

ФИНАНСОВАЯ ЭКОНОМИКА

М. Б. Траченко¹

Государственный университет управления (Москва, Россия)

Е. Б. Стародубцева²

Финансовый университет

при Правительстве Российской Федерации (Москва, Россия)

А. В. Кожанова³

ООО «КСК» (Москва, Россия)

УДК: 33.336.647/.648

НОВАЯ МОДЕЛЬ КРАУДФАНДИНГА ДЛЯ ЗАЩИТЫ ИНТЕРЕСОВ ИНВЕСТОРОВ В РОССИИ

Концепция краудфандинга активно развивается последнее десятилетие, переходя к устоявшейся форме альтернативного финансирования стартапов и малых и средних предприятий. Как классический рынок двусторонних взаимоотношений краудфандинг обеспечивает взаимодействие между предпринимателями и инвесторами с помощью специализированной интернет-платформы. В России этот вид финансирования только зарождается, однако уже сталкивается со снижением инвестиционной активности в связи со все возрастающим невозвратом денежных средств, вложенных через эти платформы. Целью данной статьи является разработка новой модели краудфандинга, которая, с одной стороны, опирается на классический подход к ее формированию, а с другой — предлагает возможности для решения проблемы защиты интересов инвесторов в России, повышения их профессионализма и, как следствие, имиджа российского рынка альтернативного финансирования в целом. Методологическую основу работы составляет систематический анализ экономической литературы, международной и российской правовой базы, статистических данных. По результатам работы выявлены и проанализированы предлагаемые перспективные модели краудфандинга в зарубежных источниках научной литературы, а также законодательные особенности функционирования зарубежного и российского рынка альтернативного финансирования на предмет защищенности инвесторов. На основе этого была создана адаптированная под российский рынок модель, которая включает

¹ Траченко Марина Борисовна — д.э.н., профессор кафедры финансы и кредит, Государственный университет управления; e-mail: mb_trachenko@guu.ru, ORCID: 0000-0002-2923-4316.

² Стародубцева Елена Борисовна — д.э.н., профессор Департамента мировой экономики и международного бизнеса, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации; e-mail: EBStarodubtseva@fa.ru, ORCID: 0000-0001-9862-1283.

³ Кожанова Анастасия Вячеславовна — к.э.н., руководитель проекта ООО «КСК»; e-mail: a_kozhanova@bk.ru, ORCID: 0000-0002-5892-0841.

в процесс краудфандинга сообщества инвесторов — организаций-«фильтров», чья деятельность направлена на регистрацию инвесторов и проверку компаний для инвестирования с помощью глубокого due diligence. Внедрение модели на государственном уровне позволит снизить угрозу потери вложенных средств из-за отсутствия финансовой грамотности у инвесторов и эффективной системы отбора компаний у краудфандинговых платформ. Предлагаемые результаты исследования могут стать основой нормативно-правовых актов, стратегических концепций и регламентов, регулирующих отношения в области инвестиционной деятельности.

Ключевые слова: краудфандинг, краудинвестинг, краудлендинг, краудфандинговая платформа, инвестиции, альтернативное финансирование, малые и средние предприятия, стартап.

Цитировать статью: Траченко, М. Б., Стародубцева, Е. Б., & Кожанова, А. В. (2023). Новая модель краудфандинга для защиты интересов инвесторов в России. *Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика*, 58(1), 45–62. <https://doi.org/10.55959/MSU0130-0105-6-58-1-3>.

M. B. Trachenko

State University of Management (Moscow, Russia)

E. B. Starodubtseva

Financial University under Government of Russian Federation
(Moscow, Russia)

A. V. Kozhanova

LLC “KSK” (Moscow, Russia)

JEL: G23, O12

A NEW CROWDFUNDING MODEL TO PROTECT INVESTORS INTERESTS IN RUSSIA

The concept of crowdfunding has been actively developing over the past ten years, transforming into an established form of alternative finance for startups and small and medium enterprises. As a classical two-side market, crowdfunding provides interaction between entrepreneurs and investors through an Internet platform. In Russia, this type of funding is just emerging but has already faced a decrease in investment activity due to fund losses on these platforms. The purpose of this article is to create a new crowdfunding model which refers to the classical approach of its formation and offers opportunities for investors interests protection in Russia, increasing their professionalism and, as a result, the image of Russian alternative finance market. The methodological basis of the work is a systematic analysis of economic literature, international and Russian legal framework, and statistical data. The study identifies and analyzes perspective crowdfunding models and legislative features of investors protection on foreign and Russian alternative finance markets. On this basis, the authors build a model adapted to the Russian market, which includes in the crowdfunding process the investors communities — organizations «filters» whose activities are connected with investors registering and checking companies using deep due diligence. The implementation of the model at the

state level will reduce funds losses caused by the lack of financial literacy among investors and effective selecting companies system among platforms. The findings can become the basis for legal acts, strategic concepts and governing regulations of investment activity.

Keywords: crowdfunding, crowdfunding, crowdlending, crowdfunding platform, investments, alternative financing, small and medium enterprises, start-up.

To cite this document: Trachenko, M. B., Starodubtseva, E. B., & Kozhanova, A. V. (2023). A new crowdfunding model to protect investors interests in Russia. *Lomonosov Economics Journal*, 58(1), 45–62. <https://doi.org/10.55959/MSU0130-0105-6-58-1-3>.

