИИ для различных махинаций от снижения прозрачности (сокрытия информации о сделках) и «накручивания» показателей, до отмывания денег [64]. В дальнейшем эти подозрения не подтвердились.

Однако мало найти проекты, заинтересованные в инвестициях, но нужно также привлечь непосредственно инвесторов. Для достижения этой цели StartTrack использует подход, схожий с подходом ФРИИ: агрессивная медиа политика в сочетании с регулярными встречами и мероприятиями. Пусть это и дорогой способ продвижения он дает свои плоды: имя StartTrack на слуху у большинства игроков венчурной индустрии России. Грамотный контроль же медиапространства обеспечивает по большей мере положительный имидж бренда.

Проблемы краудинвестинга в России, обозначенные в первом параграфе данной статьи, остаются актуальными, тем не менее стремительный рост объемов и появление новых платформ дают надежду на преодоление данных барьеров и дальнейшее развитие отрасли. Во многом дальнейшему развитию отрасли может поспособствовать качественный бенчмаркинг. Рассмотрим ряд иностранных платформ на предмет необычных приемов, которые обеспечивают им конкурентные преимущества.

CrowdCube. Общий объем инвестиций: 213 млн фунтов стерлингов. Успешных кампаний: 483 [60]. CrowdCube — одна из старейших и крупнейших платформ в Великобритании. С точки зрения объемов любопытно, что только в начале 2016 г. платформа праздновала преодоление барьера в 100 млн фунтов стерлингов, когда к настоящему моменту, менее чем за год данная сумма удвоилась. Это свидетельствует о том, что темпы роста индустрии и не думают снижаться (особенно учитывая то, что CrowdCube — далеко не единственная платформа в Объединенном Королевстве).

Более молодые конкуренты часто критикуют CrowdCube за консерватизм и недостаток функционала и возможностей. Тем не менее позиция актуального лидера рынка, известность и масштаб позволяют CrowdCube поддерживать темпы роста. Интерфейс платформы действительно прост, но при этом он предоставляет всю необходимую для принятия инвестиционного решения информацию.

Тем не менее, CrowdCube также предлагает и дополнительные услуги для проектов. Так платформа может за дополнительную плату взять на себя оформление документации, связанной с переходом прав собственности на доли в компании. Учитывая тот факт, что большинство предпринимателей прибегает к краудинвестингу в первый раз и незнакомы с процедурой, это может сэкономить компаниям много времени.

Companisto. Общий объем инвестиций: 38,8 млн евро [61]. Также одна из лидирующих краудинвестинговых платформ, но на этот раз в Германии. Сайт платформы, в отличии от их главного конкурента Seedmatch.de, качественно переведен на английский, что свидетельствует о том, что платформа ориентируется также и на иностранных инвесторов.

Companisto можно было бы назвать обыкновенной краудинвестинговой платформой, если бы не их неординарный подход к коммуникации с инвесторами. На основе информации об активности конкретных инвесторов (количество проинвестированных стартапов, объем инвестиций и т. д.) составляется рейтинг инвесторов. За определенные достижения выдаются виртуальные награды, которые отображаются в профиле (прием, вероятно, скопирован из индустрии компьютерных игр). Наиболее же активные инвесторы автоматически попадают в «Compnisto Business Club», который также дает ряд привилегий, однако реального преимущества у его членов над обычными пользователями нет. Таким образом мы видим некоторый зачаток социальной сети для инвесторов на платформе, который при дальнейшем развитии может позволить создать влиятельное сообщество.

Angellist. Формально это даже не краудинвестинговая платформа, а виртуальный маркетплэйс для стартапов. Миссия Angellist заключается в «создании места, где мир встречает стартапы». Платформа ориентирована на профессиональных, сертифицированных инвесторов, причем как частных, так и институциональных.

Однако инвестиции — это только одна сторона платформы. Другая сторона — рекрутинговая платформа

для стартапов, где компании могут разместить имеющиеся вакансии, а заинтересованные потенциальные сотрудники — увидеть их. Надо сказать, что создание определенных маркетплэйсов (связанных как с поиском сотрудников, так и различных услуг) на краудфандинговых и краудинвестинговых платформах становится трендом. Подобный подход превращает платформу в целую миниэкосистему для стартапов, где те могут найти не только инвестиции, но и прочие звенья, которых им не хватает для создания успешного бизнеса.