Введение

Развитие информационных технологий открыло новые возможности для появления краудфандинга, который стал одним из основных источников финансирования малых и средних предприятий (МСП), включая высокотехнологичные стартапы (Block et al., 2018). За последние пятнадцать лет краудфандинг стремительно распространился как отдельное направление финансирования, начав свой путь в Австралии, перешел в Великобританию и затем на весь оставшийся мир. На 2020 г. в региональном разрезе картина по количеству зарегистрированных платформ выглядит следующим образом: Европа без Великобритании — 654 платформы, Азиатско-Тихоокеанский регион — 342 платформы, Латиноамериканский регион — 205 платформ, Южно-Африканский регион — 191 платформа, страны Среднего Востока и Северной Африки — 76 платформ, США и Канада — 72 платформы, Великобритания — 67 платформ, Китай — 53 платформы (Cambridge Centre for Alternative Finance, 2021).

Российские инвесторы используют в большей степени зарубежные платформы для привлечения средств, однако для России в условиях санкционного давления актуально развитие собственных платформ, что усилит, с одной стороны, независимость привлечения средств и правовую свободу, так как они будут функционировать в своем правовом поле, а с другой — даст возможность определенной независимости страны в привлечении и размещении ресурсов.

В отчете Центра альтернативного финансирования Университета Кембриджа отмечено, что объем мирового рынка альтернативного финансирования, включающего модели краудфандинга, краудлендинга, краудинвестинга, а также другие гибридные и негибридные модели и проекты на основе технологии блокчейн, составил 113,6 млрд долл. в 2020 г., а крупнейшими регионами являются США и Канада — 65% мирового объема, или 73,9 млрд долл., Великобритания — 11% мирового объема, или 12,6 млрд долл., на третьем месте находятся остальные страны Европы — 9% мирового объема, или 9,9 млрд долл. (Cambridge Centre for Alternative Finance, 2021).

Россия в этом плане значительно отстает от ведущих стран мира. Объемы альтернативного финансирования по итогам 2020 г. составили 7 млрд руб., почти не изменившись по отношению к 2019 г., а в 2021 г. объем краудфандинга увеличился в два раза по отношению к 2020 г. — на 13,8 млрд руб., почти достигнув уровня 2018 г. в 11 млрд руб. Согласно данным Банка России по состоянию на конец марта 2022 г. в реестр операторов инвестиционных платформ Банка России включено 59 организаций (прирост на 24 организации, или на 67% по отношению к предыдущему году), из которых деятельность не осуществляют 17 операторов инвестиционных платформ (28%) в связи с разработкой и тестированием программного обеспечения (Банк России, 2022). При этом, как видно, этот рынок в России развивается нестабильно.

Наблюдаемое снижение объемов альтернативного финансирования в России в 2019–2020 гг. стало следствием многочисленных потерь вложенных средств инвесторами и снижения имиджа рынка в целом. Причины такой ситуации заключаются в том числе в низком уровне финансовой грамотности как предпринимателей, так и инвесторов, отсутствии эффективной системы отбора компаний для целей финансирования и незащищенности интересов инвесторов на государственном уровне.

На тему повышения профессионализма и защиты интересов инвесторов было проведено немного исследований в основном на рынках развитых стран, а аналитическая информация о менее регулируемых рынках, демонстрирующих высокую степень неопределенности, включая Россию, практически отсутствует (Goethner et al., 2021). При этом исследователи отмечают, что изучение вопросов защиты интересов инвесторов позволяет лучше понять, как регулирование рынка альтернативного финансирования влияет на поведение инвесторов и на склонность фирм выходить на рынок капитала.

Целью данной статьи является разработка авторской модели краудфандинга, учитывающей специфику российской экономики, которая могла бы повысить профессионализм и защитить вложенные инвесторами денежные средства на основе проведения глубокого due diligence. Базой для разработки является анализ перспективных моделей краудфандинга, предлагаемых в зарубежной научной литературе, для оценки проработки темы защиты интересов инвесторов, а также официальная зарубежная и российская законодательная база, затрагивающая эту тему.

Генезис понятия «краудфандинг»

На основании имеющихся в литературе определений краудфандинга можно сделать вывод о наличии повторяющихся характеристик: краудфандинг фокусируется на привлечении финансовых средств от общественности, представленной группой людей, с использованием интернет-

платформ (European Commission, 2016; Kraus et al., 2016; Tomczak, Brem, 2013). Различные бизнес-модели, которые используются интернет-платформами, группируются по категориям: краудинвестинг, краудлендинг, краудфандинг для торговли счетами, краудфандинг, основанный на вознаграждении, благотворительный краудфандинг и другие гибридные модели краудфандинга (Траченко, Кожанова, 2019). При такой концепции предприниматели и компании не только могут получать обратную связь и новые творческие решения, но также имеют возможность задействовать избыточные финансовые возможности физических лиц. Еще одно достаточно распространенное понятие основывается на том, что краудфандинг — это открытый вызов, в основном через интернет, к предоставлению финансовых ресурсов либо в виде пожертвований, либо в обмен на определенное вознаграждение или право голоса в целях поддержки инициатив для конкретных целей (Schwienbacher, Larralde, 2010). Учитывая еще одну характеристику такого вида финансирования, выделяют понятие, в котором оговаривается, что краудфандинг предусматривает сбор взносов от значительного количества потребителей-инвесторов в течение определенного периода времени (как правило, несколько недель) с целью финансирования предпринимателями своих творческих идей (Kurpuswamy, Baucus, 2016). Более широкая трактовка краудфандинга определяет его как цифровую платформу, на основе которой участники привлекают и инвестируют средства на мировом финансовом рынке, а также отношения, возникающие между участниками этого процесса (Стародубцева, Медведева, 2021). Для рассмотрения предмета данной статьи нами будет использовано понятие краудфандинга как инновационного инструмента, позволяющего аккумулировать финансовые ресурсы от значительного количества участников для реализации инновационных, социальных и бизнес-проектов по применению специализированных интернет-ресурсов за определенное финансовое, материальное или нематериальное вознаграждение.

Анализ правовой базы Европейского союза и России по защите интересов инвесторов

Одни из первых исследований по защите интересов инвесторов были проведены немецкими учеными-юристами (Hornuf, Schwienbacher, 2017), которые проанализировали законодательство Германии по ценным бумагам. Именно они утверждают, что регулирование законов рынков ценных бумаг зависит от наличия альтернативных источников на ранних стадиях финансирования, таких как венчурное финансирование, бизнес-ангельское финансирование.

Анализ законодательной базы Европейского союза и России показал, что существующим методом отбора стартапов и МСП, который предлагается Европейским союзом, является проведение минимального

due diligence в отношении предпринимателей, который предполагает проверку на отсутствие судимости у владельца или владельцев компании за нарушение национальных норм в области коммерческого права, законодательства о несостоятельности, о финансовых услугах, о борьбе с отмыванием денег, о мошенничестве или обязательствах по профессиональной ответственности, а также отсутствие нарушений корпоративной юрисдикции Европейского союза (European Parliament and Council, 2020). Более никаких ограничений и проверок в рекомендациях не предусмотрено. В Германии 3 июля 2015 г. вступил в силу Закон о защите мелких инвесторов (SIPA), участвующих в краудфандинге на рынке акций. В соответствии с этим законом инвесторы, вложившие более 1000 евро, должны иметь определенную квалификацию и отчитываться о своих доходах. А инвестирование более 10 000 евро возможно только через юридическое лицо (Klöhn et al., 2016). При этом эмпирическое исследование, проведенное учеными из Германии, доказывает, что крупные инвестиции после введения закона стали, как правило, менее частыми, что является первым свидетельством того, что более искушенные инвесторы покинули рынок. Авторы считают, что требование самоотчета препятствует инвесторам делать инвестиции выше порога в 1000 евро, и что мелкие инвесторы стараются не превышать этот порог и по-прежнему остаются незащищенными (Goethner et al., 2021). Наряду с SIPA правительство Германии выпустило специальное Предупреждение, защищающее мелких инвесторов, обязывающее их его подписать, в котором освещаются риски незащищенности и возможности полной потери вложенных средств при принятии инвестиционных решений. Однако исследование, проведенное компанией Wirksam regieren, показывает, что данное Предупреждение инвесторы понимают, но часто упускают из виду. Более строгие требования к тому, где размещается Предупреждение и как оно выделяется, по мнению Wirksam regieren, может сделать информацию более заметной и тем самым значительно улучшить ее воздействие (Wirksam regieren, 2018).

Появление в 2014 г. во Франции двух основополагающих положений, регулирующих краундлендинг и краундинвестинг, позволило установить четкую структуру и обеспечить надежность краудфандинговой деятельности. Основой такой надежности стала обязательность либо регистрации краудфандинговых платформ в качестве посредников или консультантов, либо получения статуса, позволяющего им предоставлять регулируемые инвестиционные услуги (например, оформить французскую лицензию инвестиционной фирмы) в соответствии с системой MiFID. В качестве защиты инвесторов определен максимальный порог финансирования на отметке 1 млн евро, что так же как и в Германии может ограничить вхождение на этот рынок более крупных инвесторов и соответственно уменьшить источники финансирования.

В России на государственном уровне также разрабатывается и внедряется ряд нормативно-правовых актов, направленных на защиту интересов инвесторов. В силу того, что Федеральный закон от 2 августа 2019 г. № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», регламентирующий данную деятельность, был официально опубликован в 2019 г., но деятельность осуществлялась и ранее, основными положениями, в рамках которых осуществлялась такая деятельность, в первую очередь, выступал Гражданский кодекс Российской Федерации, который регламентировал отдельные аспекты вознаграждений, договорных условий, но в полной мере такое регулирование стало возможным только с принятием Закона. Он так же, как и в ЕС, ограничивает деятельность платформ включением их в специальный реестр Банка России, а также обязует платформы контролировать соблюдение ограничения инвестиционных вложений в 600 тыс. руб. в год для неквалифицированных инвесторов. Для тех инвесторов, которые подходят под требования Банка России о признании их квалифицированными, эти требования снимаются. Статус квалифицированного инвестора присваивается юридическим и физическим лицам, соответствующим определенным условиям Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» и указаниям Банка России «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами» (Указание Банка России, 2015), а именно отвечать одному из условий: для физических лиц — иметь соответствующий опыт работы не менее двух лет, совершать сделки с ценными бумагами не реже 10 раз в квартал за последние четыре квартала на сумму не менее 6 млн руб., иметь денежные средства на счетах на сумму не менее 6 млн руб.; для юридических лиц — иметь собственный капитал не менее 200 млн руб., совершать сделки с ценными бумагами не реже 5 раз в квартал за последние четыре квартала на сумму не менее 50 млн руб., иметь оборот (выручку) за последний отчетный период не менее 2 млрд руб., иметь сумму активов за последний отчетный период не менее 2 млрд руб.