SeedInvest. Общий объем инвестиций — $50 млн. Успешных кампаний: 110 [62]. SeedInvest — американская платформа, которую также можно отнести к лидерам рынка. SeedInvest по-настоящему инновационная платформа, и вот ряд свойств которые делают ее особенной.

Во-первых, due diligence. Да, все краудинвестинговые платформы проверяют юридический статус и финансовое состояние компаний-претендентов, а также оценивают саму идею проекта. Это необходимые действия для защиты инвесторов от мошенников, однако это все же не полноценный due diligence. Согласно данным SeedInvest, их отбор гораздо жестче, а процедура тщательнее — всего один процент проектов, оставивших заявку, попадает на платформу. Часть процедуры, а именно проверка юридической чистоты компании-претендента даже отдается на аутсорсинг другой компании.

Во-вторых, синдицированные сделки. Ряд профессиональных игроков вкладывают в проекты на ровне с любителями. Деятельность компаний, уже получивших инвестиции, им тоже интересна. Конечно, есть и ряд других платформ, сотрудничающих с фондами и ассоциациями бизнес-ангелов (те же CrowdCube и Angellist), однако SeedInvest привлек действительно крупных игроков.

В-третьих, автоинвестирование. Конечно, до роботов, самостоятельно принимающих инвестиционное решение, как на фондовой бирже, еще далеко. Тем не менее SeedInvest создали интеллектуальную систему, которая в соответствие с предпочтениями, финансовым состоянием и активностью клиента предлагает ему наиболее оптимальные варианты как для портфельного, так и разового инвестирования.

В-четвертых, «проба воды». Успех кампаний важен для платформ как с финансовой точки зрения (платформа получает комиссионные только за счет успешных проектов), так и с репутационной. Поэтому с целью повышения шансов кампаний на успех SeedInvest предлагает компаниям совершать пробное размещение с целью выявления интересов инвесторов. Какие либо обязательства между инвесторами, компанией и платформой в рамках пробного размещения не возникают, однако этот инструмент может значительно увеличить эффективность кампаний.

Выводы и направления для дальнейших исследований

Краудинвестнг продолжает оставаться перспективным и пока еще недостаточно исследованным инструментом финансирования инновационных проектов, привлекающим внимание научных коллективов из разных стран, рассматривающим явление с разных сторон. В числе наиболее популярных и актуальных направлений исследований возможно выделить следующие:

1. Нахождение возможностей и перспектив встраивания краудинвестинга в существующую финансовую и инновационную систему, в том числе посредством синтеза с кооперативными, банковскими, бизнес-ангельскими структурами и венчурными фондами.
2. Соотношение краудинвестинга и синдицирования бизнес-ангельского капитала. Поиск «точек развития» и синергии указанных институтов финансирования, нахождение противоречий и взаимных барьеров.
3. Изучение поведения краудинвесторов (в том числе факторов принятия инвестиционных решений, альтруистической и эгоистической мотивации), его соотношение с поведением классических инвесторов, работающих на фондовом рынке, а также с поведением бизнес-ангелов.
4. Определение наличия или отсутствия эффекта замещения ангельских и посевных инвестиций краудинвестингом, а также степени и влияния данного явления;
5. Продолжение наблюдений за динамикой краудинвестинга и его соотношения с рынком венчурных инвестиций
6. Исследование эффективности и факторов успеха краудинвестинговых кампаний;
7. Поиск релевантных организационных форм для краудинвестинговых платформ;
8. Нахождение оптимального нормативно-правового регулирования краудинвестинга;
9. Изучение роли краудинвестинга в построении сетевого уклада современной экономики;
10. Сравнительные исследования краудинвестинга и других разновидностей краудфандинга, краудинвестинговых платформ разных форм организации деятельности и платформ из разных стран.

Сравнительный анализ краудинвестинга и синдицированных бизнес-ангельских инвестиций свидетельствует как о наличии ряда отличий (краудинвестинг отличается массовостью инвесторов, микроинвестициями, стандартными контрактами, наличием автоматизированных платформ, а также тем, что необязательны: профессионализм инвесторов, их близость к инвестируемым проектам, а также участие в управлении), так и о больших перспективах синтеза данных институтов, способном содействовать взаимному нивелированию имеющихся недостатков. Аналогичная ситуация складывается и при сопоставлении краудинвестинга и ссудно-сберегательной кооперации.

При этом на данном этапе краудинвестинг представляется не столько альтернативой привычным венчурным институтом, сколько дополнением к ним, создающим синергию за счет упрощения процедуры инвестирования и привлечения средств на ранней стадии развития бизнеса.