С 13 июля 2021 г. вступили в силу новые правила о договоре конвертируемого займа, который часто используется в качестве финансового инструмента при совершении сделок на краудфандинговых платформах (Федеральный закон № 354-ФЗ, 2021). В соответствии с этими правилами заемщиком может быть общество с ограниченной ответственностью (ООО) или непубличное акционерное общество (АО), исключением являются банки, некредитные финансовые организации и т.д. Заимодавцами (инвесторами) могут выступать любые лица, в том числе участники обществ. Договор конвертируемого займа должен быть одобрен всеми участниками (акционерами) единогласно, при этом «условие о зачете» считается согласованным, когда в договоре определена стоимость

или порядок определения стоимости доли (акций). В счет долга можно потребовать: предоставить дополнительные акции (их разместят путем закрытой подписки); увеличить уставной капитал общества, предоставить долю в нем или увеличить размер и номинальную стоимость доли. Заимодавец может потребовать разместить акции, увеличить уставной капитал ООО не позднее трех месяцев после наступления срока возврата займа. Более короткий срок стороны могут предусмотреть в договоре. Если в этот период заимодавец потребует вернуть деньги, проценты за пользование займом по ст. 395 ГК РФ он не получит (Гражданский кодекс, 1994).

В середине 2022 г. Банк России опубликовал антикризисные меры поддержки российского рынка краудфандинга. К ним относятся смягчение / отсрочка вынесения предписаний Банка России за нарушение требований по использованию лимитов средств по финансированию деятельности инвестора на краудфандинговой платформе, а также сроков предоставления любых видов отчетов, в том числе бухгалтерских, платформами. По мнению Банка России, эти меры позволят оперативно реагировать на проблемы, возникающие в деятельности инвестиционных платформ (Банк России, 2022).

Анализ моделей краудфандинга

В результате проведенного анализа была систематизирована информация, размещенная в научных исследованиях, относительно предлагаемых перспективных моделей краудфандинга (табл. 1).

Таблица 1

Обзор моделей краудфандинга в научной литературе

Источник, страна	Описание предлагаемой модели
(Tomczak, Brem, 2013) Германия	Модель, представленная в статье, является одной из первых концептуальных моделей краудфандинга в имеющейся на тот момент литературе. При разработке модели авторы сделали вывод о том, что издержки, связанные с выплатами, критически важны для инвестиций, а также оставляют открытыми для дальнейшего исследования юридические вопросы и вопросы реинвестирования
(Ibrahim, Verliyantina, 2012) Индонезия	Авторы предлагают бизнес-модель, которую можно применить в Индонезии для содействия росту МСП и благодаря которой компании и частные лица будут систематически сотрудничать для обеспечения регулярности и прозрачности деятельности фондов, использованию средств и составлению отчетов о ходе работы. Эта модель должна быть реализована в виде веб-платформы для прямого взаимодействия инвесторов и предпринимателей

Источник, страна	Описание предлагаемой модели
(Yang et al., 2019) США	Предложенная авторами модель на примере Китая (для авторитарного рынка) предлагает введение общественных фондов, что облегчит администрирование и надзор за онлайн-сбором средств
(Beier, Früh, 2020) Швейцария	Авторами представляется интегрированная модель того, как основанный на вознаграждении краудфандинг и подход к совместным инновационным сетям могут быть применены совместно, так как оба подхода хорошо дополняют друг друга, особенно на ранней стадии создания проекта
(Tan, Reddy, 2021) Япония, Сингапур	Авторы предлагают модель «успешной» краудфандинговой компании, где центральные спонсоры оказывают особое влияние на результаты проекта: показатели успешности, объем привлеченных средств, скорость достижения цели, а также количество инвесторов, вносящих свой вклад в проект

Источник: составлено авторами с использованием представленных источников.

Необходимо отметить, что из всех представленных только модель, предложенная Н. Ибрахим и Верлиянтина, содержит некоторый способ защиты интересов инвесторов с помощью автоматизации системы отчетности всех процессов и интеграции подсистем различных организаций в единую интернет-сеть (Ibrahim, Verliyantina, 2012). При этом к недостаткам предложенной модели можно отнести то, что она не учитывает отсутствие интернет-грамотности среди пользователей из удаленных регионов и увеличение операционных затрат на поддержание предложенной системы. Другие модели не предлагают механизмы защиты интересов инвесторов, затрагивая эти вопросы косвенно.

Как отмечает большинство авторов представленных исследований, одной из главных особенностей управления цифровой платформой является тот факт, что краудфандинговая компания не берет на себя никакого риска, являясь максимально открытой для общественности, чтобы облегчать взаимодействие между предпринимателями и потенциальными инвесторами. Платформы (даже самые долго функционирующие и наиболее крупные, например, Kickstarter) не заинтересованы в отборе и оценке деятельности компаний, которые ищут средства. Незаинтересованность связана с тем, что краудфандинговая компания получает прибыль от посредничества за счет установленного процента от привлекаемого финансирования. Следовательно, компания никак не защищает инвесторов от потери денежных средств, кроме как обязательствами выполнения условий договора между сторонами, которые по факту часто нарушаются.