В то же время объемы крауд-инвестиций стремительно растут даже на рынках со слабой или отрицательной динамикой венчурного рынка. Таким образом,

мы ожидаем дальнейшее развитие краудинвестинга с сохранением темпов роста, однако отсутствие схожих правовых норм, регулирующих данный феномен, и различные подходы платформ к взаимодействию с другими участниками рынка, дают основание полагать, что краудинвестинг еще претерпит ряд изменений.

Список использованных источников

1. 2015CF: Crowdfunding industry report. Massolution.com, 2016.
2. A. Agrawal, C. Catalini, A. Goldfarb. Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding?//MIT Sloan Research, Paper No. 5126-15; Rotman School of Management Working, Paper No. 2569988, 2015. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2569988.
3. P. Belleflamme, T. Lambert, A. Schwienbacher. Crowdfunding: Tapping the right crowd//Journal of Business Venturing, 2014, 29 (5). P. 585-609.
4. Breaking new ground. The Americas alternative finance benchmarking report. Cambridge Centre for Alternative Finance, 2016. https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2016-americas-alternative-finance-benchmarking-report.pdf.
5. Crowdfinanzierung in Deutschland; für-gründer.de, 2016. https://www.fuer-gruender.de/fileadmin/mediapool/Unsere_Studien/Crowdfinanzierung_Monitor_2015_Fuer-Gruender.de_Dentons.pdf.
6. Crowdinvesting Deutschland. Marktreport 2015; crowdfunding.de, 2016. http://www.crowdfunding.de/wp-content/uploads/2016/02/Crowdinvesting-Marktreport-2015-crowdfunding.de-Update-1.pdf.
7. Crunchbase: global innovation investment report. 2016 year in review; Crunchbase, 2017. http://static.crunchbase.com/reports/annual_2016_yf42a/crunchbase_annual_2016.pdf.
8. Equity Crowdfunding in the UK: Evidence from the Equity Tracker//British Business Bank/DEpt for Business Innovation and Skills. March 2014. P. 28.
9. D. Grundy, C. Ohmer. German crowd-investing platforms: Literature review and survey//Cogent Business & Management, 3 (1), 2016. P. 20.
10. A. Hagedorn, A. Pinkwart. Crowdinvesting as a financing instrument for startups in Germany: A critical platform analysis. Leipzig: HHL Leipzig Graduate School of Management, 2013. P. 53.
11. L. Hornuf, A. Schwienbacher. Crowdinvesting — Angel investing for the masses?//Handbook of research on venture capital: Vol. 3. Business Angels. Retrieved March 1, 2014. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2401515.
12. L. Hornuf, A. Schwienbacher. The Emergence of Crowdinvesting in Europe: With an In-Depth Analysis of the German Market. LMU Discussion, 2015. P. 43.
13. L. Hornuf, A. Schwienbacher. Funding dynamics in crowdinvesting. SSRN Working Paper, 2015. http://ssrn.com/abstract=2612998.
14. A. Lukkarinen, J. F. Teich, H. Wallenius, J. Wallenius. Success drivers of online equity crowdfunding campaigns//Journal Decision Support Systems. Vol. 87. N. C. 2016. P. 26-38.
15. MoneyTree навигатор венчурного рынка. Обзор венчурной индустрии России за 2015 г. PWC, PBK, 2016. https://www.pwc.ru/ru/technology/assets/e-money-tree-rus-2016.pdf.
16. Pushing Boundaries. The 2015 UK Alternative Finance Industry Report. Cambridge Centre for Alternative Finance, 2016. https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2015-uk-alternative-finance-industry-report.pdf.
17. R. Schenk. Crowdinvesting made in Germany//Munich, GRIN Verlag, 2014. – 14 p. http://www.grin.com/en/e-book/272580/crowdinvesting-made-in-germany.
18. R. Schenk. The Future of Digital Financing by Crowdinvesting. E.: GRINVerlagGmbH, 2014. P. 16-24.
19. A. Schwienbacher. Crowdinvesting in the Netherlands: Market Analysis, Securities Regulation and Policy Options. Amsterdam: Duisenberg School of Finance, 2015. – 48 p.
20. Small Business Equity Investement Tracker. British Business Bank, 2016. http://british-business-bank.co.uk/wp-content/uploads/2016/05/97-Small-Business-Equity-Investment-Tracker-Report.pdf.
21. Venture Pulse Q4 2016. Global analysis of venture funding. KPMG, 2017. https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2017/01/venture-pulse-q4-2016-report.pdf.
22. N. Vulkan, T. Astebro, M. F. Sierra. Equity Crowdfunding: A New Phenomena//Journal of Business Venturing Insights, 2016, № 5. P. 37-49.
23. К. Аккерман. Краудфандингу нужны евангелисты. Bankir.ru, 2013. http://bankir.ru/publikacii/20130204/kraudfandingu-nuzhny-evangelisty-10002952.
24. И. В. Богуславский, Е. А. Угнич. Механизм венчурного финансирования: модель реализации «Инновационного лифта»// Фундаментальные исследования. 2013. № 11-8 С. 1615-1620.
25. Д. Г. Будеско, Э. А. Фияксель. Анализ развития синдицированных сделок с участием бизнес-ангелов//Инновации. 2015. № 7. С. 70-75.
26. В. С. Вахштайн, П. М. Степанцов. Финансовое поведение россиян: неучастие и недоверие//Ведомости, 10.06.2013. http://bit.ly/2idYzhW.
27. П. Вырупаев. Три причины, почему краудинвестинг не работает в России//Firrma, 21.01.2014. http://firrma.ru/data/s_opinion/2417.
28. Н. Гришин. Борис Акимов: «Фермерские рынки — это вранье на вранье»//Секрет фирмы, 2015. http://secretmag.ru/longread/2015/06/17/akimov.
29. М. Зельдин. Краудинвестинг в России: быть или не быть?// Rusbase, 19.10.2016. http://rb.ru/opinion/zac.
30. Т. Зыкова. Держи карман шире//Российская газета, Федеральный выпуск № 7109 (241), 24.10.2016. http://bit.ly/2iZQBK3.
31. А. Каримова. Побег в курятник//Коммерсантъ-Деньги, 2013. http://kommersant.ru/doc/2315006.
32. А. В. Киевич, Д. А. Койпаш. Краудинвестинг как альтернативная модель финансирования инвестиционного проекта//Экономика и банки. 2016. № 1. С. 58-65.
33. Д. А. Киселев, Е. А. Фоканова. Краудинвестинг как источник финансирования малого бизнеса в условиях экономического кризиса//Science Time, № 11 (23), 2015. С. 246-250.
34. М. А. Кольцов, Д. В. Сидоров, И. Н. Соколов. «Иннотермс» как инструмент преодоления трансляционного барьера, возникающего между участниками инновационного процесса// Инновации, 2016, № 12. С. 15-26.
35. Ф. Концаренко. Проблемы краудинвестинга в России: Платформы, мифы и перспективы//vc.ru., 11.05.2015. https://vc.ru/p/crowdinvesting.
36. Т. С. Кремлев. Инвестиционные инструменты краудсорсинг, краудфандинг, краудинвестинг//Молодой ученый. 2016. № 10. С. 762-766.
37. Н. А. Ларионов. Развитие инструментария финансирования инноваций в России: автореферат дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. Саратов, 2015.
38. Н. А. Ларионов. Развитие новых моделей венчурного финансирования//Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. 2013. № 3 С. 100-103.
39. Я. И. Никонова. Новая парадигма финансирования инновационного развития России: дисс. ... д-ра экон. наук: 08.00.10. Томск, 2016. – 429 с.
40. Обзор рынка «Прямые и венчурные инвестиции. 9 месяцев 2016 г.»//Аналитические сборники РАВИ 2004-2016. http://www.rvca.ru/rus/resource/library/rvca-yearbook/#download.
41. С. Опарин. «Народное инвестирование»: итоги трех лет в США и в России//Forbes, 28.11.2016. http://bit.ly/2jhvDnA.
42. Д. Попов. Поколение Y хочет освоить краудинвестинг//Rusbase, 28.04.2016. http://rb.ru/opinion/gen-y.
43. Р. Садыкова. Александр Бородич: «Так как рынок крошечный, он растет на сотни процентов в год»//Inc. Russia, 23.11.2016. http://bit.ly/2j0JzV9.
44. М. К. Санин. История развития краудфандинга. Классификация видов. Анализ перспектив развития и преимуществ//Экономика и экологический менеджмент. 2015. № 4. С. 57-63.
45. С. Р. Седельников. Коллективное финансирование инноваций — современное состояние и перспективы краудфандинга// Креативная экономика. 2015. № 4. С. 495-508.