В России эта ситуация обостряется из-за отсутствия эффективной законодательной базы, регулирующей отношения частных инвесторов

и предпринимателей. По мнению авторов, в нашей стране защита интересов инвесторов не может происходить без участия государства. Именно на уровне взаимодействия государственного и коммерческого секторов необходимо решать эту проблему за счет укрепления взаимосвязей двух сторон, что невозможно осуществить без эффективной системы отбора компаний для инвестирования.

Модель краудфандинга, обеспечивающая защиту интересов инвесторов в России

Законодательные акты, применяемые в России, лишь частично защищают интересы инвесторов, вводя некоторые лимиты и ограничения по отдельным финансовым инструментам. На законодательном уровне в России отсутствует комплексный подход к регулированию деятельности рынка альтернативного финансирования, а также нет правил, регулирующих процесс отбора компаний для инвестирования, скорее, наоборот, до недавнего времени не проводился даже тот минимальный, рекомендованный Европейским союзом, *due diligence*, что привлекло большое количество мошенников и неквалифицированных предпринимателей на площадки и повлекло потери средств инвесторами. Данная ситуация нанесла значительный урон развитию рынка альтернативного финансирования в России в 2019–2020 гг.

Методологически разработка авторской модели краудфандинга опирается на концепцию классического двустороннего рынка, изложенную в работах зарубежных авторов (Tomczak, Brem, 2013; Valanienene, Jeleleviite, 2014). Концепция предполагает, что краудфандинг с помощью интернет-платформы объединяет в одну сеть две группы пользователей: предпринимателей и инвесторов. Модели этих авторов принципиально ничем друг от друга не отличаются, а основной акцент сделан на то, что синергия взаимоотношений между инвесторами и предпринимателями очень важна. Это означает, что увеличение числа инвесторов должно вести к увеличению числа компаний и наоборот. Это повышает важность платформ, так как именно через них привлекается толпа желающих для обеспечения необходимого объема инвестиций и числа реальных инвесторов.

В рамках разработанной модели краудфандинга авторами используется классический метод *due diligence*, лежащий в основе Европейских регулирующих документов (European Parliament and Council, 2020), и российских методических материалов Российской венчурной компании (Deloitte & Russian Venture Company, 2017), в доработанном варианте. Метод используется для отбора компаний, реально получающих финансирование. Как видно на рис. 1, именно в процессе *due diligence* «отсеивается» наибольшее количество компаний.

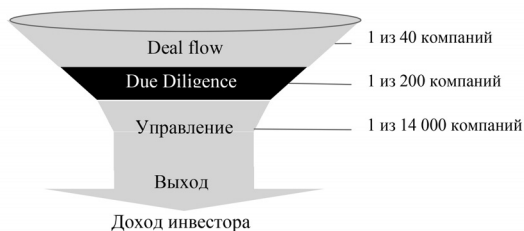


Рис. 1. Отбор проектов для финансирования
 Источник: (Deloitte & Russian Venture Company, 2017).

Для решения комплексной проблемы авторами исследования предлагается новая модель краудфандинга (рис. 2), направленная на решение вопросов защиты интересов инвесторов в России с помощью создания сообществ инвесторов как в государственном, так в коммерческом секторах экономики.

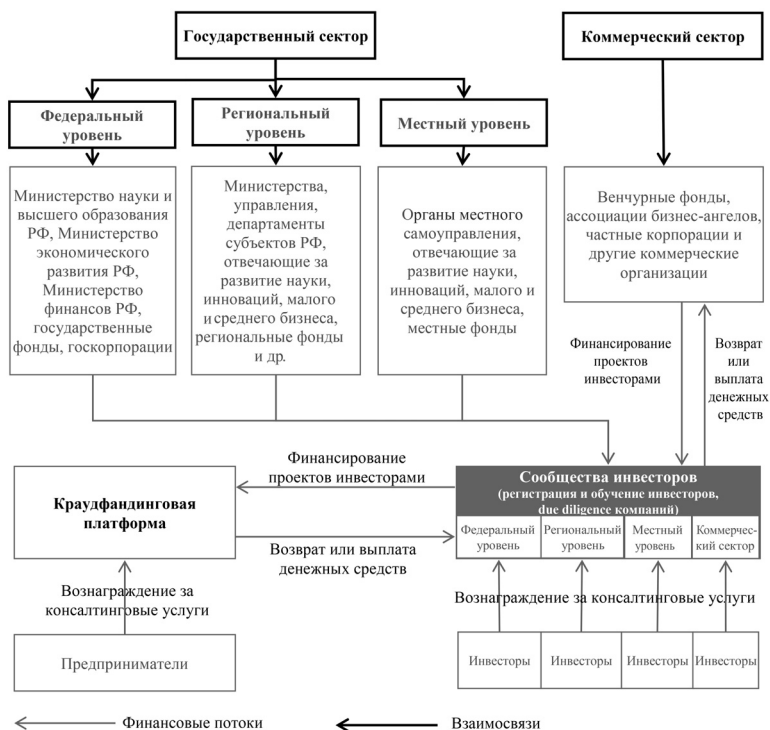


Рис. 2. Новая модель краудфандинга для России,
 направленная на защиту интересов инвесторов
 Источник: составлено авторами.

Разработанная авторами модель основана на концепции краудфандинга как классического двустороннего рынка (Tomczak, Brem, 2013; Valanienė, Jęgelevičė, 2014), где находятся, с одной стороны, инвесторы, а с другой — предприниматели. При этом все инвесторы как государственного, так и коммерческого секторов объединены в сообщества инвесторов (рис. 2). Предполагается, что это организации — «фильтры» как частные, так и государственные, в функции которых должен входить анализ эффективности деятельности компаний для облегчения потенциальным инвесторам процесса принятия решений по их финансированию на основе глубокого *due diligence*, а также включающего проверку достоверности предоставленной информации по компаниям и их основателям. Для каждого инвестора (физические и юридические лица) регистрация в сообществах инвесторов станет обязательной процедурой, если они желают осуществлять реальное финансирование.

С точки зрения государственного регулирования этого вопроса, новую модель краудфандинга можно представить как трехуровневую систему по принципу построения бюджетной системы России (федеральный, региональный и местный уровни).

В функциональные обязанности *сообществ инвесторов* должны входить:

- проведение глубокого *due diligence* компаний, находящихся на краудфандинговой платформе;
- финансовый и юридический контроль деятельности компаний на протяжении всего периода нахождения на краудфандинговой платформе (периодический сбор отчетности);
- создание базы данных инвесторов и предоставление возможности для общения;
- разработка требований для инвесторов, связанных с уровнем дохода, опытом инвестирования, рисков, связанных с инвестиционной деятельностью в прошлом, причастности к санкционным спискам, а также регистрация физических и юридических лиц, желающих стать инвесторами, которые соответствуют этим требованиям и требованиям законодательства;
- проведение тренингов и семинаров для инвесторов в целях повышения финансовой и юридической грамотности;
- организация сотрудничества с образовательными организациями, вузами для повышения финансовой грамотности инвесторов;
- информирование / предупреждение инвесторов о высокой степени риска и возможности полной потери вложенных в проекты и компании денежных средств;
- проведение консультаций по краудфандинговым платформам и подбор вариантов для инвестирования в соответствии с ожиданиями потенциальных инвесторов;

- участие в разработке регламентирующих документов и нормативно-правовых актов на государственном уровне и другие функциональные обязанности.

Использование метода *due diligence* в рамках сообществ инвесторов предлагается в расширенном варианте, а именно он должен включать следующие этапы:

- 1) всесторонняя проверка команды на наличие негативной информации, политической активности, судимостей, взысканий и судебных разбирательств, причастности к санкционным спискам и противозаконным организациям, источников дохода и благосостояния, рисков, связанных с предпринимательской деятельностью в прошлом, а также анализ юридических документов по компаниям, включая регистрационные данные, выполнение договорных обязательств и другое, подготовка юридического заключения;
- 2) всесторонний технический анализ продукта или услуги, предоставляемых компаниями с целью определения перспектив, инновационности, рынка и других направлений, подготовка технического заключения;
- 3) всесторонний финансово-экономический анализ деятельности (фактической и плановой) компаний, анализ кредитной истории, работы с поставщиками, с налоговыми органами, финансовых документов, подготовка финансово-экономического заключения;
- 4) оценка вероятности дефолта компаний, присвоение кредитного рейтинга.

Необходимо отметить, что для проведения *due diligence* можно привлекать специализированные организации, имеющие опыт подобных проверок, однако их деятельность должна быть лицензирована. Итоговые заключения по компаниям могут размещаться на официальном сайте сообщества инвесторов или краудфандинговой платформы.

В функциональные обязанности *краудфандинговых платформ* должны входить:

- привлечение стартапов, МСП и проектов, регистрация их на платформе;
- сбор и обработка историй, фотографий, презентаций, видео, информации о потребностях в финансировании и назначение использования финансовых ресурсов;
- сбор и обработка финансово-экономической информации в необходимом формате;
- организации общения (встреч) между компаниями и потенциальными инвесторами, проведение представлений компаний инвесторам;
- передача обработанной информации о компаниях, отчетности по их текущей деятельности в сообщества инвесторов;

- размещение объявлений / информации о суммах собираемых средств, направлений их использования;
- сбор средств от инвесторов, успешно прошедших регистрацию в сообществах инвесторов и передача их компаниям;
- организация сотрудничества с бизнес-инкубаторами, акселераторами, обучающими программами для предпринимателей.

Таким образом, в соответствии с представленной моделью движение финансовых ресурсов происходит от конкретного инвестора к конкретному предпринимателю, но через сообщества инвесторов и краудфандинговые платформы. Это означает, что каждый инвестор должен пройти регистрацию в том сообществе, в котором желает присутствовать, и каждый предприниматель должен быть зарегистрирован на платформе. В случае если инвестор осуществляет удачную сделку с предпринимателем и соблюдаются все оговоренные условия (возврат кредита, выплата процентов, достижение устойчивого роста и т.д.), сообщество инвесторов получает финансовое вознаграждение; в случае если предприниматель получает необходимый объем финансирования, краудфандинговая платформа получает вознаграждение за эффективное привлечение инвесторов.