46. С. Р. Седельников. Краудфандинг как инструмент финансирования стартапов в Российской Федерации//Проблемы современной экономики. 2015. № 4 (56) С. 154-157.
47. Н. В. Смородинская. Смена парадигмы мирового развития и становление сетевой экономики//Экономическая социология. Т. 13, № 4. 2012. С. 95-115.
48. И. Н. Соколов, З. К. Сокова. Становление и развитие законодательства в сфере финансирования жилищного строительства// Современные проблемы в области менеджмента, бизнес-информатики, юриспруденции и социально-гуманитарных наук: материалы XI-й научно-практической конференции студентов и преподавателей НФ НИУ ВШЭ. 2013. С. 182-185.
49. И. А. Тян. Повышение качества высокотехнологичной продукции на основе сетецентрических механизмов привлечения ресурсов: автореферат дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.05. М., 2012. – 26 с.
50. А. Чащина. Синдикат ангелов: что это такое и зачем он нужен. Republic, 2013. https://republic.ru/biz/1037876.
51. Sustaining momentum. The 2nd European Alternative Finance Industry Report. Cambridge Centre for Alternative Finance, 2016. https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2016-european-alternative-finance-report-sustaining-momentum.pdf.
52. http://www.dfg.de.
53. http://www.crowdfunding.de.
54. http://crowdsourcing.ru.
55. http://forbes.com.
56. http://tomtunguz.com.
57. http://www.sec.gov.
58. https://www.fuer-gruender.de.
59. https://starttrack.ru.
60. https://www.crowdcube.com.
61. https://www.companisto.com.
62. https://www.seedinvest.com.
63. Проект по исследованию краудинвестинга в США, Германии и Великобритании в плане определения перспектив и изучения регулирования новой формы финансирования стартап-проектов. http://gepris.dfg.de/gepris/projekt/248791364.
64. https://roem.ru/23-12-2014/160904/frii-razognal-pokazateli-starttrack-sdelkami-svyazannymi-s-frii-i-asi.

Equity crowdfunding. Review of research and development deliverables

A. A. Solohin, master's student, Master's programme «Management», Faculty of Management.

I. N. Sokolov, master's student, Master's programme «Management», Faculty of Management.

E. A. Fiyaksel, Doctor in economics, Professor, Head of department, Venture management department, Head of Center for Entrepreneurship.

(National Research University Higher School of Economics)

The article presents an overview of the existing domestic and foreign research on equity crowdfunding. A comparative analysis of equity crowdfunding and institutions syndication business angel capital, savings and loan cooperatives, revealed similarities and differences are identified the prospects of cross-fertilization and synergies, made a comparison of market transactions and venture equity crowdfunding in the world and in individual countries. The data on the activities of equity crowdfunding platforms and the perspectives of further research.

Keywords: equity crowdfunding, crowdsourcing, crowdfunding, seed investment, venture capital, business angels, syndicates of business angels, cooperation.

ТАЛОН ПОДПИСКИ ЖУРНАЛА

ЖУРНАЛ ОБ ИННОВАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ИННОВАЦИИ

Подписка в редакции — это получение журнала сразу после тиража.

В редакции можно оформить подписку на 2017 год (с 1 по 12 номер) по льготной цене **18840 руб. 00 коп.**
(Восемнадцать тысяч восемьсот сорок рублей 00 коп.), в том числе НДС — 1 712 руб. 73 коп.

Название организации _____

Фамилия, имя, отчество _____

_____

Должность _____

Почтовый адрес (адрес доставки) _____

_____

Просим высылать нам журнал «Инновации» в количестве _____ экземпляров.

Нами уплачена сумма _____

Платежное поручение № _____ от _____ 20 ___ г.

Банковские реквизиты редакции:
ОАО «ТРАНСФЕР», ИНН 7813002328, КПП 781301001
р/с 40702810727000001308 в ДО Приморский ПАО «Банк Санкт-Петербург», г. Санкт-Петербург»,
к/с 30101810900000000790, БИК 044030790

Дата заполнения талона подписки _____ Подпись _____

Подписка оформляется с любого номера.
Заполненный талон подписки мы принимаем по факсу: **(812) 234-09-18**

Контактное лицо: А. Б. Каминская.

ЖУРНАЛ ОБ ИННОВАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ИННОВАЦИИ

ТАЛОН ПОДПИСКИ ЖУРНАЛА