Сообщества инвесторов также могут быть использованы для сотрудничества со всем коммерческим сектором, который включает другие источники финансирования инновационных проектов и стартапов, такие как венчурные фонды, сообщества бизнес-ангелов, частные корпорации и др. Эти компании могут получать информацию о существующих сделках и стартапах через сообщества инвесторов.

При использовании предложенной модели краудфандинговая платформа несколько не теряет своих преимуществ как для инвесторов, так и для предпринимателей, она по-прежнему остается интернет-площадкой по общению между обеими сторонами, с той разницей, что процесс проверки компаний и регистрация инвесторов происходит через сообщества инвесторов.

Инвесторы, как и прежде, взамен вложенных средств через краудфандинговую площадку получают:

- заранее оговоренную и закреплённую договором долю в компании;
- образец продукта или услуги;
- проценты на вложенные средства, обычно значительно превышающие размер среднерыночного процента по банковскому депозиту.

Преимущества привлечения денежных средств с помощью краудфандинговой площадки для предпринимателя остаются теми же:

- получение финансирования для своего проекта;
- возможность протестировать и совершенствовать свой продукт;
- экономия времени на поиски каждого отдельного инвестора, готового вложить денежные средства в его бизнес;

- если инвесторы вошли в долю, они заинтересованы в дальнейшем развитии стартапа и могут рекомендовать продукцию компании своим знакомым и друзьям, расширяя потенциальный рынок сбыта;
- доля, которая предлагается таким инвесторам гораздо ниже той, что могут потребовать друзья и родственники, поэтому предприниматель не теряет контроля над собственным бизнесом;
- между предпринимателями и инвесторами складываются деловые контакты без личных взаимоотношений.

В целом можно отметить, что представленная модель не лишена открытости: информация обо всех проектах, предпринимателях и компаниях, которые регистрируются на площадках и проверяются в сообществах, должна быть максимально открытая для того, чтобы инвесторы могли увидеть и проанализировать возможность вложения средств в понравившиеся им компании, а последние — понять, кто их реальный инвестор.

Заключение

С точки зрения экономической теории краудфандинг как двусторонний рынок эффективен в снижении издержек обеих сторон. Так, затраты на поиск инвесторов и предпринимателей очень низки на платформах. В связи с этим популярность данного источника финансирования не иссякает. При этом проблема незащищенности интересов инвесторов ведет к потере вложенных в компании средств. В России такая проблема стоит особенно остро.

Представленная модель позволит снизить риски потери вложенных в компании средств за счет вступления инвесторов в сообщества. Сообщества регистрируют, обучают и предупреждают инвесторов о рисках, а также осуществляют глубокий due diligence компаний. При этом финансируется их деятельность за счет государственного и коммерческого секторов, а также за счет инвесторов. Внедрение сообществ инвесторов в процесс краудфандинга позволит снизить угрозу потери средств из-за отсутствия финансовой грамотности и эффективной системы отбора компаний. Все это даст возможность повысить уровень защищенности и квалификации потенциальных инвесторов и в целом имидж краудфандинга в России.

Необходимо отметить, что, несмотря на предложенную в данном исследовании модель, риски вложения в стартапы и МСП все равно остаются значительными, однако при эффективной работе сообществ инвесторов и использовании метода отбора компаний на основе глубокого due diligence, могут быть существенно снижены.

Список литературы

Банк России. (2022). *Обзор рынка краудфандинга в России 2021 год и I квартал 2022 года*. Информационно-аналитический материал. Дата обращения 23.06.2022, https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/42097/crowdfunding_market_01_2022.pdf.

Гражданский кодекс. (1994, 30 ноября) от 30.11.1994. Принят ГД ФС РФ 21.11.1994, действующая редакция (№ 51-ФЗ).

Стародубцева, Е. Б., & Медведева, М. Б. (2021). Краудфандинг как современная форма финансирования. *Финансы и кредит*, 1(805), 22–40. <https://doi.org/10.24891/фс.27.1.22>

Траченко, М. Б., & Кожанова, А. В. (2019). Специфика структуры финансирования стартапов на разных стадиях их жизненного цикла. *Финансовый журнал*, 5, 90–103. <https://doi.org/10.24891/фс.27.1.22>

Указание Банка России «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами» от 29.04.2015. Зарегистрировано в Минюсте России 28.05.2015, действующая редакция (№ 3629-У) от 17.09.2021.

Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 02.07.2021. Принят ГД ФС РФ 24.07.2019, действующая редакция (№ 354-ФЗ).

Федеральный закон «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ» от 02.08.2019. Принят ГД ФС РФ 24.07.2019, действующая редакция (№ 259-ФЗ).

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996. Принят ГД ФС РФ 20.03.1996, действующая редакция (№ 39-ФЗ).

Beier, M., & Früh, S. (2020). Reward-Based Crowdfunding as a Tool to Constitute and Develop Collaborative Innovation Networks (COINs). *Digital Transformation of Collaboration*, 279–293. https://doi.org/10.1007/978-3-030-48993-9_19

Block, J. H., Colombo, M. G., & Cumming, D. J. et al. (2018). New players in entrepreneurial finance and why they are there. *Small Business Economics*, 50, 239–250. <https://doi.org/10.1007/s11187-016-9826-6>

Cambridge Centre for Alternative Finance. (2021). The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report. <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/the-2nd-global-alternative-finance-market-benchmarking-report/>.

Deloitte & Russian Venture Company (2017). Methodological guide and practical recommendations for structuring transactions. https://www.rvc.ru/upload/iblock/849/mp_rvc_deloitte_2017.pdf

European Commission. (2016, May 03). *Crowdfunding staff working document*. Crowdfunding in the EU Capital Markets Union. https://ec.europa.eu/info/publications/crowdfunding-eu-capital-markets-union_en

European Parliament and Council. (2020, October). *European Commission Regulation (EU) 2020/1503*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32020R1503>

Goethner, M., Hornuf, L., & Regner, T. (2021). Protecting investors in equity crowdfunding: An empirical analysis of the small investor protection act. *Technological Forecasting & Social Change*, 162, 1–15. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.120352>

Hornuf, L., & Schwiendach, A. (2017). Should securities regulation promote equity crowdfunding? *Small Business Economics*, 49, 579–593. <https://doi.org/10.1007/s11187-017-9839-9>

- Ibrahim, N., & Verliyantina. (2012). The Model of Crowdfunding to Support Small and Micro Businesses in Indonesia Through a Web-based platform. *Procedia Economics and Finance*, 4, 390–397. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(12\)00353-X](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(12)00353-X)
- Klöhn, L., Hornuf, L., & Schilling, T. (2016). The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act: Content, Consequences, Critique, Suggestions. *European Company Law* 13, 2, 56–66. <https://doi.org/10.54648/EUCL2016009>
- Kraus, S., Richter, Ch., Brem, A., Cheng, Ch.-F., & Chang, M.-L. (2016). Strategies for reward-based crowdfunding campaigns. *Journal of Innovation & Knowledge*, 1, 13–23. <https://doi.org/10.1016/j.jik.2016.01.010>
- Kuppuswamy, V., & Bayus, B. (2016). A review of crowdfunding research and findings. *Handbook of research on new product development*, 361–373. <https://doi.org/10.4337/9781784718152.00028>
- Rau, P. (2020). Raghavendra, Law, Trust, and the Development of Crowdfunding. (July 1). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2989056>
- Schwiebacher, A., & Larralde, B. (2010). Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. *SSRN Electronic Journal*. <http://doi.org/10.2139/ssrn.1699183>
- Tan, Y. H., & Reddyb, S. K. (2020). Crowdfunding digital platforms: Backer networks and their impact on project outcomes. *Social Networks*, 64, 158–172. <https://doi.org/10.1016/j.socnet.2020.09.005>
- Tomczak, A., & Brem, A. A. (2013). A conceptualized investment model of crowdfunding. *Venture Capital*, 4, 335–359. <https://doi.org/10.1080/13691066.2013.847614>
- Valanienea, L., & Jegeleviite, S. (2014). Crowdfunding for creating value: stakeholder approach. *Procedia — Social and Behavioral Sciences*, 156, 599–604. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.11.248>
- Wirksam regieren. (2018). *Warning regarding small investor protection*. <https://www.bundesregierung.de/resource/blob/1541604/392204/02ff6a9dad14c4bf76c95afb83cb235b/en-warnhinweis-download-bericht-data.pdf?download=1>
- Yang, S., Zhang Ch., & Sang, W. (2019). An Analysis on Charitable Crowdfunding in an Authoritarian Regime. *82nd Annual Meeting of the Association for Information Science & Technology, Melbourne, Australia, 19–23 October*. <https://doi.org/10.1002/pra2.77>

References

- Bank of Russia. (2022). *Overview of the crowdfunding market in Russia in 2021 and the first quarter of 2022*. Information and analytical material. Retrieved June 23, 2022, from https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/42097/crowdfunding_market_01_2022.pdf
- Civil Code*. (1994, November 30) dated 11.30.1994. Adopted by the State Duma of the Federal Assembly of the Russian Federation on November 21, 1994, current edition (No. 51-FZ).
- Starodubtseva, E. B., & Medvedeva, M. B. (2021). Crowdfunding as a modern form of financing. *Finance and Credit*, 1(805), 22–40. <https://doi.org/10.24891/fc.27.1.22>
- Trachenko, M. B., & Kozhanova, A. V. (2019). The specifics of the startup financing structure at different stages of their life cycle. *Financial Journal*, 5, 90–103. <https://doi.org/10.24891/fc.27.1.22>
- Bank of Russia Directive “On Identifying Qualified Investors and the Register Procedure of the Identified Qualified Investors”. Dated 04.29.2015. Registered by the Russian Ministry of Justice on May 28, 2015, current version (No. 3629-U) dated September 17, 2021.

Federal Law “About Changes to Certain Legislative Acts of the Russian Federation”. From 07.02.2021. Adopted by the State Duma of the Federal Assembly of the Russian Federation on July 24, 2019, current edition (No. 354-FZ).

Federal Law “About Attracting Investments Using Investment Platforms”. From 08.02.2019. Adopted by the State Duma of the Federal Assembly of the Russian Federation on July 24, 2019, current version (No. 259-FZ).

Federal Law “About the Securities Market”. Dated 04.22.1996. Adopted by the State Duma of the Federal Assembly of the Russian Federation on March 20, 1996, current version (No. 39-FZ).